

受益地产链，卡位高成长

2023 年 01 月 19 日

► 建筑胶 2023 年展望：同属地产链，受益竣工回暖

2022 年房屋竣工面积同比-15%，主因疫情影响施工进度、违约房企项目延时/停工，导致交付延后。但 2022 年 11 月以来，房企供给端政策拐点出现，政策利好“万箭齐发”，我们判断修复先后顺序分别为保交楼、二手房、新房、公租房，即保交楼、竣工端数据有望率先回暖。

建筑胶行业景气与地产竣工需求相关。建筑幕墙胶常用于 2 种应用场景：1) 幕墙玻璃与背衬铝合金框架间唯一的连接和传递荷载，2) 隐框玻璃幕墙的玻璃或其它材料接缝处填缝，抵挡风雨入侵；**中空玻璃胶**一般应用于玻璃深加工环节的玻璃原片与铝合金边框粘接。

► 工业胶 2023 年展望：更突出光伏辅材、锂电辅材的α逻辑

(1) 光伏胶：辅材需求提前释放，公司市占率加速提升。光伏产业链持续降价，光伏胶需求有望提前释放。公司是光伏胶领域新军，份额加速提升。22H1 光伏胶实现收入 1.16 亿元，同比+367%，受益隆基、正泰、尚德、海泰等头部组件企业订单提升。未来有望借助产能优势、技术优势、资金优势，持续开发下游组件大客户。

(2) 动力电池胶：看点是大客户突破、技术迭代空间新增。一方面，新能源车持续高景气。另一方面，公司客户有望继续突破。公司为新能源动力电池组装用胶提供整体解决方案，动力电池应用场景包含防水密封、结构粘接、线束粘接、导热填充等，目前成功服务于比亚迪、ATL、多氟多、飞毛腿等知名客户。此外，**电池技术更新迭代提供市场空间增量。**6 月中下旬宁德时代发布 CTP3.0 麒麟电池。CTP (cell to pack) 结构，指动力电池包由电芯直接组装到 PACK 壳体中，可大幅减少中间模组部件、减轻电池包质量。CTP 结构需大量使用胶粘剂来连接固定电芯，单车胶用量预计大幅提升。

► 上游大幅扩产，硅胶毛利率持续改善

2022 年以来国内有机硅单体产能将大幅增加，DMC 价格降幅大，22Q3 开始毛利率改善，22Q3 公司毛利率 21.34%，同比+2.69pct，环比+5.25pct。

► 布局硅碳负极

目前“5 万吨/年锂电池用硅碳负极材料及专用粘合剂”项目已开始建设，计划 2023 年 6 月前完成基建工作，第一期预计在 2023 年下半年完成设备安装调试；第二期在第一期产线投产后 12 个月内建设投产。

投资建议：①建筑胶同属地产链，受益竣工回暖，同时继续提升市占率，②工业胶持续高增长，光伏胶、动力电池胶有望大客户放量，③硅碳负极加快建设，④硅烷偶联剂产品结构改善、产能技改新增。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.32、3.8 和 4.72 亿元，现价对应动态 PE 分别为 29X、18X 和 14X，维持“推荐”评级。

风险提示：地产竣工不及预期；工业胶领域渗透不及预期；原材料价格波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	2556	2671	3508	4556
增长率 (%)	67.7	4.5	31.3	29.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	268	232	380	472
增长率 (%)	33.0	-13.3	63.6	24.4
每股收益 (元)	0.68	0.59	0.97	1.21
PE	25	29	18	14
PB	3.2	3.0	2.7	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 1 月 19 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

17.04 元



分析师 李阳

执业证书：S0100521110008

邮箱：liyang_yj@mszq.com

研究助理 赵铭

执业证书：S0100122070043

邮箱：zhaoming_yj@mszq.com

相关研究

1. 硅宝科技 (300019.SZ) 2022 年三季报点评：毛利率如期改善，关注 Q4 产能弹性-2022/10/25
2. 硅宝科技 (300019.SZ) 2022 年半年报点评：工业胶持续高增，毛利率静待改善-2022/08/20
3. 硅宝科技 (300019.SZ) 事件点评：新获光伏胶专利，“打擂”高景气赛道-2022/07/23
4. 硅宝科技 (300019.SZ) 深度报告：有机硅密封胶龙头，“双主业”齐头并进-2022/05/16

目录

1 复盘去年：联动新能源，利润是核心要素	3
2 展望今年：建筑胶受益竣工回暖，工业胶保持高增	4
2.1 建筑胶：同属地产链	4
2.2 工业胶：2023 年更突出光伏辅材、锂电辅材的 α 逻辑	5
2.3 上游大幅扩产，硅胶毛利率持续改善	9
2.4 硅碳负极加快建设，新赛道开花结果可期	10
3 盈利预测与投资建议	11
3.1 盈利预测假设与业务拆分	11
3.2 估值分析及投资建议	12
4 风险提示	13
插图目录	15
表格目录	15

1 复盘去年：联动新能源，利润是核心要素

复盘公司 2022 年股价走势，与新能源板块更为接近，例如 3-4 月回调、5-6 月上涨、9-10 月回调。2022/4/26—2022/8/10 公司股价累计涨幅 85.7%，期间催化剂包括 5 月中下旬比亚迪销量强劲带动产业链普涨，6 月中上旬美国光伏关税减免、出口持续高景气，6 月中下旬宁德发布麒麟电池、动力电池单车胶用量预期提升，7 月中下旬硅碳负极配套材料 PAA 负极胶关注度提高，主因光伏、动力电池两大增量领域公司均可顺势切入、收入保持高增，我们预计公司新能源业务（工业胶）占比将继续提升。

此外，22H1 公司建筑胶收入占比 62%，建筑胶景气与地产竣工相关。2022 年 11 月以来，房企供给端融资宽松政策“万箭齐发”，我们判断保交楼、竣工端修复逻辑有望最先兑现，建筑胶景气有望修复。

图1：2022 年公司股价复盘



资料来源：wind，民生证券研究院整理

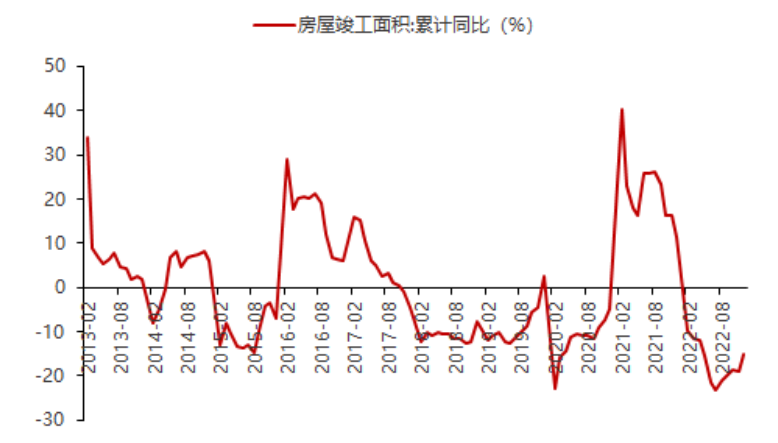
2 展望今年：建筑胶受益竣工回暖，工业胶保持高增

2.1 建筑胶：同属地产链

建筑胶行业景气与地产竣工需求相关。建筑幕墙胶常用于 2 种应用场景：1) 幕墙玻璃与背衬铝合金框架间唯一的连接和传递荷载，2) 隐框玻璃幕墙的玻璃或其它材料接缝处填缝，阻挡风雨入侵；中空玻璃胶一般应用于玻璃深加工环节的玻璃原片与铝合金边框粘接。

2022 年房屋竣工面积同比-15%，主因疫情影响施工进度、违约房企项目延时/停工，导致交付延后。但 2022 年 11 月以来，房企供给端政策拐点出现，政策利好“万箭齐发”，我们判断修复先后顺序分别为保交楼、二手房、新房、公租房，即保交楼、竣工端数据有望率先回暖。建筑胶与玻璃产业链同步性高。

图2：2022 年我国房屋竣工面积同比-15%



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022 年 11 月以来地产政策频发



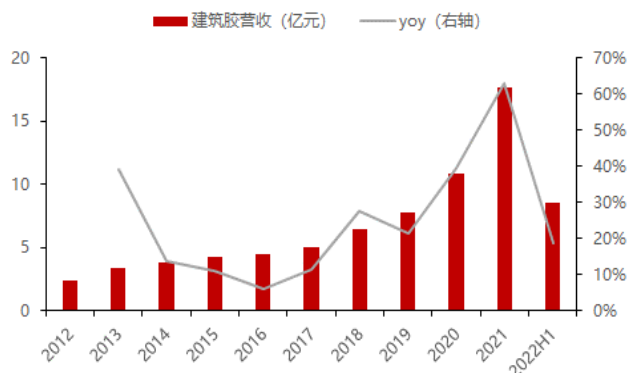
资料来源：各政府官网等，民生证券研究院整理

2.1.1 需求回暖，产能新增

公司 2017-2021 年建筑胶收入持续高增，22H1 受地产拖累增速放缓。2012-2021 年建筑胶营收 CAGR 为 24.7%，其中 2017-2021 年为 37.1%。

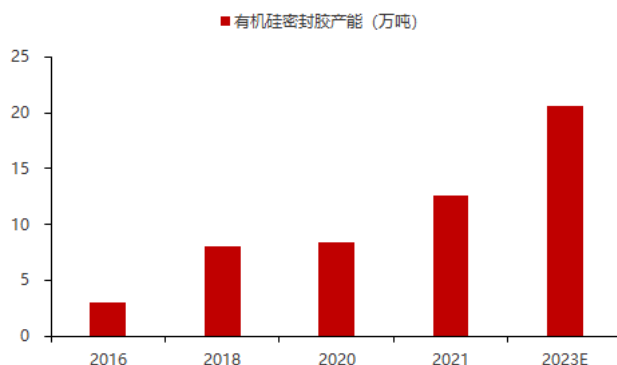
- 2021 年建筑胶收入 17.71 亿元，同比+63%。
- 22H1 公司建筑胶收入 8.55 亿元，同比+18.72%，Q2 起增速放缓，主因地产资金承压、竣工面积下滑。Q3 建筑胶受地产、疫情及内部账期调整等因素影响，增速继续放缓。
- 2022 年 11 月以来，房企供给端政策拐点出现，利好政策“万箭齐发”，我们判断竣工修复有望率先呈现，建筑胶直接受益。
- 公司产品同步向家装、装配式建筑领域渗透。

图4：2012-2022H1 公司建筑胶营收及 yoy



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图5：公司有机硅密封胶产能持续释放



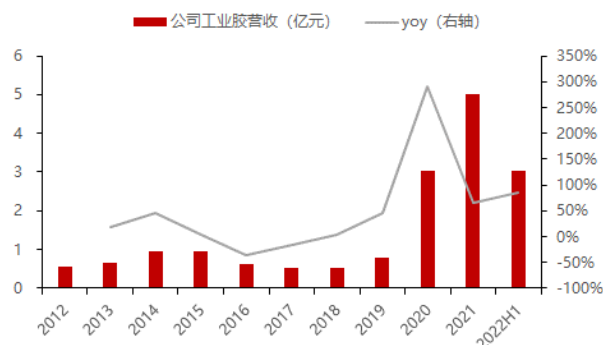
资料来源：公司公告，民生证券研究院

产能持续释放：2017 年公司在 3 万吨年产能基础上，加大新津 5 万吨/年有机硅密封材料及其配套项目建设，2018 年末产能达 8 万吨；2020 年通过定增启动 10 万吨/年高端密封胶智能制造项目建设（建筑胶 4.5 万吨+工业胶 4 万吨+改性胶 1.5 万吨），其中 2021 年 6 月底第一期 4 万吨/年投产，截至 2021 年末合计 12.62 万吨年产能，**2016-2021 年公司有机硅胶设计产能 CAGR 达 33%**。定增第二期 3 万吨/年项目于 22Q3 投产，我们预计定增的第三期 3 万吨/年项目+眉山拓利 2 万吨/年项目投产后，公司产能将达 20.62 万吨。

2.2 工业胶：2023 年更突出光伏辅材、锂电辅材的α逻辑

2012-2021 年公司工业胶营收 CAGR 为 27.9%，2021 年工业胶产品实现营收 5.02 亿元，同比+66%；**22H1 公司工业胶营收 3.04 亿元，同比+85%，增速远高于建筑胶板块。**截至 22H1，工业胶收入占比达 22%，2021 年为 19.6%。

图6：2012-2022H1 公司工业胶营收及 yoy



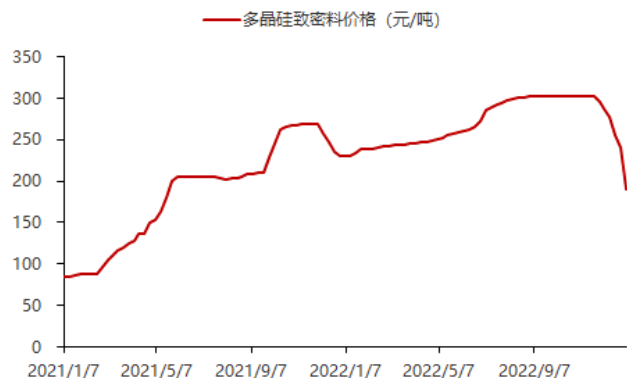
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2.1 光伏胶：辅材需求提前释放，市占率加速提升

IEA 数据显示，2021 年全球光伏新增装机量 173.5GW，根据公司 2021 年 10 月在投资者交流中的回复，1GW 光伏装机量对应 1200-1500 吨胶用量，则 173.5GW 新增光伏装机量对应 20.8-26 万吨光伏胶市场空间。**2022 年光伏市场持续高景气，全球光伏新增装机量预计 260GW，同比+50%**，光伏胶使用场景较为固定，我们假设单 GW 对应用胶量不变，**对应 31.2-39 万吨光伏胶市场空间。**

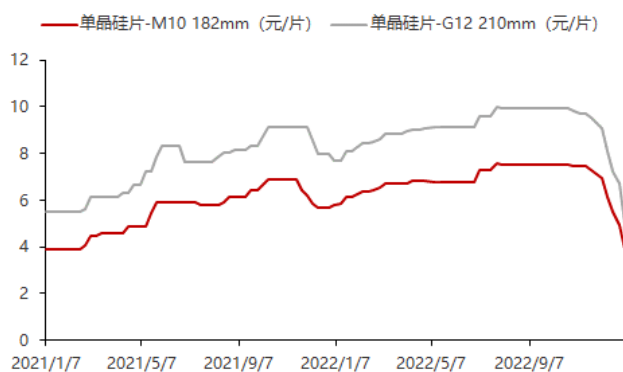
光伏产业链持续降价，光伏胶需求有望提前释放。22Q4 尤其是 12 月以来，光伏产业链各环节的价格出现较大跌幅。根据 PVinfolink 的 2023 年 1 月 4 日报价，多晶硅致密料价格为 190 元/kg，环比上周-20.8%，182、210 硅片价格环比上周分别-21.2%、-25.4%。近 1 个月（2022.12.1-2023.1.4）多晶硅致密料价格降幅达 35.6%，182、210 硅片价格降幅分别为 45.1%、46.2%。

图7：2022.12.1-2023.1.4 多晶硅致密料价格降幅达 35.6%



资料来源：PVinfolink，民生证券研究院

图8：2022.12.1-2023.1.4 182、210 硅片价格价格降幅分别为 45.1%、46.2%



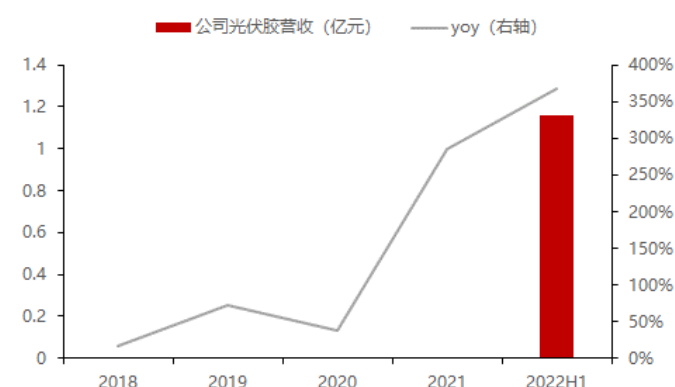
资料来源：PVinfolink，民生证券研究院

辅材环节受益主产业链价格下行：硅料新增供给陆续投放，价格见顶回落，跌幅及下跌斜率均超预期。硅料降价带动产业链价格下行，部分利润向下游电站传导，

下游业主 IRR 提升、装机动力增强，有望刺激光伏装机量需求提前释放。需求起量后，辅材环节受益量增。

- 2021 年公司光伏行业用胶全年实现收入同比+284.1%，产能增量来自募投项目（2 万吨/年）投产。**2017-2021 年光伏胶收入 CAGR 为 80.3%**，同期建筑胶 CAGR 为 37.1%；
- **22H1 光伏胶实现收入 1.16 亿元，同比+367%，受益隆基、正泰、尚德、海泰等头部组件企业订单提升。**
- 未来有望借助产能优势、技术优势、资金优势，持续开发下游组件大客户。

图9：22H1 公司光伏胶营收同比+367%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

光伏胶领域新军，份额加速提升。光伏胶头部企业包括：回天新材（2021 年光伏胶市占率约 45%）、北京天山（未上市，2014 年被美国富乐收购）、江苏创景（未上市，被西卡收购）等。光伏胶市场快速扩容，建筑胶龙头逐步切入，公司优势在于产能、技术及资金实力。

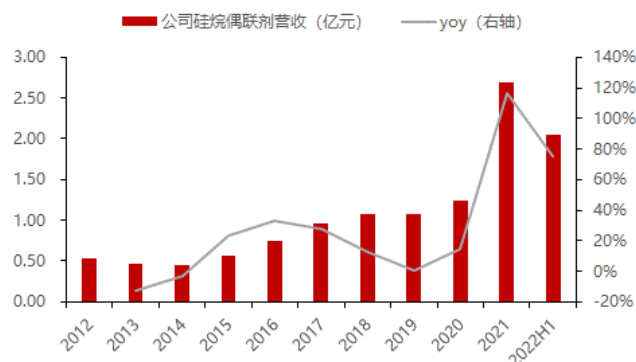
光伏组件客户多为大型上市公司，对供应商资格认证严格，需通过产品测试、样品试用、小批量采购、大批量采购等多个阶段。**为保障材料供应安全，光伏组件厂会选择多家供应商。**根据硅宝科技 2022 年 3 月在投资者互动平台的官方回复，预计光伏胶验证周期大约在 9 个月到 1 年不等。

硅烷偶联剂主要由全资子公司安徽硅宝生产。硅烷偶联剂是光伏 EVA 膜的关键助剂，安徽硅宝成功服务于国内多家主流光伏组件膜材料企业，**2021 年起受益行业增速快、硅烷偶联剂收入高增：**

- 2021 年公司硅烷偶联剂收入 2.69 亿，同比+116.8%，产能利用率从 2020 年的 51.57%提升到 2021 年的 96.21%；
- 22H1 公司硅烷偶联剂收入 2.05 亿元，同比+75.5%，毛利率 20.45%，同比+0.31pct。**安徽硅宝深化技改、调整产品结构，扩大高附加值产品**

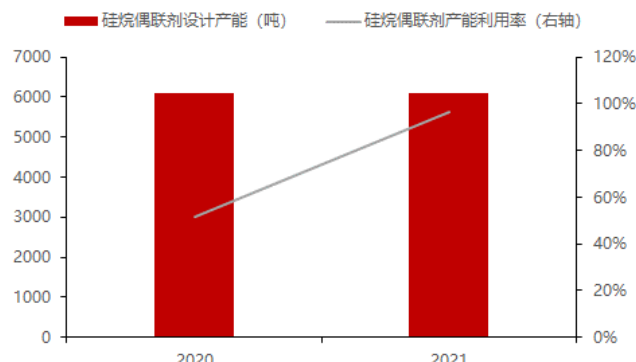
产量。同时，公司积极推进安徽硅宝 8500 吨/年硅烷偶联剂技改项目，预计 2023 年产能角度同比有较大弹性空间。

图10：2012-2022H1 公司硅烷偶联剂营收及 yoy



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：2021 年公司硅烷偶联剂产能利用率明显提升

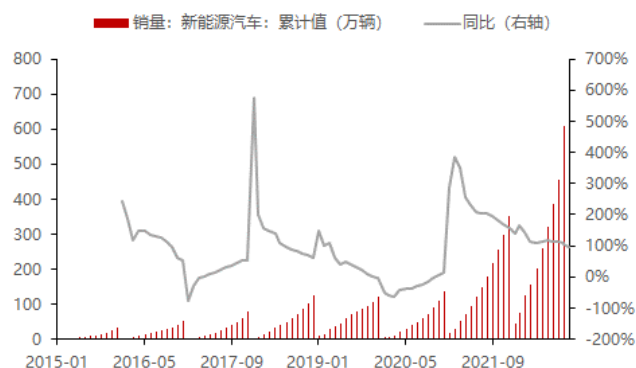


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2.2 动力电池胶：看点是大客户突破、技术迭代空间新增

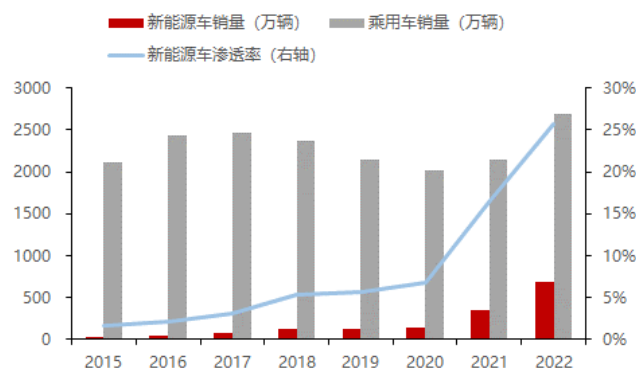
一方面，新能源车持续高景气。2022 年新能源车销量 689 万辆，同比+96%，2022 年渗透率为 25.6%，2021 年为 16.4%，提升明显。

图12：2022 年我国新能源车销量同比+96%



资料来源：中汽协，民生证券研究院

图13：2022 年我国新能源车渗透率达 25.6%



资料来源：中汽协，民生证券研究院

另一方面，公司客户有望继续突破。公司为新能源动力电池组装用胶提供整体解决方案，动力电池应用场景包含防水密封、结构粘接、线束粘接、导热填充等，目前成功服务于比亚迪、ATL、多氟多、飞毛腿等知名客户。

此外，电池技术更新迭代提供市场空间增量。2022 年 6 月中下旬宁德时代发布 CTP3.0 麒麟电池。CTP (cell to pack) 结构，指动力电池包由电芯直接组装到 PACK 壳体中，可大幅减少中间模组部件、减轻电池包质量。CTP 结构需大量使用胶粘剂来连接固定电芯，单车胶用量预计大幅提升。

2.3 上游大幅扩产，硅胶毛利率持续改善

根据百川盈孚数据，2021 年我国有机硅单体（生产 1 吨 DMC 约消耗 2 吨有机硅单体）产能约 372.5 万吨，同比+40 万吨，2018-2021 年 CAGR 为 10.8%，受能耗双控影响，有机硅单体产能投放整体偏紧。但是，2022 年以来国内有机硅单体产量大幅增加，我们统计 2022 年投产 117 万吨，已公告拟建设（尚未投产）的有机硅单体产能至少 175 万吨。

表1：2022 年有机硅单体产能投放情况

企业	有机硅单体产能（万吨）
东岳硅材	30
内蒙古恒星	12
云能硅材（一期）	20
新安股份	15
合盛硅业	40
2022 年已投产有机硅单体产能	117

资料来源：wind，民生证券研究院

表2：已公告拟建设的有机硅单体产能（截至 2023 年 1 月，不完全统计）

企业	有机硅单体产能（万吨）	备注
云能硅材（二期）	20	暂未投产
云南合盛硅业（一期 40 万吨+二期 40 万吨）	80	2023 年 5 月一期预计投产
兴发集团	40	一期 20 万吨 2023Q3 投产
蓝星星火	20	2021 年 4 月开工
中天控股	15	上游单体扩能项目 2022 年 8 月开工建设
已公告拟建设有机硅单体产能	175	

资料来源：wind，民生证券研究院

DMC 价格大幅下降。21Q3 公司原材料 DMC 价格上涨至 6 万元/吨+，22Q3 回落至 2 万元/吨以下，截至 2023 年 1 月 6 日，DMC 价格为 1.66 万元/吨，同比-38.2%。

22Q3 以来毛利率逐步改善，22Q3 公司毛利率 21.34%，同比+2.69pct，环比+5.25pct，国内有机硅单体产量将大幅增加，下游有机硅深加工盈利能力环比提高。

图14：有机硅 DMC 现货价（元/吨）



资料来源：iFind，民生证券研究院

图15：2019Q1-2022Q3 硅宝单季度毛利率表现



资料来源：硅宝科技公告，民生证券研究院

2.4 硅碳负极加快建设，新赛道开花结果可期

2021 年 11 月，公司公告年产 5 万吨锂电池硅碳负极材料及专用粘合剂项目，落地四川彭山经济开发区，以及拟投资新建 1 万吨/年锂电池用硅碳负极材料、4 万吨/年专用粘合剂生产基地，总投资 5.6 亿元。

目前“5 万吨/年锂电池用硅碳负极材料及专用粘合剂”项目已开始建设，计划 2023 年 6 月前完成基建工作，**第一期预计在 2023 年下半年完成设备安装调试**；第二期在第一期产线投产后 12 个月内建设投产。

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

关键假设：

1) 建筑胶：22H1 公司建筑胶收入 8.55 亿元，同比+19%。22H2 预计竣工需求走弱，我们预计 2022 年公司建筑胶收入 16.11 亿元，同比-9%。2023 年建筑胶收入增速有望充分受益竣工复苏，叠加产能新增，我们预计 2023-2024 年公司建筑胶收入增速分别为 20%、15%。22Q3 起毛利率逐步改善。

2) 工业胶：需求百花齐放，22H1 公司工业胶收入 3.04 亿元，同比+85%。22H2 预计产品售价跟随原材料价格下调，收入增速放缓。我们预计 2022-2024 年公司工业胶收入增速分别为 44%、62%、41%，主要由光伏、动力电池胶贡献。毛利率角度，我们预计 2022-2024 年公司工业胶毛利率分别为 24%、24%、23%，2024 年略有下降，判断主因产品结构变化，例如光伏胶占比放大。

3) 硅烷偶联剂：2021 年偶联剂产能利用率达 96.21%，通过技改将产能从 6000 吨提升到 8500 吨，技改预计 2023 年产能弹性较大，2023-2024 年硅烷偶联剂产销弹性加码。因此预计 2022-2024 年公司偶联剂收入增速分别为 21%、20%、30%。

4) 硅碳负极：目前预计公司硅碳负极项目一期于 23H2 投产，2024 年可能贡献部分收入。

表3：公司营收拆分-假设表

主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
合计					
收入 (亿元)	15.24	25.56	26.71	35.08	45.56
YoY		67.74%	4.52%	31.33%	29.86%
毛利率	31.84%	21.80%	18.55%	20.12%	20.09%
建筑胶					
收入 (亿元)	10.86	17.71	16.11	19.33	22.23
YoY		63.04%	-9.05%	20.00%	15.00%
毛利率	31.79%	18.35%	15.50%	17.20%	17.00%
工业胶					
收入 (亿元)	3.02	5.02	7.22	11.72	16.53
YoY		66.47%	43.90%	62.27%	41.03%
毛利率	35.59%	32.19%	24.00%	24.00%	23.00%
硅烷偶联剂					
收入 (亿元)	1.24	2.69	3.24	3.89	5.05
YoY		116.76%	20.64%	20.00%	30.00%
毛利率	22.33%	24.44%	21.00%	22.50%	22.00%
硅碳负极					
收入 (亿元)					1.60

业绩

归母净利润 (亿元)	2.01	2.68	2.32	3.80	4.72
YoY	53.0%	33.0%	-13.3%	63.6%	24.4%
归母净利润/收入	13.21%	10.47%	8.69%	10.83%	10.37%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

根据以上假设, 我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 26.71、35.08、45.56 亿元, 同比增速分别为 5%、31%、30%, 2022-2024 年归母净利润分别为 2.32、3.8 和 4.72 亿元, 同比增速分别为-13%、64%、24%。

3.2 估值分析及投资建议

可比公司选取回天新材 (主营业务同样为有机硅密封胶, 光伏胶领域市占率较高)、天洋新材 (主营业务为热熔胶、光伏胶膜、电子胶) 以及晨光新材 (主营业务为功能性硅烷)。横向对比, 可比公司 1 月 19 日股价对应 2022-2024 年平均 PE 分别为 29x、16x、12x 左右, 公司 1 月 19 日股价对应 2022-2024 年 PE 分别在 29x、18x、14x。公司光伏胶、动力电池胶有望大客户放量, 工业胶、新能源应用领域占比有望持续提升, 同时 2023 年建筑胶受益竣工回暖, 建筑胶业务表现有望优于 2022 年, 因此我们认为硅宝科技估值略高于可比公司是合理水平。

投资建议: ①建筑胶同属地产链, 受益竣工回暖, 同时持续提升市占率, ②工业胶持续高增长, 光伏胶、动力电池胶有望大客户放量, ③硅碳负极加快建设, ④硅烷偶联剂产品结构改善、产能技改新增。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.32、3.8 和 4.72 亿元, 现价对应动态 PE 分别为 29X、18X 和 14X, 维持“推荐”评级。

表4: 可比公司 PE 对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300041	回天新材	18.22	0.69	0.91	1.18	26	20	15
2909	*天洋新材	14.90	0.31	0.77	1.04	48	19	14
605399	*晨光新材	34.98	3.01	3.75	5.02	12	9	7
可比公司均值						29	16	12
300019	硅宝科技	17.04	0.59	0.97	1.21	29	18	14

资料来源: wind, 民生证券研究院

注: 天洋新材、晨光新材采用 wind 一致预期 (180 天), 股价时间为 2023 年 1 月 19 日

4 风险提示

1) 地产竣工不及预期。公司建筑胶具有增长势头强劲，近年来市占率明显提升。同时受地产政策催化，我们预计 2023 年竣工有望复苏，但若地产竣工持续下滑，公司建筑胶业务增速存在不及预期的风险。

2) 工业胶领域渗透不及预期。近 2 年公司工业胶保持高增，光伏、电子、汽车等需求多维成长，但存在部分领域渗透不及预期的风险。

3) 原材料价格波动。2022 年有机硅新增产能多，完全投产后上游原材料供应缓解。22Q2 以来原材料 DMC 单价回落，但仍存在波动的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2556	2671	3508	4556
营业成本	1999	2176	2802	3640
营业税金及附加	17	11	16	21
销售费用	79	81	83	110
管理费用	65	61	70	100
研发费用	110	105	147	203
EBIT	298	273	428	528
财务费用	-1	-8	-7	-7
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	6	5	7	9
营业利润	303	256	421	524
营业外收支	-4	1	0	0
利润总额	299	257	421	524
所得税	32	25	41	51
净利润	268	232	380	472
归属于母公司净利润	268	232	380	472
EBITDA	349	335	512	634

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	934	813	841	900
应收账款及票据	695	779	1002	1292
预付款项	5	13	15	17
存货	370	454	591	733
其他流动资产	177	76	129	179
流动资产合计	2182	2135	2577	3122
长期股权投资	0	5	12	21
固定资产	530	701	840	949
无形资产	84	84	84	83
非流动资产合计	782	928	1042	1129
资产合计	2963	3062	3619	4251
短期借款	82	82	82	82
应付账款及票据	605	503	719	959
其他流动负债	160	253	302	365
流动负债合计	848	838	1103	1407
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	34	27	27	27
非流动负债合计	34	27	27	27
负债合计	882	865	1130	1433
股本	391	391	391	391
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2082	2197	2489	2817
负债和股东权益合计	2963	3062	3619	4251

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	67.74	4.52	31.33	29.86
EBIT 增长率	26.98	-8.32	56.43	23.47
净利润增长率	33.00	-13.27	63.64	24.37
盈利能力 (%)				
毛利率	21.80	18.55	20.12	20.09
净利率	10.47	8.69	10.83	10.37
总资产收益率 ROA	9.03	7.58	10.50	11.12
净资产收益率 ROE	12.86	10.57	15.26	16.77
偿债能力				
流动比率	2.57	2.55	2.34	2.22
速动比率	2.07	1.98	1.78	1.68
现金比率	1.10	0.97	0.76	0.64
资产负债率 (%)	29.75	28.24	31.22	33.72
经营效率				
应收账款周转天数	72.77	69.05	71.22	71.01
存货周转天数	67.53	76.13	76.93	73.53
总资产周转率	1.07	0.89	1.05	1.16
每股指标 (元)				
每股收益	0.68	0.59	0.97	1.21
每股净资产	5.32	5.62	6.36	7.20
每股经营现金流	0.45	0.52	0.80	1.00
每股股利	0.30	0.23	0.37	0.46
估值分析				
PE	25	29	18	14
PB	3.2	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	16.65	17.74	11.55	9.23
股息收益率 (%)	1.76	1.32	2.17	2.69

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	268	232	380	472
折旧和摊销	51	61	84	106
营运资金变动	-163	-99	-158	-192
经营活动现金流	176	205	312	391
资本开支	-87	-199	-190	-182
投资	7	0	0	0
投资活动现金流	-75	-199	-190	-182
股权募资	832	0	0	0
债务募资	-246	1	-2	0
筹资活动现金流	499	-127	-95	-149
现金净流量	600	-121	28	59

插图目录

图 1: 2022 年公司股价复盘.....	3
图 2: 2022 年我国房屋竣工面积同比-15%.....	4
图 3: 2022 年 11 月以来地产政策频发.....	4
图 4: 2012-2022H1 公司建筑胶营收及 yoy.....	5
图 5: 公司有机硅密封胶产能持续释放.....	5
图 6: 2012-2022H1 公司工业胶营收及 yoy.....	6
图 7: 2022.12.1-2023.1.4 多晶硅致密料价格降幅达 35.6%.....	6
图 8: 2022.12.1-2023.1.4 182、210 硅片价格价格降幅分别为 45.1%、46.2%.....	6
图 9: 22H1 公司光伏胶营收同比+367%.....	7
图 10: 2012-2022H1 公司硅烷偶联剂营收及 yoy.....	8
图 11: 2021 年公司硅烷偶联剂产能利用率明显提升.....	8
图 12: 2022 年我国新能源车销量同比+96%.....	8
图 13: 2022 年我国新能源车渗透率达 25.6%.....	8
图 14: 有机硅 DMC 现货价 (元/吨).....	10
图 15: 2019Q1-2022Q3 硅宝单季度毛利率表现.....	10

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 2022 年有机硅单体产能投放情况.....	9
表 2: 已公告拟建设的有机硅单体产能 (截至 2023 年 1 月, 不完全统计).....	9
表 3: 公司营收拆分-假设表.....	11
表 4: 可比公司 PE 对比.....	12
公司财务报表数据预测汇总.....	14

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026