

侯宏森

010-66276985

houhongsen@cjis.cn

6-12个月目标价: 43.60元

当前股价: 48.18元

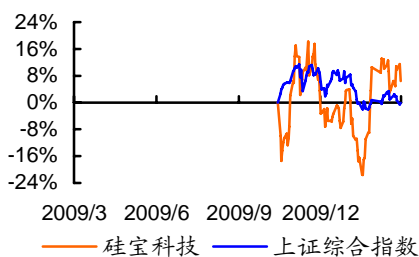
评级调整: -

### 基本资料

上证综合指数	2992.84
总股本(百万)	51
流通股本(百万)	13
流通市值(亿)	6
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	7.59
资产负债率	8.2%

### 股价表现

(%)	1M	3M	6M
硅宝科技	0.00	2.77	0.00
上证综合指数	0.00	-8.06	-0.23



### 相关报告

091012 公司研究《-硅宝科技-顺应行业发展, 延续高速增长》

硅宝科技

300019

暂无评级

## 占尽天时地利, 仍将快速发展

在成渝经济区建设将上升为国家战略之际, 在我国大力进行产业结构调整之际, 我们与硅宝科技就生产和销售情况进行了沟通, 对面临的机遇和发展前景进行了交流。

### 投资要点:

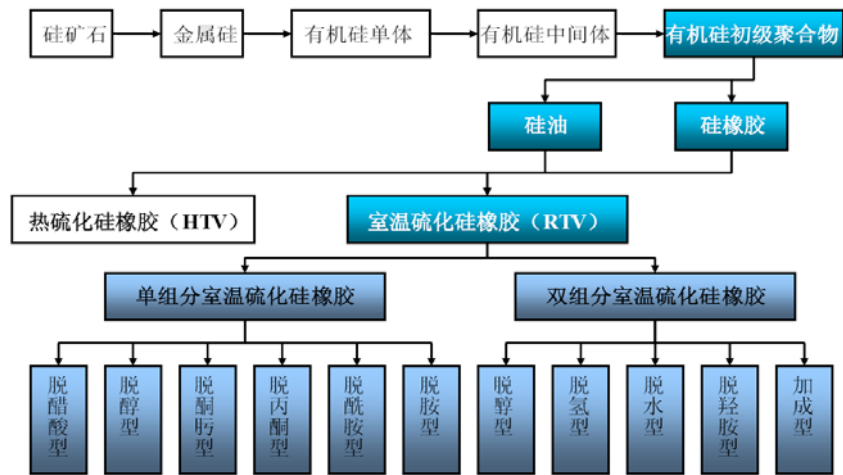
- **公司仍处在高速发展期。**2009年实现营业收入1.7亿元, 同比增长24.93%, 净利润3539万元, 同比增长38.59%, 摊薄后实现每股收益0.69元。公司2006年以来发展尤其迅速, 室温胶业务年复合增长率达到46.88%。
- **公司历史上平均每两年产量翻一番, 今年的产销量有望实现大幅增长。**公司2008年公司产能仅为5000吨/年, 09年公司产能瓶颈得到有效突破, 目前形成了万吨生产规模, 09年的销量为7300吨左右, 伴随着今年中空玻璃胶募投项目的建成投产, 年底将会形成18000吨的产能, 我们预计今年将会实现11000吨的产量。
- **建筑节能是公司目前的最大亮点。**具有很强保温功能的中空玻璃近年来实现了40%左右的高速增长, 并且我国的建筑节能政策正在酝酿出台, 中空玻璃将会得到政策的支持而实现稳定快速发展, 硅宝科技有机硅中空玻璃密封胶拥有自身专利技术, 性能优良, 对原有材料具有很强的替代作用, 目前已经成为南玻集团的主要供货商, 每年的合同额将达到3000万元左右, 并且其他的一些大型中空玻璃企业也在洽谈中。
- **公司还将进军太阳能和风电等新能源行业。**公司产品质量水平完全能够满足该领域的应用, 长时间暴晒下依旧能够满足设计的寿命要求。
- **成渝地区建设实现快速发展, 城乡统筹示范区实现规模化扩张, 灾后重建逐步加速等, 都为公司提供广阔的区域市场空间。**
- **我国产业调整政策中, 新材料作为主要方向被列为国家重点发展领域, 公司的有机硅室温胶作为化工新材料, 逐步替代进口产品, 属于政策大力鼓励发展的方向。**
- **公司的产品属于有机硅下游领域, 从行业发展周期上讲, 正处于黄金发展期。**首先有机硅行业上游发展迅速, 中间体DMC价格很难再实现高位行情, 成本将保持较低水平; 其次我国下游终端产品发展不足, 尤其始终高端产品非常紧俏, 竞争还不充分。下游企业将变被动为主动, 利润空间也将不断扩大。
- **暂无评级。**由于新建项目逐步投产, 业绩大幅增长基本确定, 我们预计公司近三年每股收益分别为1.09元、1.46元和1.93元, 年复合增长率有望达到41%, 作为创业板公司, 因此我们建议给予公司2010年40倍市盈率是比较正常的, 6-12个月的合理价位为43.6元, 而目前价格是48.18元, 高于我们的目标价, 然而由于公司推出高送转方案, 每10股派送2元(含税)再转增10股, 这对市场具有一定的刺激作用, 因此我们目前暂无投资评级。

### 主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	170	281	384	530
同比(%)	25%	66%	37%	38%
归属母公司净利润(百万元)	35	56	74	99
同比(%)	39%	58%	33%	33%
毛利率(%)	42.1%	41.5%	40.9%	40.3%
ROE(%)	9.1%	12.9%	14.7%	16.5%
每股收益(元)	0.69	1.09	1.46	1.93
P/E	69.43	44.01	33.10	24.93
P/B	6.35	5.68	4.88	4.12
EV/EBITDA	52	32	23	17

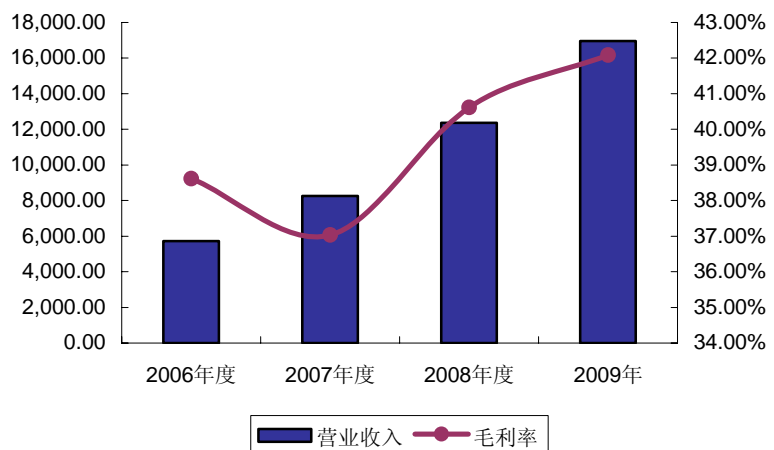
资料来源: 中投证券研究所

图 1: 室温胶产业链 (阴影所示部分为本公司产业链)



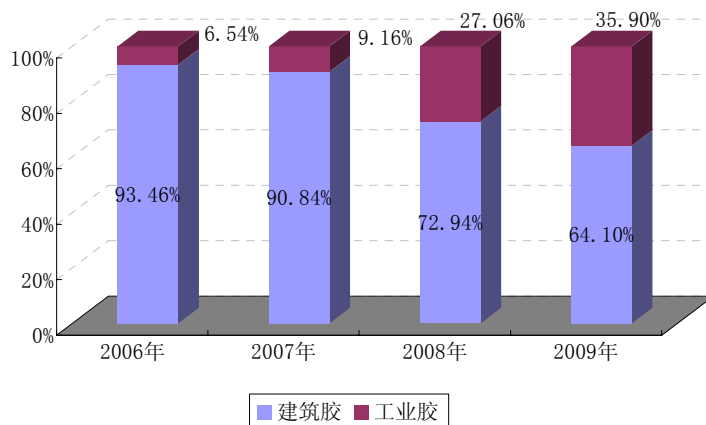
资料来源: 公司招股说明书 中投证券研究所

图 2: 硅宝近三年的室温胶收入增长和毛利率水平



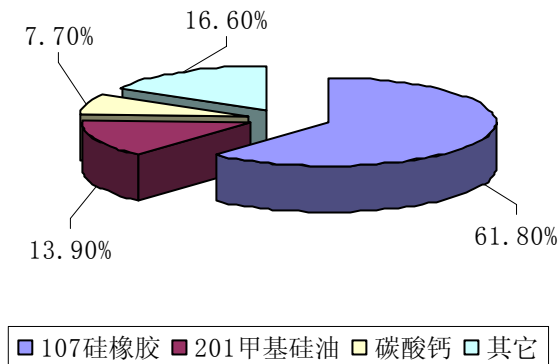
资料来源: 公司招股说明书 中投证券研究所

图 3: 近年来公司产品结构变化情况 (销售收入占比)



资料来源: 公司招股说明书 中投证券研究所

图 4: 公司 09 年上半年室温胶产品成本结构组成



资料来源: 公司招股说明书 中投证券研究所

图 5: 有机硅中间体 DMC 长三角价格走势



资料来源: 中投证券研究所, 化工在线

表 1: 2006-2008 年公司主要产品的市场占有率及市场排名细分情况

主要产品名称	2006 年市场占有率 (市场排名)	2007 年市场占有率 (市场排名)	2008 年市场占有率 (市场排名)	主要竞争对手
建筑幕墙用有机硅室温胶	4.1% (第 3)	5.5% (第 3)	6.1% (第 3)	广州白云、杭州之江
电力环保用有机硅室温胶	100% (第 1)	71.9% (第 1)	84.9% (第 1)	湖北回天
车灯用有机硅室温胶	30.8% (第 1)	41.4% (第 1)	52.9% (第 1)	道康宁 (Dowcorning)
玻璃加工用有机硅室温胶	0.3% (前 20)	0.3% (前 20)	1.6% (前 10)	浙江凌志、广州新展
门窗密封及装饰装修用有机硅室温胶	1.2% (第 8)	1.4% (第 7)	1.3% (第 8)	广州新展、江门快事达、杭州之江、广州安泰、四会欧利雅、南海建华等
电子用有机硅室温胶	0.0% (前 10)	0.2% (第 7)	0.4% (第 6)	道康宁 (Dowcorning)、瓦克 (Wacker)、迈图

资料来源: CNCIC

我们盈利预测的假设前提如下:

(1) 伴随着今年中空玻璃密封胶的投产, 公司今年底有机硅室温胶的产能将达到 18000 吨, 11-12 年另外两个募投项目也将陆续投产, 我们假设今后三年建筑胶产销量分别达到 8800 吨、11800 和 15800 吨, 工业用胶分别达到 3300 吨、5300 吨和 8300 吨。

(2) 由于目前市场销售情况很好, 我们假设今年室温胶价格略有上涨, 但明后两年, 伴随着市场供给量的上升, 价格呈现缓慢下降趋势;

(3) 伴随或则市场供给的上升, 我们假设产品的毛利率呈现缓慢下降趋势。

我们对硅宝科技的分产品盈利预测如下:

表 2: 分产品销售收入和毛利率预测

单位 (万元)		2009	2010E	2011E	2012E
建筑用胶	产量/万吨	0.51	0.88	1.18	1.58
	价格 (元)	20,220.00	21,220.00	20,520.00	20,220.00
	收入 (万元)	10,312.20	18,673.60	24,213.60	31,947.60
	毛利	41.32%	40.52%	39.06%	38.09%
工业用胶	产量/万吨	0.23	0.33	0.53	0.83
	价格 (元)	23,268.00	24,268.00	23,868.00	23,268.00
	收入 (万元)	5,351.64	8,008.44	12,650.04	19,312.44
	毛利	48.47%	47.35%	46.68%	45.67%
设备	收入 (万元)	1,283.90	1,412.29	1,553.52	1,708.87
	毛利	21.23%	21.23%	21.23%	21.23%
其他	收入 (万元)	13.94	15.33	16.87	18.55
	毛利	72.76%	72.76%	72.76%	72.76%
合计收入 (万元)		16,962	28,110	38,434	52,987
毛利率		42.08%	41.51%	40.86%	40.32%

资料来源: 中投证券研究所, 公司报表

**暂无投资评级。** 由于新建项目投产, 10 年-11 年公司业绩大幅增长基本确定, 我们预计公司 10 年至 12 年的每股收益分别为 1.09 元、1.46 元和 1.93 元, 对应的市盈率为 45.40 倍、34.15 倍和 25.72 倍。但考虑到公司未来两年具有很好的成长性, 近三年年复合增长率有望达到 41%, 再由于创业板市盈率较高的特点, 因此我们建议给予公司 2010 年 40 倍市盈率是比较正常的, 6-12 个月的合理价位为 43.6 元, 而目前价格是 48.18 元, 高于我们的目标价, 但由于公司推出高送配方案, 每 10 股派送 2 元 (含税) 再转增 10 股, 这对市场具有一定的刺激作用, 因此我们目前暂无投资评级。

**表 3: 盈利预测**

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	170	281	384	530
同比 (%)	25%	66%	37%	38%
归属母公司净利润	35	56	74	99
同比 (%)	39%	58%	33%	33%
毛利率 (%)	42.1%	41.5%	40.9%	40.3%
ROE (%)	9.1%	12.9%	14.7%	16.5%
每股收益 (元)	0.69	1.09	1.46	1.93
P/E	69.43	44.01	33.10	24.93
P/B	6.35	5.68	4.88	4.12
EV/EBITDA	52	32	23	17

资料来源: 中投证券研究所, 公司报表, 单位: 百万元

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	332	364	393	436	<b>营业收入</b>	170	281	384	530
现金	279	279	279	279	营业成本	98	164	227	316
应收账款	30	44	60	81	营业税金及附加	1	2	3	4
其它应收款	0	1	1	1	营业费用	12	19	26	36
预付账款	4	5	7	11	管理费用	20	32	44	61
存货	12	24	30	42	财务费用	1	1	1	1
其他	7	12	16	22	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	89	192	292	387	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	70	141	220	300	<b>营业利润</b>	37	62	83	112
无形资产	14	14	13	13	营业外收入	5	3	4	4
其他	5	37	58	74	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	421	556	685	823	<b>利润总额</b>	41	65	87	115
<b>流动负债</b>	28	119	176	221	所得税	6	9	12	16
短期借款	0	85	134	164	<b>净利润</b>	35	56	74	99
应付账款	11	14	19	31	少数股东损益	0	0	0	0
其他	17	20	23	26	<b>归属母公司净利润</b>	35	56	74	99
<b>非流动负债</b>	6	4	5	5	EBITDA	42	69	94	127
长期借款	0	0	0	0	EPS (元) (摊薄)	0.69	1.09	1.46	1.93
其他	6	4	5	5					
<b>负债合计</b>	34	123	181	226	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	51	51	51	51	<b>成长能力</b>				
资本公积	287	287	287	287	营业收入	24.9%	65.7%	36.7%	37.9%
留存收益	49	94	165	259	营业利润	30.8%	68.0%	33.6%	34.5%
归属母公司股东权益	387	433	504	597	归属于母公司净利润	38.6%	57.8%	32.9%	32.8%
<b>负债和股东权益</b>	421	556	685	823	<b>获利能力</b>				
					毛利率	42.1%	41.5%	40.9%	40.3%
					净利率	20.9%	19.9%	19.3%	18.6%
					ROE	9.1%	12.9%	14.7%	16.5%
					ROIC	28.8%	22.3%	19.8%	19.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	8.2%	22.2%	26.4%	27.5%
					净负债比率	0.00%	68.74%	73.83%	72.65%
					流动比率	11.82	3.06	2.24	1.97
					速动比率	11.37	2.85	2.06	1.78
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.59	0.58	0.62	0.70
					应收账款周转率	7	7	7	7
					应付账款周转率	10.34	13.04	13.56	12.56
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (最新摊薄)	0.69	1.09	1.46	1.93
					每股经营现金流 (最)	0.48	0.71	1.28	1.67
					每股净资产 (最新摊)	7.59	8.48	9.87	11.71
					<b>估值比率</b>				
					P/E	71.62	45.40	34.15	25.72
					P/B	6.55	5.86	5.03	4.25
					EV/EBITDA	54	33	24	18

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30% 以上  
推荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10% 以内  
回避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10% 以上

### 行业评级

- 看好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5% 以上  
中性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

## 分析师简介

侯宏森，中投证券研究所基础化工行业分析师，硕士，有多年化工行业工作背景和投资咨询工作经历。

主要研究覆盖公司：新安股份、蓝星新材、烟台万华、浙江龙盛、金发科技、红宝丽、巨化股份、杨农化工、诺普信、沙隆达、华星化工、兴化股份等。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层  
邮编：100031  
传真：(010) 66276939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编：200041  
传真：(021) 62171434