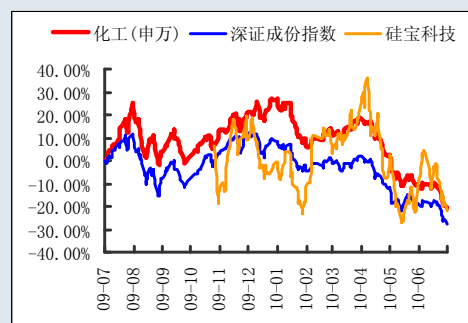


打造有机硅新材料下游龙头企业 ——硅宝科技（300019）研究报告

公司评级：推荐（首次）



一年来硅宝科技相对大盘表现



我公司研究人员于6月29日对硅宝科技进行了实地调研，与公司管理层进行了广泛的交流。

打造有机硅新材料下游龙头企业

- 硅宝科技是目前国内唯一一家集有机硅室温胶生产、研发和制胶专用设备制造于一身的企业，形成了以有机硅室温胶为主，制胶专用设备为辅的业务结构。
- 目前，公司建筑幕墙胶的市场占有率全国排名前三，车灯胶、电力环保胶及制胶专用设备的市场占有率全国排名均为第一。
- 公司的核心竞争优势主要包括：技术优势，品牌和服务优势，完整销售网络优势以及制胶工艺与设备设计相互促进优势。
- 未来两到三年，公司将通过募投项目建设，使有机硅室温胶总产能达到2.8万吨/年以上规模。公司将成为建筑密封胶领域品种最为齐全的供应商，同时在工业用有机硅密封胶领域仍将保持国内领先地位。
- 公司在西南地区的市场占有率排名第一位，在成渝板块整体发展的有力带动下，公司未来将会实现更大的发展。

盈利预测

我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.48元、0.67元和0.93元，以7月2日收盘价18.75元计算，对应动态市盈率分别为39倍、28倍和20倍，给予公司“推荐”的投资评级。

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	169.62	245.95	381.22	533.71
营业利润	36.95	54.46	77.44	108.61
利润总额	41.38	57.36	80.31	112.01
归属母公司净利润	35.39	48.76	68.26	95.21
EPS（元，摊薄）	0.35	0.48	0.67	0.93

风险因素

原材料价格波动风险；市场竞争加剧的风险；核心技术泄露的风险。

市场表现（截至2010-07-02）

	最新收盘	近三月
开盘价(元)	18.36	52.30
最高价(元)	19.01	60.98
最低价(元)	17.30	16.05
收盘价(元)	18.75	18.75
换手率	5.22%	503.81%
涨跌(元)	0.38	-34.40
涨跌幅	2.09%	-29.11%
行业涨跌幅	0.12%	-33.19%
相对行业涨跌幅	1.97%	4.08%
深成指涨跌幅	0.26%	-27.26%
相对大盘涨跌幅	1.83%	-1.85%

基础数据（截至2010-07-02）

总股本(万股)	10200
流通A股(万股)	2600
流通比例	25.49%
总市值(亿元)	19.13
流通市值(亿元)	4.88
每股净资产(元)	7.68

王泽军
执业证书编号：S1490209080023
龙建平
执业证书编号：S1490108030926
彭小兵
执业证书编号：S1490108031023
王贝贝
执业证书编号：S1490110040005
010-58568078
wangbeibei@hrsec.com.cn

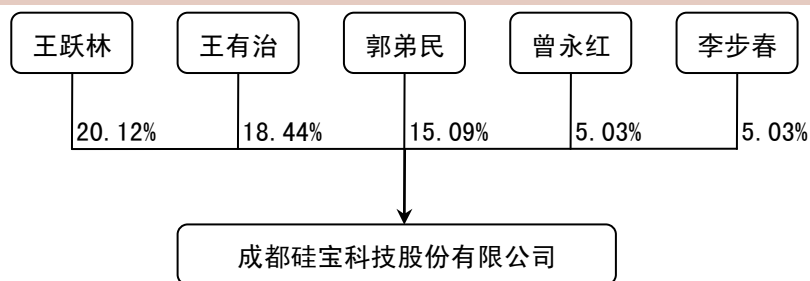
我公司研究人员于6月29日对硅宝科技进行了实地调研，与公司管理层进行了广泛的交流。公司厂容整洁，规划有序，员工朝气蓬勃，经营班子作风民主，企业凝聚力强，公司管理层对未来发展充满信心。

硅宝科技地处四川成都，是目前国内唯一一家集有机硅室温胶生产、研发和制胶专用生产设备制造于一身的企业，形成了以有机硅室温胶为主，制胶专用生产设备为辅的业务结构，其产品广泛应用于建筑门窗幕墙、节能环保、电子电力、汽车制造、公路道桥与机场跑道、地铁工程、太阳能等领域。

公司前身是成立于1998年10月19日的成都硅宝科技实业有限责任公司。2008年4月16日经公司股东会决议通过，由成都硅宝科技实业有限责任公司依法整体变更为股份有限公司。2009年10月30日，公司成功登录创业板。

公司无控股股东及实际控制人，持有5%以上的股东共持有公司63.71%的股份，持有5%以上股份的股东不存在一致行动关系。

图表 1: 持有公司股份 5%以上的股东

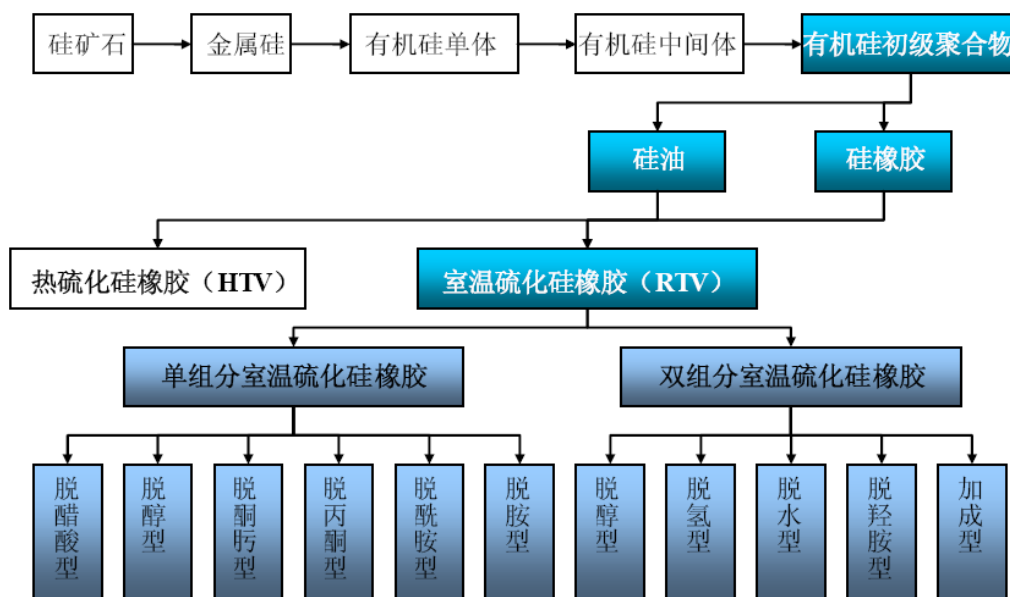


数据来源：公司公告、华融证券

行业概述

公司主要从事有机硅室温胶（建筑行业俗称硅酮胶）的研发、生产和销售，有机硅室温胶作为有机硅行业硅橡胶中的一大类，属于特种高分子新材料产品。

图表 2: 有机硅室温胶产业链



数据来源：公司公告、华融证券

有机硅材料是一类性能优异、功能独特、用途极广的新材料，为高分子新型材料中产业规模最大的行业之一。有机硅产品因具有电气绝缘、耐辐射、阻燃、耐腐蚀、耐高低温，以及生物相容性好等优良特性，在建筑、汽车、电子、电气、纺织、造纸、航天、航空、舰船、医疗卫生、食品、日用化学品等领域有着广泛的应用。

➤ 有机硅室温胶应用领域广泛

(1) 建筑领域的应用

有机硅室温胶对建筑材料具有良好的粘接性，同时具有优异的耐老化性能，在自然条件下可使用 50 年以上，并且施工简便，是目前使用最为广泛的建筑用粘接剂之一。

图表 3: 有机硅室温胶在建筑领域的应用

细分领域	主要用途	性能特点
房屋建筑上的结构性应用	建筑幕墙固定、建筑幕墙面板之间的伸缩缝的填充	耐水、耐高低温、耐老化，可提供柔性连接，有效减少幕墙震动的强度和频率
房屋建筑上的密封应用	高层建筑物嵌板、内墙接缝、门窗玻璃的接缝等密封	密封性好，不易老化
门窗节能玻璃加工中的应用	中空节能门窗的保温隔热和密闭	耐老化性、使用寿命、环保等方面性能优异

数据来源：公司公告、华融证券

(2) 主要工业领域的应用

在汽车、电力和电子等主要工业领域，有机硅室温胶同样具有广阔的市场。

图表 4: 有机硅室温胶在主要工业领域的应用

细分领域	主要用途	性能特点
汽车制造业方面的应用	汽车发动机、齿轮箱、液压系统、风挡玻璃、门窗框架、车灯、仪表、水箱等设备的粘接密封	耐水性和耐润滑油性能优异
电力方面的应用	隔热保温材料，防腐材料、耐酸碱材料的粘接，环保工程粘接以及阻燃密封	绝缘保温性能、防水性能、耐腐蚀性能、耐老化性能优异
电子工业方面的应用	电子元器件和线路板的灌封保护；电子电器及通讯设备的粘接、防水密封；仪器仪表防水、防尘的气密性密封	绝缘、防漏、防震性优异，可在苛刻条件下长期使用

数据来源：公司公告、华融证券

(3) 在其他工业领域的应用

有机硅室温胶自问世以来，还广泛应用于机场道桥、航空航天、太阳能设备、医药卫生、机械加工、玩具制造等各个领域。

图表 5: 有机硅室温胶在其他工业领域的应用

细分领域	主要用途	性能特点
公路、机场建设方面的应用	用于混凝土板块间的接缝密封、耐候密封, 以防止雨水和腐蚀性液体渗入	优异的耐老化性, 维修费用低, 使用寿命长
航空航天方面的应用	各种精密电子元器件的粘接、密封、灌封、包封等	能够经受航空航天中剧烈的冷热交变、烧蚀、辐射等苛刻的条件
太阳能方面的应用	用于太阳能产业中组件的密封	耐紫外线老化、耐高低温老化性能优异
医学方面的应用	整形、齿科印模材料; 填塞患有肿瘤的血管, 使肿瘤死亡; 或用于制造人工角膜、接触镜等	具有无毒、无味、生理惰性、对杀菌剂稳定等特点

数据来源: 公司公告、华融证券

➤ 有机硅室温胶发展前景广阔

作为一种性能优异的高分子新材料, 有机硅室温胶消费水平与国民经济的发展以及人民生活水平的提高密切相关。根据国家统计局和 CNCIC 的数据显示, 我国有机硅室温胶产品消费总量 2002-2008 年均增长率达 18.4%, 远高于我国同期 GDP 年均增长率。在 2008 年我国有机硅产品的消费总量中, 有机硅室温胶约 27.5 万吨, 占有机硅产品消费总量的 47.5%, 占硅橡胶消费总量的 59.4%。根据中国氟硅有机材料工业协会和 CNCIC 的统计, 2008 年美国有机硅人均消费量为 1.051 千克, 而我国仅为 0.276 千克, 约为美国的 1/4; 同期美国有机硅室温胶人均消费量为 0.35 千克, 我国仅为 0.12 千克, 约为美国的 1/3。可见有机硅室温胶在我国还有广阔的发展空间。

2002-2008 年, 随着我国有机硅室温胶市场的高速发展, 外国有机硅生产企业纷纷在国内设立生产基地, 而国内生产厂家也大幅扩张产能, 行业产能年均增长率为 17.9%, 产量年均增长也达到 17.3%。截止至 2008 年, 我国有机硅室温胶总产能达到 35 万吨, 总产量达到 26 万吨, 消费总量达到 27.5 万吨。

预计有机硅室温胶需求量在未来几年仍将保持 10% 以上的年均增长率, 其中主要的市场推动力仍将集中于建筑和工业领域。

在建筑领域上的市场供求状况

目前全球有机硅室温胶最大的消费对象是建筑行业。在美国、日本以及欧洲, 建筑业用硅橡胶的消费量都居于首位。随着我国城镇化的不断发展, 建筑业未来将保持长期增长的发展趋势, 有机硅室温胶在建筑业的需求也将呈现长期增长态势。

有机硅室温胶在建筑领域的应用目前主要包括建筑幕墙、房屋建筑的密封和门窗节能玻璃加工三个方面。2008 年, 我国建筑幕墙领域消耗的有机硅室温胶约 6.1 万吨, 占我国全部有机硅室温胶消费量的 22.2%; 门窗密封和装饰装修领域消耗的有机硅室温胶合计约 6.1 万吨, 同样占我国全部有机硅室温胶消费量的 22.2%; 中空玻璃加工领域消耗的有机硅室温胶合计 2.4 万吨, 占我国全部有机硅室温胶消费量的 8.7%。据业内相关预测, 中空玻璃加工将成为未来有机硅室温胶在我国建筑方面需求增长最快的领域。

建筑领域集中了有机硅室温胶传统的大宗产品, 生产厂家众多, 技术普遍成熟, 竞争也相对激烈。未来五年, 在该领域的有机硅室温胶消费量增长的同时, 产量增长将会更快。预计未来几年有机硅室温胶在建筑领域产量与

需求量年均增长率都在 10%以上。

图表 6: 2008-2013 年我国有机硅室温胶在建筑领域供需预测 (单位: 万吨)

年份	产量	净进口量	表观消费量
2008	14.1	0.5	14.6
2009	15.3	0.5	15.8
2010	18.2	0.3	18.5
2011	21.4	-0.8	20.6
2012	24.0	-1.5	22.5
2013	26.0	-2.0	24.0
2008-2013 年均增长率	13.00%	-20.10%	10.50%

数据来源: 公司公告、华融证券

在主要工业领域上的供求状况

有机硅室温胶在主要工业领域上的应用主要包括汽车工业领域、电子与无线电工业领域以及电力领域。

汽车工业领域: 2009 年我国的汽车产量已达到 1300 万辆, 一举超过美国跃居世界第一。截至今年 5 月, 我国汽车产销量双双突破 750 万辆, 产销量再创新高。汽车产量和单车用量水平的提高都将推动有机硅室温胶在汽车工业领域需求的增加。2008 年汽车领域消耗的有机硅室温胶合计约 2 万吨, 占我国全部有机硅室温胶消费量的 7.3%。随着我国汽车工业的高速发展, 预计未来几年有机硅室温胶在汽车工业领域需求的年均增长率将达到 30%。

电子与无线电工业领域: 目前我国是全球最大的电子产品生产国, 1999 年以来电子元器件行业收入的年均增长率保持在 30%以上。2008 年电子与无线电工业领域消耗的有机硅室温胶合计约 2.2 万吨, 占我国全部有机硅室温胶消费总量的 8%, 预计未来几年有机硅室温胶在电子与无线电工业领域的年均增长率将达到 23%。

电力领域: 2008 年电力领域消耗的有机硅室温胶合计约 1.2 万吨, 占我国全部有机硅室温胶消费量的 4.4%, 预计未来几年有机硅室温胶在电力领域的年均增长率将达到 25%。

图表 7: 2008-2013 年我国有机硅室温胶在主要工业领域供需预测 (单位: 万吨)

年份	产量	净进口量	表观消费量
2008	4.4	1.0	5.4
2009	5.5	1.0	6.5
2010	7.7	1.2	8.9
2011	11.1	1.0	12.1
2012	13.9	1.1	15.0
2013	15.1	2.0	17.1
2008-2013 年均增长率	28.00%	14.90%	25.90%

数据来源: 公司公告、华融证券

➤ 有机硅室温胶享受国家政策支持

国家、地方产业政策及相关行业的产业政策的支持, 给作为新材料的有机硅室温胶提供了广阔的发展空间。

在《产业结构调整指导目录(2005 年版)》中, 建筑密封材料被列入建材

行业的鼓励类产业。根据《中华人民共和国节约能源法》，建设部颁布了建设事业“十一五”推广应用和限制禁止使用的技术，将建筑用硅酮结构密封胶和硅酮建筑密封胶列入推广应用技术领域，将中空玻璃的多项技术列入推广应用的建筑节能与新能源开发利用技术领域，分别作为建筑用新型建筑粘接剂技术和建筑门窗节能技术进行推广。有机硅密封材料还被列入《“十一五”国家高技术研究发展计划（863 计划）》、《国家高技术产业发展“十一五”规划》以及四川、浙江和江西省的“十一五”发展规划或专项发展规划。这些政策对于有机硅室温胶在建筑领域的进一步发展打下了坚实的基础。

《新能源产业振兴和发展规划（征求意见稿）》指出应加快推进太阳能等可再生能源的开发利用，到 2020 年，除水电外，我国可再生能源占一次能源消费比重将从目前的 1.5% 左右提高到 6% 以上。该规划将大大提高太阳能光伏产业设备的需求，有机硅室温胶作为该行业元器件的主要封装用材料，也将得益于巨大需求的拉动作用。

2009 年 3 月公布的《汽车产业调整和振兴规划》对于未来我国汽车产业的快速发展提出了明确的要求。有机硅室温胶作为重要的汽车密封材料，需求也将随我国汽车工业的高速发展而不断提高。

另外，有机硅室温胶在室温下即可发生化学反应，无需溶剂，不会排出有毒有害气体，在生产和使用过程中对环境友好。同时，有机硅产品不以石油、天然气等不可再生的资源为主要原材料，相反，其主要物质硅元素在地壳中含量极为丰富。因此，在当前可持续发展理念的推动下，有机硅产品作为其他以石油为基础原料的高分子聚合物的替代品，发展空间十分巨大。

➤ 硅宝科技在行业内的竞争地位

公司有机硅室温胶产品在建筑领域以及各工业领域均占有一席之地。目前，公司建筑幕墙胶的市场占有率全国排名前三，车灯胶、电力环保胶及制胶专用设备的市场占有率全国排名均为第一。

图表 8：2006-2008 年公司主要产品的市场占有率及市场排名

主要产品	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% (-)	0.2% (第 7)	0.4% (第 6)	道康宁 (Dowcorning)、瓦克 (Wacker)、迈图

注：市场占有率的统计口径是国内本土企业的市场占有率。

数据来源：公司公告、华融证券

✦ 打造有机硅新材料下游龙头企业

公司是目前国内唯一一家集有机硅室温胶生产、研发和制胶专用生产设备制造于一身的企业，形成了以有机硅室温胶为主，制胶专用生产设备为辅的业务结构，至今已向市场推出 200 多个品种牌号的有机硅室温胶，不仅在建筑领域得到了广泛应用，还在电力环保、电子电器、汽车配件、机械、太阳能、道路桥梁、机场接缝等领域获得成功应用，其中车灯用有机硅密封胶、硅宝集成电路专用密封胶、硅宝 668 混凝土建筑接缝用有机硅室温胶等多项产品填补了国内空白，达到国际同类产品先进水平。

➤ 公司的核心竞争优势

（1）自主创新的技术优势

公司拥有自主创新的核心技术

有机硅室温胶行业属于技术密集型产业。公司拥有集有机硅新材料基础研究、应用技术开发、技术产业化于一体的核心技术体系。2008 年以来，公司核心技术产品收入占营业收入的比例均在 70%以上。经四川省高新技术企业认定管理小组认定，2008 年公司获颁高新技术企业证书。

公司在过去十余年技术创新积累的基础上，逐步实现了预研一代、储备一代、开发一代、生产一代的梯度化技术研发序列，为公司未来的发展打下了良好的基础。

专业的人才队伍

公司充分发挥自身在有机硅室温胶领域的强大技术优势，凝聚了一批国内顶尖的新材料人才队伍。目前，公司拥有 2 名中国氟硅有机材料工业协会专家委员会委员，2 名国家标准化管理委员会 SAC/TC195 技术委员会委员，1 名中国建筑玻璃与工业玻璃协会中空玻璃专业委员会委员，1 名国家建设部幕墙门窗标准化技术委员会专家组成员，多位教授级高级工程师及高级工程师。公司董事长王跃林先生曾主持完成了国家级重点火炬计划项目“建筑用硅酮结构密封胶的工业化开发”等在内的多项国家、省市级重大科技攻关或技术创新项目，是享受国务院特殊津贴专家，教授级高级工程师，理学博士。公司还利用成都作为有机硅新材料产业人才聚集地的区位优势，聘请了原化工部晨光化工研究院院长黄文润（享受国务院特殊津贴的教授级高级工程师）等多位国内有机硅知名专家作为公司的技术顾问，大大扩充了公司的科研技术实力。

多项技术成果认证

公司发明专利数量在国内有机硅室温胶行业内首屈一指，自成立至今共获得 10 项专利，其中有机硅室温胶方面的发明专利共 7 项，设备方面的实用新型专利共 3 项，此外还有 5 项专利申请已被受理，其中 3 项在实质性审查阶段。公司累计实施国家级火炬计划项目 2 项，开发国家重点新产品 1 项，部委专项科技成果推广项目 1 项，省级建设行业应用技术推广产品 2 个，获省、市级科技进步奖 6 项。

国家标准、行业标准的制定者

公司共参与了 11 项国家和行业标准的制订与修订，已发布实施 8 项，其中在《石材用建筑密封胶》、《中空玻璃用硅酮结构密封胶》、《建筑用阻燃密封胶》国家标准的制订过程中，公司还是负责起草单位之一。公司将产

品关键性能指标在国家和行业标准中进行体现，引领了有机硅室温胶行业未来技术的发展方向。

图表 9：公司近年科研投入统计

项目	2009 年	2008 年度	2007 年度	2006 年度
研发费用（万元）	758.54	633.58	447.72	386.46
营业收入总额（万元）	16,961.95	13,576.90	9,773.31	8,285.52
科研投入占营业收入比例	4.47%	4.67%	4.58%	4.66%

数据来源：公司公告、华融证券

（2）品牌和服务优势

公司“硅宝”品牌在国内有较大的影响力，产品连续六年获中国建筑装饰协会幕墙委员会推荐。目前，公司幕墙胶的市场占有率全国排名前三，车灯胶、电力环保胶及制胶专用设备的市场占有率全国排名均为第一。

在国家体育场“鸟巢”、奥运媒体中心等奥运主体工程、首都机场三号航站楼、三峡工程、酒泉卫星发射基地鼎新机场（军用）等国家重点工程中均有使用公司有机硅密封胶产品。公司“硅宝”牌制胶专用设备也先后出口欧盟、印度等地，并被道康宁（Dow Corning）、瓦克（Wacker）等国际知名有机硅行业跨国公司选用。

目前，我国有机硅室温胶在低端产品中竞争相对激烈；而中高端产品，特别是高端产品，其竞争关键取决于企业是否具有针对不同用户和不同应用条件提供特殊产品和服务，最大限度地满足用户需求的能力。由于国内大部分企业因自身研发能力不足，无法参与到高端产品竞争中，目前国内有机硅室温胶高端产品领域仅有为数不多的国外企业和少数国内厂家。而硅宝科技则有能力通过了解下游客户实际生产中遇到的问题，借助自身强大的研发力量寻找合适的解决方案，从而推出专门针对客户具体问题的高价值产品体系。

（3）完整销售网络优势

公司采用经销商和直销相结合的销售模式，建成了全国无缝式销售网络，覆盖除港、澳、台、西藏外的 30 个省、市、自治区，与客户建立了长期战略合作伙伴关系，对终端产品市场有较强的掌控能力。公司还通过行业协会、行业专家的专业优势进行品牌推广宣传、直接与重要客户和终端市场沟通，同时还构筑了与省区销售网络相对接、覆盖全国的经销商体系，共同拉动市场并隔离和降低了经营风险。

（4）制胶工艺与设备设计相互促进优势

公司是目前国内唯一一家既从事有机硅室温胶的研发生产，同时也从事制胶设备的设计制造的企业，特别是公司研发的具有自主知识产权的制胶专用生产设备，促进了整个密封胶行业的发展。公司既有制胶工艺的丰富经验，又有雄厚的制胶设备设计实力，两者形成了相互促进和持续改进的良性循环。

目前我国主要有 3 家制胶专用设备生产企业，分别是硅宝科技、广东佛山金银河机械设备有限公司和广州红运混合设备有限公司。2008 年公司在制胶专用设备市场占有率居第一位，同时也是唯一实现了制胶设备出口的国内生产企业。国内知名的密封胶生产企业如道康宁、瓦克、迈图、蓝星有机硅（上海）、德国汉高、杭州之江、广州白云、郑州中原等基本上都采用进口和硅宝科技的密封胶生产设备。并且在国产高端制胶专用生产设备方面，公司处于垄断地位。

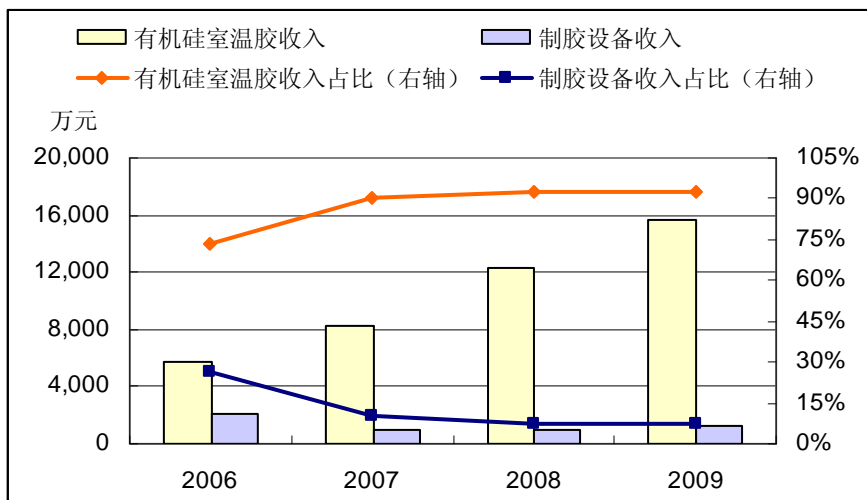
图表 10: 2008 年我国制胶专用生产设备生产厂家销售市场份额

生产厂家	市场份额
硅宝科技	38.30%
广东金银河	26.80%
广州红运	23.70%
其他	11.20%
合计	100.00%

数据来源: 公司公告、华融证券

➤ **公司业绩稳步增长**

图表 11: 公司主营业务收入变化情况



数据来源: 公司公告、华融证券

随着公司位于成都市高新区的万吨级有机硅密封胶产业基地项目的逐渐达产, 公司终于取得了产能瓶颈的突破。2008 年公司有机硅室温胶产能为 5000 吨/年, 截至 2009 年年末, 公司已拥有有机硅室温胶年产 10000 吨。

公司有机硅室温胶产能利用率自 2007 年以来, 始终保持在 96% 以上。公司产能利用率往年的规律是下半年水平高于上半年水平。今年上半年产能利用率在 82% 左右, 好于往年同期。目前, 公司有机硅室温胶生产设备处于较高的开工状态, 预计今年全年开工率水平将高于往年。

2009 年, 公司营业收入主要集中在华东、西南、中南和华北地区, 其中华东地区营业收入达 8,371.60 万元, 同比增长 52.11%, 居公司各地区销售收入之首。

图表 12: 2009 年公司主营业务收入分地区统计 (单位: 万元)

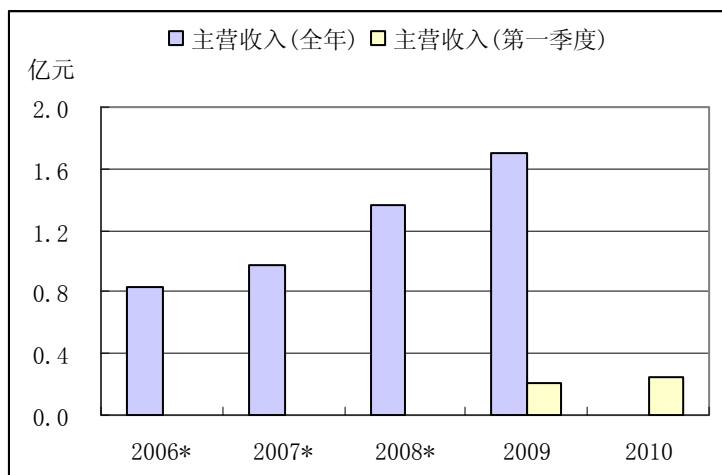
地区	营业收入	同比变动比例
华北	1,845.05	1.97%
东北	507.35	-23.93%
华东	8,371.60	52.11%
中南	1,928.48	30.38%
西南	4,172.57	5.65%
西北	136.89	-18.65%
总计	16,961.95	24.93%

数据来源: 公司公告、华融证券

2009 年公司实现营业收入 16,961.95 万元, 同比增长 24.93%, 营业利润 3,694.66 万元, 同比增长 30.76%, 净利润 3,539.22 万元, 同比增长 38.59%; 基本每股收益 0.88 元, 同比增长 31.34%。

公司今年一季度实现营业收入 2469.96 万元, 同比增长 17.26%; 实现净利润 465.91 万元, 同比增长 19.06%; 实现归属于公司普通股股东的净利润 465.91 万元, 同比增长 19.06%; 基本每股收益 0.09 元。

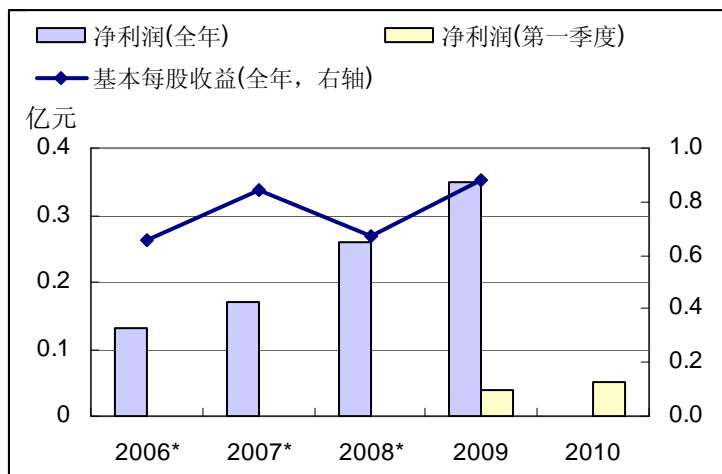
图表 13: 公司收入趋势



注: *为上市前数据

数据来源: Wind 资讯、公司公告、华融证券

图表 14: 公司盈利趋势



注: *为上市前数据

数据来源: Wind 资讯、公司公告、华融证券

➤ **公司综合毛利率较高**

图表 15: 近年公司主营产品毛利率变化统计

	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年
有机硅室温胶毛利率	43.70%	42.47%	39.93%	37.98%
制胶设备毛利率	21.23%	18.18%	22.12%	29.79%
综合	42.08%	40.65%	38.16%	35.84%

数据来源: 公司公告、华融证券

有机硅室温胶毛利率变动主要原因

公司有机硅室温胶毛利率逐年提高，主要原因在于：（1）公司在有机硅室温胶新产品上拥有一定的定价权，在新产品推出之初可以实现较高的毛利率；（2）公司借助设备设计方面的经验，不断进行生产工艺的改进，原材料损耗逐年减少；（3）有机硅产业链上游竞争格局发生变化，从 2007 年开始公司主要原材料 107 硅橡胶价格持续下降，降低了公司的采购成本。

制胶设备毛利率变动主要原因

公司制胶设备毛利率存在一定的波动，主要是受钢材及有关机电配套产品的价格波动的影响。但由于该部分产品占公司业务比例较低，其毛利率波动对公司综合毛利率不会产生明显影响。

原材料成本分析

有机硅上游产品硅氧烷初级聚合物 107 硅橡胶和 201 硅油为公司主要原材料，占公司有机硅室温胶原材料成本的 80%左右，其中 107 硅橡胶占生产成本的 60%左右，201 甲基硅油和碳酸钙合占生产成本的 20%左右。

107 硅橡胶是公司主要原材料，同时也是影响成本的主要因素。2009 年 7、8 月份，107 硅橡胶价格较低。今年一季度，107 硅橡胶价格有一定幅度上涨，最高至每吨 23000 元，但目前价格下降至 21000 元左右。预计 2010 年全年 107 硅橡胶采购均价将高于 2009 年水平，但低于 2008 年水平。公司所用的 107 硅橡胶主要由国内的蓝星化工以及新安股份供货，其价格也主要由上述两家公司决定。

201 甲基硅油占原料成本比重较小，对公司成本影响不大。碳酸钙国内供货商有 6、7 家，价格比较稳定。

图表 16：公司产品所需主要原材料价格变动统计

原材料	2009 年 1-6 月		2008 年度		2007 年度	
	单位价格 (万元/吨)	变动比例	单位价格 (万元/吨)	变动比例	单位价格 (万元/吨)	变动比例
107 硅橡胶	1.68	-27.59%	2.32	-2.52%	2.38	-6.30%
201 甲基硅油	1.78	-24.58%	2.36	6.79%	2.21	-11.24%
碳酸钙	0.178	-5.32%	0.188	-4.57%	0.197	5.91%

数据来源：公司公告、华融证券

另外，公司所在地四川，是我国多晶硅的发源地，多晶硅生产中的副产物可用于生产硅烷和气相法白炭黑，为有机硅室温胶产业提供原材料。四川将逐步形成有机硅、多晶硅相互配套、相互完善的硅循环产业链，公司位于该产业链的重要一环，主要原材料采购可实现本地化，也有利于降低采购成本。

公司未来发展前景广阔

➤ 募投项目

公司于 2009 年 10 月 30 日成功登录创业板后，所募集的资金将用于下列项目的投资：

图表 17: 公司上市募集资金投资项目

项目名称	投资金额 (万元)	设计产能 (吨/年)	预计项目达产后 年销售收入(万元)	预计项目达产后 年净利润(万元)
建筑节能用中空玻璃有机硅密封胶技术改造项目	6,034	8,000	13,205	1,644
耐久型建筑门窗用有机硅密封胶技术改造项目	4,774	7,000	11,966	878
汽车用有机硅密封胶技术改造项目	3,002	3,000	7,436	1,361
技术中心技术改造项目	2,532	-	-	-
合计	16,342	18,000	32,607	3,883

数据来源: 公司公告、华融证券

未来两到三年,公司将通过募投项目建设,在现有产能的基础上增加 1.8 万吨/年产能,使公司总产能达到 2.8 万吨/年以上规模,公司将成为建筑密封胶领域品种最为齐全的供应商,同时也将在工业用有机硅密封产品领域继续保持国内领先的地位。

➤ 其他正在研究开发的项目

目前公司的研发重点在于高附加值的有机硅室温胶产品,主要集中于新能源、节能环保、电子产品、运输业及建筑业的高端应用。这些项目出发点是满足客户现实需求的高端产品,因此具有良好的盈利能力,有望成为公司未来的利润增长点。

图表 18: 公司目前主要自主开发的项目

序号	项目名称	技术特点及水平	主要应用
1	道桥用高弹性有机硅密封胶	本体强度、粘接强度高	道路接缝密封专用
2	3G 基站设备用有机硅密封胶	有较好的防水性,对 3G 基站设备无腐蚀,耐候性及密封好	3G 基站专用
3	高性能硅酮结构密封胶	相对国标 GB 16776 而言,对密封胶的强度和断裂伸长有更高的标准要求	特殊幕墙专用
4	1:1 车灯用有机硅室温胶	双组分产品,使用时 A、B 组分的比例可以达到 1:1	汽车灯用
5	硅基光伏太阳能电池封装胶的研制	有优异的耐黄变性能和耐候性,固化速度较快	太阳能电池组件密封
6	LED 封装用有机硅灌封胶	优异的流动性、有选择的的粘接性	LED 封装专用
7	车灯用低挥发份有机硅室温胶	密封胶固化后在高温下可挥发物极低	汽车灯用
8	硅烷封端预聚物基密封胶及其工艺设备的研究	利用聚氨酯密封胶改善有机硅密封胶的性能,并开展设备研究	有机硅密封胶及相关设备

数据来源: 公司公告、华融证券

在研项目中,道桥用高弹性有机硅密封胶、3G 基站设备用有机硅密封胶、高性能硅酮结构密封胶以及 1:1 车灯用有机硅室温胶等项目处于投产或接近投产阶段。其中,

(1) 道桥用高弹性有机硅密封胶(668 项目)项目技术比较成熟,目前已经小量投产,处于市场推广阶段,该产品具有较高的利润率。

(2) 3G 基站设备用有机硅密封胶项目已经投产, 2010 年上半年销售额 100 万元左右。公司是行业中第一个引进该项目的生产企业, 基于国家对于 3G 项目的推广, 公司比较看好该项目的市场前景。该项目利润率也较高, 但由于目前行业总体规模还比较小, 利润率不及道桥用高弹性有机硅密封胶等相对成熟的项目。该项目技术上没有风险, 风险点主要在于国家对于 3G 基站的推广力度。

(3) 高性能硅酮结构密封胶属于建筑市场的高端产品, 主要用于超高层建筑、标志性建筑等对密封胶要求较高的建筑物, 利润率高于一建筑用胶等其他产品。该项目目前也已经建成投产。

(4) 1: 1 车灯用有机硅室温胶项目目前处于试生产阶段, 还未大规模生产, 有部分技术瓶颈尚待突破。该产品市场需求巨大, 应用于汽车制造业, 可以降低对施工设备的要求, 同时大幅减少粘结固化的时间, 极大的提高汽车厂商的生产效率和经济效益, 因此公司对于该项新产品的研发生产非常重视。

➤ 中标南玻集团

2010 年 2 月 26 日, 公司发布中标公告, 公告显示, 公司已被确定为南玻集团工程玻璃事业部下属四个公司 2010 年度国产结构胶的供应商, 将为南玻集团工程玻璃事业部下属四个公司提供占其对外采购总量 60% 的国产结构胶。公司预计中标金额约为 3,000 万元。中标价格有效期从 2010 年 3 月 1 日至 2011 年 2 月 28 日。此次中标将对 2010 年度营业收入产生积极影响。

➤ 受益于成渝板块整体发展

继上海浦东和天津滨海新区之后, 中国第三个副省级新区“两江新区”的获批将助推成渝经济区的腾飞, 辐射、带动成渝经济的全面发展。公司产品的主要销售地区为华东和西南地区, 由于占有地缘优势, 公司在西南地区的市场占有率一直位居首位。因此, 在成渝板块整体发展的有力带动下, 公司未来将会实现更大的发展。

➤ 超募资金运用

公司于 2009 年 10 月 30 日成功登录创业板后, 超募资金 1.18 亿元, 其中 2200 万元用于补充流动资金, 其余资金公司暂时没有具体安排。但公司管理层表示, 超募资金未来可能主要用于与主业相关的产能扩大和兼并重组等事宜。

✚ 盈利预测

公司致力于打造有机硅新材料下游行业龙头, 近年来利润稳步提高。在募投项目达产后, 总产能将达到 2.8 万吨/年以上的规模, 公司将成为建筑密封胶领域品种最为齐全的供应商, 同时也将在工业用有机硅密封产品领域继续保持国内领先的地位。

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.48 元、0.67 元和 0.93 元, 以 7 月 2 日收盘价 18.75 元计算, 对应动态市盈率分别为 39 倍、28 倍和 20 倍, 给予公司“推荐”的投资评级。

图表 19: 硅宝科技盈利预测 (单位:百万元)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	135.77	169.62	245.95	381.22	533.71
营业成本	80.63	98.24	142.65	228.73	320.23
营业税金及附加	1.15	1.41	2.07	3.20	4.47
营业费用	8.97	11.66	16.24	25.49	35.77
管理费用	14.56	19.70	28.32	43.27	61.15
财务费用	1.70	1.22	1.89	2.66	3.09
资产减值损失	0.51	0.44	0.32	0.42	0.39
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	28.25	36.95	54.46	77.44	108.61
营业外收入	1.47	4.77	3.08	3.11	3.65
营业外支出	0.20	0.34	0.18	0.24	0.25
利润总额	29.52	41.38	57.36	80.31	112.01
所得税	3.99	5.99	8.60	12.05	16.80
净利润	25.54	35.39	48.76	68.26	95.21
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	25.54	35.39	48.76	68.26	95.21
EPS (元, 摊薄)	0.25	0.35	0.48	0.67	0.93

数据来源: 华融证券

✚ 风险因素:

- 原材料价格波动风险;
- 市场竞争加剧的风险;
- 核心技术泄露的风险。

➤ 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在15%以上	看好	预期未来6个月内行业指数优于市场指数5%以上
推 荐	预期未来6个月内股价相对市场基准指数升幅在5%到15%	中性	预期未来6个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来6个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到5%内	看淡	预期未来6个月内行业指数弱于市场指数5%以上
卖 出	预期未来6个月内股价相对市场基准指数跌幅在15%以上		

免责声明

本报告版权归华融证券市场研究部所有。未获得华融证券市场研究部书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告基于华融证券市场研究部及其研究员认为可信的公开资料，但我公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。华融证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券市场研究部

地址：北京市西城区金融大街8号A座5层（100033）

传真：010-58568159 网址：www.hrsec.com.cn