

硅宝科技 (300019)

增持/首次评级

股价: RMB23.3

分析师

肖晖
SAC 执业证书编号:s1000208110160
(0755)8249 3656
xiaohui@mail.htlhsc.com.cn

联系人

赵森
(0755)8236 8536
zhaosen@mail.htlhsc.com.cn

公司进入快速发展阶段

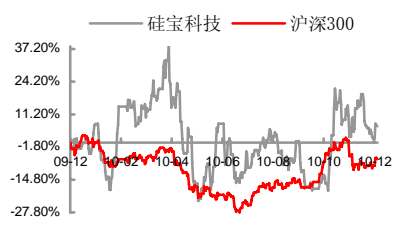
- 有机硅下游行业每年将保持着 20%的需求增长, 我们判断硅宝科技作为有机硅橡胶的龙头企业, 也将在 2011-2012 年保持复合 40%的增速。增长的动力主要来自于产能增加和毛利率稳定。未来公司有可能在有机硅其他下游领域开拓业务, 这也是我们需要重点关注的方向。
- 2011 年公司募投项目陆续投产, 2011 年底公司有机硅密封胶产能将由当前的 1 万吨提升至 2.8 万吨, 产能增长将成为公司 2011-2012 年增长的動力。部分新增产能毛利较低, 但由于太阳能电池胶等高附加值产品销量增长, 有望使公司的毛利率维持当前 40%的水平。
- 公司在下游领域不断开拓。我们预计公司中空玻璃密封胶和门窗胶的销量和市场占有率在未来两年将有大幅增长; 工业胶毛利高, 汽车、电力环保胶领域仍有增长空间, 而随着国内太阳能电池产量高速增长, 公司太阳能电池用胶更可能成为 11 年业绩增长的亮点。
- 公司经营效率高。与回天胶业相比, 公司在人均销售收入、三项费用率、净资产周转率、存货周转率等指标上, 显著优于同行。
- 人才引进促进公司的快速发展。09 年公司引进近 50 名高级人才和潜在精英; 今年 12 月, 公司制定《高端人才引进管理办法》, 以吸引高级管理、研发、工艺、销售人才。另外, 公司高管有机硅相关行业背景深厚。
- 有机硅单体供给大幅增加, 原料成本稳定、品质改善, 为公司提供良好原料保证。
- 未来几年, 公司将在传统建筑胶领域提高市场占有率; 而在中高端领域依靠新品研发, 保证较高的盈利水平。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.44、0.69、0.98 元, 首次给予“增持”评级。公司业绩存在超预期可能, 主要由于公司产品销量可能超预期增长或高毛利产品销量占比增加。
- 风险提示: 建筑、装修、汽车等行业景气下滑, 导致公司有机硅产品传统需求降低; 新增需求领域, 如太阳能电池等产量增长低于预期; 管理、研发、销售人才流失。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	102
流通 A 股 (百万股)	102
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	2,377

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	169.6	208.0	311.0	433.0
(+/-%)	24.9	22.6	49.5	39.2
归属母公司净利润(百万元)	35.4	45.0	70.0	100.0
(+/-%)	38.6	27.1	55.6	42.9
EPS(元)	0.35	0.44	0.69	0.98
P/E(倍)	67.2	51.2	32.6	22.9

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

公司进入快速发展阶段	4
行业领先的有机硅室温胶生产企业	4
产能迅速增长.....	5
下游需求领域不断开拓	5
公司高速发展的基础	11
经营效率较高.....	11
人才引进体制建立促进公司快速发展.....	11
高管团队行业背景深厚	11
原料价格稳定，公司发展空间良好	12
原料供给增加，价格难大幅上涨.....	12
投资建议	14
风险提示	15

图表目录

图 1: 有机硅室温胶产业链.....	5
图 2: 预计 2011 年国内商品房施工面积同比增长 20%.....	6
图 3: 国内建筑幕墙产量有望保持 5%-10%年增速.....	7
图 4: 2009 年国内汽车产量突破 1400 万辆, 增势有望延续.....	8
图 5: 国内太阳能电池产量高速增长.....	9
图 6: 人均产值较高.....	11
图 7: 三项费用率低.....	11
图 8: 存货周转率高.....	11
图 9: 流动资产周转率高.....	11
图 10: 2011 年国内中间体供需将基本持平, 2012 年将过剩.....	13
图 11: 甲基环氧硅烷 DMC 价格处于底部.....	14
表格 1: 公司市场占有率及排名.....	4
表格 2: 公司产能增长情况.....	5
表格 3: 国内有机硅室温胶在主要工业领域应用的供需预测.....	8
表格 4: 国内企业近期公布的新建太阳能电池项目.....	9
表格 5: 2011 年部分原有项目扩产情况.....	10
表格 6: 公司部分在研项目.....	10
表格 7: 公司高管情况.....	12
表格 8: 国内有机硅单体投产进程.....	13
表格 9: 盈利预测假设.....	15

有机硅下游行业每年仍将保持着 20% 的需求增长, 我们判断硅宝科技作为有机硅橡胶的龙头企业, 也将在 2011-2012 年保持复合 40% 的增速。增长的动力主要来自于产能增加和毛利率稳定。未来公司有可能在有机硅其他下游领域开拓业务, 这也是我们需要重点关注的方向。

2011 年公司募投项目陆续投产, 2011 年底公司有机硅密封胶产能将由当前的 1 万吨提升至 2.8 万吨, 产能增长将成为公司 2011-2012 年增长的动力。

新增项目中, 8000 吨/年建筑节能用中空玻璃有机硅密封胶产能, 毛利率预计 20-30%, 低于当前公司平均 40% 的毛利率水平。太阳能和汽车用密封胶等毛利率较高, 太阳能胶等有望达到 50% 以上, 这些高毛利产品的销量增加有望使公司的毛利率维持当前 40% 的水平。

公司进入快速发展阶段

行业领先的有机硅室温胶生产企业

公司以有机硅室温胶生产及制胶专用设备制造为主营业务, 2010 年上半年有机硅产品占公司主营业务收入 94.62%, 制胶设备占 4.82%, 其中室温胶产量 3900 多吨, 同比增长 30%, 随着公司新增产能陆续投产, 我们预计 10H2 室温胶产量同比将有更大增幅。

公司在多个市场应用领域占据竞争优势地位

电力环保胶、车灯胶国内市场占有率第一, 玻璃幕墙胶占有率第三, 公司在制胶设备领域是国内唯一可以替代进口并实现出口的企业。

表格 1: 公司市场占有率及排名

主要产品名称	2006 年市场占有率 (排名)	2007 年市场占有率 (排名)	2008 年市场占有率 (排名)
建筑幕墙用有机硅室温胶	4.1% (第 3)	5.5% (第 3)	6.1% (第 3)
电力环保用有机硅室温胶	100% (第 1)	71.9% (第 1)	84.9% (第 1)
车灯用有机硅室温胶	30.8% (第 1)	41.4% (第 1)	52.9% (第 1)
玻璃加工用有机硅室温胶	0.3% (前 20)	0.3% (前 20)	1.6% (前 10)
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)
电子用有机硅室温胶	0.0% (前 10)	0.2% (第 7)	0.4% (第 6)

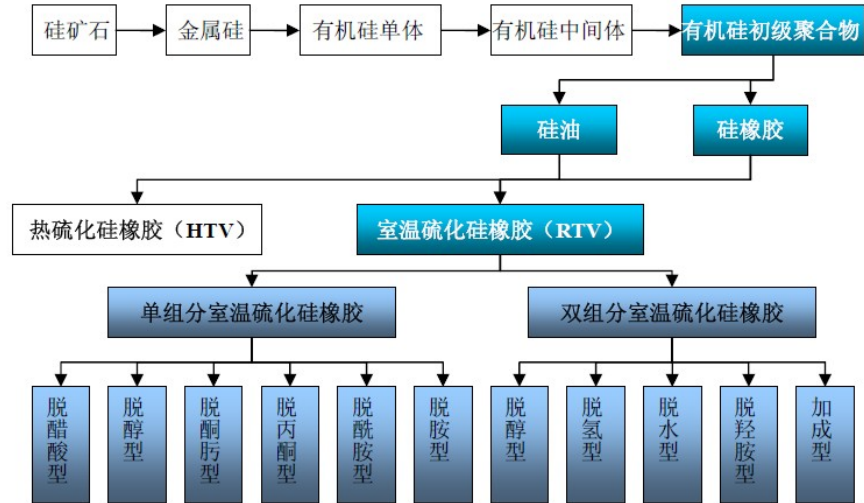
资料来源: 公司招股说明书

技术优势领先

目前国内具有高端有机硅室温胶产品 (包括脱羟胺型、脱酰胺型、脱丙酮型等) 生产能力的公司仅有 2-3 家, 硅宝为其中 1 家, 高端产品多用于电子、道桥、航空航天等领域; 公司的脱醇型幕墙结构胶属中高端产品, 国内能生产的厂家不超过 10 家; 低端用于普通门窗生产的脱醋酸型产品, 国内充分竞争。

公司是国内目前为数不多的能参与到国内高端产品的竞争的企业，通过了解下游客户需求 and 在实际生产中遇到的问题，借助自身的研发力量提供有机硅室温胶解决方案，针对客户具体问题提供高价值产品。

图 1： 有机硅室温胶产业链



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

产能迅速增长

2009 年末，公司产能达到 1 万吨/年，随着募投项目将陆续投产，2011 年公司有机硅密封胶总产能将达到 2.8 万吨/年。产能的增长是公司 2011-2012 年增长的主要动力。

表格 2：公司产能增长情况

年份	当年新增产能	预计投产时间	总产能（吨/年）
2008			5000
2009	5000		10000
2010	8000 吨/年中空玻璃密封胶	2010 年末	18000
2011	7000 吨/年耐久型门窗密封胶， 3000 吨/年汽车用有机硅密封胶	2011 年上半年前	28000

资料来源：公司招股说明书及 2010 年第三季度季报，华泰联合证券研究所

下游需求领域不断开拓

公司产能迅速增长的同时，下游需求领域也在不断开拓。在有机硅室温胶方面，公司至今已向市场推出 200 多个品种牌号的产品，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、机场接缝等领域成功应用。

我们预计，2011 年公司产品在太阳能领域的开拓有望成为业绩增长的亮点。公司凭借较强的研发实力可以持续推出适应市场需求的新产品。

有机硅产品需求增长空间大，新应用领域广阔

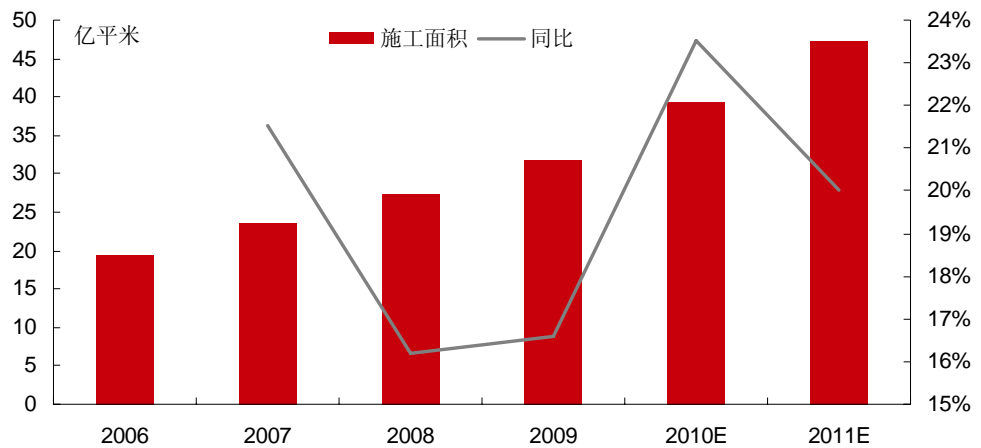
据中国硅材料信息研究中心数据,美国、日本、西欧人均有机硅消费量分别约为 1.1kg、0.8kg 和 0.7kg,需求基本与 GDP 同步增长。我们根据 2009 年中间体表观消费量 42 万吨测算,国内人均有机硅消耗量仅相当于发达国家的 1/3,尚有较大增长空间。十二五期间的七大战略新兴产业(节能环保、新一代信息技术、生物、高端设备制造、新能源、新材料以及新能源汽车)为有机硅行业的发展提供更广阔空间和动力。

除硅橡胶外,目前国内硅油、硅树脂、硅烷偶联剂在有机硅消费中占比较低,未来增长空间更大。

建筑胶市场占有率将提升

从全球范围看,建筑业仍然是有机硅产品应用量最大的领域,国内目前有 40%-45% 的有机硅产品应用于建筑领域,有机硅胶跟随建筑业呈现增长趋势。自 2000 年以来,国内房地产开发投资一直保持了 20%左右的增长率。

图 2: 预计 2011 年国内商品房施工面积同比增长 20%

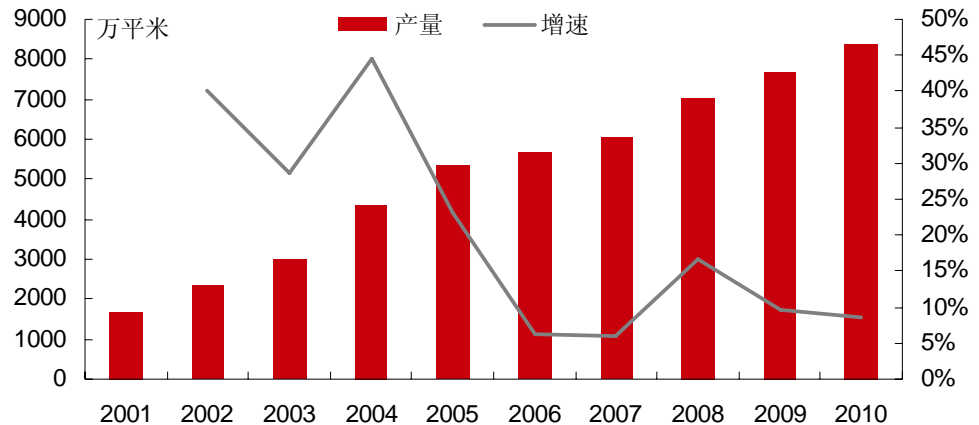


资料来源: 华泰联合证券房地产行业 2011 年度策略

有机硅室温胶在建筑领域应用目前主要包括建筑幕墙、房屋建筑密封和门窗节能玻璃加工三方面。建筑用有机硅室温胶多为传统大宗产品,生产厂家众多,技术成熟,竞争充分。公司作为行业内领先企业,在产能大幅增长的情况下,可以通过优良的品质和销售渠道优势,取得超过行业的增长速度。

玻璃幕墙胶是公司传统产品,2008 年国内建筑幕墙领域消耗的有机硅室温胶约 6.1 万吨,公司市场占有率 6.1%,估算 08 年销量 3700 吨左右,按 5%-10%增速 2010 年销量估计在 4000 吨左右。玻璃幕墙完全靠有机硅结构密封胶粘接到铝框上,玻璃的自重及所受的外力全部由有机硅结构密封胶承担,没有任何机械固定,对硅胶产品的弹性和耐老化性有更高要求,根据相关国家标准,玻璃幕墙必须使用有机硅结构密封胶,有机硅胶产品可以与行业同步增长。目前国内能生产脱醇型幕墙胶的企业不超过十家,产品毛利高。

图 3： 国内建筑幕墙产量有望保持 5%-10%年增速



资料来源：嘉寓股份招股说明书，华泰联合证券研究所

中空玻璃密封胶 2008 年消耗有机硅密封胶 2.4 万吨。建筑节能仍是节能减排重要内容，发改委、住建部等提出，到 2020 年北方和沿海经济发达地区及特大城市新建建筑实现节能 65%；新建建筑对不可再生资源的总消耗比 2010 年再下降 20%等的政策目标。德国、韩国和奥地利的节能玻璃普及率均超过 90%，美国超过 80%，而我国目前尚不足 10%，节能玻璃市场潜力巨大，增速将超过建筑行业增长。

有机硅胶可用于中空玻璃第二道密封，我们目前了解，该领域 70%以上采用聚硫胶密封，有机硅胶虽部分性能较优，但水气透过率高，限制其发展。硅宝研发的低水气透过率密封胶有较大市场空间。

2010 年公司产品成功进入中国南玻集团采购体系，产销量大幅增长。南玻已有 LOW-E 中空玻璃复合年产能 1200 万平方米/年，其 2010 半年报披露成都新增 120 万平方米/年产能即将进入试产，2011 年中期吴江、东莞将各有 120 万平方米/年新生产线投产，2011 新增 30%产能。我们认为，南玻大规模扩产中空玻璃，硅宝产品销量也将伴随并超越其增速增长。

在门窗密封和装饰装修领域 08 年消耗的有机硅室温胶合计 6.1 万吨，公司 08 年销量约 800 吨。根据中国装饰协会的统计和预测，2010 年底我国建筑装饰（包括公共建筑装饰和住宅开发建设中的整体楼盘成品房装修）的总产值将达到 1.1 万亿，协会的“十二五”行业发展规划（讨论稿）预测，到 2015 年，公共建筑和一次性到位的住宅精装修的市场容量将达到 2.6 万亿，全行业“十二五”期间复合增长率达 18.77%，超过“十一五”约 4 个百分点。

公司募投项目新增 8000 吨/年建筑节能用中空玻璃密封材料及 7000 吨/年耐久型门窗密封胶，公司在这两个领域的宣传、销售力度必将增大，借助进入南玻采购体系而提高的知名度，公司继续加大对其他大型玻璃厂商和大型装饰装修公司的宣传和接触，同时依靠公司产品较高的品质，可以取得实际经营成果，获得大幅超越行业的增长。

工业胶，不断推出高附加值的新产品

在工业应用领域，客户对产品的性能和技术指标要求差别较大，需要生产企业有较强的技术实力以适应客户需求，国内仅少数企业有此能力，多数产品为外资企业生产。

由于产品的差异性较大且细分领域存在供不应求的现象，因此客户对价格通常有较高的承受能力。

表格 3：国内有机硅室温胶在主要工业领域应用的供需预测

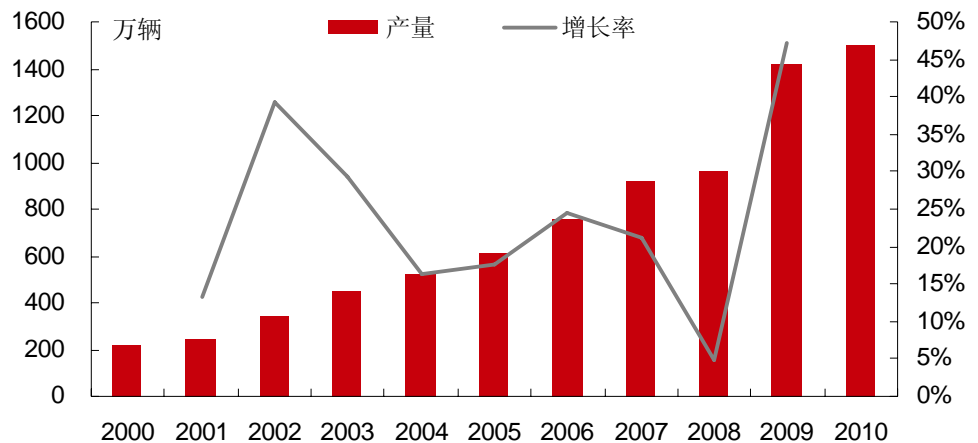
年份	产量/万吨	净进口量/万吨	表观消费量/万吨
2008	4.4	1	5.4
2009E	5.5	1	6.5
2010E	7.7	1.2	8.9
2011E	11.1	1	12.1
2012E	13.9	1.1	15
2013E	15.1	2	17.1
2008~2013 年均增长率	28.0%	14.9%	25.9%

资料来源：CNCIC，2009《有机硅行业国内外市场研究报告》，公司招股书

汽车用有机硅室温胶还有较大增长空间。2009 年国内汽车产量突破 1400 万辆，但汽车保有量 50 辆/千人，仍低于发达国家 120 辆的水平，汽车市场可以保持年均 15%-20% 增长。汽车零部件有机硅用量增加可以大幅提高安全性能，我们根据 08 年车用有机硅 2 万吨估算，国内单车用量约 2.1KG，低于国际上每辆车大约 3.2KG 的水平，预计未来几年汽车行业硅橡胶用量可以保持年均 20% 以上增长。

公司目前在汽车胶中专注于汽车大灯胶的生产，并在该领域市场占有率全国第一，产品应用于多个著名国产汽车品牌的车灯生产中。随着募投项目的投产，公司产品应用领域也将扩大到汽车免垫片等其他领域。

图 4： 2009 年国内汽车产量突破 1400 万辆，增势有望延续



资料来源：Wind，华泰联合证券研究所。 2010 年仅包括前十个月数据

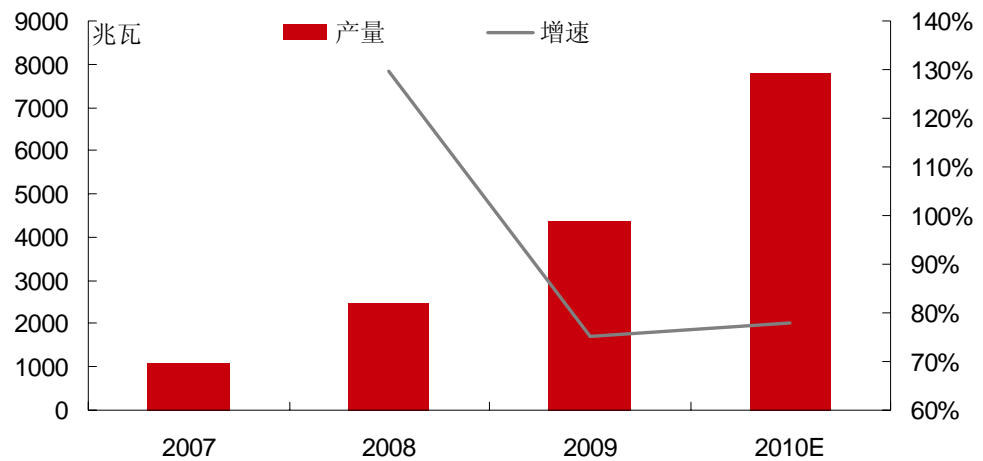
电力环保胶主要用于电力生产装置烟囱内壁防腐，是目前该领域脱硫环保防腐可选方式之一，回天胶业招股书显示，该领域年均消耗高性能有机硅橡胶 3000 吨左右。硅宝

在电力环保胶领域市场占有率全国排名第一，公司正在争取更多电力环保方面专家支持公司产品在电力工程上的应用，保证在该领域的相对垄断地位。

太阳能电池用硅橡胶有望成为业绩增长亮点。太阳能电池用硅橡胶对耐高温、耐紫外线辐照性能有更高要求，据我们了解，国内光伏电池密封胶以外资企业产品为主，国内的北京天山、湖北回天胶业有一定市场份额。公司产品技术已经基本成熟，正小批量生产。

未来几年国内光伏电池产量将有较大规模增长，我们粗略估算 2011 年国内新增太阳能电池组件产能在 6000 兆瓦/年左右，每生产 1 兆瓦的光伏组件需要使用 1 吨左右的有机硅密封材料，即 2011 年起将新增 6000 吨/年太阳能电池用胶需求，公司此类产品将会成为新的利润增长点。

图 5： 国内太阳能电池产量高速增长



资料来源：华泰联合证券研究所

表格 4： 国内企业近期公布的新建太阳能电池项目

公司	公告时间	项目情况
东方日升	2010/11/09	新增 300 兆瓦/年，建设期 12 个月
航天机电	2010/11/04	在已建成 150MW 的基础上新增 200MW，2012 年底前完成。
横店东磁		500MW 太阳能电池片及 250MW 组件，2012 年 7 月建成。此前投资的硅片和组件项目将从 2011 年底陆续达产。
江苏宏宝	2010/10/15	300MW 太阳能晶体硅片及 100MW 组件，2011 年 10 月试生产。
正泰集团	2010/08/02	200MW 太阳能电池生产线，2013 年公司产能超过 1000MW
中节能与大港股份	2010/09/10	太阳能电池项目，一期 300MW
海润光伏	2010/10	1200MW 太阳能电池及组件，2011 年 6 月投产
霞浦吉阳	2010/11	1920MW，2011 年 10 月前建成
新余吉阳	2010/11	1920MW，分三期，2013 年底前投产
邢台	2010/11	1500MW，2012 年建成

资料来源：华泰联合证券研究所，根据上海证券报等相关公开资料整理

表格 5：2011 年部分原有项目扩产情况

公司	2011 组件产能规模	同比增长
无锡尚德	1.8GW	29%
江苏阿特斯	1.3GW	63%
天合光能	1.5GW	58%
晶澳太阳能	1.8GW	33%
浙江昱辉	600MW	60%

资料来源：华泰联合证券研究所，根据上海证券报等相关公开资料整理，1GW=1000MW

研发储备项目支撑企业未来发展

公司上市时还处于小试阶段的“太阳能电池封装胶”，在市场需求的拉动下，目前已经基本成熟。公司其他在研项目也多是基于客户现实的需求，我们认为，公司将会继续推出高技术含量、高附加值的产品。新能源、节能环保应用、运输业及建筑业高端应用等有机硅室温胶品种的深入开发，将是未来的重要利润增长点。

表格 6：公司部分在研项目

项目名称	技术特点及水平	研发进展	主要应用
道桥用高弹性有机硅密封胶	本体强度、粘接强度高	中试	道路接缝密封专用
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	中试	3G 基站专用
高性能硅酮结构密封胶	相对国标 GB	中试	特殊幕墙专用
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	中试	汽车灯用
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	小试	太阳能电池组件密封
LED 封装用有机硅灌封胶	优异的流动性、有选择的的粘接性	小试	LED 封装专用
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	小试	汽车灯用
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	小试	有机硅密封胶及相关设备
有机硅塑料改性剂	对塑料协效阻燃、提高断裂伸长，塑料加工时提高润滑性及脱模性	预研	塑料添加剂用

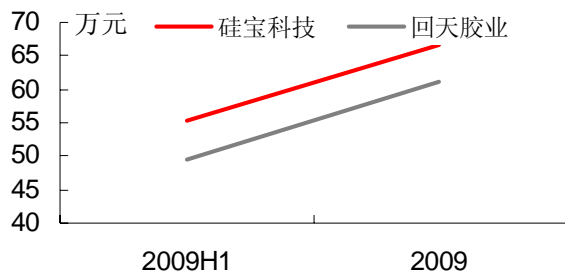
资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

公司高速发展的基础

经营效率较高

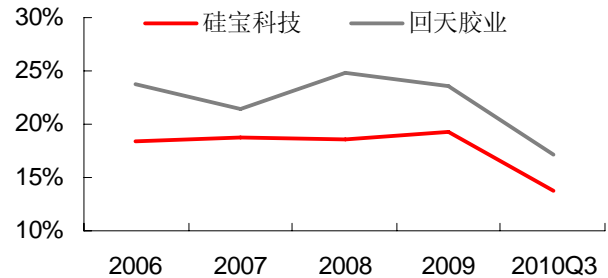
与回天胶业相比，硅宝科技的经营效率显著高于同行。2010 上半年，公司在生产人员没有增长的情况下，共生产有机硅室温胶 3900 多吨，比去年增长 30%，生产效率进一步提高。

图 6： 人均产值较高



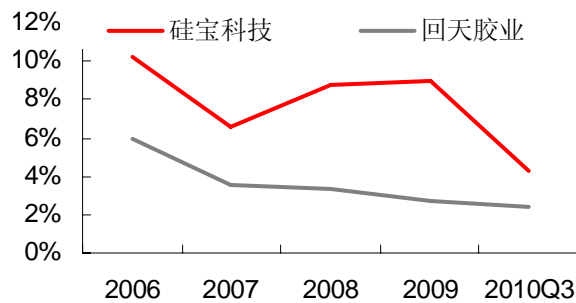
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 7： 三项费用率低



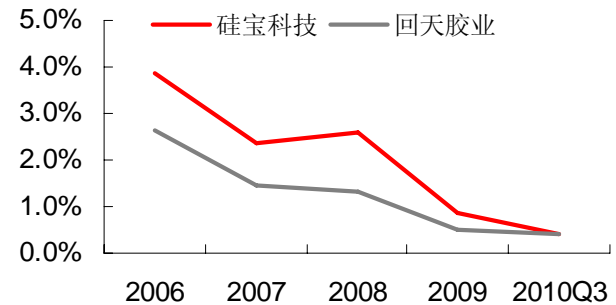
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 8： 存货周转率高



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 9： 流动资产周转率高



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

人才引进体制建立促进公司快速发展

有机硅材料是一种新型材料，其应用性很强，专业人才需要经过多年的实践经验。2009 年公司组织机构得到调整与完善，引进了部分高级人才和潜在精英共近 50 人。今年 12 月，为了适应公司高速发展，吸引更多的高级人才，公司制定了《高端人才引进管理办法（2010 年）》，主要针对高级管理人才、高级研发人才、生产工艺高级管理人才及高级销售人才，由公司总经理亲自组织高管团队负责洽谈和考核。同时，公司为高级人才提供了住房资助、费用补贴、配偶工作等待遇。

高管团队行业背景深厚

公司高管全部为有机硅行业技术或销售管理一线出身，并部分具有玻璃幕墙、装饰装修等下游行业组织的任职资格，在同行业公司中有一定优势。

表格 7：公司高管情况

高管	公司职务	任职经历
王跃林	董事长	理学博士，教授级高级工程师，国务院特殊津贴专家，中国氟硅有机材料工业协会常务理事、专家委员会委员、国家标准化管理委员会轻质建材装饰与装修技术委员会（SAC/TC195）委员。 历任化工部成都有机硅研究中心工程师，广东南海嘉美精细化工有限公司总工程师，广州白云配件工业公司广州白云粘胶厂副厂长、配件公司总工程师
王有治	总经理、技术中心主任	历任化工部成都有机硅研究中心工程师，中外合资四川索立可化学工业有限公司总工程师，杭州之江有机硅化工有限责任公司副总工程师。建设部幕墙门窗标准化技术委员会专家组成员；中国氟硅有机材料工业协会第二届专家委员会委员。
郭弟民	董事	化工仪表高级工程师，历任化工部晨光化工研究院仪表研究室主任、机动车间书记，晨光电子公司总经理。
曾永红	副总经理、财务负责人	曾任通用电气公司（GE）有机硅部西南地区市场代表。
李步春	副总经理	历任化工部成都有机硅工程研究中心工程师，广州高士实业公司任总工程师；中国中空玻璃协会专家组委员，国家标准化管理委员会 SAC/TC195 技术委员会委员
陈艳汶	副总经理	历任晨光化工研究院工程师，成都科强高分子工程公司总经理助理、高级工程师

资料来源：公司招股说明书

原料价格稳定，公司发展空间良好

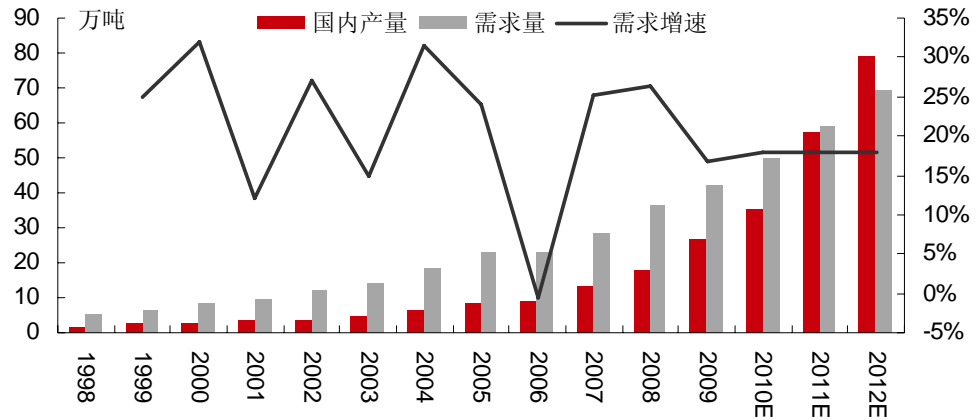
原料供给增加，价格难大幅上涨

公司原料主要是 107 硅胶和 201 硅油，国内有机硅单体进入投产高峰期，单体企业新建项目同时配套高温混炼胶或 107 胶等下游产品，产能大量增长，目前价格已处底部，我们预计行业价格将稳定，很难大幅上涨；另外，道康宁-瓦克、新安迈图、蓝星罗地亚等单体项目，产品品质将较国内早期产品有一定提高。原料成本稳定、品质改善，为公司提供良好原料保证。

单体投产处于高峰期

国内有机硅单体技术突破，生产进入普及化时代。2006 反倾销的胜诉，国内单体价格上涨，一批新项目开工建设，单体产能由 2005 年的 18 万吨/年，增长到 2009 年末的 97 万吨/年，2010 年国内又有近 70-80 万吨/年的单体产能将投产。我们预计 2011 年国内单体供需将基本持平，2012 年则将过剩。

图 10: 2011 年国内中间体供需将基本持平, 2012 年将过剩



资料来源: 华泰联合证券研究所整理

表格 8: 国内有机硅单体投产进程

公司	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	备注
蓝星新材	7	10	20	20	20	20		20	新建 40 万吨, 其中 20 万吨 11 年底投产, 另将现有 20 装置扩建至 30 万吨/年, 最终达到 70 万吨/年产能。
新安股份	6	9	10	10	10	10	10		预计 2010 年底, 新安迈图 10 万吨/年单体投产
吉化股份	5	5	5	5	5	0			设备已拆除
江苏梅兰		2.5	2.5	2.5	2.5	2.5			拟再增 10 万吨单体, 短期甲烷氯化物盈利好, 计划推迟
浙江合盛			6	6	6	6			新疆石河子建 40 万吨/年单体, 及配套工业硅、白炭黑等。预计 2014 年投产。
宏达新材			3	3	3	9			计划新建 7.5 万吨中间体项目, 涉及 15 万吨/年新增单体
山东东岳			6	6	6	6	10		10 万吨/年新增单体, 2010 年底投产
浙江恒业成			2	2	5	5		30	内蒙古建 30 万吨/年单体, 2012 年投产
浙江中天				6	6	6			计划再投资 10 万吨/年单体项目, 无明确时间表
金岭化学					12	12			
唐山三友					6	6			项目分三期, 共 18 万吨/年
山西三佳					6	6			原计划 2010 年单体达 20 万吨/年、硅橡胶达到 15 万吨、硅油及深加工达到 4.5 万吨

江苏弘博					6	6			将6万吨扩建至10万吨/年，再新建一套10万吨/年装置，配2万吨/年副产物处理
泸州北方					3	3		7	扩建至10万吨/年，计划11年12月投产
鲁西化工						5		15	二期扩产至20万吨/年，2012年投产
道康宁-瓦克						40			
湖北兴发								6	另有6万吨择机建设
合计	18	26.5	54.5	60.5	96.5	142.5	新增 26	新增 72	

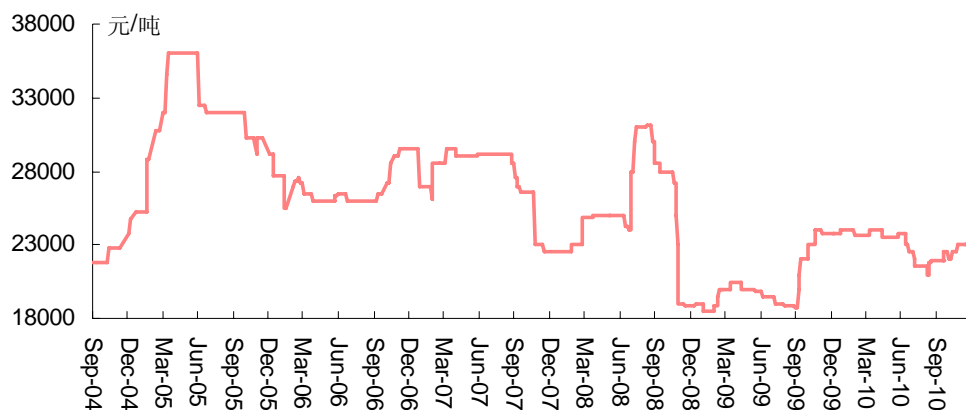
资料来源：华泰联合证券研究所搜集整理

注：2011年新增26万吨/年单体项目均有望在2010年底投产

原料价格处于底部

由于原料供给大量增长，以及国内107胶品质有所提高并开始替代进口107，所以虽然原料价格波动较大，但总体处于底部。

图 11： 甲基环氧硅烷 DMC 价格处于底部



资料来源：化工在线，华泰联合证券研究所

投资建议

未来几年，公司有机硅产品将在建筑幕墙、玻璃加工、门窗密封及装饰装修产品中大力拓展市场，提高市场占有率，南玻等客户的成功开发，增加公司的行业影响力；而在中高端产品领域将依靠公司领先的研发实力，提升竞争地位，保证较高的盈利水平，保证公司良好的发展趋势。

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.44、0.69、0.98 元，首次给予公司“增持”评级。公司业绩存在超预期可能，主要由于公司产品销量可能超预期增长或高毛利产品销量占比增加。

表格 9：盈利预测假设

项目	2010E	2011E	2012E
有机硅室温胶	2010E	2011E	2012E
公司产能（吨）	10000	18000	28000
销量（吨）	8950	13200	18200
单价（万元/吨）	2.21	2.29	2.34
单位成本（万元/吨）	1.29	1.34	1.38
硅胶总收入（万元）	19817.50	30200.00	42530.00
总成本（万元）	11530.50	17668.00	25035.00
毛利率	41.82%	41.50%	41.14%
硅胶设备	2010E	2011E	2012E
公司产能（台）	40	40	40
销量（台）	32	28	24
单价（万元/吨）	31.00	32.00	32.00
单位成本（万元/台）	24.00	25.00	25.00
销售收入（万元）	992.00	896.00	768.00
总成本（万元）	768.00	700.00	600.00
毛利率	22.58%	21.88%	21.88%
总收入（万元）	20809.50	31096.00	43298.00
总成本（万元）	12298.50	18368.00	25635.00
毛利率	40.90%	40.93%	40.79%

资料来源：华泰联合证券研究所

风险提示

建筑、装修、汽车等行业景气下滑，导致公司有机硅产品传统需求降低；新增需求领域，如太阳能电池等产量增长低于预期；管理、研发、销售人才流失。

盈利预测

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
流动资产	332	585	583	716	营业收入	170	208	311	433
现金	279	522	489	586	营业成本	98	123	184	256
应收账款	30	33	49	71	营业税金及附加	1	2	3	4
其他应收款	0	1	1	1	营业费用	12	13	20	28
预付账款	4	4	6	8	管理费用	20	24	30	36
存货	12	18	25	34	财务费用	1	-6	-8	-8
其他流动资产	0	7	12	17	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	89	146	230	208	公允价值变动收	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	129	213	192	营业利润	37	52	82	117
无形资产	14	14	14	14	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	0	3	2	1	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	421	731	812	925	利润总额	41	52	82	117
流动负债	28	36	47	58	所得税	6	8	12	17
短期借款	0	0	0	0	净利润	35	45	70	100
应付账款	11	11	18	25	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	0	25	28	33	归属母公司净利	35	45	70	100
非流动负债	6	3	3	4	EBITDA	38	54	91	130
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.35	0.44	0.69	0.98
其他非流动负	6	3	3	4					
负债合计	34	38	50	62	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	51	102	102	102	成长能力				
资本公积	287	507	507	507	营业收入	24.9%	22.7%	49.4%	39.2%
留存收益	49	83	153	253	营业利润	30.8%	41.9%	56.7%	42.1%
归属母公司股	387	692	762	862	归属母公司净利	38.6%	26.0%	57.0%	42.6%
负债和股东权	421	731	812	925	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	40.9%	40.9%	40.8%
					净利率(%)	20.9%	21.4%	22.5%	23.1%
					ROE(%)	9.1%	6.4%	9.2%	11.6%
					ROIC(%)	8.3%	23.0%	23.1%	33.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	8.2%	5.2%	6.1%	6.7%
					净负债比率(%)	81.64	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	11.82	16.44	12.50	12.25
					速动比率	11.37	15.93	11.97	11.67
					营运能力				
					总资产周转率	0.59	0.36	0.40	0.50
					应收账款周转率	7	6	8	7
					应付账款周转率	10.34	11.35	12.66	11.66
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.35	0.44	0.69	0.98
					每股经营现金流	0.24	0.41	0.58	0.86
					每股净资产(最	3.79	6.79	7.48	8.45
					估值比率				
					P/E	67.15	51.17	32.59	22.85
					P/B	6.14	3.30	2.99	2.65
					EV/EBITDA	62	37	22	15

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还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。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn