

硅宝科技 (300019)
增持/维持评级

股价: RMB21.21

分析师

肖晖
SAC 执业证书编号:S1000510120037
(0755)8249 3656
xiaohui@mail.htlhsc.com.cn

联系人

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

收购尘埃落定

- 公司公告, 使用 2781 万元超募资金投资安徽翔飞立派有机硅新材料有限公司, 增资完成后翔飞立派注册资本变更为 2070 万元, 硅宝科技对应本次增资后翔飞立派注册资本的 1050 万元, 占翔飞立派 50.72% 的股权。
- 翔飞立派及原股东承诺翔飞立派 2011-13 年净利润分别不低于 540、740 及 1200 万元。若未到达承诺净利润水平, 原股东将对差额以现金向硅宝科技补偿。若三年累计净利润未达 2000 万元 (扣非后), 硅宝有权要求原股东购回本次购买股权。公司认为, 未来三年净利润将超出上述承诺金额。
- 翔飞立派目前主要产品是甲基丙烯酰基硅烷、二胺基硅烷等硅烷偶联剂系列产品, 在技术、质量方面居国内前列。甲基丙烯酰基硅烷纯度可达 99% 以上, 透明度良好, 已达向欧美出口要求, 二胺基硅烷规模国内前列。产品质量达到或接近欧美大厂水平。
- 金融危机导致欧美部分偶联剂生产装置停产或减产, 国际市场转向中国进口。中国硅烷质量较高, 价格较欧美企业低 20-30%, 大量出口导致国内硅烷供不应求、价格飙升。我们认为, 这可能是欧美企业 KH-550、570 等偶联剂成熟产品产能向国内转移的开始, 短期国际、国内产能不足, 行业景气可持续。
- 硅橡胶、硅烷偶联剂同属有机硅深加工产品, 硅宝在有机硅室温胶行业影响力可扩展到硅烷偶联剂行业, 增强公司在有机硅行业的品牌影响力。偶联剂是硅宝科技室温胶原料, 两公司可就偶联剂等进行深度的技术交流。两公司人员均有超过 20 年有机硅行业经验, 合作有利于产生协同效应。
- 公司进入偶联剂行业, 改变单一室温胶产品结构, 为成为知名的有机硅材料企业走出重要一步。两公司融合阶段可能导致前期相关费用等上升, 我们小幅上调 2011/12 年 EPS 预测至 0.70、0.99 元, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 建筑业、电力电子等景气下滑, 导致有机硅产品传统需求降低; 国际偶联剂企业复产超预期或国内新增产能增速较快, 导致偶联剂行业盈利降低; 管理、技术、销售人才流失; 股市系统性风险。

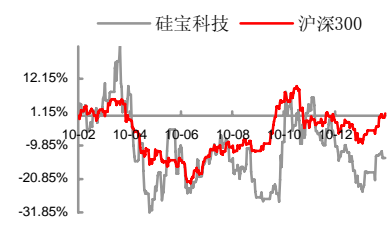
相关研究

- 《公司进入快速发展阶段》101224
- 《进军偶联剂行业, 提升综合竞争力》110104
- 《四季度略低预期, 看好公司发展》110124

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)	2,163

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	194.0	323.0	447.0
(+/-%)	24.9	14.4	66.5	38.4
归属母公司净利润(百万元)	35.4	43.0	71.0	101.0
(+/-%)	38.6	21.5	65.1	42.3
EPS(元)	0.35	0.42	0.70	0.99
P/E(倍)	61.1	53.3	32.2	22.6

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

偶联剂行业简况

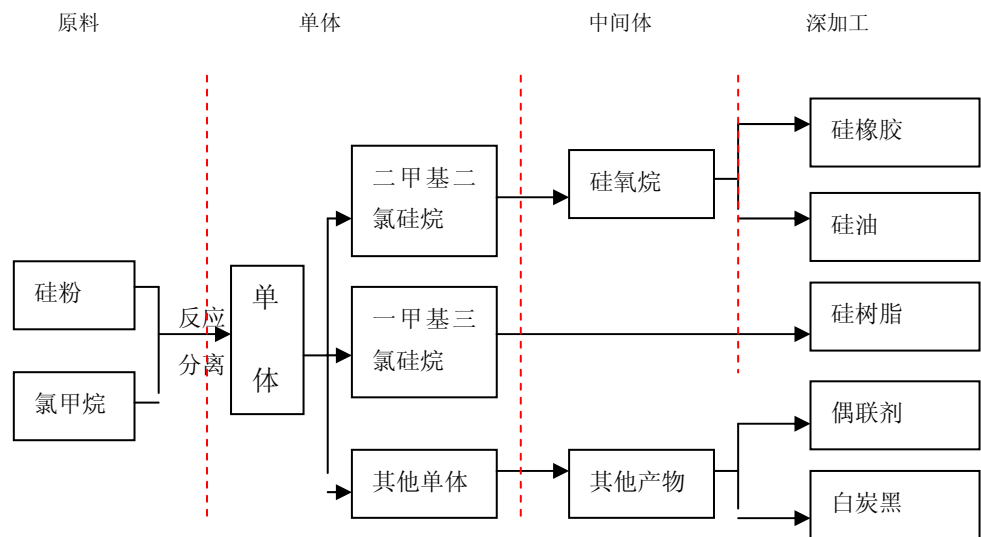
硅烷偶联剂是有机硅下游四大类产品（硅橡胶、硅油、硅树脂、硅烷偶联剂）之一，其分子中含有两种或多种不同反应性基团，可以同时与有机材料和无机材料形成化学键合，改善材料的机械强度、电气特性、耐水性、粘结性以及加工性能。广泛应用于合成树脂、涂料、黏合剂、橡胶、塑料、玻纤等领域，是新型化工材料中不可少的添加剂。国外硅烷偶联剂企业主要有道康宁、瓦克、德固萨、日本信越、瓦克等有机硅巨头。

表 1：偶联剂应用及功能

主要用途	硅烷偶联剂作用
玻纤、玻璃钢	提高复合材料湿态物理机械强度、湿态电气性能，并改善玻纤的集束性、保护性和加工工艺
胶粘剂和涂料	提高湿态下的粘合力、耐候性；填料与树脂的交联。增加附着力、防老化、提高耐候性，改善颜料分散性，提高耐磨性和树脂的交联
铸造	提高树脂砂的强度，以实现高强度、低发气
橡胶	提高制品机械强度、耐磨性、湿态电气性能和流变性
密封胶	提高湿态的粘合力，提高填料的分散性，制品耐磨性
纺织	令纺织品柔软丰满、提高其防水性、以及对染料粘合力
印刷油墨	提高粘合力 and 浸润性
填料表面处理	在树脂中提高填料和树脂的相容性、浸润性、分散性

资料来源：公司公告

图 1： 有机硅产业链



资料来源：新安股份增发 A 股招股意向书，华泰联合证券研究所

中国硅烷偶联剂行业情况

国内偶联剂常规产品性价比较高，国际公司逐步加大对中国产品的采购力度，对一些新品种、高品质硅烷偶联剂的需求，也拉动了国内硅烷偶联剂的新产品开发和产品质量的提升。

中国目前年硅烷偶联剂总产量约在 3 万吨左右，其中产量最大的是 Si-69，在 2 万吨左右，主要用于子午线轮胎和绿色轮胎。国内生产厂有荆州江汉、南京曙光、广东宏博等，除供应国内市场外，还大量出口，据我们了解该产品盈利情况并不理想。

国内其他硅烷总产量约为 1 万吨，主要包括氨基硅烷(KH-550)，二胺基硅烷(KH-792, KH-602)，环氧基硅烷(KH-560)和甲基丙烯酰基硅烷(KH-570)，生产厂家有近二十家，大多数厂家生产 1-3 个品种，产能 50-80 吨/月。我们通过阿里巴巴等网站了解，翔飞立派公司主要产品 KH-570 报价目前在 6 万元/吨以上，而主要原料氯丙硅烷的报价则在 2.5-3.5 万元/吨，一吨 KH-570 需要 0.5 吨左右氯丙硅烷，简单测算目前 KH-570 盈利情况较好。

金融危机导致欧美部分偶联剂生产装置停产或减产，国际市场转向中国进口。中国硅烷质量较高，价格较欧美企业低 20-30%，大量出口导致国内硅烷供不应求、价格飙升。我们认为，这可能是欧美企业 KH-550、570 等偶联剂成熟产品产能向国内转移的开始，短期国际、国内产能不足，行业景气可持续。

控股翔飞立派，提升公司综合竞争力

翔飞立派目前主要产品是甲基丙烯酰基硅烷、二胺基硅烷等硅烷偶联剂系列产品，在技术、质量方面居国内前列。甲基丙烯酰基硅烷纯度可达 99% 以上，透明度良好，已达成向欧美出口要求，二胺基硅烷规模国内前列。产品质量达到或接近欧美大厂水平。

硅橡胶、硅烷偶联剂同属有机硅深加工产品，硅宝在有机硅室温胶行业影响力可扩展到硅烷偶联剂行业，增强公司在有机硅行业的品牌影响力。偶联剂是硅宝科技室温胶原料，两公司可就偶联剂等进行深度的技术交流。两公司人员均有超过 20 年有机硅行业经验，合作有利于产生协同效应。

公司根据翔飞立派原股东承诺测算，本项目预测投资回收期为 6.5 年（所得税后），内部收益率 13.60% 以上。但公司认为，国家将有机硅行业列入鼓励发展的化工类产业，显示了国家对发展本行业的支持态度，公司该项目投资将不仅仅局限于投资翔飞立派的内部收益率和投资回收期，公司将通过本次投资抓住目前市场增长的态势和政策鼓励两大机遇，努力提升行业技术水平，扩大产业规模，加强公司在有机硅行业的影响力，实现公司的战略目标和愿景。公司预计，翔飞立派在未来三年内，其年净利润将超出前述承诺利润金额，则本项目的内部收益率会提高。

投资建议

公司增资翔飞立派后，进入硅烷偶联剂行业，将改变单一的有机硅室温胶产品结构，为公司打造成为知名的有机硅材料企业走出第一步，提高公司的综合竞争能力。

我们维持公司“增持”评级，两公司融合阶段可能导致前期相关费用等上升，我们小幅上调 2011/12 年 EPS 预测至 0.70、0.99 元。

风险提示

建筑业、电力电子等景气下滑，导致有机硅产品传统需求降低；国际偶联剂企业复产超预期或国内新增产能增速较快，导致偶联剂行业盈利降低；管理、技术、销售人才流失；股市系统性风险。

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	582	586	726	营业收入	170	194	323	447
现金	279	523	489	591	营业成本	98	117	190	262
应收账款	30	31	51	73	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	12	21	29
预付账款	4	3	7	8	管理费用	20	26	30	36
存货	12	17	25	34	财务费用	1	-6	-8	-8
其他流动资产	0	7	13	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	44	87	124
无形资产	14	14	14	14	营业外收入	0	7	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	728	816	934	利润总额	41	50	87	124
流动负债	28	35	47	59	所得税	6	8	13	18
短期借款	0	0	0	0	净利润	35	43	74	106
应付账款	11	10	19	26	少数股东损益	0	0	3	5
其他流动负债	0	25	28	33	归属母公司净利	35	43	71	101
非流动负债	6	3	3	4	EBITDA	38	46	96	137
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.35	0.42	0.70	0.99
其他非流动负	6	3	3	4					
负债合计	34	37	51	63	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	3	8	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%	14.5%	66.2%	38.5%
留存收益	49	82	152	254	营业利润	30.8%	18.0%	100.2	42.0%
归属母公司股	387	691	762	863	归属母公司净利	38.6%	21.1%	65.5%	42.6%
负债和股东权	421	728	816	934	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	39.8%	41.3%	41.3%
					净利率(%)	20.9%	22.1%	22.0%	22.6%
					ROE(%)	9.1%	6.2%	9.3%	11.7%
					ROIC(%)	8.3%	18.9%	24.4%	35.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	8.2%	5.1%	6.2%	6.8%
					净负债比率(%)	81.64	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	11.82	16.81	12.35	12.23
					速动比率	11.37	16.32	11.81	11.65
					营运能力				
					总资产周转率	0.59	0.34	0.42	0.51
					应收账款周转率	7	6	8	7
					应付账款周转率	10.34	11.06	13.03	11.62
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.35	0.42	0.70	0.99
					每股经营现金流	0.24	0.42	0.57	0.92
					每股净资产(最	3.79	6.77	7.47	8.46
					估值比率				
					P/E	61.13	53.27	32.18	22.57
					P/B	5.59	3.31	3.00	2.65
					EV/EBITDA	57	44	21	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 2011 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