

化工新材料III



郑方铤

化工行业研究员

021-3856 5947

zhengfb@xyzq.com.cn

宏达新材（002211）

打造有机硅一体化产业链

中性

市场数据

报告日期	2009-3-16
收盘价(元)	8.31
52周最高/最低(元)	22.20/4.13
总股本(百万股)	241.88
流通股本(百万股)	75.23
总市值(百万元)	2010.00
流通市值(百万元)	625.17
每股净资产(元)	3.88

股价走势



相关报告

投资要点

我们于近日赴江苏镇江对宏达新材进行了调研，重点了解公司的发展战略、开工情况和新项目建设进展。主要内容和结论如下：

- **高温硅橡胶领域的领先者之一。**宏达新材是我国高温硅橡胶的主要生产企业之一，在生产能力（约4万吨/年）、设备资源、工艺配方（裂解工艺、配胶工艺、助剂研发等）、产品销量（约2.5万吨/年）等方面均居于国内同行前列。高温硅橡胶是有机硅下游主要产品之一，在按键、电子电器用绝缘子、电线电缆等领域有广泛应用。

宏达新材的产能分布格局为：江苏扬中本部和子公司广东东莞新东方生产高温硅橡胶，分别有接近2万吨/年的产能；有机硅单体项目（现有产能3万吨/年，拟新建4.5万吨/年）则位于江苏镇江国际化学工业园区。

- **致力于打造有机硅一体化产业链。**在2007年之前，宏达新材的业务集中于有机硅产业链的下游——购买有机硅中间体（硅氧烷），生产生胶和混炼胶（高温胶）。

随着2007年8月3万吨/年有机硅单体项目投入试运营，公司初步形成较为完整的高温硅橡胶上下游产业链。进军上游有助于降低生产成本、稳定原料供应和提高产品质量稳定性，对于提高长期竞争力具有重要意义。因此，提升有机硅单体技术水准和产品质量、保持生产的稳定性、以及扩大单体产能成为公司08-09年的工作重点。

- **近期经营：高温胶需求出现回升，3万吨单体复工。**由于08年宏观经济波动影响，有机硅单体及下游产品价格均出现大幅波动。

以有机硅重要中间体DMC（二甲基硅氧烷混和环体）为例，08年初价格约2.25万元/吨，8月份达到最高点3.1万元/吨，年底则迅速回落至1.8万元/吨左右。与之相伴，国内市场高温胶均价也从08年初的2万元/吨左右涨至年中的2.7万元/吨，年底则回落至1.65万元/吨附近。

在08年4季度，随着经济迅速降温，高温胶需求也明显下降。由于新项目需要磨合，以及成本因素影响，08年宏达新材的3万吨单体开工率较低，全年产量约1.3万吨。

从 09 年 1 月起，高温胶市场出现回暖，目前公司高温胶产能满负荷开工，并由于产能所限，主动放弃部分订单。与此同时，高温胶价格也由最低点有所回升，目前价格约为 1.8 万元/吨。

对于高温胶市场的回暖，我们认为原因可能在于两点：（1）国内家电下乡、3G 启动等政策带来的高温胶需求的增长；（2）08 年 4 季度价格下跌导致经销商及下游客户库存水平偏低，存在回补库存的需求。由于 09 年宏观经济前景仍不明朗，因此我们认为，高温胶市场回暖能否延续还需要进一步观察。

经过进一步的技术改进和调整，宏达新材 3 万吨/年有机硅单体项目已于近日复工，目前开工情况正常，从而有助于公司提高原料的自给率，降低经营成本。

- **募集资金项目：预计年内竣工。**宏达新材 08 年 1 月 IPO 募集资金投向中，涉及产能扩张的有 3 万吨/年硅橡胶改扩建项目和 4.5 万吨/年有机硅单体改扩建项目。4.5 万吨/年有机硅单体项目进一步作了技术上的深化，以提升二甲纯度、提高氯甲烷反应率和副产品加工能力，目前处于设计和土建施工阶段，按计划将于 09 年年底竣工。

在 3 万吨/年硅橡胶改扩建项目中，公司将应用半自动化投料工艺（有别于国内普遍采用的手动投料），能够提高产品质量稳定性和改善操作环境。目前公司高温胶产能在逐步扩大，预计项目将于 09 年 9 月份竣工投产。

- **行业竞争关键：上游单体技术、下游综合实力。**由于有机硅行业具有广阔的成长空间，因此近年来吸引了国内众多企业新进和扩大产能。在有机硅单体领域，预计 09、10 年国内需求分别约 90、110 万吨，国内目前产能已超过 60 万吨/年，在建和即将建设的产能包括新安股份（10 万吨/年）、山东东岳（20 万吨/年）、蓝星集团（20 万吨/年）、道康宁张家港（20 万吨/年）、宏达新材（4.5 万吨/年）、三友化工（6 万吨/年）等，产品即将从供不应求阶段进入供大于求阶段。在有机硅下游硅橡胶领域，由于产能扩张门槛相对较低，因此行业竞争也日趋激烈。

在此背景下，我们预期，未来有机硅行业的竞争将从量的竞争转为质的竞争。在上游领域，单体生产技术是决定下游产品能做到何种附加值的关键，其中包括二甲纯度、环线分离技术、副产物提纯和深加工能力、单位产出的物耗和能耗水平等。在下游领域，企业的竞争一方面依赖于上游高质量单体的获得，另一方面依赖于开发高附加值产品的能力、以及与客户通过技术服务建立的紧密合作关系。

因此，宏达新材打造一体化产业链，并致力于提高有机硅单体生产技术水平是企业的合理选择，其实施效果也将决定着企业未来的市场定位和发展空间。

- **盈利预测假设：**见表 1。
- **初步给予“中性”评级。**基于宏达新材 09 年继续夯实项目技术基础、2010 年逐步释放产能、扩大市场份额的假设，我们预计公司 08、09、和 10 年的 EPS 分别为 0.20、0.23 和 0.36 元。公司打造一体化产业链、提高有机硅单体生产技术水平战略的实施效果将决定公司未来的发展空间和盈利能力，对此我们将保持持续关注。公司目前估值水平基本合理，因此我们初步给予“中性”的投资评级。

表 1 宏达新材盈利预测假设

年份		2007	2008E	2009E	2010E
混炼胶	销售数量（吨）	25000	26000	30000	43500
	单价（万元/吨）	2.24	1.98	1.95	1.93
	营业收入（万元）	55875	51480	58500	83955
	毛利率（%）	22.7	22.0	21.0	21.0
生胶	销售数量（吨）	1097	3500	5600	8000
	单价（万元/吨）	2.68	2.30	2.25	2.20
	营业收入（万元）	2940	8050	12600	17600
	毛利率（%）	22.2	21.5	20.5	20.5
单体副产物	营业收入（万元）	2303	3300	5500	8500
	毛利率（%）	32.3	30.0	28.0	27.0
其它	营业收入（万元）	1260	1638	1966	2359
	毛利率（%）	16.5	16.5	16.5	16.5
合计	营业收入（万元）	62378	64468	78566	112414
	同比增长率（%）		3.4	21.9	43.1
	毛利率（%）	22.9	22.0	21.1	21.2
销售费用 /营业收入（%）		1.92	2.55	2.50	2.40
管理费用 /营业收入（%）		4.07	5.20	5.10	4.80
财务费用 /营业收入（%）		1.68	2.57	2.48	2.16
实际税率（%）		4.63	17.7	17.5	17.5

资料来源：兴业证券研发中心

附表

资产负债表

单位: 百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
流动资产	306	655	482	665
货币资金	45	373	134	169
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	102	107	131	187
其他应收款	10	13	16	23
存货	127	135	166	238
非流动资产	546	867	1123	1214
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	337	566	800	956
在建工程	164	257	278	214
油气资产	0	0	0	0
无形资产	43	43	43	43
资产总计	852	1522	1605	1879
流动负债	309	316	348	542
短期借款	163	150	150	267
应付票据	31	30	37	53
应付账款	95	103	127	182
其他	20	33	34	40
非流动负债	215	215	215	215
长期借款	207	207	207	207
其他	8	8	8	8
负债合计	524	531	564	757
股本	181	242	242	242
资本公积	0	550	550	550
未分配利润	105	154	200	275
少数股东权益	28	31	35	41
股东权益合计	328	991	1041	1122
负债及权益合计	852	1522	1605	1879

现金流量表

单位: 百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
净利润	93	52	60	92
折旧和摊销	15	28	44	59
资产减值准备	2	11	2	6
无形资产摊销	1	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	9	17	19	24
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益		3	4	6
营运资金的变动	-73	-21	-37	-83
经营活动产生现金流量	47	87	88	97
投资活动产生现金流量	-250	-350	-300	-150
融资活动产生现金流量	198	592	-27	87
现金净变动	-5	328	-239	35
现金的期初余额	47	373	134	169
现金的期末余额	42	702	-106	203

利润表

单位: 百万元	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	624	645	786	1124
营业成本	481	503	620	886
营业税金及附加	1	2	2	3
销售费用	12	16	20	27
管理费用	25	34	40	54
财务费用	10	17	19	24
资产减值损失	2	11	13	19
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	91	63	72	111
营业外收入	6	3	3	3
营业外支出	0	3	3	3
利润总额	97	63	72	111
所得税	4	11	13	19
净利润	93	52	60	92
少数股东损益	7	3	4	6
归属母公司净利润	85	49	56	86
EPS (元)	0.47	0.20	0.23	0.36

主要财务比率

	2007A	2008E	2009E	2010E
成长性(%)				
营业收入增长率	21%	3%	22%	43%
营业利润增长率	48%	-32%	15%	54%
净利润增长率	64%	-44%	15%	53%
盈利能力(%)				
毛利率	23%	22%	21%	21%
净利率	14%	10%	8%	7%
ROE	28%	5%	6%	8%
偿债能力(%)				
资产负债率	62%	35%	35%	40%
流动比率	0.99	2.07	1.38	1.23
速动比率	0.58	1.65	0.91	0.79
营运能力(次)				
资产周转率	0.22	0.14	0.13	0.16
应收帐款周转率	1.80	3.00	1.65	1.77
每股资料(元)				
每股收益	0.35	0.20	0.23	0.36
每股经营现金	0.19	0.36	0.36	0.40
每股净资产	1.24	3.97	4.16	4.47
估值比率(倍)				
PE	23.55	41.21	36.05	23.33
PB	6.70	2.09	2.00	1.86

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。