

化工新材料III

侯宏森

0755-82026831

houhongsen@cjis.cn

6-12个月目标价: 13.75元

当前股价: 10.56元

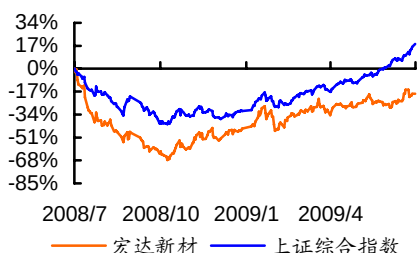
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	3438.37
总股本(百万)	242
流通股本(百万)	75
流通市值(亿)	8
EPS (TTM)	0.14
每股净资产(元)	3.92
资产负债率	26.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
宏达新材	11.36	24.76	47.07
上证综合指数	17.31	42.82	72.57



相关报告

宏达新材

002211

推荐

3G 和家电升级将引爆高温硅橡胶行情

近期,我们调研了宏达新材,就目前公司的生产情况和经营机制做了较为深入探讨,并对 09 年的业务扩张和所面临的发展机遇以及盈利增长情况进行了交流。

投资要点:

- **公司是国内极具优势的有机硅深加工企业。**公司作为高温胶生产龙头,占市场 15%左右份额。目前已经完成向上游延伸,目前公司的较大部分有机硅单体需求实现自产,10 年有望全部自身供给,从单体到生胶生产,再到高温胶混炼,形成了较为完善的上下游产业链。公司以高温胶为终端产品,极具成本和市场优势。
- **高温硅橡胶用途众多,但主要用于手机等电子电器的导电按键。**高温硅橡胶用于电子电器、建筑、办公设备、交通运输、医药、食品加工和日用化工等多种领域,但在电子电器中的用途占据主要地位,高温胶产品中约 60%用于制作手机和家电的导电按键,约 15%用于制作电线电缆,约 15%用于制作婴儿奶嘴、医用胶管等。
- **3G 手机和平板电视销量大增,拉动对高温硅胶的需求。**业内某销售商内部数据显示,6 月以来 3G 手机出现 40%以上增长,其中存在 4 成左右非刚性需求换机消费者,在这部分消费者中有 50%以上人群选择购买 3G 手机。目前处于 3G 手机大规模销售预热阶段,随着更多 3G 手机铺货和相关资费政策出台,将更快加速 2G 手机淘汰,这将直接拉动 3G 手机消费增长。目前液晶平板电视大幅降价,国产的 32 寸液晶电视,已跌破 2000 元,近期平板电视销量激增,CRT 处加速淘汰期,我国进入电视加速更新换代新纪元。这都将强力拉动上游高温硅胶的需求。
- **公司目前仍满负荷运行,经济危机下公司市场逐步扩大,明年生产规模将实现大幅增长。**公司目前拥有 3.5 万吨混炼胶和 3 万吨有机硅单体生产能力,年底将实现 5 万吨混炼胶和 7.5 万吨有机硅单体生产能力。公司今年计划生产 3.2 万吨混炼胶,将借经济危机之机把市场做大,还会继续向上下游延长产业链。
- **有机硅等待量价齐升。**有机硅已经处于量增而价不增的阶段,价格处于近 5 年来的底部,期待房地产、汽车和电子电器等带动下出现量价齐升的行情。
- **公司面临诉讼风险,目前结果仍不明朗。**公司称目前二审存在时间和结果的不确定性。如果维持一审,虽然控股股东承诺一切损失将给予股份公司足额补偿,但 3 万吨有机硅单体项目和新建有机硅单体项目将存在被停产和停建的风险。
- **给予“推荐”评级。**09 年二季度业绩环比有所增长,受益经济复苏,下半年业绩增长是大概率事件,由于新建项目投产,10 年公司业绩大幅增长确定,预测公司 09、10 和 11 年的每股收益分别为 0.25 元、0.55 元和 0.64 元,我们给予宏达新材 10 年 25 倍的市盈率,6-12 个月的目标价为 13.75 元,由于面临诉讼风险,谨慎给予“推荐”评级。如二审结果仅仅是赔偿而不停工停产,则调高为“强烈推荐”。

主要财务指标

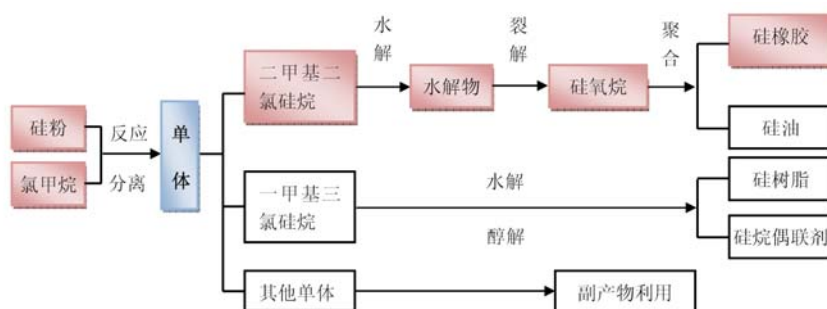
单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	643	698	1164	1289
同比(%)	3%	8%	67%	11%
归属母公司净利润(百万元)	44	61	132	155
同比(%)	-49%	41%	115%	18%
毛利率(%)	18.8%	17.6%	19.9%	21.1%
ROE(%)	4.7%	6.3%	11.9%	12.5%
每股收益(元)	0.18	0.25	0.55	0.64
P/E	56.67	40.24	18.72	15.88
P/B	2.66	2.52	2.24	1.98
EV/EBITDA	30	26	14	11

1. 公司形成了完善的有机硅产业链

由于具有耐高低温、防潮、耐气候老化、生理惰性优异性能，有机硅产品与国民经济的各个领域息息相关，对高科技产业发展和产业结构优化升级发挥着日益重要的作用，广泛应用于电子电器、建筑、医药、日用化工、石油、轻工、冶金、机械、纺织等领域，是一个在国计民生中占有重要地位的产业。

有机硅产品产业链的上游以硅粉和氯甲烷为原料合成得到二甲基二氯硅烷等几种最具工业价值的有机硅单体，有机硅单体通过水解、裂解等工序进而制成以硅氧烷为代表的有机硅材料中间体，中间体进一步合成得到硅油、硅橡胶、硅树脂、硅烷偶联剂等四大类有机硅深加工产品。

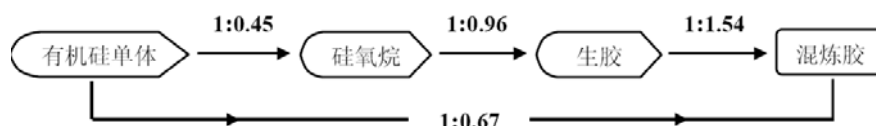
图 1：有机硅产业链（阴影所示部分为本公司产业链）



资料来源：中投证券研究所，公司报告

公司形成了从初级原料硅粉和氯甲烷到硅橡胶的完整的产业链，高温硅橡胶是公司的主打产品。目前公司单体自给率在 70% 左右，而公司的 4.5 万吨单体项目上马后，可以实现完全的自给。09 年底将实现 5 万吨混炼胶和 7.5 万吨有机硅单体生产能力，单体和混炼胶的生产能力正好完全配套。

图 2：公司产业链中各产品的比例关系



资料来源：中投证券研究所，公司报告

硅橡胶在四大类有机硅深加工产品中，产量最大，在有机硅产品构成中占 60-70%。硅橡胶按其硫化温度可分为高温硅橡胶和室温硅橡胶两大类，其中，高温硅橡胶产量在有机硅产品构成中占 20-25%。高温硅橡胶是指需要在较高温度（130~170℃）和硫化剂过氧化物存在下方能进行成型的硅橡胶，是本公司的主营产品，主要特性及用途如下：

表 1: 高温胶主要用途

序号	应用	利用的特性	主要应用范围
1	电子、电器工业	耐疲劳、耐高温、耐侯、耐臭氧	电脑、电话、传真机、各种电器键盘的按键；绝缘子将取代陶瓷制品用于输电线路；电视机阳极罩、高压保护罩、高压引出线等
2	汽车工业	耐高温	汽车点火线、火花塞保护罩、加热及散热器软管、消声器衬里、加油泵、进油阀等
3	航空和宇航工业	耐高低温、耐臭氧、耐疲劳、耐辐射	用作飞机和宇宙飞船的各种胶管、氧气面罩、密封垫圈、缓冲防震层、开关护套等。
4	电缆工业	电绝缘性、耐侯、防潮	用绝缘型高温硅橡胶制作的电缆有电力电缆、船舶电缆、航空电线、点火电缆、加热电缆、电缆等
5	医疗卫生	无毒、生理惰性、耐老化	婴儿奶嘴、各种医疗用软管、插管、整容修复、人造器官、药物胶囊等
6	其他方面	选择性透气、不粘、耐水蒸汽	透气性薄膜、印刷用胶辊、高压锅密封圈胶管、胶条、胶辊、胶布等

资料来源：中投证券研究所，公司报告

2. 有机硅价格筑底，行情等待量价齐升

目前有机硅行业已经处于量增而价不增的阶段，期待量价齐升。目前硅氧烷价格处在近 5 年的历史底部，但是公司是满负荷运转，销量同比持续上增，可以说已经度过了经济危机的最低迷时期。随着国际经济逐渐复苏，国际有机硅的需求也将上升，加上我国刚刚颁布的有机硅反倾销措施，则国内有机硅价格受国际的冲击压力将日趋减少。还国内房地产和汽车等下游行业复苏拉动，国内有机硅行情将处于快速恢复阶段。高温硅橡胶的价格和硅氧烷价格具有联动性，随着硅氧烷价格筑底回升，高温胶价格也将迅速得到释放。

图 3: 有机硅（DMC）近 5 年的价格走势

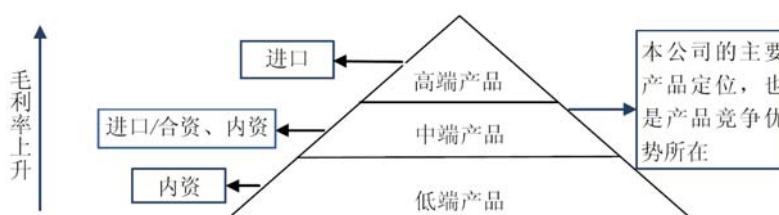


资料来源：中投证券研究所，化工在线

3. 公司的市场份额将逐步扩大

一方面，公司将受益于经济危机，市场份额自动扩大。公司产品定位于中档产品，也有部分高档和低档产品。公司不但向上可以替代国际进口产品，也可以向下对小企业产品进行替代。公司高温硅橡胶价格比国外同类产品低 30% 左右，经济危机使原来使用国外胶的客户转向使用国内高温胶，公司面临较大的市场机遇。小企业在经济危机下，受到严重的挤出效应，使得部分市场转向产品质量稳定和服务周到的国内龙头企业。

图 4: 公司的产品定位



资料来源：中投证券研究所，公司报告

另一方面，公司将利用价格低迷时期借机把市场做大。不但会对某些领域进行新的开发，实现对传统材料的消费升级，还会继续向上下游延长产业链。公司不排除向下游收购终端有机硅产品企业，或引入新的战略合作伙伴，如涉足手机键盘领域。

4. 盈利预测

我们盈利预测的假设前提如下：

- (1) 假设 09 年高温胶实现 3.2 万吨产销量，10 年和 11 年均实现 5 万吨；
- (2) 假设公司 09 年到 11 年高温胶出厂价格分别为 18500 元/吨，20000 元/吨，22000 元/吨。
- (3) 由于公司的有机硅单体的自给率比 08 年大幅提高，08 年产量仅有 1.3 万吨，而目前已实现全负荷运转，因此我们预测公司 09 年到 11 年高温胶的毛利率分别为 17.5%，20.0%，21.5%。

我们对宏达新材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

分产品	2008	2009E	2010E	2011E
高温胶				
产量(万吨)	2.70	3.00	5.00	5.00
价格(元)	19,232	18,500	20,000	22,000
销售收入(万元)	51,926	55,500	100,000	110,000
毛利率	18.94%	17.50%	20.00%	21.50%
其他销售收入(万元)	12,420	14,283	16,426	18,889
毛利率	18.37%	18.00%	19.00%	19.00%
合计收入(万元)	64,346	69,783	116,426	128,889
毛利率	18.8%	17.60%	19.86%	21.13%

资料来源：中投证券研究所，公司报表

给予“推荐”评级。09 年二季度业绩环比有所增长，受益经济复苏，目前有机硅行情期待量价齐升，下半年业绩增长是大概率事件，由于新建项目投产，10 年公司业绩大幅增长确定，预测公司 09、10 和 11 年的每股收益分别为 0.25 元、0.55 元和 0.64 元，我们给予宏达新材 10 年 25 倍的市盈率，6-12 个月的目标价为 13.75 元，由于面临诉讼风险，谨慎给予公司“推荐”评级。如二审结果仅仅是赔偿而不停工停产，则调高为“强烈推荐”评级。

表 3: 盈利预测

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	643	698	1164	1289
同比(%)	3%	8%	67%	11%
归属母公司净利润	44	61	132	155
同比(%)	-49%	41%	115%	18%
毛利率(%)	18.8%	17.6%	19.9%	21.1%
ROE(%)	4.7%	6.3%	11.9%	12.5%
每股收益(元)	0.18	0.25	0.55	0.64
P/E	56.67	40.24	18.72	15.88
P/B	2.66	2.52	2.24	1.98
EV/EBITDA	30	26	14	11

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

[illegible]

资料来源：中投证券研究所，公司报表

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 $\pm 10\%$ 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, 北京工商大学硕士, 3 年化工行业经历, 3 年战略咨询从业经验。曾就职于大型化工企业和国内知名咨询研究机构, 曾为某些公司进行上市前的业务拓展规划, 还曾为北京、济宁、阳泉等城市及上海金山、惠州大亚湾等化工园区进行产业发展战略规划。对化工行业有着较深的了解和敏感度, 善于从大战略把握行业发展脉络和未来发展趋势, 从技术发展路线挖掘最新投资热点。

主要研究覆盖公司: 新安股份、蓝星新材、金发科技、浙江龙盛、冠农股份、上海家化、杨农化工、诺普信、兴化股份、云天化、湖北宜化、双环科技、柳化股份等。

免责条款

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 号荣超商会中心 A 座 19 层
邮编: 518048
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

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