

张志宏
0755-82960064
zhangzh@cmschina.com.cn
廖振华
0755-83734406
liaozenhua@cmschina.com.cn

2009年10月12日

原材料·基础化工

硅宝科技(300019)

核心技术优势突出的有机硅室温胶龙头

目标估值: 23~27元

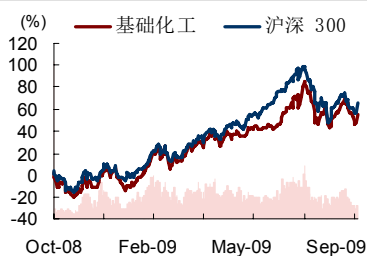
基础数据

发行前总股本(万)	3800
本次发行股数(万)	1300
发行后总股本(万)	5100
发行价(元)	23.00
发行市盈率(倍)	47.96

发行后主要股东

	持股比例
王跃林	20.12%
王有治	18.44%
郭弟民	15.09%
李步春	5.03%
其他	41.32%

行业指数



公司作为国内有机硅室温胶行业龙头,技术积累深厚,创新能力突出,服务、渠道建设和管理也较为独到,预计随着募投项目的逐步投产,公司的行业竞争力和盈利能力将显著增强,将向“中国有机硅室温胶的第一品牌”的目标扎实前进。

- **有机硅室温胶市场广阔,增长迅速。**有机硅室温胶是我国需求最大有机硅产品,消费量占据所有有机硅产品的近一半,02~08年,消费量的年复合增长率高达18.4%,08年国内需求量达到27.5万吨。
- **供给总量随需求快速增长,但高端产品仍旧不足。**用于传统建筑的有机硅室温胶占据50%以上的市场,国内自给率已较高并将继续提高,而高端的电子、电力、汽车、航空航天等领域用有机硅室温胶对技术要求高,主要依靠进口或在华外资企业生产,硅宝科技是少数的能提供高端产品的内资企业。
- **有机硅中间体供应逐渐充足,下游竞争加剧,技术和服 务是企业制胜关键。**预计2010年后有机硅中间体供应将出现过剩,上游企业正逐步向下游扩展产品线,加上下游厂商的扩产,企业依靠领先的技术和到位的服务满足客户在复杂环境下的个性化需要成为企业在竞争中制胜的关键。
- **硅宝科技技术积累深厚,核心技术创新能力突出,市场占有率较高。**已经拥有覆盖机硅新材料基础聚合物、填料、助剂、配方和生产工艺的核心技术体系,并参与多部国家和行业标准的制定,技术优势突出,在电力环保胶、汽车灯胶和建筑幕墙用胶领域的市场占有率分别居第1、第1和第3位。
- **制胶工艺设计与自主研制设备配套的创新模式独一无二。**公司通过在制胶生产过程中发现设备的不足并及时反馈设备设计部门,促成设备设计的完善和升级,并能根据客户的个性化需求提供成套的制胶生产线的设计、制造和建设。提供了较竞争对手更广阔的工艺改进空间和更丰富的改进手段。
- **公司正在高速成长,募投项目将助公司大幅提高竞争力。**07年以来公司室温胶产能利用率一直超过95%,09年上半年超过100%,目前6000吨的年产能已不能满足需要,募投项目达产后将提升18000吨/年的产能,为公司长期发展提供坚实的支撑。
- **盈利预测与估值。**技术优势支撑下,募投项目达产后扩大的产能将带来公司在建筑、汽车等领域市场占有率的提升。按照09年全面摊薄EPS 0.63元的40倍PE估值,并按10%上下浮动,合理估值为23~27元。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	98	136	152	222	385
同比增长	18%	39%	12%	47%	73%
营业利润(百万元)	17	28	36	52	79
同比增长	9%	66%	27%	45%	51%
净利润(百万元)	17	26	32	46	68
同比增长	28%	52%	26%	42%	50%
每股收益(元)	0.84	0.67	0.63	0.90	1.34
ROE	29%	34%	8%	10%	14%

资料来源:招商证券

正文目录

一、国内有机硅室温胶市场：供需增长快，技术是关键	4
二、有机硅室温胶行业龙头，技术和管理优势突出	8
1、公司主营有机硅室温胶，涉足制胶设备设计制造领域	8
2、自主创新能力强，核心技术领先	8
3、制胶工艺设计与自主研制设备配套的独特技术创新模式	9
4、壮大经销商体系，深度服务客户和开发市场，隔离经营风险	10
5、原材料价格下降，产品价格较稳，毛利率提升	11
6、有机硅室温胶产销量高速增长，募资扩产奠定长期发展基础	12
三、盈利预测及估值	13
1、盈利预测	13
2、估值	14
3、风险提示	14

图表目录

图 1：有机硅室温胶产业链示意图	4
图 2：08 年我国有机硅市室温/高温胶消费量在有机硅产品中占比	4
图 3：我国建筑行业用有机硅室温胶的产值最大	5
图 4：08 年我国有机硅室温胶在各领域的消费量	5
图 5：近年我国有机硅室温胶消费量和产能增长迅速	6
图 6：08 年中美有机硅产品和有机硅室温胶的人均消费量	6
图 7：我国有机硅是室温胶在建筑领域的供需现状及预测	7
图 8：我国有机硅是室温胶在工业领域的供需现状及预测	7
图 9：我国有机硅中间体产量、消费量及其预测	7
图 10：我国有机硅室温胶行业产能集中度	7
图 11：公司主营收入构成	8
图 13：硅宝科技核心技术产品收入占比逐年提高	9
图 14：2008 年我国制胶专用设备生产厂家销售市场份额	10
图 15：不同规模经销商的销售收入占比及变化	11

图 16: 公司有机硅室温胶生产成本构成	11
图 17: 原料采购价格下降而产品价格较稳定致毛利率提升	11
图 7: 公司有机硅室温胶产销量及产能利用率	12
表 1: 室温硫化硅橡胶主要应用领域一览	5
表 2: 有机硅室温胶的档次等级和应用范围	6
表 3: 国内有机硅室温胶新建拟建项目	8
表 4: 公司拥有完整的核心技术体系	9
表 5: 近 3 年公司主要产品的市场占有率及市场排名	10
表 6: 公司募集资金项目产能、投资额及计划投产进度	12
表 7、硅宝科技销售收入结构预测	13
表 7: 盈利预测简表	13
附: 财务预测表	15

一、国内有机硅室温胶市场：供需增长快，技术是关键

1、有机硅室温胶产业链概况

有机硅制品主要包括硅油、硅橡胶、硅树脂和硅烷偶联剂 4 大类，其中硅橡胶是有机硅产品中产量最大、应用最广泛的一大类产品，其主要成分是高分子量的线性聚硅氧烷。硅橡胶按照硫化温度可分为**热硫化硅橡胶**和**室温硫化硅橡胶**两大类，前者主要用于制造各种成型的硅橡胶制品，如导电按键、高压绝缘子、电绝缘电缆等，而后者则主要作为粘接剂、密封胶、灌封材料或模具使用。硅宝科技的主要产品就是室温硫化硅橡胶(RTV)，产品广泛用于建筑幕墙、中空玻璃加工、门窗密封、防水、机场道桥领域以及工业领域，如汽车、电子、电力等。

图1：有机硅室温胶产业链示意图

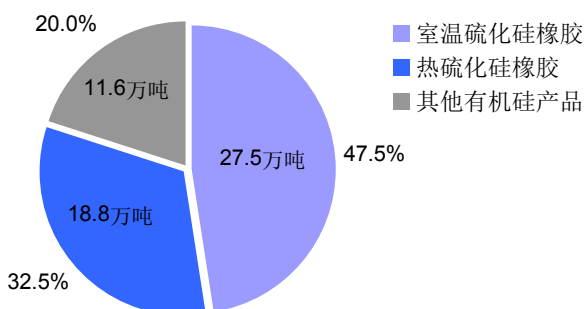


资料来源：招商证券

2、有机硅室温胶消费量巨大，用途广泛，建筑领域用量最大

有机硅室温胶是消费量最大的有机硅产品。有机硅室温胶无需加热，在室温下加压即可固化成橡胶弹性体，使用非常方便，固化后具有硅橡胶特有的高强度、耐温性、耐候性和电器绝缘性等，性能优异，因此应用广泛。2008 年，我国室温硫化硅橡胶消费量约 27.5 万吨，是我国消费量最大的有机硅产品，**占据有机硅产品近一半的消费总量**。

图2：08年我国有机硅市室温/高温胶消费量在有机硅产品中占比



资料来源：CNCIC 统计，公司招股说明书，招商证券

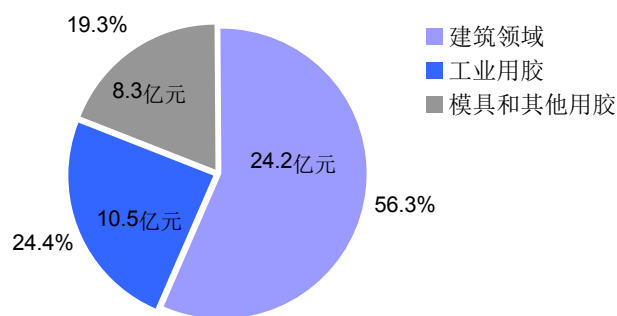
建筑行业是有机硅室温胶最主要的应用领域。2008 年，我国有机硅室温胶工业总产值达到 43 亿元，其中建筑用胶产值约 24.2 亿元，工业用胶约 10.5 亿元，模具和其他用胶约 8.3 亿元。在美国、日本和欧洲等发达地区，建筑工业也是有机硅室温胶最大的应用领域。

表 1: 室温硫化硅橡胶主要应用领域一览

应用部门	利用的特性	应用范围
建筑工业	耐老化，着色、粘接性，施工简便	有机硅建筑结构胶： 将幕墙牢固持久的粘结在铝框料上，在偶发因素引起建筑物严重形变时，被大幅压缩或拉伸而不损坏，并减少幕墙震动强度和频率。 有机硅耐候密封胶： 幕墙面板之间伸缩缝的填充，具有良好的奶水、耐高低温和耐老化新能，并使幕墙在平面内承受 1% 的大变形。 建筑用密封剂： 高层建筑物嵌板和内墙、门窗框架和玻璃、预制混凝土板等的接缝，超净厂房和冷库的接缝，厨房、淋浴房、浴盆、便池周围的密封等。 节能门窗加工： 中空玻璃二道密封，综合性能大大优于聚氨酯或聚硫密封胶。 公路、机场、道桥等水泥板接缝处作弹性密封剂： 防止雨水和腐蚀性液体渗入，替代沥青、聚氨酯和改性聚氨酯胶，耐老化，维修费用低、寿命长。
电子和无 线电工业	优异的介电性、耐候、粘接性	电子元件、组合件及整机灌封： 胶层内元件清晰可见，便于准确侦测元件参数。 粘接、固定、填缝、密封： 绝缘、防漏、防震性好，可在苛刻条件下长期使用。 高压变压器、高压厚模电阻等电子器件的灌封。涂覆。
电力工业	优异的绝缘性、保温性，低热膨胀系数，防水、耐腐蚀和老化	用于绝缘防潮密封、环保防腐。 电缆附件制品包转、粘接。
汽车及其他运输工具	耐疲劳、耐水、耐油、粘接性	用作现场成形的密封垫圈，汽车挡风玻璃、反光镜、排气管、车灯、仪表、集装箱、车箱及其他易受水淋设备的粘接密封。 用于水泵、水箱等以水为介质和发动机、齿轮箱、凸轮箱、变压器、液压系统等以润滑油为介质的体系。
航空和宇航工业	耐燃、耐腐蚀、耐辐射	宇宙飞船窗口、真空泵系统和电子设备的密封。 烧蚀涂层，耐油部位的密封
医疗卫生	无毒、无味、生理惰性	隐型眼镜和人工角膜，齿科印模材料，防噪音耳塞，填塞患有肿瘤的血管，使肿瘤死亡。
太阳能	耐紫外线老化、耐高低温老化	太阳能组建密封： 使其在数十年内保持良好的密封性能
其他方面	粘接性、仿真性	纸张防粘处理、人造革成型的印模材料，制作古代文物复制的模具，常规武器上的密封。

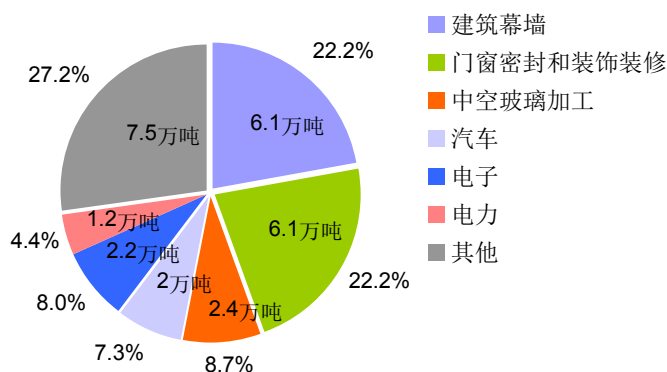
资料来源：招商证券整理

图3: 我国建筑行业用有机硅室温胶的产值最大



资料来源：CNCIC 统计，招商证券

图4: 08年我国有机硅室温胶在各领域的消费量



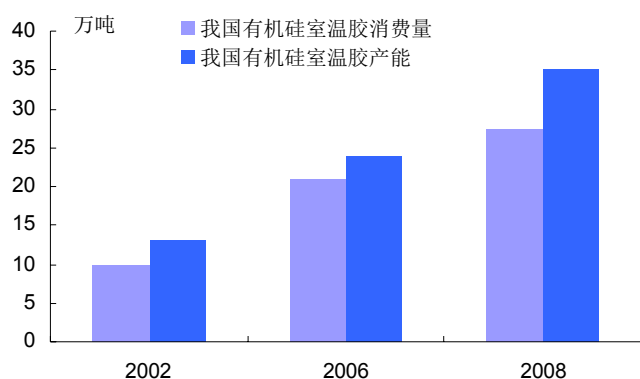
资料来源：CNCIC 统计，招股说明书，招商证券

3、有机硅室温胶供需总量均快速增长，但高端产品仍旧不足

我国有机硅室温胶市场增长迅速，潜力巨大。有机硅室温胶用量最大的建筑行业一直高速增长，电子、电力、太阳能等行业的发展也非常迅速，对有机硅室温胶的需求必然快速增长，同时，在很多领域，有机硅室温胶正凭借优异的性能逐步替代聚氨酯等其他胶种。据国家统计局和 CNCIC 统计，我国有机硅室温胶产品消费总量 2002~2008 年的年均复合增长率为 18.4%，02 年和 06 年我国有机硅室温胶消费量为分别为 10 万吨和 21 万吨，08 年即增长至 27.5 万吨。而据中国氟硅有机材料工业协会和 CNCIC 统计，2008 年美国有机硅室温胶的人均消费量为 1.051 千克，而我国仅为 0.276 千克，约为美国的 1/4，而美国有机硅市文教人均消费量为 0.35 千克，而我国仅为 0.12 千克，约为美国的 1/3。这预示我国有机硅室温胶市场前景仍旧非常广阔。

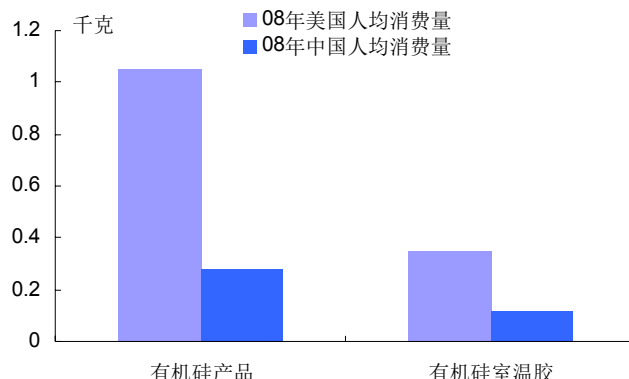
我国有机硅室温胶总体产能也保持高速增长，在用量最大中低端领域能基本满足需要。2002 年，2006 和 2008 年我国有机硅室温胶的总产能分别为 13 万吨、24 万吨和 35 万吨，也呈高速增长的态势，其中 08 年产量约为 26 万吨，已基本可以满足需求最大的中低端市场的需求。

图5：近年我国有机硅室温胶消费量和产能增长迅速



资料来源：招商证券整理

图6：08年中美有机硅产品和有机硅室温胶的人均消费量



资料来源：CNCIC，中国氟硅有机材料工业协会，招商证券

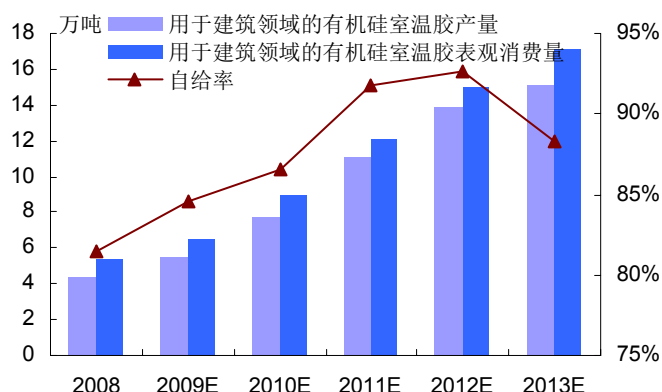
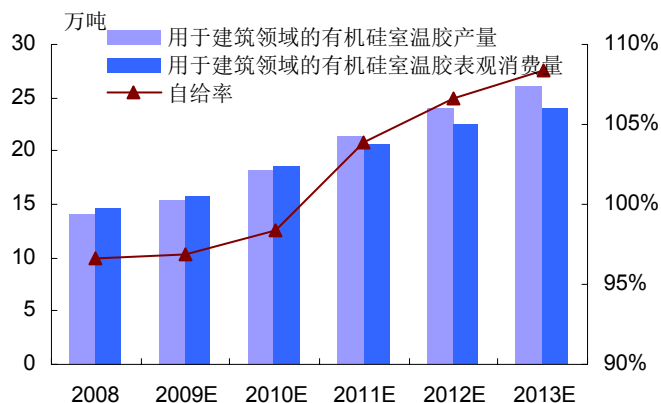
传统的建筑领域自给率较高，但高端的工业领域产能仍显不足。目前，国内厂家占据 73% 的市场份额，但主要集中于建筑等传统领域，而汽车、电子等其他工业领域的中高端产品主要依赖进口或由在华外资企业生产。2008 年，我国超过 50% 的有机硅室温胶为建筑用胶，该领域室温硫化硅橡胶的自给率已达到 96% 以上，据 CNCIC 预测，今后 5 年，我国建筑用室温硫化硅橡胶的表观消费量年复合增长率将达到 10.5%，而产量增长率将达到 13%，自给率还将进一步提高，并在今后 2~3 年内出现供大于求的局面。而用于电子、路桥、航空航天等高端领域的产品仍将存在 10%~15% 的供应缺口，将主要依赖进口，或者有在华外资企业提供。

表 2：有机硅室温胶的档次等级和应用范围

档次等级	产品种类	应用范围	国内生产能力
低端	脱醋酸型	普通门窗胶	2008 年，我国 50% 以上的产量为该类产品
中端	脱酮肟型	幕墙结构胶	国内能生产该类产品的厂商不足 10 家
中高端	脱醇型		
高端	脱羟胺型、脱酰胺型、脱丙酮型	电子、汽车、航空航天、路桥等领域	有该类产品生产研发能力的仅有 2~3 家

资料来源：招商证券整理

图7: 我国有机硅是室温胶在建筑领域的供需现状及预测 图8: 我国有机硅是室温胶在工业领域的供需现状及预测

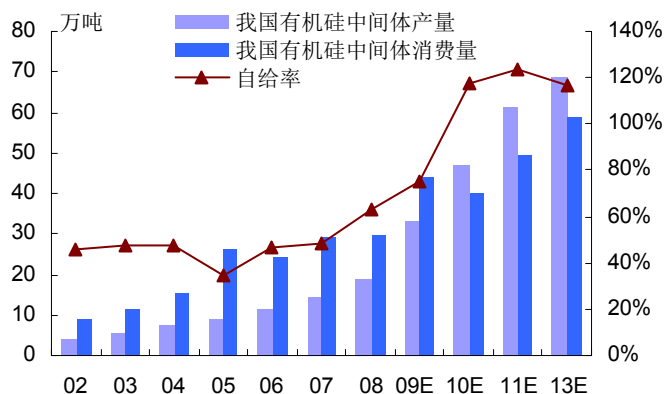


资料来源: CNCIC, 2009 年《有机硅行业国内外市场研究报告》, 招商证券

4、原料供应逐渐充足，但竞争加剧，技术和服务是企业制胜关键

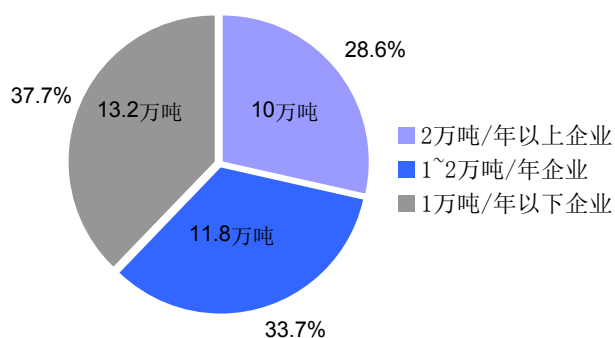
有机硅单体供给将出现过剩，原料有机硅中间体供应较有保障。我国近年有机硅单体及中间体生产能力和产量增长很快，目前有机硅单体新建拟建项目产能约 141 万吨，其中计划于 2009 年投产的就达到 38 万吨，折合中间体产能 18 万吨。如果计划的产能全部投产，2013 年，我国有机硅单体产能将达到 208 万吨，折合中间体产能 97.9 万吨。我们预计在 2010~2011 年间，国内单体和中间体的供给将出现过剩。因此，有机硅室温胶的原料供应较有保障。

图9: 我国有机硅中间体产量、消费量及其预测



资料来源: 招商证券

图10: 我国有机硅室温胶行业产能集中度



资料来源: CNCIC, 招商证券

室温胶行业集中度低，有机硅上游大厂向下游延伸产业链，室温胶行业竞争进一步加剧。目前我国有机硅室温胶生产企业有 40 多家，其中产能在 2 万吨/年以上的有 4 家，总产能为 10 万吨，1~2 万吨/年以上的有 11 家，总产能为 11.8 万吨，而 1 万吨以下的企业产能占比最大，总产能达到 13.2 万吨，行业集中度较低，竞争较为激烈。此外，随着上游有机硅单体产能的扩大，尤其是在中间体和聚合物领域具有较深技术积累的大厂已经开始向下游延伸产业链，与仅专注于下游的企业相比，不仅将必然的具有原料成本优势，而且新建的项目产能都为 2 万吨以上的大规模装置，将对现有有机硅室温胶生产企业构成较大的竞争压力。

表 3: 国内有机硅室温胶新建拟建项目

公司名称	地址	拟建装置能力	项目所处阶段	预计投产时间
浙江新安化工集团股份有限公司	浙江建德	3 万吨	在建	2010 年
道康宁（张家港）有机硅有限公司	江苏张家港	2 万吨	在建	2010 年
中蓝晨光化工研究院有限公司	四川新津	0.4 万吨	在建	2009 年
蓝星有机硅一体化项目	江西永修	2.5 万吨	项目前期	2013 年

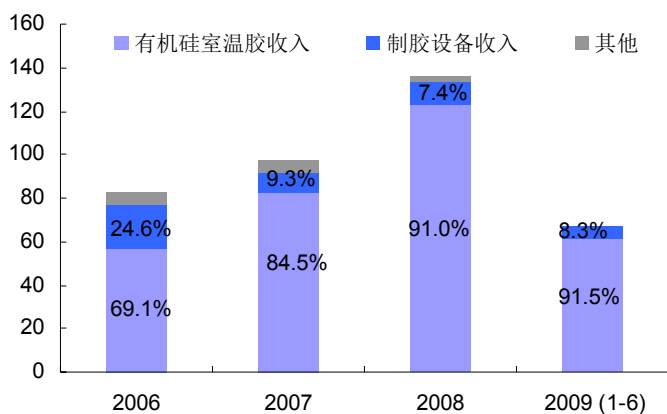
资料来源：招股说明书，招商证券整理

技术和服务是竞争的关键。有机硅室温胶应用领域十分广泛，而即便是相同的用途也面临着复杂的使用环境，因此对产品性能的需求千差万别，这需要有机硅室温胶供应商根据实际需求调整产品交联方式、工艺技术、添加剂成分以实现最适宜的性能指标，而这样的企业，必然要具备深厚的技术积累，而进入高附加值的“蓝海”——高端有机硅室温胶市场，更是需要强大的技术实力。正是由于对产品技术和个性化程度要求较高，对客户及时到位的指导和沟通，成为为客户创造价值过程中的重要环节，因此，专业的服务团队对企业的持续竞争力也至关重要。

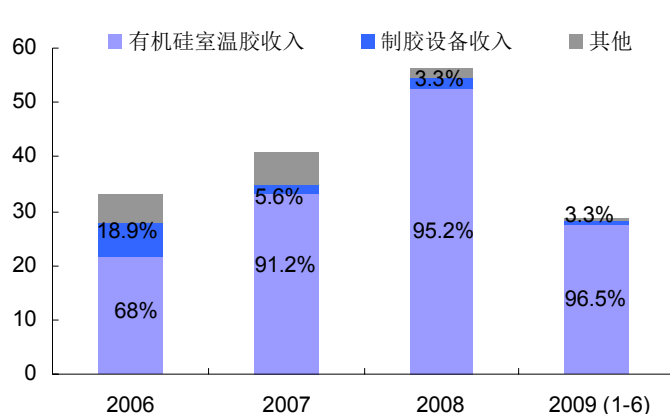
二、有机硅室温胶行业龙头，技术和管理优势突出

1、公司主营有机硅室温胶，涉足制胶设备设计制造领域

硅宝科技主要生产室温硫化硅橡胶（简称有机硅室温胶），2008 年收入 1.36 亿元，具备 6000 吨/年的生产和 200 多个牌号的产品。06~08 年主营业务收入年复合增长率达到 28%，净利润增长率达 39%，其中有有机硅室温胶收入的年复合增长率高达 46%。

图 11: 公司主营收入构成


资料来源：招股说明书，化工在线，招商证券

图 12: 公司毛利构成


资料来源：招股说明书，招商证券

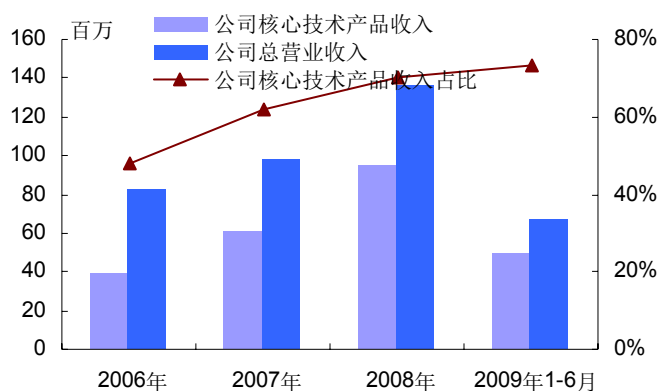
2、自主创新能力强，核心技术领先

公司核心研发团队以业内资深专家为骨干，加上多年的积累，已经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，公司自成立至今以获得有机硅室温胶方面的发明专利共 7 件。公司还参与了 11 项国家和行业标准的制定和修订，其中 8 项已经发布实施，包括《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》，这些都充分显示了公司技术在业内的领先地位。

表 4: 公司拥有完整的核心技术体系

核心技术	具体技术	先进性说明
特殊 107 硅橡胶合成技术(自主研发,属基础聚合物技术创新)	先进的基础聚合物封端技术	降低催化成本,提高生产过程可控性,制的室温胶硫化速度快,质地更细腻均匀,保质期是同类产品的 3~4 倍,新能和适用性高于普通产品。
	具有超高粘度或超低粘度 107 硅橡胶的合成技术	可制备高弹性室温胶,对 PP、PC、ABS、新型工程塑料合金、金属合金等难粘塑料具有优异的粘接性,更高的抗复杂变位能力,能用于高铁、汽车、舰船、机场道路、电力环保、电子设备灌封等领域。
关键填料预处理(集成创新)	生产出最适合本公司室温胶的关键填料	提高了室温胶产品的力学性能、耐水性能、粘接性能。
	反应性增塑剂	解决了使用一般增塑剂导致的多孔基材表面污染问题。
关键助剂创新合成(原始创新)	有机硅聚合物阻燃剂	提高了环境友好性和阻燃等级。
	低水汽透过率高分子聚合物添加剂	将室温胶的水蒸气透过率降低了 90%。
	扩链剂	提高了室温胶的断裂伸长率。
拥有自主知识产权的独特配方(原始创新)	脱醇型、脱肟型、脱羧胺型、脱丙酮型等各种缩合交联体系的有机硅室温胶的独特配方	增加产品系列,丰富产品种类,满足多种需求。。。
	大部分原材料国产化	降低采购成本,质量达到国际同类产品水平。
先进的生产工艺	连续化基胶制备工艺	基料质量高、混合均匀性好、保证胶料质量稳定、使施工效率提高 2 倍。
	配胶工艺	实现配胶过程自动监测和优化,形成系列化配胶工艺,满足个性化需求。

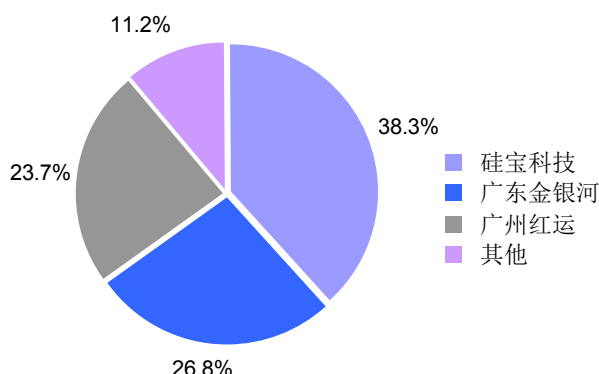
资料来源:招股说明书,招商证券整理

图13: 硅宝科技核心技术产品收入占比逐年提高


资料来源:招股说明书,招商证券

3、制胶工艺设计与自主研制设备配套的独特技术创新模式

公司是国内唯一既从事有机硅室温胶设备研发生产,也从事制胶设备设计制造的企业。拥有深厚的设备设计、制造经验,在国内制胶设备市场的占有率排名第一,众多内外资企业成为公司的客户,其中不乏道康宁、瓦克、杭州之江、广州白云等主要竞争对手,在国产高端制胶设备领域,更处于垄断地位,而且是唯一实现出口的内资设备企业。

图14：2008年我国制胶专用设备生产厂家销售市场份额


资料来源：CNCIC，招商证券

制胶工艺与设备设计相互促进，构建独特竞争优势。资深的制胶设备设计生产能力为公司研发新成果的产业化、现有工艺的持续改进提供了坚实的基础。通过在制胶生产过程中发现设备的不足并及时反馈设备设计部门，促成设备设计的完善和升级，并能根据客户的个性化需求提供成套的制胶生产线的设计、制造和建设。公司既有制胶工艺的丰富经验，又有雄厚的制胶设备设计创新实力，两者形成相互促进和持续改进的良好循环，从而获得了比竞争对手更为广阔的技术提升空间。

表 5：近 3 年公司主要产品的市场占有率及市场排名

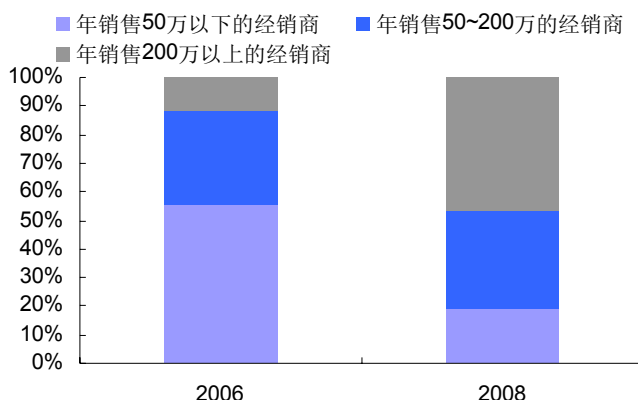
主要产品名称	2006 年 市场占有 率（市场排名）	2007 年 市场占有 率（市场排名）	2008 年 市场占有 率（市场排名）	主要竞争对手
建筑幕墙用有机硅室温胶	4.1%（第 3）	5.5%（第 3）	6.1%（第 3）	广州白云、杭州之江
电力环保用有机硅室温胶	100%（第 1）	71.9%（第 1）	84.9%（第 1）	湖北回天
车灯用有机硅室温胶	30.8%（第 1）	41.4%（第 1）	52.9%（第 1）	道康宁(Dowcorning)
玻璃加工用有机硅室温胶	0.3%（前 20）	0.3%（前 20）	1.6%（前 10）	浙江凌志、广州新展
门窗密封及装饰装修用有机硅室温胶	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、江门使你佳等
电子用有机硅室温胶	0.0%（前 10）	0.2%（第 7）	0.4%（第 6）	道康宁(Dowcorning)、瓦克(Wacker)、迈图

资料来源：招股说明书，招商证券

4、壮大经销商体系，深度服务客户和开发市场，隔离经营风险

建筑领域大力发展经销商体系，为公司深入服务客户和开发市场提供了良好平台。对于产品不同的行业应用，公司采用不同的销售模式，有针对性地建设了销售渠道，实行经销商和直销有机结合的销售模式。在市场容量最大的建筑幕墙胶、中空玻璃胶和门窗胶领域，公司大力推行扶植经销商作为销售主体的模式，与其一起拉动市场，公司委派销售人员到各大区长期驻扎，协助当地经销商深度开发市场、为客户提供更及时、优质的技术支持及服务，并能迅速、准确的感知市场的变化。近年，与公司合作的经销商团队稳定，并迅速成长，尤其是越来越多经销商随着本公司产品销售规模的扩大而与合作更加紧密。

图15: 不同规模经销商的销售收入占比及变化



资料来源: 招股说明书, 招商证券

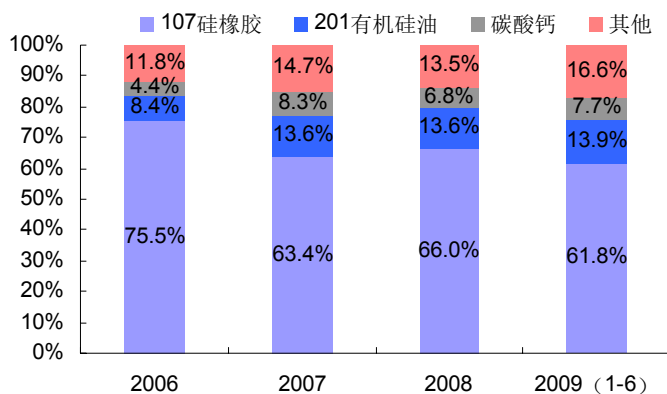
通过经销商隔离和降低经营风险。由于市场容量最大的建筑领域的产品具有回款期较长的特点,存在一定的资金风险,而公司通过经销商销售,实现了与经销商共担资金风险,一定程度上控制了公司的经营风险。此外,公司得以大大的减少销售人员,减少管理压力,使公司能够专注于科研进步和技术提高,充分发挥和巩固公司的技术优势。

部分工业领域有针对性的发展直销模式。汽车胶、电子胶、电力环保胶、道桥胶等产品,均采用直销为主的销售模式。由于在这些工业领域中,公司是以客户需求为导向的,需要不断开发出新产品,在提供产品的同时也为客户提供全面的服务和解决方案。本公司针对不同行业,引入行业指导专员制度,为公司的整个营销团队提供应用技术、市场分析、营销策略、挖掘行业机会等专业指导,建立了实用、高效的专家型营销团队。

5、原材料价格下降,产品价格较稳,毛利率提升

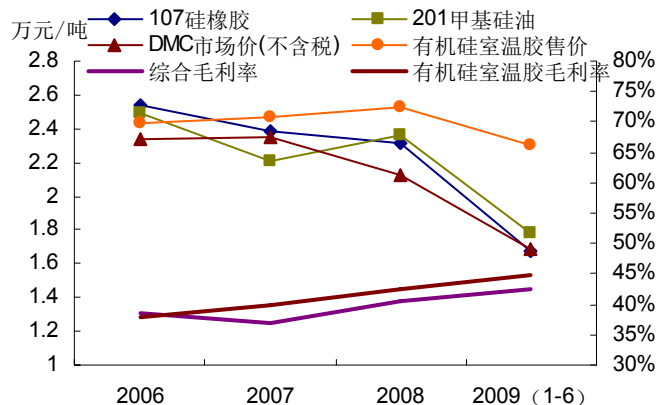
公司的主营产品有机硅室温胶的主要原材料为 107 硅橡胶(α , ω -二羟基聚二甲基硅氧烷),其次是 201 甲基硅油,它们的价格与有机硅中间体(DMC 等)的价格关系密切。近年来,尤其是 08 年下半年以来的全球金融危机期间,原材料价格大幅回落,而公司凭借良好的产品品质和服务,使有机硅室温的售价保持在较为稳定的水平。因此 08, 09 年上半年的毛利率持续提升。

图16: 公司有机硅室温胶生产成本构成



资料来源: 招股说明书, 化工在线, 招商证券

图17: 原料采购价格下降而产品价格较稳定致毛利率提升

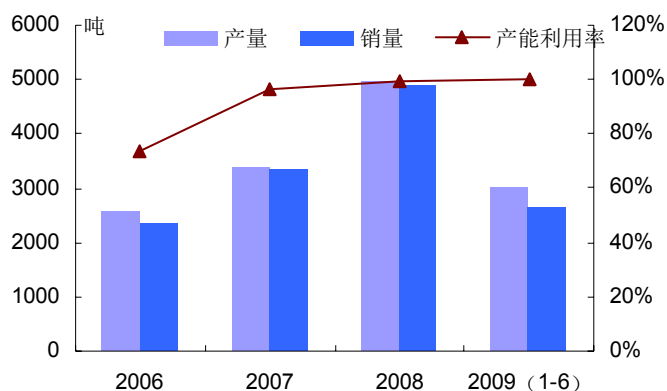


资料来源: 招股说明书, 招商证券

6、有机硅室温胶产销量高速增长，募资扩产奠定长期发展基础

公司室温胶产能利用率长期维持高位，产品供不应求。由于出色的产品品质和优质的服务，公司产品需求旺盛，虽然产能保持增长，产能利用率自 07 年以来仍旧连续保持在 95% 以上的高位，目前已经具备 6000 吨的产能，但 09 年上半年产能利用率已经超过了 100%，而且随着经济逐渐走出低谷，加上国家对节能环保材料的大力扶植，预计需求还将更加旺盛。

图18：公司有机硅室温胶产销量及产能利用率



资料来源：招股说明书，招商证券

公司拟发行不超过 1300 万股，跨越式扩充产能，助公司实现“中国有机硅室温胶的第一品牌”的长期发展战略。由于计划投建的项目面相的市场均处在高速发展中，其中中空玻璃用有机硅密封胶市场的年复合增长率超过 20%，耐久型建筑门窗用有机硅密封胶年复合增长率超过 10%，而随着汽车产销量和保有量的迅速增长，我国汽车用有机硅密封胶市场的年复合增长率将超过 30%。因此，公司募集资金项目的盈利前景值得看好。

表 6：公司募集资金项目产能、投资额及计划投产进度

项目名称	投资额	产能 (万吨)	资金到位后计划实现的销售量 (吨)		
			第一年	第二年	第三年
建筑节能用中空玻璃有机硅密封胶技术改造项目	6,034	8000	1000	4500	8000
耐久型建筑门窗用有机硅密封胶技术改造项目	4,774	7000	1000	4000	7000
汽车用有机硅密封胶技术改造项目	3,002	3000	700	1500	3000
技术中心技术改造项目	2,532	----	----	----	----
合计	16,342	18000	2700	10000	18000

资料来源：招股说明书，招商证券

三、盈利预测及估值

1、盈利预测

如果公司的投资和达产进度与预期相符，假设产能利用率、产销量达到 100%，我们预计公司 09、10、11 年有机硅室温胶的销量分别为 6000 吨、8700 吨和 16000 吨。

表 7、硅宝科技销售收入结构预测

		2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销量	有机硅室温胶（吨）	2355	3341	4884	6000	8700	16000
	设备（台或套）	40	30	26	45	45	45
均价	有机硅室温胶（万元/吨）	2.43	2.47	2.53	2.35	2.45	2.35
	设备（万元/台或套）	50.90	30.37	38.42	23.00	20.00	20.00
成本	有机硅室温胶（万元）	1.51	1.49	1.46	1.32	1.43	1.45
	设备（万元）	35.75	23.67	31.46	19.09	17.00	17.40
收入	有机硅室温胶（万元）	5729	8263	12359	14100	21315	37600
	设备（万元）	2036	911	999	1035	900	900
	其他	521	599	219	16	0	0
毛利率	有机硅室温胶（万元）	38.0%	39.9%	42.5%	43.8%	41.5%	38.5%
	设备（万元）	29.8%	22.1%	18.1%	17.0%	15%	13%
总收入（万元）		8286	9773	13577	15151	22215	38500
综合毛利率		38.6%	37.0%	40.6%	41.2%	40.4%	37.9%
总毛利（万元）		3200	3619	5514	6242	8981	14593

资料来源：招股说明书，招商证券

募投项目投产将使公司业绩迎来快速增长。随着募投项目的逐步投产，公司的盈利能力将快速提升，预计公司 09、10 年的净利润分别为 0.32 亿和 0.46 亿元，对应增发后股本的全面摊薄 EPS 为 0.63 和 0.90 元。

表 7：盈利预测简表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	98	136	152	222	385
营业成本	62	81	89	132	239
营业税金及附加	1	1	1	2	3
营业费用	6	9	9	13	23
管理费用	12	15	17	24	42
财务费用	0	2	(0)	(2)	(2)
资产减值损失	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	17	28	36	52	79
营业外收入	3	1	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	20	30	38	54	80
所得税	3	4	6	8	12
净利润	17	26	32	46	68
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	17	26	32	46	68
EPS（元）	0.84	0.67	0.63	0.90	1.34

资料来源：招商证券

2、估值

目前，首批上市的创业板公司按 09 年预测 EPS 计算的平均市盈率在 35 倍左右，主板上市有机硅类上市公司宏达新材和新安股份对应 09 年预测 EPS 的市盈率分别在 53 倍和 30 倍。考虑公司较高的成长性，我们认为可对公司按 09 年全面摊薄 EPS 即 0.63 元的 40 倍估值，并按 10% 上下浮动，合理的目标估值为 23 ~ 27 元。

3、风险提示

- 1、募投项目的达产进度低于预期。
- 2、宏观经济复苏出现反复，公司产品需求不足。
- 3、房地产、建筑行业效益下滑，导致公司回款不畅。
- 4、上游企业凭借原料供应、技术积累的优势，后来居上。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	40	66	386	395	369
现金	10	28	330	324	253
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	4	6	9	12	19
应收款项	13	20	29	36	55
其它应收款	0	1	1	1	2
存货	9	10	16	20	36
其他	3	2	2	3	5
非流动资产	44	84	77	113	215
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	5	68	62	98	198
无形资产	15	15	14	14	14
其他	23	1	1	1	2
资产总计	83	149	463	508	584
流动负债	24	72	60	64	78
短期借款	5	30	25	25	25
应付账款	7	8	9	13	24
预收账款	2	3	3	4	8
其他	10	31	24	22	22
长期负债	1	3	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1	3	0	0	0
负债合计	25	74	60	64	78
股本	20	38	51	51	51
资本公积金	0	19	305	305	305
留存收益	38	18	47	88	150
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	58	75	403	444	506
负债及权益合计	83	149	463	508	584

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	19	22	14	40	50
净利润			32	46	68
折旧摊销			7	8	15
财务费用			(0)	(2)	(2)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(25)	(12)	(32)
其它			1	(0)	0
投资活动现金流	(24)	(23)	0	(44)	(116)
资本支出			0	(44)	(116)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(2)	19	289	(3)	(5)
借款变动			(5)	0	0
普通股增加			13	0	0
资本公积增加			286	0	0
股利分配			(3)	(5)	(7)
其他			(2)	2	2
现金净增加额	(7)	18	303	(7)	(71)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	98	136	152	222	385
营业成本	62	81	89	132	239
营业税金及附加	1	1	1	2	3
营业费用	6	9	9	13	23
管理费用	12	15	17	24	42
财务费用	0	2	(0)	(2)	(2)
资产减值损失	0	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	17	28	36	52	79
营业外收入	3	1	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	20	30	38	54	80
所得税	3	4	6	8	12
净利润	17	26	32	46	68
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	17	26	32	46	68
EPS (元)	0.84	0.67	0.63	0.90	1.34

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	18%	39%	12%	47%	73%
营业利润	9%	66%	27%	45%	51%
净利润	28%	52%	26%	42%	50%
获利能力					
毛利率	37.0%	40.6%	41.2%	40.4%	37.9%
净利率	17.2%	18.8%	21.3%	20.5%	17.8%
ROE	29.0%	34.1%	8.0%	10.3%	13.5%
ROIC	22.9%	24.7%	7.0%	9.1%	12.4%
偿债能力					
资产负债率	30.4%	49.8%	13.0%	12.6%	13.4%
净负债比率	6.0%	20.1%	5.4%	4.9%	4.3%
流动比率	1.7	0.9	6.4	6.2	4.7
速动比率	1.3	0.8	6.1	5.9	4.3
营运能力					
资产周转率	1.2	0.9	0.3	0.4	0.7
存货周转率	6.5	8.7	7.1	7.4	8.6
应收帐款周转率	7.2	8.1	6.2	6.9	8.5
应付帐款周转率	15.7	11.2	10.6	12.0	12.9
每股资料(元)					
每股收益	0.84	0.67	0.63	0.90	1.34
每股经营现金	0.95	0.58	0.27	0.78	0.98
每股净资产	2.90	1.97	7.90	8.71	9.91
每股股利	0.00	0.00	0.06	0.09	0.13
估值比率					
PE	27.4	34.2	36.4	25.7	17.2
PB	7.9	11.7	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	47.5	28.5	21.3	15.4	9.7

分析师简介

张志宏，北京大学生物化学专业硕士，3 年医药、化工行业研究经历，2007 年 10 月加盟招商证券从事基础化工行业研究。

廖振华，上海交通大学生物化学专业硕士，现为招商证券基础化工行业助理分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。