

2009年10月12日

化工行业

硅宝科技（300019）

化工行业研究员

祖广平

010-88086830-693

zugp@rxzq.com.cn

图表1 本次发行的基本情况

发行前总股本（万）	3800
本次发行股本（万）	1300
发行后总股本（万）	5100
每股收益（08）	0.67
每股净资产（08）	1.97
主承销商	东海证券
发行日期	10-13

硅宝科技（300019）：室温胶行业中的优势企业

■ **公司简介：**国内室温胶行业中的优势企业。公司的主要产品有机硅密封胶，主要应用于建筑领域以及工业领域如汽车、电子、电力等，另外公司还制造有机硅生产设备。根据 CNCIC（中国化工信息中心）的市场调研，近年公司主要产品的市场占有率均处于市场领先地位。公司主要优势体现于：拥有自主创新的核心技术，制胶工艺与设备设计相互促进，品牌、销售网络已经较为成熟，等等。

■ **行业发展空间广阔，公司面临多重机遇。**

行业发展空间广阔。根据国家统计局和 CNCIC 的统计，我国有机硅室温胶产品消费总量 2002~2008 年均增长率 18.4%，远高于我国同期 GDP 的年均增长率。08 年美国有机硅室温胶人均消费量为 0.35 千克，我国仅为 0.12 千克，约为美国的 1/3，可见有机硅室温胶在我国有广阔的市场空间。

公司面临多重机遇。公司产品广泛用于建筑节能领域，受到国家、地方产业政策及相关行业的产业政策支持；国内上游企业产能不断扩张，原材料供应稳定性增加，价格逐步下降，这有利于公司降低生产成本，提升盈利能力；另外，随着国民经济的发展，建筑业、装饰装修业、汽车制造及交通运输业、电子信息及电力、太阳能能源产业的增长，将带动对有机硅室温胶的强劲需求；这些均是公司发展的良好机遇。

■ **募投项目：市场前景乐观。**本次发行募集资金主要投向：建筑节能用中空玻璃有机硅密封胶技改项目、耐久型建筑门窗用有机硅密封胶技改项目、汽车用有机硅密封胶技改项目、技术中心改造项目。这些项目的市场前景较为乐观，投资总额为 16342 万元；根据公司的可研报告，从 2012 年起募投项目每年可新增净利润 3883 万元，新增利润是 08 年净利润的 1.52 倍。

■ **盈利预测：09-10 年 EPS 分别为 0.62 元、0.82 元、1.25 元。**

预计 2009 年-2011 年公司可实现每股收益分别为 0.62 元、0.82 元、1.25 元。公司属于新材料行业，细分为有机硅行业，现有上市公司中蓝星新材（600299）、新安股份（600596）、宏达新材（002211）所生产产品与公司处于同一产业链。根据 WIND 数据统计结果，以 2009 年 10 月 9 日收盘价为基准，2009 年化工新材料行业的平均动态市盈率为 29.36 倍，其中几家有机硅上市公司动态 PE 均已超过 40 倍。

考虑到公司具有较强竞争力、领先的行业地位、同行业其他公司估值情况以及目前的市场状况，可给与公司 2009 年 32-35 倍的市盈率，由此得出公司合理的价格区间在 19.84-21.7 元。

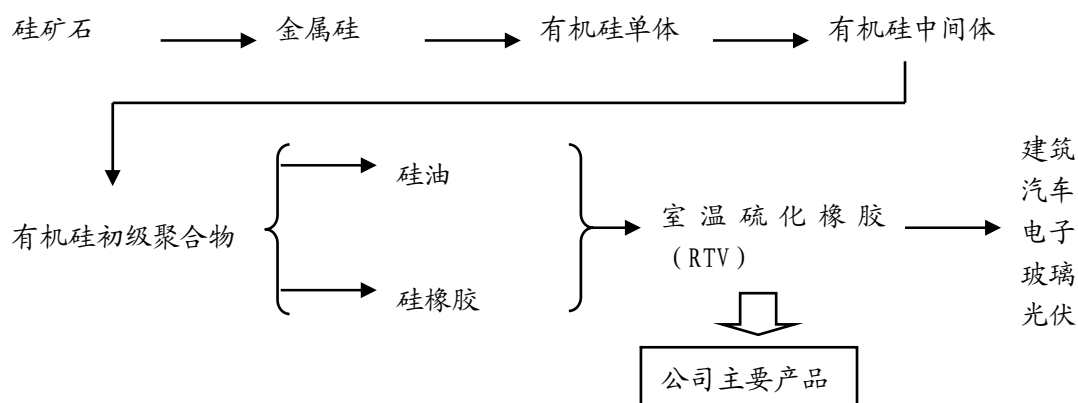
1、公司简介：国内室温胶行业中的优势企业

有机硅材料是一类性能优异、功能独特、用途极广的新材料，为高分子新型材料中产业规模最大的行业之一。

有机硅产品主要有以下几类：硅油、硅橡胶、硅树脂和硅烷偶联剂。有机硅产品具有电气绝缘、耐辐射、阻燃、耐腐蚀、耐高低温，以及生物相容性好等优良特性，在航天、航空、汽车、战车、舰船、建筑、电子、电气、纺织、造纸、医疗卫生、食品、日用化学品等有着广泛的应用。

1.1、集室温胶生产、研发、相关设备制造于一身

公司主要从事有机硅室温胶生产，其所处产业链如下图所示。



公司的主要产品有机硅密封胶，目前主要应用于幕墙、中空玻璃加工、门窗密封、防水、机场道桥等建筑领域以及工业领域如汽车、电子、电力等。

除了室温胶外，公司还制造有机硅生产设备，公司 2008 年及 09 年上半年主营业务收入情况见下表。

图表 2 公司主营业务构成

	收入		利润		毛利率		占主营收入比重	
	2009-1H	2008	2009-1H	2008	2009-1H	2008	2009-1H	2008
室温胶	6136.4	12359.0	2757.2	5248.7	44.9%	42.5%	91.5%	91.0%
设备	556.2	999.4	93.7	181.7	16.9%	18.2%	8.3%	7.4%
其它	15.0	218.6	5.0	83.2	33.4%	38.1%	0.2%	1.6%
合计	6707.6	13576.9	2856.0	5513.7	42.6%	40.6%	100.0%	100.0%

数据来源：公司招股说明书

1.2、相关产品的优势生产企业

公司在有机硅室温胶行业中处于领先地位。目前公司的室温胶产品主要有建筑幕墙用室温胶、汽车用室温胶、玻璃加工用室温胶、电子用室温胶等等。根据 CNCIC（中国化工信息中心）的市场调研，近年公司主要产品的市场占有率均处于市场领先地位。2006-2008 年公司市场占有率及市场排名细分情况如下表。

图表 3 公司主要产品市场占有率及排名

主要产品	2006	2007	2008	主要竞争对手
建筑幕墙用有机硅室温胶	4.10% (第 3)	5.50% (第 3)	6.10% (第 3)	广州白云、杭州之江
电力环保用有机硅室温胶	100% (第 1)	71.90% (第 1)	84.90% (第 1)	湖北回天
车灯用有机硅室温胶	30.80% (第 1)	41.40% (第 1)	52.90% (第 1)	道康宁 (Dowcorning)
玻璃加工用有机硅室温胶	0.30% (前 20)	0.30% (前 20)	1.60% (前 10)	浙江凌志、广州新展
密封及装饰用有机硅室温胶	1.20% (第 8)	1.40% (第 7)	1.30% (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	0.00% (前 10)	0.20% (第 7)	0.40% (第 6)	道康宁 (Dowcorning)、瓦克 (Wacker)、迈图

数据来源：公司招股说明书 (CNNIC)

国内制胶设备制造行业中市场份额第一。目前我国主要有 3 家制胶专用设备生产企业，分别是公司、广东佛山金银河机械设备有限公司和广州红运混合设备有限公司。2008 年公司销售市场份额居第一位，占 38.3%。目前向公司购买密封胶设备的企业主要有道康宁、瓦克、迈图、蓝星有机硅（上海）、德国汉高、杭州之江、广州白云、郑州中原等；在国产高端制胶专用生产设备方面，公司处于垄断地位。

图表 4 国内制胶设备企业市场份额统计

生产厂家	市场份额
硅宝科技	38.3%
广东金银河	26.8%
广州红运	23.7%
其他	11.2%
合计	100.0%

数据来源：公司招股说明书 (CNNIC)

优势之一：公司拥有自主创新的核心技术。公司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。公司为 2008 年新认定的四川省第一批高新技术企业，几乎每年均有自主研发的工艺技术或产品获得新专利授权。目前公司共获得 10 件专利，其中有机硅室温胶方面的发明专利共 7 件，设备方面的实用新型专利共 3 件，此外还有 5 件专利申请已被受理，其中 3 件在实质性审查阶段。

优势之二：制胶工艺与设备设计相互促进。公司是国内唯一一家既从事有机硅室温胶的研发生产，也从事制胶设备的设计制造的企业。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。一方面，公司在设备设计、制造的深厚经验，为有机硅室温胶产品从实验室到大规模产业化生产提供了有极强针对性的坚实基础，促进了制胶工艺的改进；另一方面，制胶生产过程中对设备提出的新要求能及时反馈设备设计部门，促成原有设备的完善和升级，同时制胶中的新工艺对设备的设计、研制、开发提出的新要求，也拓宽了设备的应用领域。

优势之三：品牌、销售网络已经较为成熟。公司硅宝品牌在国内有较大的影响力，为行业内知名品牌，产品连续六年获中国建筑装饰协会幕墙委员会推荐。销售方面，公司采用经销商和直销相结合的销售模式，建成了全国无缝式销售网络，覆盖除港、澳、台、西藏外的 30 个省、市、自治区，对终端市场有较强的掌控能力。

另外，公司在产品的售后服务、科研人才的培养及团队建设上，均已经形成较完整的体系，有力保证了公司产品的盈利能力。

2、行业发展空间广阔，公司面临多重机遇

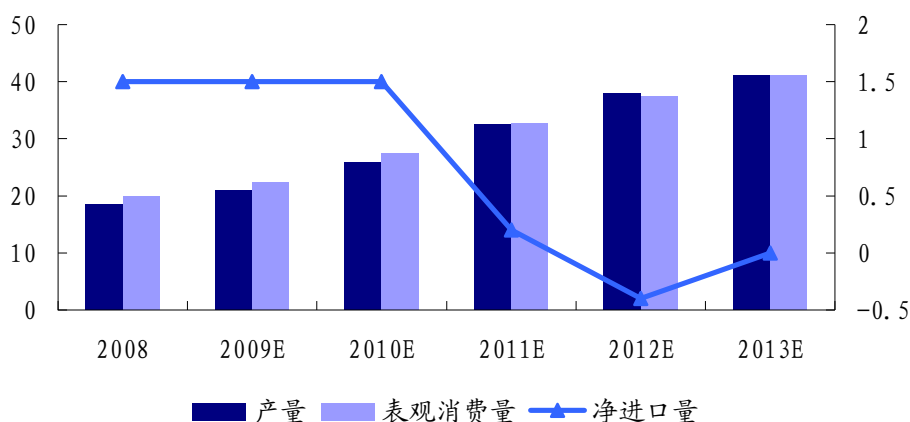
2.1、有机硅室温胶行业拥有广阔的发展空间。

近年有机硅室温胶年均消费增速 18.4%。根据国家统计局和 CNCIC 的统计，我国有机硅室温胶产品消费总量 2002~2008 年均增长率 18.4%，远高于我国同期 GDP 的年均增长率。在 2008 年我国有机硅产品的消费中，有机硅室温胶约 27.5 万吨，占有机硅产品总消费的 47.5%，硅橡胶总消费量的 59.4%。

目前国内有机硅室温胶消费量远小于国际水平。根据中国氟硅有机材料工业协会和 CNCIC 的统计，2008 年美国有机硅人均消费量为 1.051 千克，而我国仅为 0.276 千克，约为美国的 1/4，同期美国有机硅室温胶人均消费量为 0.35 千克，我国仅为 0.12 千克，约为美国的 1/3，可见有机硅室温胶在我国有广阔的市场空间。

几年内供不应求趋势难以改变。2002 年~2008 年的 6 年间，随着我国有机硅室温胶市场的高速发展，外国有机硅生产企业纷纷在国内设置生产基地，而国内生产厂家也大幅进行产能扩张，行业产能年均增长率为 17.9%，产量年均增长为 17.3%。截止至 2008 年，我国有机硅室温胶总产能达到 35 万吨，总产量达到 26 万吨；而消费量达到 27.5 万吨，存在一定的供应缺口。根据 CNNIC 的预测数据，未来几年内室温胶行业仍将保持着供不应求趋势，如下面图表所示。

图表 5 有机硅室温胶行业产量、表观消费量变动情况预测（万吨）

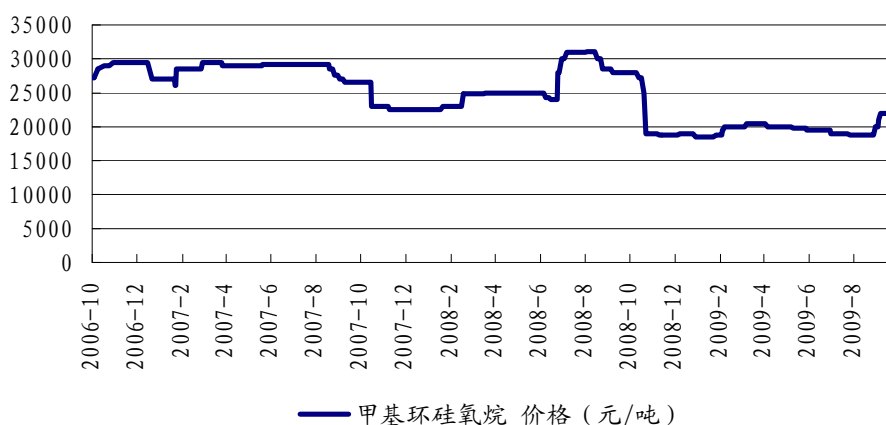


数据来源：CNNIC，日信证券

2.2、公司面临多重发展机遇

建筑节能相关产业，发展受到政策鼓励。随着《节约能源法》的颁布和修订，对新建建筑制定强制性的节能标准、对原有建筑进行节能改造，创造了市场对节能型围护结构（墙体、窗体等）和高效耐久性密封胶的巨大需求。在《当前国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录（2000 年修订）》和《产业结构调整指导目录（2005 年本）》中，有机硅产业均被列为鼓励类产业。国家、地方产业政策及相关行业的产业政策支持，给有机硅室温胶提供了广阔的发展空间。

图表 6 近三年来国内有机硅单体价格走势



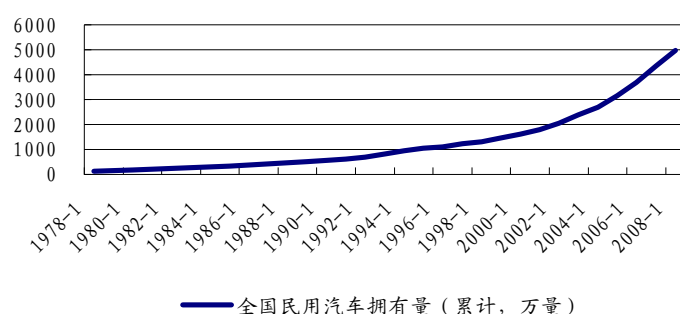
数据来源：化工在线

国内原料产能不断扩大，利于成本降低。06 年瓦克与道康宁在张家港投资兴建了超大型有机硅与白炭黑项目，一期工程已于 2008 年 11 月投产。06 年中国蓝星（集团）总公司通过收购法国罗地亚公司的有机硅业务快速发展成为世界第三大有机硅公司；07 年新安化工集团与美国迈图公司成立由新安控股的有机硅公司共同建设大型的有机硅生产装置。另有十几家国内企业正在建设大型的有

机硅原材料生产项目，并陆续投产。国内上游企业产能不断扩张，原材料供应稳定性增加，价格正逐步下降：今年以来有机硅单体价格一直处于 20000 元/吨上下，与前几年 30000 元/吨的价格相比下降了 33% 左右。有机硅单体价格的下降有利于公司降低生产成本，提升盈利能力。

下游需求持续增长，市场广阔。随着国民经济的发展，下游应用行业将持续稳定增长，各种住行、消费结构升级，包括建筑业、装饰装修业、汽车制造及交通运输业、电子信息及电力、太阳能能源产业的增长，将带动对有机硅室温胶的强劲需求（图表 7 为全国民用汽车累计拥有量统计）。

图表 7 全国民用汽车拥有量近年来呈现加速增长趋势



3、募投项目：市场前景乐观

本次发行募集资金主要投向四个项目：建筑节能用中空玻璃有机硅密封胶技改项目、耐久型建筑门窗用有机硅密封胶技改项目、汽车用有机硅密封胶技改项目、技术中心改造项目。

3.1、建筑节能用中空玻璃密封胶项目：建筑节能需求巨大

有机硅密封胶用于制作中空玻璃时，作为第二道密封，主要起结构作用，与起气密作用的第一道密封胶，共同解决气密性和结构性问题，因而在中空玻璃应用上存在良好的发展前景。

根据中国化工信息中心的《行业研究报告》，2008 年中空玻璃用有机硅密封胶的消费量为 2.4 万吨，预计 2013 年消费量为 6.1 万吨，年均增长率为 20%，为建筑用有机硅密封胶中增长最快的品种。

3.2、耐久型门窗用有机硅密封胶：市场容量最大的室温胶领域

耐久型建筑门窗用有机硅密封胶主要用于门窗密封及装饰装修。质量好的有机硅密封胶可以长期保持优异的性能，在门窗装配中的使用寿命达几十年，甚至可与建筑物同寿命。

2008 年门窗密封及装饰装修用有机硅密封胶的消费量分别为 3.7 万吨及 2.4 万吨，预计 2013 年的消费量分别为 6.5 万吨及 3.6 万吨，年均复合增长率为 12% 及 8%，是目前有机硅室温胶市场容量最大的应用领域。

3.3、有机硅密封胶：车灯密封胶的发展趋势

目前汽车灯制造以灯室内放置更多的元件（转向灯，高低梁，雾灯），反射室更大，热量更多，车灯款式越来越美观，结构越来越复杂为发展趋势。因此对车灯用密封胶的要求也越来越高，有机硅密封胶因其具有卓越耐候性、优异的耐高低温性、极佳的电气性能、良好的憎水性等特点，其应用将成为车灯密封胶的发展趋势。

国务院发展研究中心预测，到2010年，我国汽车保有量将达到7167万辆，年平均增长15.2%。目前中国汽车保有量每千人不到50辆，与世界平均每千人120辆相差甚远，中国消费者对汽车有着巨大需求，中国汽车市场发展潜力巨大；汽车用有机硅密封胶的需求将随着汽车行业的发展而迅速扩大。

2008年，我国汽车用有机硅密封胶消费需求为2万吨，预测未来5年我国室温硫化硅橡胶在汽车行业将以年均30%的复合增长率增长，2013年达到7.2万吨。

3.4、技术中心改造项目：公司技术领先的保证

公司技术中心中近期研究项目主要有：道路用高弹性有机硅密封胶，3G基站设备用有机硅封装胶、硅基光伏太阳能电池封装胶、LED封装用有机硅灌封胶、硅烷封端预聚物基密封胶及其工艺设备等等。这些项目的顺利实施将保证公司的技术领先地位。

上述募投项目投资总额为16342万元，根据公司的可研报告，从2012年起募投项目每年可新增净利润3883万元，新增利润是08年净利润的1.52倍。

4、盈利预测与估值

目前公司室温胶产能6000吨/年，募投项目全部达产后，室温胶总产能可达24000吨/年。假定公司的7000吨耐久建筑门窗用有机硅密封胶项目于2010年底建成投产，8000吨门窗用有机硅密封胶项目、3000吨汽车胶项目于2011年建成投产；2009年-2011年公司室温胶销售量分别为6100吨、7500吨和13000吨，毛利率稳定在42%-43%之间。

预计2009年-2011年公司可实现每股收益分别为0.62元、0.82元、1.25元。公司属于新材料行业，细分为有机硅行业，现有上市公司中蓝星新材（600299）、新安股份（600596）、宏达新材（002211）所生产产品与公司处于同一产业链。根据WIND数据统计结果，以2009年10月9日收盘价为基准，2009年化工新材料行业的平均动态市盈率为29.36倍，其中几家有机硅上市公司动态PE均已超过40倍。

考虑到公司具有较强竞争力、领先的行业地位、同行业其他公司估值情况以及目前的市场状况，可给与公司2009年32-35倍的市盈率，得出公司合理的价格区间在19.84-21.7元。

公司盈利预测、同行业公司估值情况见图表8、图表9。

图表 8 公司盈利预测

	2008	2009-1H	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	13576.90	6707.59	15150.00	19200.00	29900.00
二、营业总成本	10751.42	4926.16	11494.02	14331.83	22456.96
营业成本	8063.25	3851.60	9067.00	11256.00	17667.00
营业税金及附加	114.75	59.27	133.88	169.67	264.22
销售费用	897.36	326.27	736.93	933.93	1454.40
管理费用	1455.69	538.22	1215.65	1540.63	2399.20
财务费用	169.73	91.73	207.18	262.56	408.88
资产减值损失	50.63	59.06	133.39	169.05	263.25
三、其它经营收益					
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	2825.49	1781.43	3655.98	4868.17	7443.04
加：营业外收入	146.56	140.81	100.00	100.00	100.00
减：营业外支出	19.66	12.71	20.00	20.00	20.00
五、利润总额	2952.39	1909.53	3735.98	4948.17	7523.04
减：所得税费用	398.75	300.36	560.40	742.23	1128.46
六、净利润	2553.64	1609.17	3175.58	4205.95	6394.58
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	2553.64	1609.17	3175.58	4205.95	6394.58
五、基本每股收益	0.67	0.42	0.62	0.82	1.25

数据来源：公司招股说明书，日信证券

图表 9 部分新材料行业上市公司估值情况

代码	简称	价格 (10-9)	每股收益 (元)				市盈率			
			08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
行业均值 (整体法)			0.34	0.49	0.70	0.95	23.9	29.4	19.8	15.1
002088	鲁阳股份	18.59	0.68	0.78	1.00	1.34	29.6	26.0	20.3	15.1
002165	红宝丽	20.45	0.60	0.65	0.90	1.07	48.0	31.5	22.8	19.0
002211	宏达新材	10.79	0.18	0.20	0.48	0.61	59.9	52.9	22.3	17.8
600299	蓝星新材	12.24	-0.29	0.16	0.59	0.98	-	74.7	20.8	12.5
600309	烟台万华	18.07	0.91	0.79	1.03	1.35	19.9	22.8	17.5	13.4
600636	三爱富	7.36	-0.20	0.05	0.15	0.29	-	141.3	49.0	25.1

数据来源：WIND 资讯

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。