

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

调研快报

宏达新材 (002211)

推荐 (上调)

产业链优势将逐步发挥，经营情况渐入佳境

2009年10月14日

现价 10.74 元

陈建文 联系人

0755-22627860

Chenjianwen@pasc.com.cn

蔡大贵 分析师

主要数据

行业	化工新材料
公司代码	002211
公司网址	www.jshdxc.co
总股本(万股)	24187.72
流通股(万股)	7523.19
流通市值(百万)	807.99
每股净资产(元)	3.85
净资产收益率(%)	5.01
总资产负债率(%)	28.94

相关研究报告

独到见解

公司是我国高温有机硅橡胶生产企业向上游延伸的典范，随着 3 万吨/年有机硅单体项目的顺利投产，公司构筑起有机硅橡胶上下游一体化体系，加上 4.5 万吨/年有机硅材料改扩建项目的建设，未来公司毛利率及盈利稳定性将大大增强，同时公司先发优势也将支撑进一步发展。

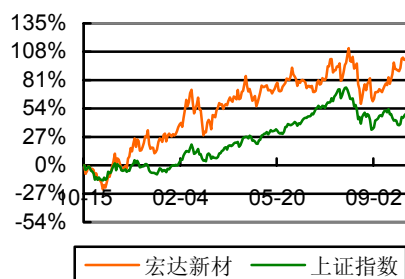
投资要点

- 1. 公司具备先发优势。**公司高温有机硅橡胶产能 3 万吨，规模位居行业第二，能生产 200 多个牌号产品，市场营销及客户服务基础扎实，由于硅橡胶个性化较强，客户存在一定转换成本，公司具有较强的先发优势。
- 2. 产业链优势将逐步体现。**公司是我国为数不多的由高温硅橡胶向单体延伸，实现产业链的一体化高温硅橡胶生产企业。4.5 万吨/年有机硅材料改扩建项目预计于明年 3 月份建成投产，届时单体将基本实现自给，通过工艺改善公司成本也有望下降，未来公司产业链优势及毛利率提升值得期待。
- 3. 经营情况向好。**今年二季度公司经营情况迅速好转，上半年硅橡胶销量 1.5 万吨，三季度市场保持良好态势。9 月份以来，随着有机硅中间体价格回升，硅橡胶价格出现了反弹，经营情况正渐入佳境，预计公司全年高温硅橡胶销量在 3 万吨左右。
- 4. 诉讼导致单体停产可能性较小。**蓝星诉公司不正当竞争一案由江西高院二审，公司要求进行技术比对，预计单体停产可能性较小，并且大股东赔偿承诺将减少诉讼可能的负面影响。
- 5. 盈利预测及投资评级。**我们预计公司 09~11 年每股收益分别为 0.18 元、0.41 元、0.55 元，公司相对估值略高于可比公司，但经营情况向好，产品价格及毛利率提升有超预期的可能，给予“推荐”的投资评级。

风险提示

诉讼结果对公司不利、市场竞争加剧、新产能投产慢于预期及价格重陷低迷。

行情走势图



请务必参阅文后免责条款

12月31日	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万)	517.04	623.78	643.46	584.70	933.24	1152.56
净利润(百万)	48.28	85.35	43.58	42.34	99.98	132.00
净利润增长率(%)	22.80	76.78	-48.94	-2.84	136.12	32.03
每股盈利(元)	0.58	0.49	0.18	0.18	0.41	0.55
市盈率(倍)	-	-	-	59.67	26.20	19.53

目 录

一、公司简介：高温硅橡胶细分龙头.....	3
二、 行业篇	4
2.1 高温硅橡胶主要应用在导电按钮	4
2.2 我国尚处于发展阶段，未来较快增长值得期待	5
2.3 单体供给偏紧局面将缓解，行业向一体化和精深加工发展	5
三、 公司篇	7
3.1 具有先发优势的高温硅橡胶领军企业	7
3.2 打通上下游产业链，盈利稳定及成本优势增强	8
3.3 二季度后经营情况好转，近期价格回升有利盈利能力提高	9
3.4 与江西星火有机硅厂诉讼进展说明	10
四、估值及投资评级.....	10
五、 风险提示	11
5.1 诉讼结果对公司不利的风险	11
5.2 市场竞争加剧风险	11
5.3 募投项目投产慢于预期的风险	11
5.4 价格重陷低迷的风险	11

一、公司简介：高温硅橡胶细分龙头

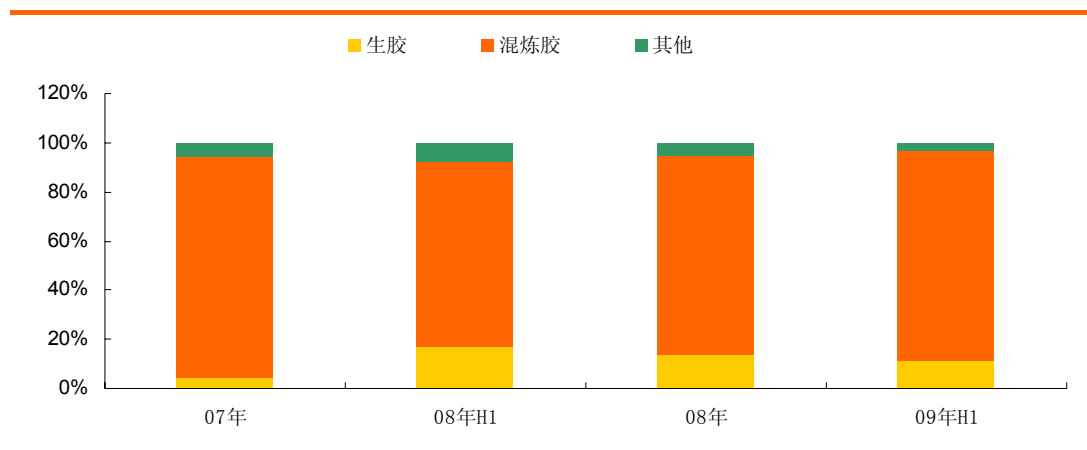
江苏宏达新材料股份有限公司（以下简称“宏达新材”或“公司”）主要从事有机硅单体、高温硅橡胶的生产和销售。公司在广东东莞、江苏镇江市设有4个生产基地，目前主要产能包括3万吨有机硅单体、3万吨高温硅橡胶。公司自产有机硅单体均深加工为硅橡胶，高温有机硅占公司销售收入和毛利润比重皆超过90%。

图表1 公司下属企业及业务范围

名称	持股比例	地点	业务范围	产能
本部	100%	镇江扬中市	高温硅橡胶	1.8万吨
东莞新东方化工	75%	广东省东莞市	高温硅橡胶	1.2万吨
长江分公司	100%	镇江市大港区	有机硅中间体	3万吨
东莞宏达新材料	100%	广东省东莞市	气相高温硅橡胶	0.3万吨 (在建)

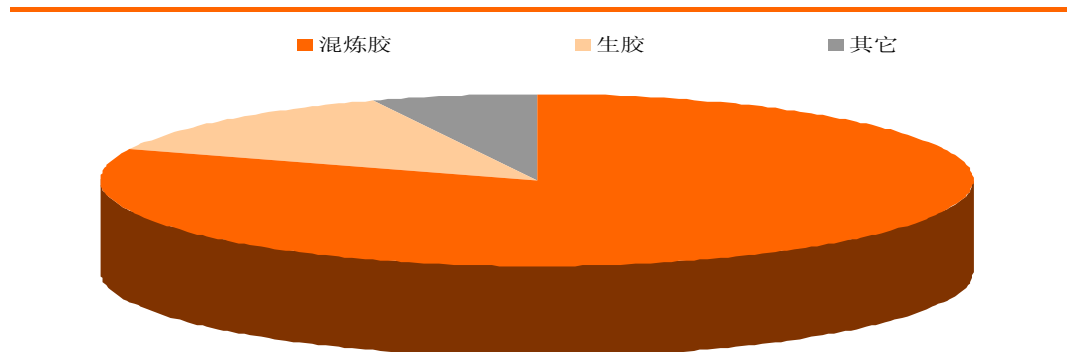
资料来源：平安证券综合研究所

图表2 高温硅橡胶占公司收入比重超过90%



资料来源：Wind

图表3 公司毛利润构成（09H1）



资料来源：公司公告

二、行业篇

2.1 高温硅橡胶主要应用在导电按钮

有机硅橡胶主链由硅氧（—Si—O—）构成，侧链连接甲基等有机集团，由于结构独特，具备有机和无机材料的特征。根据硫化温度，有机硅橡胶可分为高温有机硅橡胶（HTV）和室温有机硅橡胶（RTV），在我国前者约占有机硅橡胶消费量的40%。

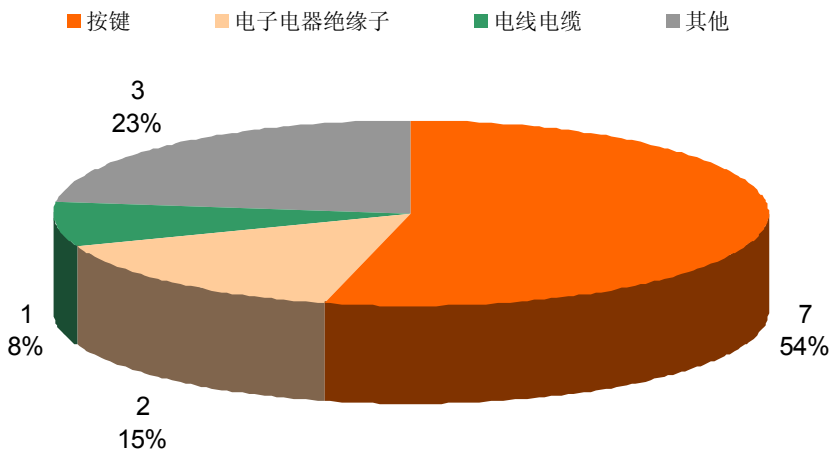
图表 4 硅橡胶的特征

项目	特征描述
耐热性	在150℃使用无性能变化，200℃使用1万小时，350℃亦可使用
耐寒性	－60℃～－70℃仍具有较好的弹性
耐候性	不受臭氧影响，长时间暴露紫外线性能几乎不受影响
电性能	电阻率高，在很宽的温度和频率内电阻稳定
导电性	加入导电填料后，具有导电性
透气性	比普通橡胶及塑料打腊膜透气性好，且具有选择性
其它	加入不同填料后，具阻燃性、导热性、抗辐射性等性能

资料来源：平安证券综合研究所

高温有机硅橡胶广泛应用于电子电器、航空航天、医疗卫生、汽车、电缆等领域,在我国由于技术和发展阶段，高温硅橡胶消费主要集中于按钮，其次为电子、电器的绝缘子，二者约占我国高温硅橡胶消费量的70%。未来随着应用领域开拓及技术进步，硅橡胶其他方面应用将得到进一步发展。

图表 5 按键是我国高温硅橡胶最主要的消费领域（06 年）单位：万吨



资料来源：公司招股说明书

2.2 我国尚处于发展阶段，未来较快增长值得期待

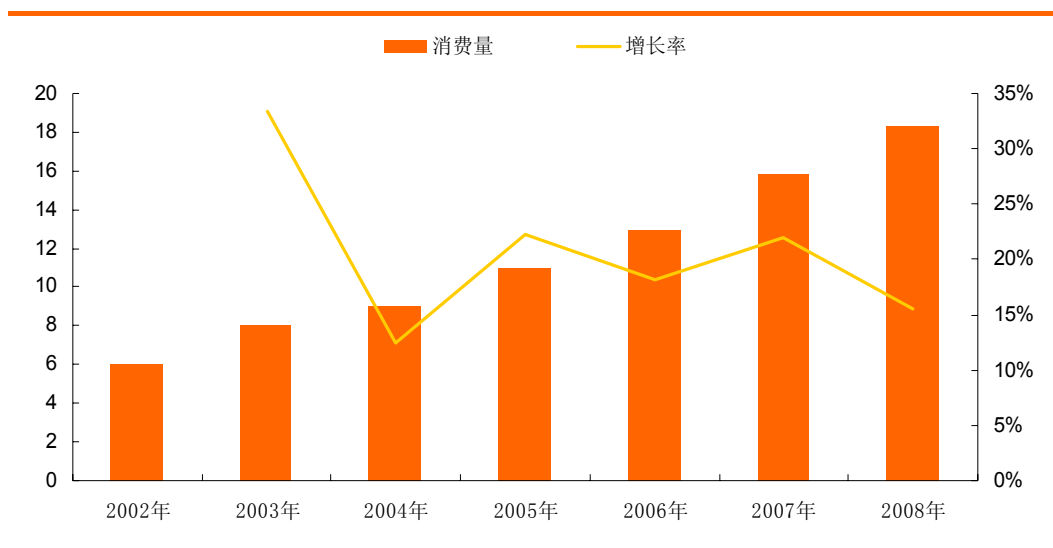
硅橡胶具有优良的特性，对传统天然橡胶和合成橡胶有一定的替代作用，主要原料硅块、甲醇、氯气原料供给充足，对原油依赖小，受国际原油价格波动及资源约束程度轻，得到快速发展，新的产品及应用领域不断涌现。

21 世纪以来，我国高温硅橡胶进入快速发展时期，消费量由 2002 的 6 万吨大幅提高到 2008 年约 18 万吨，六年来年均复合增长率达到 20.4%。08 年受金融危机影响，高温硅橡胶市场需求增速有所减缓，但仍保持在 10% 以上，快于当年我国 9% GDP 增速。

目前我国高温硅橡胶消费量远低于发达国家，主要集中于导电按键领域，未来无论在消费量提高、新品开发及应用范围的扩大，都有较大的发展空间。根据国家有机硅工程技术研究中心主任杨晓勇预测 2015 年前我国有机硅行业增速将不低于 15%，参照行业发展速度及我国国民经济发展趋势，未来我国高温硅橡胶仍将处于较快发展。

图表 6 我国高温硅橡胶消费量及增速变化趋势

单位：万吨



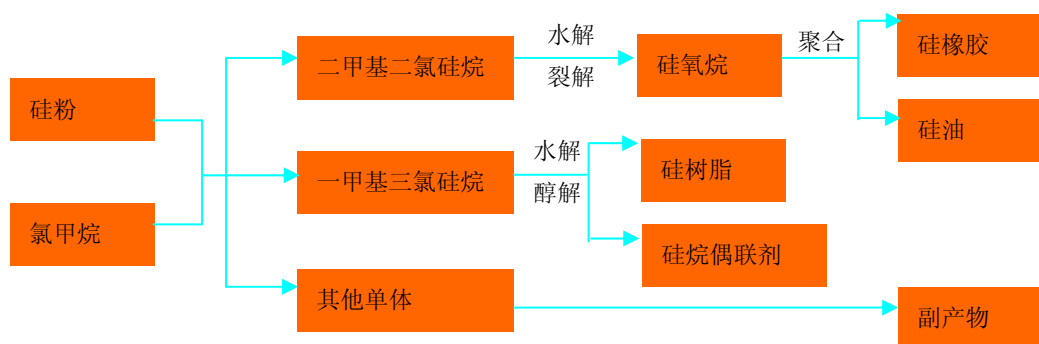
资料来源：平安证券综合研究所

2.3 单体供给偏紧局面将缓解，行业向一体化和精深加工发展

高温有机硅橡胶主要原材料为有机硅单体，其占成本的比重在 80% 以上，因此有机硅单体价格及供给情况，对硅橡胶有着极其重要的影响。受制于技术方面原因，长期以来，我国有机硅单体供给处于较为紧张的状态，08 年对外依赖程度仍高达 45%。

虽然我国有机硅单体生产工艺与世界先进水平仍存在一定的差距，但随着技术扩散，已取得长足进展，原先主要厂商新安股份、蓝星集团、江苏梅兰纷纷扩大产能，并且有新的厂家进入行业，我国有机硅单体新增产能将在近两年内集中释放。08 年我国有机硅单体产能已达到 80 万吨，预计到 2010 年有机硅单体的总产能将超过 150 万吨，而届时我国有机硅整体市场需求大约为 106 万吨，我国有机硅单体将从供给不足向自给有余转变，困扰我国有机硅行业多年的单体不足局面将得到根本改变。

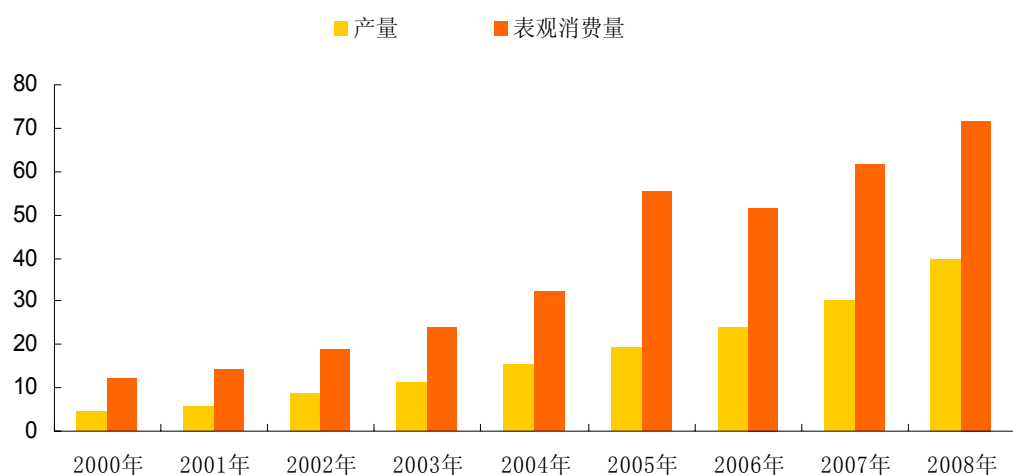
图表 7 有机硅产业链示意图



资料来源：公司招股说明书

图表 8 我国有机硅单体产量及消费量变化趋势

单位：万吨



资料来源：中华有机硅网，平安证券综合研究所

在成熟市场，经过多年发展，单体生产商同时也是有机硅下游产品主要提供商，形成以下游产品开发、销售带动单体生产的格局。而由于我国所处的发展阶段，一直以来，单体和下游产品生产处于分割状态，07年以来，随着单体产能扩大，我国有机硅橡胶上下游一体化初现端倪，如新安股份通过收购和合作方式宣告进入有机硅橡胶，而蓝星新材也积极延伸产业链，拓展下游市场，宏达新材则是下游向上游延伸的先行者，未来一体化趋势将继续深化。

尽管长期来看，一体化是发展趋势，同时我们应该看到，高温硅橡胶具有非标准化特点，各厂商产品品质和类别存在较大差异，客户集中度也较低，就高温有机硅橡胶环节而言，核心的竞争力更多体现在客户服务、产品研发，这和单体存在较大区别，也为单纯硅橡胶生产企业生存和发展创造了条件。在目前我国有机硅发展阶段，研发及客服领先的有机硅生产企业仍存在较大的发展机会。

三、公司篇

3.1 具有先发优势的高温硅橡胶领军企业

公司现有高温硅橡胶产能3万吨，仅次于东爵有机硅集团有限公司，募项目完成后，公司产能将提高到5万吨。目前我国高温有机硅生产企业规模可分为万吨级以上及万吨以下，行业存在进一步整合的要求，未来将形成以宏达新材、东爵有机硅、新安股份为主导的竞争态势，产能扩张将使公司继续保持在高温硅橡胶第一方阵行列。

图表 9 公司高温硅橡胶规模居行业前列

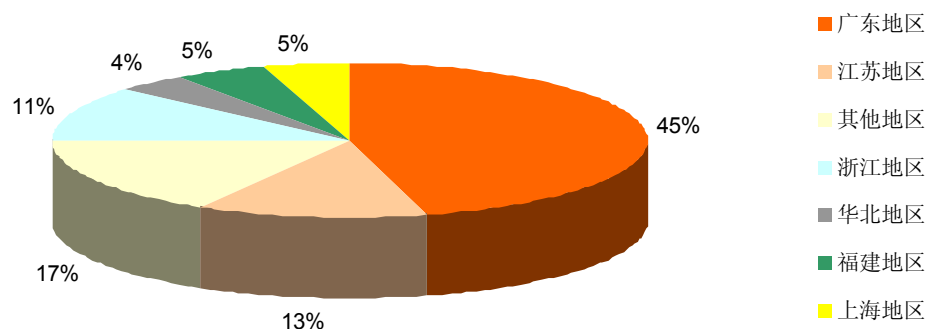
序号	公司名称	产能（万吨）	备注
1	东爵有机硅集团有限公司	8.2	08年销售硅橡胶3.2万吨
2	江苏宏达新材料股份有限公司	3.0	08年销售量约为2.75万吨，10年产能将增加至5万吨
3	深圳通用精细有机硅有限公司	0.8	
4	深圳天玉高分子材料有限公司	0.7	2008年与新安达成合作协议，在约两年时间新安将分两个步骤完成对天玉收购，并新增产能2.2万吨
5	上海回天化工新材料有限公司	0.5	
6	南京永金精细化工有限公司	0.5	
7	溧阳市利达有机硅科技有限公司	0.4	
8	镇江环太硅胶有限公司	0.4	
9	江山市富士特化工有限公司	0.5	
10	东莞南泰绝缘材料有限公司	0.3	

资料来源：公司招股说明书，各公司网站

鉴于有机硅橡胶产品个性化特点，公司除了注重规模扩大外，在产品开发和客户服务方面走在行业前列。目前公司能生产200多个牌号的高温有机硅橡胶产品，并适时根据行业 and 客户需求继续开发新产品，同时公司注重提高客户服务，配备100多人的客服及销售队伍，将全国分为约30个销售区域，进行精细化管理服务。

由于各生产厂家高温有机硅橡胶产品性能存在较大差异，客户转换成本较高，公司在行业内形成了较强的先发优势，为未来公司业务进一步发展奠定了良好基础。

图表 10 广东为公司最主要的销售市场（08 年）

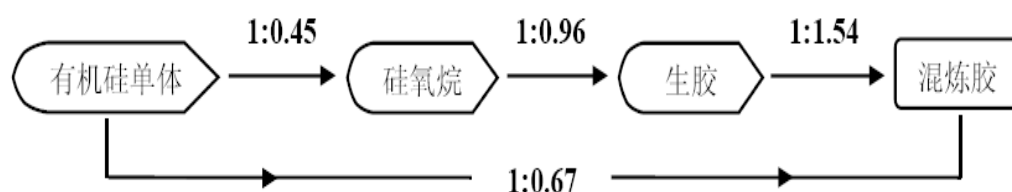


资料来源: Wind

3.2 打通上下游产业链，盈利稳定及成本优势增强

我国有机硅生产企业一般不具备单体生产能力，盈利能力容易随单体价格波动，公司将完善产业链置于重要地位，是我国为数不多的既掌握单体生产技术又从事下游有机硅橡胶生产厂家之一。由于未实现单体及高温硅橡胶的完全匹配，目前公司超过 30% 单体需外购，但随着上市募投项目陆续投产，公司将形成完整的上下游产业链。今年年底 4.5 万吨有机硅单体将竣工，而 3 万吨高温硅橡胶也将于明年 3 月份投产，届时公司单体和高温有机硅产能分别达到 7.5 万吨和 5 万吨，按照单体和混炼胶比率估算（1: 0.67）公司单体将基本实现自给。完整产业链将给公司带来两个方面的益处第一、借助产业链稳定盈利水平；第二、公司整体毛利率将有较大提升。

图表 11 公司高温有机硅橡胶物料比率



资料来源: 公司招股说明书

工艺和技术改造有利成本降低。公司募投项目投产进度低于预期，主要公司对工艺和设备进行改进，其中 3 万吨高温硅橡胶公司采用设备国产化，同时引进电脑控制系统，将流水线中的手工投料改为半自动投料，而 4.5 万吨单体项目在原有的设计基础上做了相应的调整，使得能耗减少 30%。经过工艺完善和提高，预计公司产品品质更趋稳定，且成本将有较为明显的下降。

图表 12 公司募投项目投产时间推迟

项目名称	预定投产日期	预计投产日期
3万吨硅橡胶扩建项目	2009年12月31日	2010年3月31日
4.5万吨有机硅单体改扩建项目	2009年7月31日	2009年12月31日

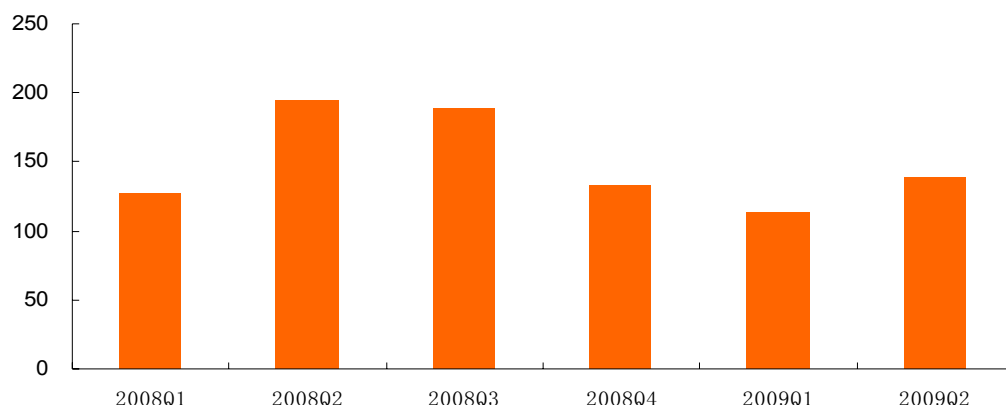
资料来源：公司公告

3.3 二季度后经营情况好转，近期价格回升有利盈利能力提高

08年四季度受金融危机影响，公司高温有机硅的市场销售出现了下滑，08年公司实现销售量为2.75万吨。为此公司加大销售力度，对重点客户采取“驻点”式销售模式，带动市场占有率提高，同时市场需求也逐步恢复中，今年一季度中后期公司经营情况开始好转，二季度订单快速增加，根据公司半年报上半年公司销售量已经达到1.5万吨，但由于价格依然低迷，公司销售收入同比下降21.6%。据了解三季度公司订单依然充沛，预计完成年初制定的3.2万吨销售目标可能性较大。

图表 13 公司营业收入变化趋势

单位：百万元



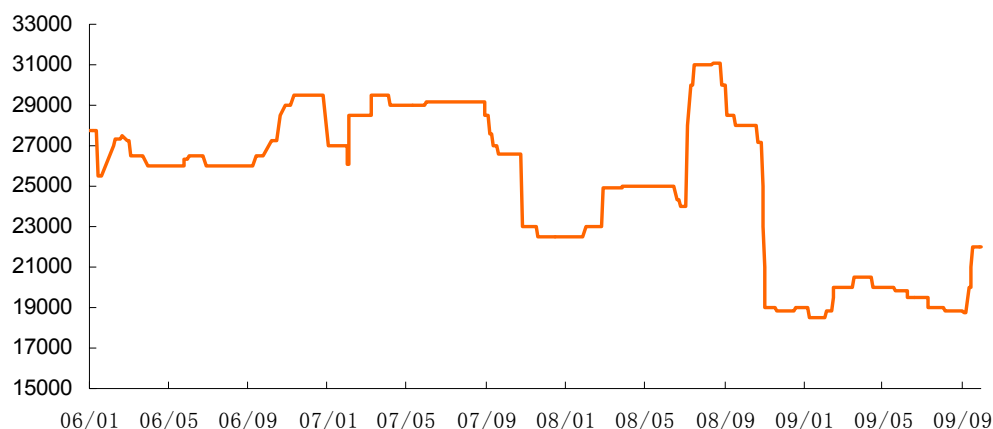
资料来源：Wind

由于中间体在成本所占比重大，高温硅橡胶价格与有机硅中间体DMC(甲基环硅氧烷)具有同向变化趋势，今年上半年DMC价格低迷也削弱了公司高温有机硅橡胶盈利。相对中间体，公司产品价格调整有一定滞后性，持续价格上涨或者企稳将为公司价格调整创造条件。

在化工产品价格普遍上涨的第二季度，DMC价格并未随着反弹，进入9月份后半月，DMC价格出现了较为明显的回升，由18800元/吨上升到22000元/吨，半个月内的上涨幅度约为17%。高温有机硅橡胶价格随之出现了上涨，根据百川资讯网信息，目前硅橡胶价格已经提高到20000元~23000元/吨（含税），而据公司半年报，上半年高温硅橡胶平均价格初步推算为1.63万元/吨。对比大部分化工产品价格涨幅，我们认为未来高温硅橡胶价格重陷先期低迷可能性不大，近期硅橡胶价格回升有利公司盈利能力恢复。

图表 14 9 月份以来有机硅中间体 DMC 价格出现回升

单位：元/吨



资料来源：中国化工在线

3.4 与江西星火有机硅厂诉讼进展说明

2007年12月蓝星新材下属公司江西星火有机硅厂以不正当竞争为由，在九江中级法院对公司提起诉讼。2008年10月九江中级法院作出判决支持江西星火有机硅厂的诉求，2008年11月公司向江西高院提出上诉，并向江西高院提交了公司有机硅单体的相关资料，要求进行技术比对，目前此案还在审理中，江西高院未作出判决。

对于上述诉讼，公司大股东于2008年1月3日出具《承诺函》，承诺将足额补偿由诉讼引起的一切损失，这将大大减轻诉讼对公司的负面影响。

四、估值及投资评级

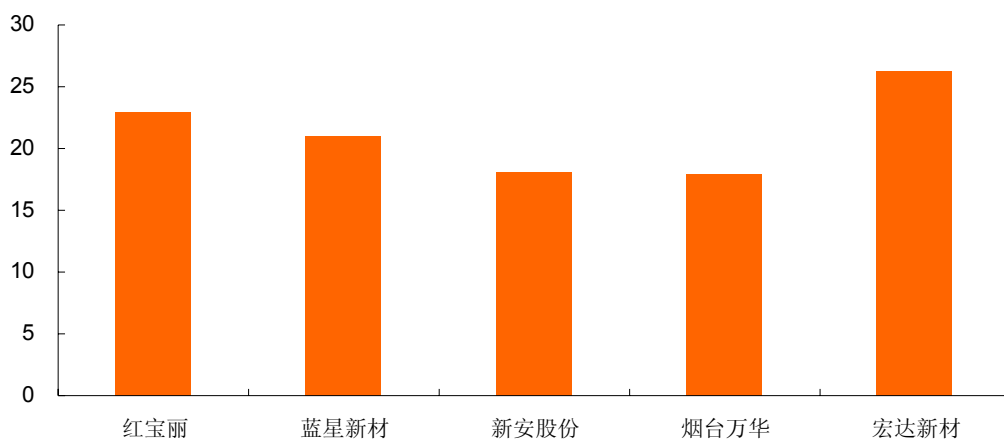
未来公司业绩增长主要来自于毛利率提升、新产能释放及产品价格提高，我们预计09~11年公司每股收益分别为0.18元、0.41元和0.55元，公司目前估值略高于化工新材料平均水平，但未来盈利能力有超预期的可能，故给予“推荐”投资评级。

图表15 公司收入及毛利润预测表

项目	2008A	2009E	2010E	2011E
混炼胶	产能（万吨）	3.00	3.00	5.00
	产量（万吨）	2.75	3.00	4.20
	单价（万元/吨）	-	1.69	2.0
	销售收入（百万元）	519.26	507.00	840.00
	销售成本（百万元）	420.93	415.74	655.20
其他	销售收入（百万元）	124.20	77.70	93.24
	销售成本（百万元）	101.40	59.05	70.86
合计	销售收入（百万元）	643.46	584.70	933.24
	销售成本（百万元）	522.33	474.79	726.06
	综合毛利率	18.83%	18.80%	22.20%
				23.09%

资料来源：平安证券综合研究所

图表16 公司与可比化工新材料公司PE(2010E)比较



备注：股价为2009年10月14日收盘价

资料来源：Wind, 平安证券综合研究所

五、风险提示

5.1 诉讼结果对公司不利的风险

江西星火有机硅厂诉公司不正当竞争一案二审尚未宣判，如果维持一审结果，虽然有大股东赔偿承诺，但公司上下游一体化将受阻。

5.2 市场竞争加剧风险

高温有机硅橡胶成长性吸引了新旧产能扩张，市场竞争有加剧的风险。

5.3 募投项目投产慢于预期的风险

我们假设募投项目投产时间如公司预计，若慢于预期，将对产能释放进度产生负面影响。

5.4 价格重陷低迷的风险

近期有机硅单体价格上涨带动硅橡胶价格回升，如果价格再次低迷，公司盈利水平将受到冲击。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2009 版权所有。保留一切权利。

平安证券有限责任公司

综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257