



积淀渐至收获期, 增长点丰富

调研目的

宏达新材自去年 11 月以来公布了一系列新项目投资计划, 为公司未来 3 年提供了丰富的增长点。3 月 31 日, 我们对公司进行了调研, 重点探讨了相关项目的建设及盈利预期以及对行业现状及发展的观点。

调研结论

硅橡胶材料龙头, 增发项目强化市场地位

公司是国内硅橡胶材料龙头, 目前拥有 16.7 万吨硅烷、7.5 万吨单体、8.3 万吨生胶和 8 万吨混炼胶产能, 预计目前在建和规划项目完全投产后, 将实现 31 万吨硅烷、14 万吨单体、11.3 万吨生胶、3 万吨纺织整理剂、5000 吨液态胶及共计 8500 吨各类特种硅胶的产能, 产能规模较之 2010 年实现倍增, 强化国内市场地位。

公司基本以各种终端形态的硅胶为外销产品, 单体、生胶外销量很少。2010 年, 公司通过提高原料自给率大幅降低了成本, 混炼胶毛利率同比提高 4.28 个百分点达到 24.09%。今年以来产品成本和价格同步上涨, 预计产品盈利情况略低于 10 年, 但仍远好于 08-09 年。

技术积淀逐渐产业化, 收获期增长点丰富

公司在硅橡胶领域有较为深厚的技术积淀, 2010 年 11 月份, 公司连续公布多个项目方案, 包括 5000 吨甲基苯基二氯硅烷、3000 吨有机硅酮密封胶、3 万吨高温硅橡胶及 5000 吨液态胶 4 个系列的产品, 同时计划投资建设 3 万吨纺织整理剂产品, 进入纺织化学品市场。

甲基苯基二氯硅烷下游盈利能力超强, 已着手开发: 产品是甲基苯基硅橡胶的主要原料, 该橡胶具有卓越的耐低温、烧蚀和辐照性能, 主要应用于军工、航空等高端领域, 初步预测售价数百万元/吨, 毛利率 60% 甚至更高。目前, 公司已初步完成了下游研发, 产品在相关军工、航天企业试用; 5000 吨硅烷对应橡胶产能在 500 吨左右, 预计 13-14 年实现量产, 并逐渐扩展至民用, 大幅提升公司盈利。

有机硅酮密封胶面向电子级, 最快下半年实现量产: 有机硅酮密封胶主要针对电子电器、汽车密封、太阳能电池粘连、线路板灌封 Led 等领域, 属于高品质密封胶产品。公司产品面向电子级应用, 具有较高盈利能力, 预计最快今年下半年建成投产。

纺织整理剂凭借资源优势, 有力提升公司毛利水平: 公司凭借资源优势, 规划 3 万吨纺织整理剂产能, 进入纺织助剂市场。预计 11 年产出 5000 吨, 13 年满产。按**传化股份**和**德美化工**水平

宏达新材 (002211)

首次评级

增持

梁斌

liangbin@csc.com.cn

010-85130913

执业证书编号: S1440209110419

联系人: 胡彧

huyu@csc.com.cn

010-85130575

当前股价: 17.05 元

目标价格 6 个月: 19.8 元

调研日期: 2011 年 3 月 31 日

发布日期: 2011 年 4 月 6 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-2.92/-4.64	-1.25/-7.66	20.31/26.57
12 月最高/最低价 (元)		19.35/10.01
总股本 (万股)		28831.72
流通 A 股 (万股)		9790.08
总市值 (亿元)		47.98
流通市值 (亿元)		16.29
近 3 月日均成交量 (万)		193.04
主要股东		
江苏伟伦投资管理有限公司		47.46%

股价表现



相关研究报告

估算，毛利率在 30% 以上，即使考虑初步入市场有一定折让，也明显强于现有主业，将有力提升公司毛利水平。公司目标是 2015 年整理剂销售收入 10 亿。目前公司在相关领域已有一定技术和人才储备，未来将在市场进入、产品线完善上不断突破。

高温胶和液态胶最快下半年贡献收益：公司同时建设了 3 万吨高温胶和 5000 吨液态胶产能，预计最快下半年将贡献一定业绩，公司估算净利润 3600 万元，我们预计实际收益会更高一些。

技术升级与规模化：顺应硅材料行业增长方式

我国硅材料与氟材料一样，都属于经历了一定粗放增长阶段的新兴产业，低端有余而高端不足。如我国硅烷与单体产能就处于过剩状态。低端产能的无序竞争降低了行业利润，但同时也降低了上游原料成本，因此技术升级是硅材料行业最重要的增长方式。公司通过技术储备产业化，产品线不断向高端移动，毛利率可望不断走高；从原料端看，目前公司二甲选择性在 85% 左右，力争通过技术改造提升 2-3 个点，长期目标在 90% 左右，有效降低成本。

另一方面，汽车、电子等下游需求仍在以 15% 以上的速度增长，且新的应用领域不断被开发（2 年前硅胶 50% 以上还用于电子按键，目前已降至 30% 左右），而目前我国硅材料企业规模与国际水平尚有较大差距。由于各家企业技术路线存在一定不同之处，因此行业收购兼并意义不大。通过内生性产能放量、实现规模增长是龙头企业的重要增长方式之一。公司通过一系列项目建设，可望 3 年产能翻番，实现迅速成长。

股权激励主要面向生产技术人员，高目标彰显管理层信心

2011 年 2 月，公司公布股权激励计划，以 248 万份期权对以生产技术人员为主体的 50 名员工实施股权激励，行权价格 15.81 元，具体条件及时间如下：

表 1：宏达新材股权激励计划

期数	行权时间	行权比例	行权条件
1	授权日起 36-48 个月	10%	2010 年为基数，2013 年销售收入增长不低于 180%，净利润增长不低于 150%
2	授权日起 48-60 个月	20%	2010 年为基数，2014 年销售收入增长不低于 240%，净利润增长不低于 175%
3	授权日起 60-72 个月	70%	2010 年为基数，2013 年销售收入增长不低于 300%，净利润增长不低于 200%

资料来源：公司公告

根据计划，到 2015 年公司净利润较之目前应至少增长 400%，公司发展规划制定的目标更高于行权条件。激励计划一方面调动了生产技术人员积极性，也体现了公司对于未来业绩增长的信心。

“十二五”规划意在高远，多元化巨头愿景隐现

根据公司规模，到 2015 年计划实现主业销售收入 50 亿元，其中高温胶 20 亿，液态胶 10 亿，纺织整理剂 15 亿，其他相关产品 5 亿，即使假设公司净利率水平与 2010 年基本持平（虽然传统硅胶产品毛利率可能略有下降，但考虑高附加值新产品的不断开发对盈利能力的提升，我们认为这一假设是保守的），主业盈利较之 2010 年将有超过 5 倍的提升。

同时，公司利用自有资金，积极在一级市场从事直投业务，目前已经有部分公司存在上市预期。预计最早明年将有一家公司申报，2014 年即可确认投资收益，公司的规划是到 2015 年，投资收益与主业对盈利的贡献能够实现平分秋色。

公司通过介入纺织整理剂、创投等业务不断实现多元化经营，“十二五”将是公司实现快速发展的时期。

11-13 年复合增长率 90%，积累赢取爆发，给予“增持”评级

十二五期间将是公司技术积淀迅速产业化、业绩爆发的关键时期：11 年下半年到 12 年初时项目密集投产期，增长效应尤其明显；13 年之后，公司的主要增长依靠甲基苯基硅橡胶的放量及创投项目的回报。我们预计公司 2011-13 年每股收益分别为 0.47、0.99 和 1.91 元，三年复合增长率 90% 以上，按明年 20 倍估值计，目标价 19.8 元，给予“增持”评级。



预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	948.99	1,721.35	3,123.85	4,359.05
营业收入增长率	51.79%	81.39%	81.48%	39.54%
EBITDA（百万）	116.89	211.58	442.37	808.90
EBITDA 增长率	107.53%	81.01%	109.08%	82.86%
净利润（百万）	85.24	134.94	285.36	550.14
净利润增长率	131.74%	58.29%	111.47%	92.79%
ROE	5.01%	7.52%	14.31%	23.12%
EPS（元）	0.350	0.468	0.990	1.908
P/E	48.71	36.43	17.23	8.94
P/B	2.89	2.74	2.47	2.07
EV/EBITDA	39.60	24.08	12.25	6.85



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

- 1、 $EV = \text{股权价值} + \text{债权价值} - \text{现金}$
- 2、 $EBIT = \text{营业利润} + \text{财务费用}$
- 3、 $EBITDA = EBIT + \text{折旧} + \text{摊销}$
- 4、 $NOPLAT = EBIT \times (1 - \text{所得税率}) = EBIT - \text{所得税}$ （只考虑核心业务，扣除非经常性损益）
- 5、 $IC (\text{invested capital}) = \text{股东权益} + \text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券} + \text{少数股东权益} - \text{现金} - \text{短期投资} - \text{长期投资}$
- 6、 $ROIC = NOPLAT / IC \times 100\%$
- 7、 $OPFCF = EBITDA - \text{税收} - \text{净资本性支出} - \text{营运资本的增加}$
- 8、 $WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$
- 9、 $K_d = \text{债务成本} = \text{债务利率} \times (1 - \text{税率})$
- 10、 $V_e = \text{股本价值} = \text{股价} \times \text{总股本}$ $V_d = \text{债务价值}$
- 11、 $K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$
- 12、 $\text{营运资本} = \text{流动资产} - \text{流动负债}$



分析师介绍

基金研究服务

梁斌：中国科学技术大学工商管理硕士，基础化工行业分析师；6 年化工行业工作经验，善于从产业链角度发现和挖掘投资机会。

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。