

宏达新材(002211)调研报告及有机硅行业专题报告

——积极开拓差异化的有机硅深加工产品

化工新材料

推荐

首次覆盖

发布时间：2011年5月25日

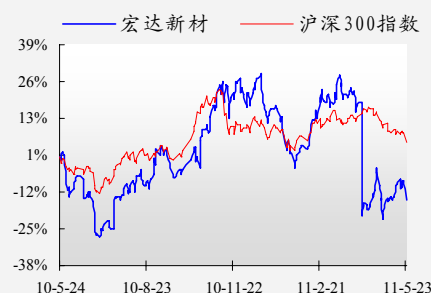
投资要点:

- 公司主营有机硅产品的研发、生产和销售。公司目前拥有 7.5 万吨有机硅单体产能，实际产能已经达到 9 万吨。公司还将新建 15 万吨有机硅单体生产装置。目前公司有机硅深加工的主打产品为高温硅橡胶，现有产能 5 万吨。公司在建项目众多，如果工艺问题解决和销售渠道拓展顺利，2012 年开始公司业绩有望大幅提升。
- 近年来，全球有机硅工业发展速度保持在 5%—8%，在汽车和建筑方面增长最为强劲。新用途的不断开发将继续拓展有机硅材料的市场空间，预计 2011-2015 年全球有机硅产品消费平均增长速度将在 6%左右。
- 2010 年我国有机硅单体产量约 68 万吨，表观消费量约为 100 万吨，产能超过 150 万吨。2011 年开始，我国有机硅单体的产能进入释放期，总产能有望超过 200 万吨。根据国内有机硅行业发展形势预计，2015 年我国有机硅单体需求量不超过 200 万吨，“十二五”期间我国有机硅单体产能将严重过剩。
- 未来我国有机硅行业将出现一轮洗牌，单一化的单体或中间体生产企业利润将难以提高，拥有一体化产业链和有机硅深加工技术的企业将获得优势。
- 如果只计算新增的高温硅橡胶项目，预计公司 2011-2013 年的 EPS 为 0.32、0.39 和 0.45 元。保守预计公司其它深加工项目 2012 和 2013 年可分别贡献每股收益 0.23 和 0.32 元，综上所述公司 2011-2013 年的 EPS 为 0.32、0.62 和 0.77 元。另外公司还有 107 胶项目(室温硅橡胶原料)和股权投资项目，将为公司业绩锦上添花。目前主要可比公司 2012 年 PE 均值为 23 倍。给予公司 2012 年 25 倍 PE，目标价格 15.50 元。
- 风险提示：单体产能过剩拖累深加工产品市场，公司新产品下游销售渠道拓展受阻；宏观经济下滑导致有机硅产品需求萎缩。

业绩预测：(只计算新增的高温硅橡胶项目)

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	94,899	51.79%	8,524	126.51	0.20		61.4	
2011E	141,379	48.98%	13,652	60.16%	0.32		38.4	
2012E	182,936	29.39%	17,080	25.10%	0.39		31.5	
2013E	217,751	19.03%	19,359	13.35%	0.45		27.3	

走势图



市场数据

2011/5/24

收盘价:	12.28 元
52 周最高价:	13.96 元
52 周最低价:	6.67 元
平均持仓成本:	12.40 元

基本数据

2011Q1

总股本(万股):	43,248
流通 A 股(万股):	43,248
每股收益(元):	0.08
每股净资产(元):	5.98
每股经营现金流(元):	-0.06
市净率:	2.05

分析师: 钦琛

执业证书编号: S0550511010010

TEL: (8621)6337 4944

FAX: (8621)6337 3209

Email: qinc@nesc.cn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

目录

一、公司概况	3
二、有机硅行业	4
2.1 全球有机硅行业概述	4
2.2 我国有机硅原料充足	7
2.3 有机硅单体——产能中心迁移至中国，过剩苗头显现	7
2.4 有机硅深加工产品——扩大市场份额必争之地	10
2.4.1 高温硫化硅橡胶（HTV）	10
2.4.2 液体硅橡胶（LSR）	11
2.4.3 硅油	12
2.4.4 硅树脂	13
2.4.5 硅烷偶联剂	13
2.4.6 气相白炭黑	13
三、公司比较与分析	14
四、盈利预测与投资评级	16
五、风险提示	17
附录：国内主要有机硅产品价格走势	18

一、公司概况

公司主营有机硅产品的研发、生产和销售。公司目前拥有 7.5 万吨有机硅单体产能，实际产能已经达到 9 万吨，二甲平均选择性 $\geq 85\%$ 。公司还将新建 15 万吨有机硅单体生产装置，为公司大力发展有机硅深加工产品打下基础。目前公司有机硅深加工的主打产品为高温硅橡胶，现有产能 5 万吨。

公司在建项目众多，如果工艺问题解决和销售渠道拓展顺利，2012 年开始公司业绩有望大幅提升。

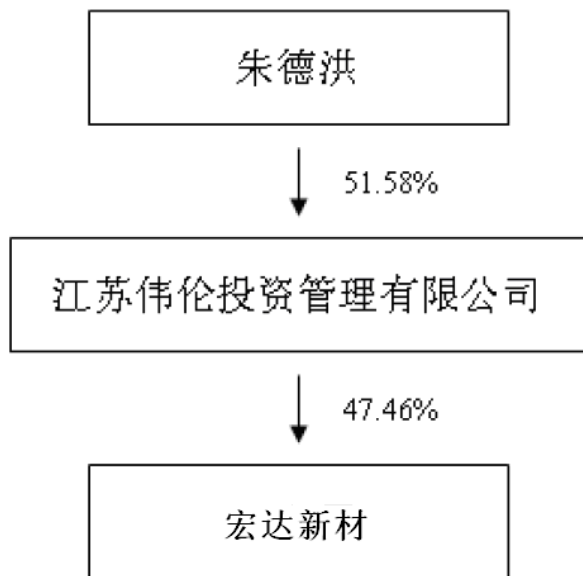
表 1 公司有机硅深加工产品新设项目

项目名称	现有产能 (万吨)	新增产能 (万吨)	新增产能项 目实施地点	备注
高温硅橡胶项目	5	3	广东	将继续扩大产能至 11 万吨
液态胶项目		0.5	广东	针对高端市场
甲基苯基二氯硅烷项目		0.5	江苏	终端产品售价昂贵
有机硅酮密封胶项目		0.3	江苏	今年下半年投放市场
纺织助剂项目		1	江苏	规划为 5 万吨产能

资料来源：公司公告，东北证券

公司的实际控制人为朱德洪先生，朱德洪先生持有伟伦投资 51.18% 的权益。

图1 公司股权结构图



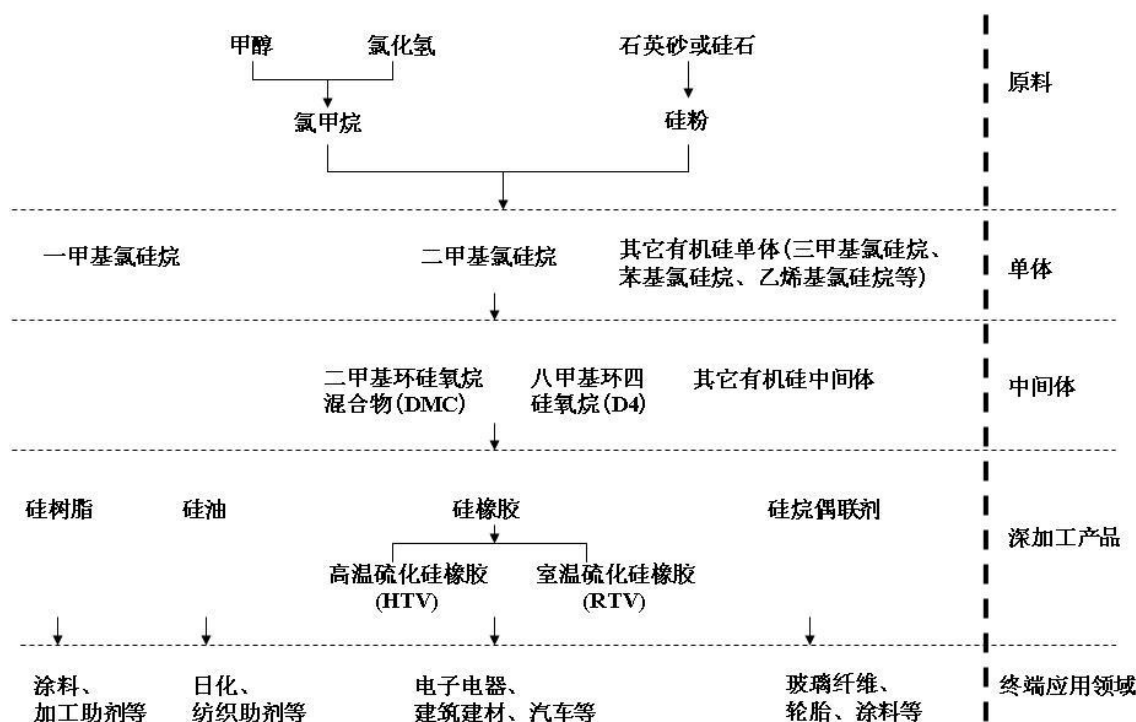
资料来源：公司公告，东北证券

二、有机硅行业

2.1 全球有机硅行业概述

美国道康宁公司上世纪 40 年代初首先实现了有机硅工业化生产。由于有机硅产品具有优异的物理化学性能，被广泛应用于电子电器、建筑、日化、纺织、汽车、医药等领域。在清洁能源和新兴产业领域，如燃料电池、太阳能电池、风力发电、LED 等，人们不断开发出有机硅新的用途，使有机硅产业持续保持强劲的发展势头。有机硅的发展对世界产业结构升级发挥着日益重要的作用。

图 2 有机硅产业链图



资料来源：东北证券

2009 年，全球有机硅生产企业主要有美国道康宁、美国迈图、德国瓦克、中国蓝星和日本信越，该五大公司硅氧烷产能合计占全球总产能的 64%，营业收入合计达 109 亿美元，占全球有机硅市场价值的 84.3%。

表 2 世界主要有机硅单体生产企业

企业名称	地点	硅氧烷产能(万吨/年)	折合有机硅单体产能(万吨/年)
道康宁	美国 Carrollton	20-21	86
	英国 Barry	20	
	日本 Ichihara	1.5-2(与东丽合资)	
	中国张家港	20(与瓦克合资，75%股权)	

迈图	美国 Waterford	10-11	52
	德国 Leverkusen	7.5	
	日本 Ota	4	
	泰国 Map Ta Phut	7(与信越合资, 50%股权)	
瓦克	中国建德	5(与新安合资)	44
	德国 Nucnchritz	10	
	中国张家港	12	
	德国 Burghausen	20(与道康宁合资, 25%股权)	
信越	日本 Isobe; Matsuida;	11.5	30
	Naoetsu; Takefu		
	泰国 Map Ta Phut	7(与迈图公司合资, 50%股权)	
蓝星	法国 Roussillon	10	40
	中国九江	10	

资料来源: 石油和化学工业规划院, 东北证券 (合资公司产能按权益产能计算)

近年来, 全球有机硅工业发展速度保持在 5%—8%, 在汽车和建筑方面增长最为强劲。美国和西欧等成熟有机硅市场的增长速度为 4%—6%, 亚洲市场 (除日本外) 保持约 10% 的增长速度。2010 年, 中国成为仅次于美国的第二大有机硅产品消费市场。亚太地区、中东和非洲地区的有机硅材料市场已进入成长期, 未来的发展将高于欧美发达国家。新用途的不断开发将继续拓展有机硅材料的市场空间, 预计 2011-2015 年全球有机硅产品消费平均增长速度将在 6% 左右。预计 2015 年全球硅氧烷消费需求量将达到 200 万吨, 折合有机硅单体超过 400 万吨。

表 3 2009 年世界有机硅产品(折纯聚硅氧烷)供需情况

	北美	中南美	西欧	中东欧	中东和非洲	日本	中国	其它亚洲国家和地区	总计
产能(万吨/年)	31	0	61	2.5	0	17	59.5	14	185
总产量(万吨)	35	0	52.1	2	0	14.9	27.5	10	141.5
净出口量(万吨)	5.4	-3.7	17.8	-2.1	-3	5.5	-15.2	-4.7	
总消费量(万吨)	29.6	3.7	34.3	4.1	3	9.3	42.7	14.74	141.4
消耗分类(万吨)									
硅油	14.3	1.5	16.5	1.1	1	5.6	10	8.5	58.5
硅橡胶	14.6	1	15.7	2.9	2	2.8	32	6	77
硅树脂	0.7	1.2	2.1	0.1	—	1	2	0.2	7.3
2009-2015 年年均消费增长率(%)	3.8	6.5	2.3	3.6	4	2	10	5	6.2
市值(亿美元)	23.8	3.3	35	2.8	2	20	26.4	16	129.3

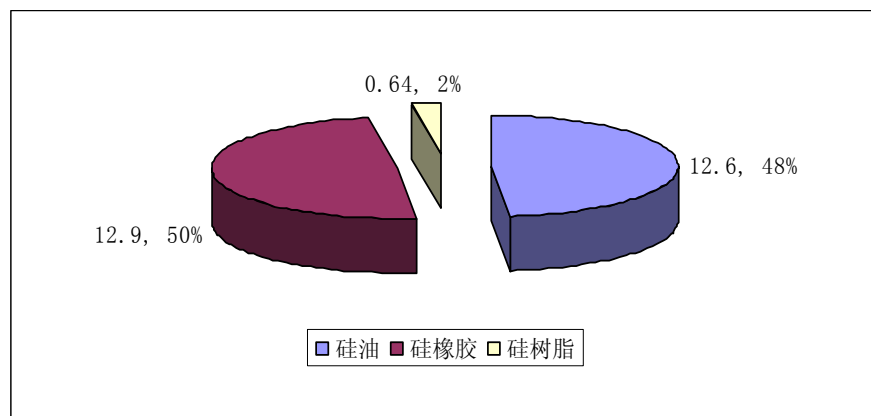
资料来源: SRI、石油和化学工业规划院、东北证券

2009 年全球硅橡胶在有机硅产品中的消费占比最大, 达到 54%。在美国、西欧、日本等发达国家与地区, 硅橡胶消费量占比分别为 50%、46%和 30%。发达国家与地区

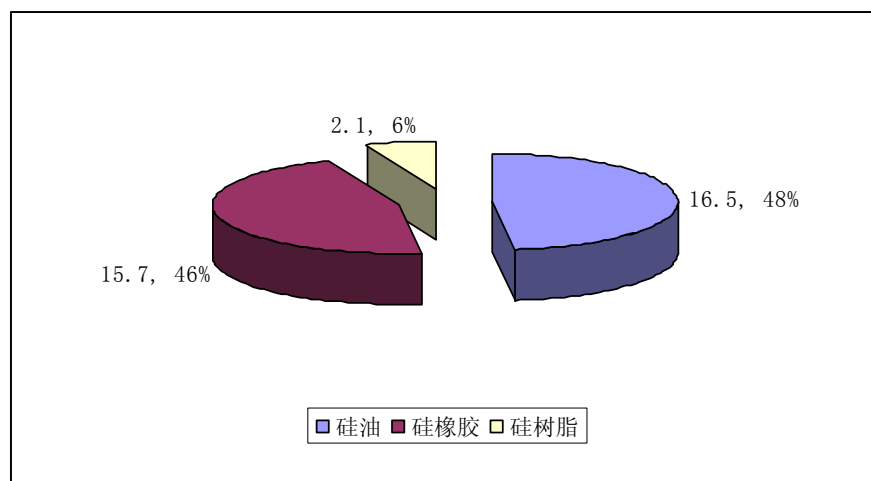
的硅油的消费量也较大，这主要是因为这些国家个人护理品的生产对硅油的需求量较大。

图 3 2009 年发达国家与地区有机硅产品的消费量(万吨) 和占比

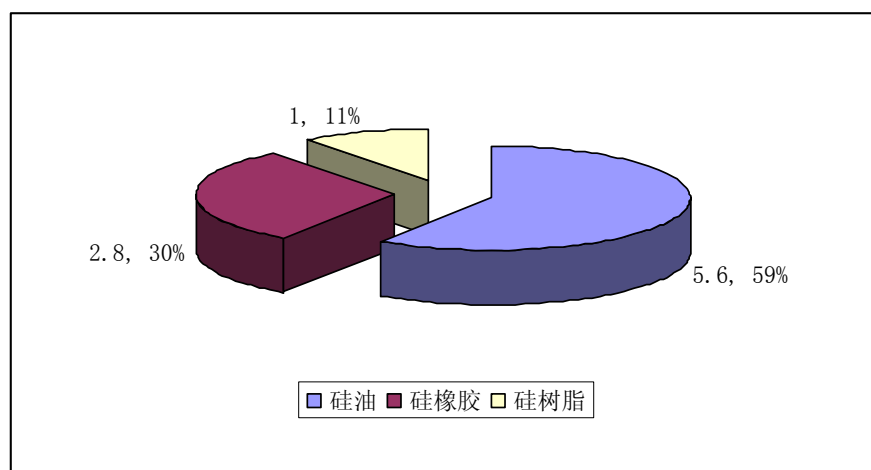
美国



西欧



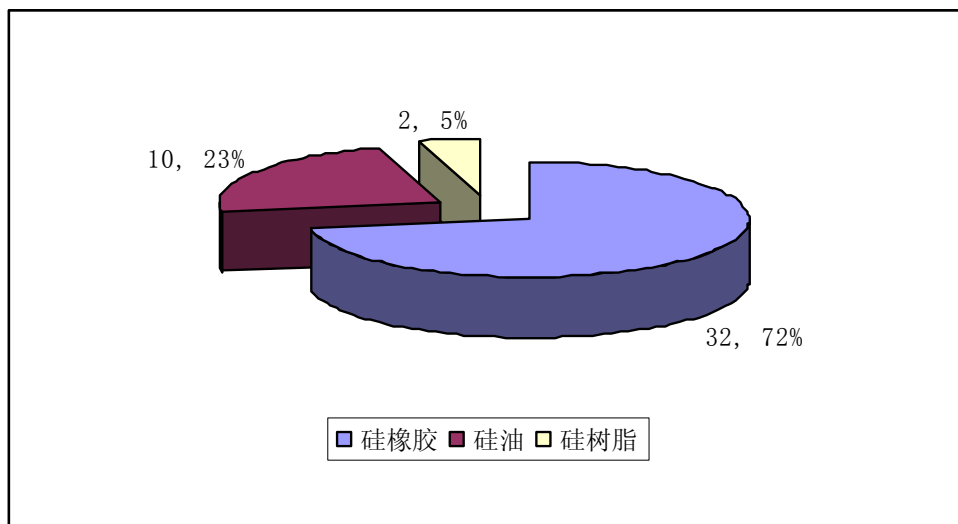
日本



资料来源：东北证券

我国有机硅产品的消费结构中硅橡胶的消费量占比最大,超过70%。这主要得益于我国电子电器制造和房地产行业的迅猛发展。随着国民经济增长和人民消费水平的提高,未来我国在硅油、硅树脂、硅烷试剂等其它有机硅产品的消费需求有着广阔的发展空间。

图4 2009年我国有机硅产品的消费结构



资料来源: 东北证券

2.2 我国有机硅原料充足

硅在地壳中的含量仅次于氧,在所有化学元素中居第二位,所以有机硅的原料非常丰富。有机硅可以说是目前对石油依赖性最低的化工新材料,全球能源的日益紧张为有机硅材料提供了巨大的发展机遇。

有机硅主要原料是硅块、甲醇和氯化氢。硅块和甲醇价格的高低直接决定了生产有机硅单体及下游深加工产品的赢利能力。

硅块是由石英砂或硅石与碳质还原剂为原料生产,属于高能耗产品。每生产1吨硅块约耗电1.2万-1.4万kW·h,而且环境污染较大,欧美国家已基本不生产,主要依赖进口。我国是全球最大的硅块生产国和出口国,产能达到140万吨。2009年开始,国家对硅块出口征收15%的关税,硅块出口量才得到有效控制。2009年我国硅块产量为110万吨,出口量为42.2万吨。

2009年国内甲醇生产企业261家,总产能2800万吨,总产量1133万吨,甲醇属于过剩产品。我国硅块和甲醇供应充足,为有机硅产业发展提供显著的原料优势。

2.3 有机硅单体——产能中心迁移至中国,过剩苗头显现

随着2002年第一套5万吨级装置实现正常生产,我国有机硅单体突破规模化生产技术瓶颈。2004年开始,我国先后对原产于日本、美国、英国、德国、韩国和泰国的

进口初级形态二甲基环硅氧烷征收反倾销税，国内有机硅单体生产迎来井喷式发展阶段，国际巨头也纷纷在华投资生产有机硅单体。

表 4 2010 年国内主要有机硅单体生产企业及产能

公司名称	地区	产能	备注
道康宁(张家港)有机硅有限公司	江苏	41	
蓝星化工新材料股份有限公司江西星火有机硅厂	江西	20	新建 20 万吨
山东金岭化学公司	山东	12	定位于 20 万吨产能
浙江新安化工集团	浙江	10	与迈图继续合作新增 20 万吨单体产能，2013 年投产
江苏宏达新材料股份有限公司	江苏	9	新建 15 万吨单体产能，2012 年投产
浙江合盛化工有限公司	浙江	8	全部达产后总产能将达 16 万吨
浙江中天氟硅材料有限公司	浙江	6	适时上马 12 万吨以上有机硅单体生产装置
江苏弘博新材料有限公司	江苏	6	一期装置技改提升至 10 万吨，规划建设二期 10 万吨装置
东岳化工集团	山东	6	二期 10 万吨，总产能定位在 40 万吨
唐山三友硅业有限责任公司	河北	6	二期计划建设 12 万吨装置
山西三佳化工新材料有限公司	山西	6	在内蒙古建设 20 万吨装置
浙江恒业成特种有机硅材料公司	浙江	5	在内蒙古建设 30 万吨装置
吉化公司电石厂	吉林	5	
山东鲁西化工集团	山东	5	全部达产后达到 20 万吨
江苏梅兰集团	江苏	3	规划技改扩建至 10 万吨
四川硅峰有机硅有限公司	四川	3	二期 7 万吨再建
小计		151	
湖北兴发集团	湖北		一期 6 万吨在建，规划 18 万吨
四川福华集团	四川		“十二五”期间计划投资 20 万吨
巨野鲁磷化工	山东		一期投资 10 万吨
平煤集团开封东大化工有限公司	河南		一期投资 6 万吨
福建三农集团股份有限公司	福建		投资 10 万吨

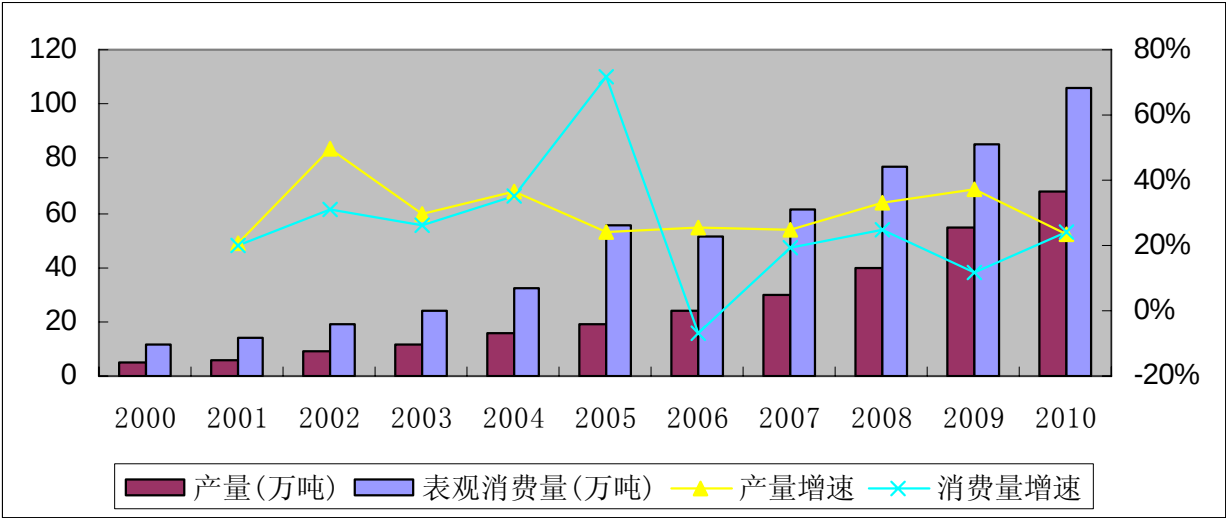
资料来源：石油和化学工业规划院、东北证券

2010 年我国有机硅单体产量约 68 万吨，表观消费量约为 100 万吨，产能超过 150 万吨。2000-2010 年我国有机硅单体表观消费量年均增长速度超过 24%。

由于有机硅单体生产工艺复杂，装置运行需要时间摸索，产能难以完全释放，2010 年我国有机硅单体产能过剩现象尚不明显，但是 2011 年开始，我国有机硅单体的产能进入释放期，总产能有望超过 200 万吨，有机硅单体供求关系日趋失衡。

根据国内有机硅行业发展形势预计，2015 年我国有机硅单体需求量不超过 200 万吨，如果计算在建和规划中的有机硅单体生产装置，“十二五”期间我国有机硅单体产能将严重过剩。

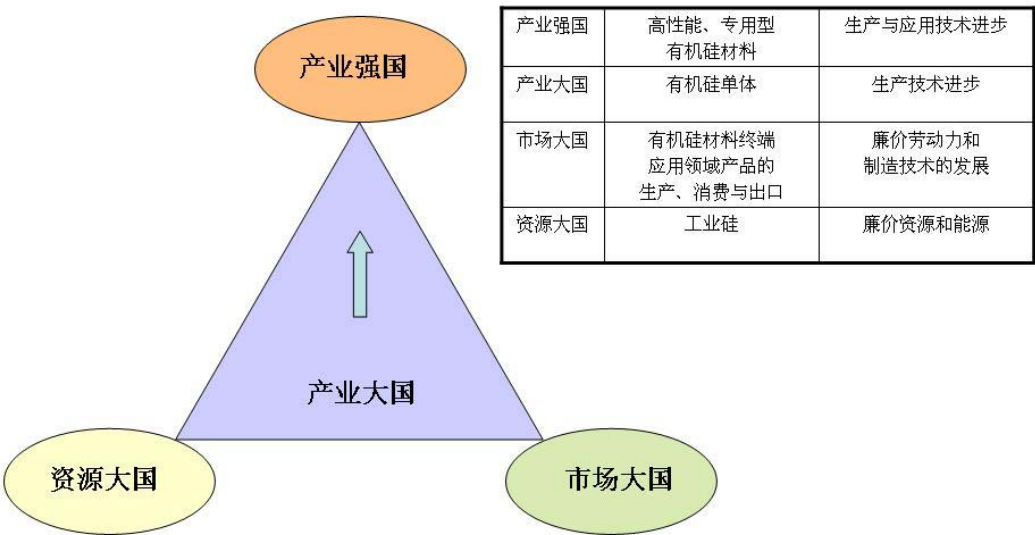
图 5 我国有机硅单体供求关系



资料来源：东北证券

有机硅单体是整个产业链的基础，也是衡量一个国家有机硅产业水平的标志，而高附加值的有机硅深加工产品则是产业链的核心部分，也是整个产业链中利润最高的部分。目前我国有机硅的资源、市场和规模都位居世界前列，但是要发展成为产业强国，就必须由原料开发向高附加值、高科技含量、高技术壁垒的专用型有机硅材料发展。

图 6 我国正向有机硅产业强国挺进



资料来源：东北证券

目前国外主要有有机硅厂商均采用从原料到单体到下游产品生产的一体化模式，单体

自身深加工比例在 50%以上，下游产品多达上万种。道康宁和信越分别有 7000 和 4000 种有机硅产品的销售与服务，每年另有数百种产品在研，经济效益受有机硅单体价格波动的影响较小，企业抗风险能力强。

未来我国有机硅行业将出现一轮洗牌，单一化的单体或中间体生产企业利润将难以提高，拥有一体化产业链和有机硅深加工技术的企业将获得优势。

2.4 有机硅深加工产品——扩大市场份额必争之地

有机硅单体通过水解、裂解等工序制成以聚硅氧烷为代表的中间体，中间体再进一步合成得到硅油、硅橡胶、硅树脂和硅烷偶联剂等四类有机硅深加工产品。

我国主要有机硅生产企业在二甲氯硅烷单体、中间体或 107 胶、硅橡胶、硅油等产品的质量已达到国际水平，但特种硅橡胶、硅烷试剂等仍与外资企业有较大差距，比如我国苯基和乙烯基的有机硅单体生产还很少，制约了下游特种有机硅材料的发展。这些特种产品的市场潜力巨大且利润率较高，是未来我国有机硅厂家扩大市场份额的必争之地。

目前我国苯基氯硅烷(包括苯三氯硅烷、二苯二氯硅烷、甲基苯基硅烷)单体的总产能仅约 5000 吨/年，发展较为滞后。

表 5 国内苯基氯硅烷单体生产企业及产能

生产企业	产能(吨/年)
大连元永有机硅厂	2000
安徽蚌埠合众硅氟新材料有限公司	500
浙江华成有机硅材料有限公司	500
晨光化工研究院	500
安徽淮南地区六家	345
安徽凤台淮河化工厂	200
江西星海精细化工厂	100
合计	4145

资料来源：石油和化学工业规划院、东北证券

2.4.1 高温硫化硅橡胶（HTV）

我国硅橡胶的生产和加工能力已超过 50 万吨（以硅氧烷计），加工企业 100 余家，主要产品有高温硫化硅橡胶(HTV)和室温硫化硅橡胶(RTV)。

目前国内 HTV 产销量超过 30 万吨。我国 HTV 年产量达千吨级的有 20 多家，产能达到万吨级的企业有江苏宏达、南京东爵、浙江新安、蓝星星火、浙江合盛等 5 家，生产厂家主要集中在浙江、广东、江苏、上海等地。

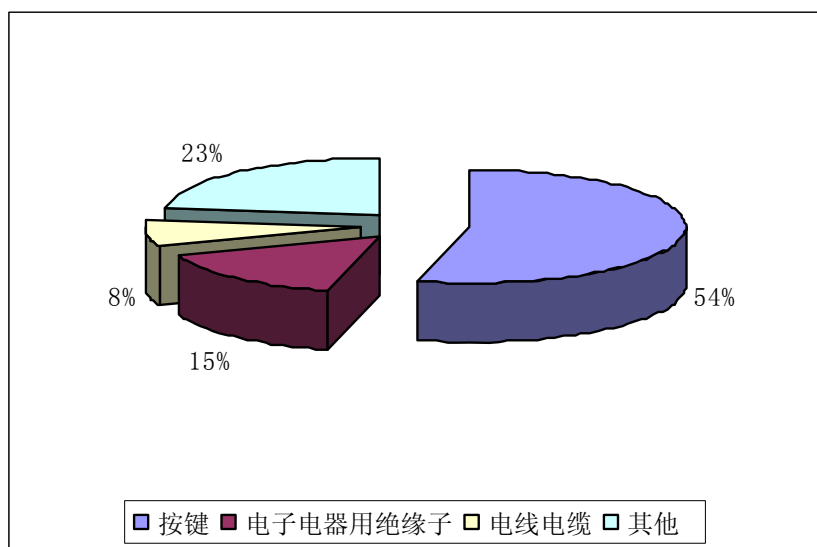
国产 HTV 硅橡胶占据了我国大部分中低端市场，主要应用领域为电子电器、电缆、汽车等行业。用量最大的是电子设备的按键胶，用量占到 HTV 的一半以上；硅橡胶绝缘子及避雷器已大量用于输变电系统中，与瓷绝缘子、玻璃钢绝缘子呈三分天下之势；HTV 硅橡胶在电线、电缆、胶管、密封件等方面用量也在快速增长；硅橡胶在汽车上的用量也是相当可观的，保守估算我国用于汽车制造和维修的硅橡胶应不低于 1.5 万吨。

表 6 高温硅橡胶应用领域

应用领域	主要应用范围
电子电器	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
电缆	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、原子能电缆等
汽车	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
医疗卫生	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
航空和宇航	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。
其他	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：公司招股书，东北证券

随着 HTV 的新用途被不断开发出来，预计“十二五”期间我国高温硅橡胶需求将保持 15%以上的增速。

图 7 我国高温硫化硅橡胶消费结构

资料来源：东北证券

2.4.2 液体硅橡胶（LSR）

液体硅橡胶又称双组份加成性硅橡胶，是一类相对混炼型半固态硅橡胶和单组分室温硅橡胶而言的有机硅橡胶。

我国液体硅橡胶的最大品种是建筑密封胶，加上电子、汽车及模具硅橡胶，总产能超过 30 万吨（以硅氧烷计），产销量约 25 万吨。建筑密封胶产能超过 5000 吨的企业约 30 家，其中产能超过 1 万吨的企业有江门大光明、广州新展、广州白云、杭州之江等 15 家。

中国建筑业使用有机硅建筑密封胶已占据主导地位，在玻璃幕墙装配中几乎完全使用有机硅密封胶，在门窗装配、石材幕墙装配、铝板幕墙装配、中空玻璃装配中也已占

80%以上份额。随着我国城镇化建设的发展,有机硅建筑密封胶的需求量还将保持高速发展,预计建筑业对有机硅密封胶的需求量将保持 25%以上增速。

2.4.3 硅油

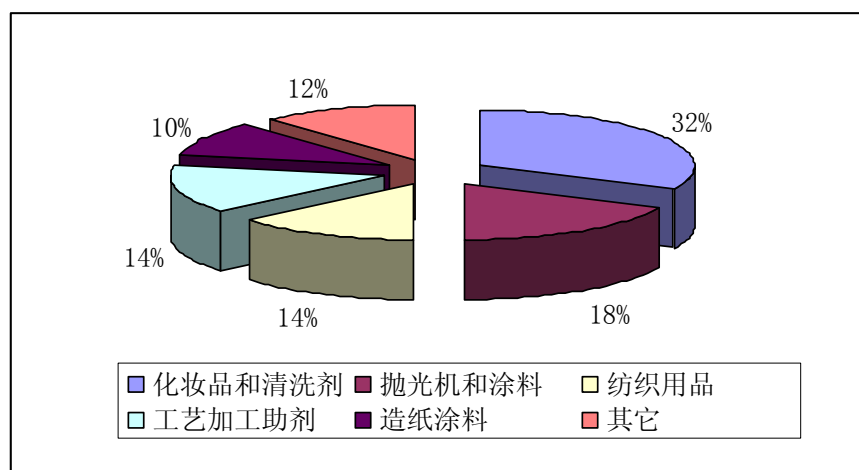
硅油生产过程相对比较简单,特别是普通的二甲基硅油。国外二甲基硅油的生产主要集中在美、日、西欧。美国的道康宁公司是世界上二甲基硅油产量最大的公司,其次是瓦克公司。硅油的消费市场中,美国、欧洲、亚洲各占 1/3 用量,中国近五年来二甲基硅油的表观消费量年均增长率约为 15%,成为全球增长最快的市场。

2009 年我国硅油产量约 8 万吨(以硅氧烷计),消费约 10 万吨。目前,全国硅油消费量估计约 15 万吨,国产量约占一半,国外厂商对普通硅油采取低价销售政策,所以我国硅油市场供应充足。我国硅油生产企业比较分散且规模不大,1500 吨以上企业有浙江新安、蓝星星火、枣阳四海、厦门汉旭、深圳天鼎、常州宏兴、扬州晨光等。

硅油可用作纺织助剂(后整理剂)。中国是纺织品生产大国,硅油及其制品在纺织业的应用非常广泛,目前每年用量约为 2 万吨;硅油的另一大用途是作为消泡剂,有机硅类消泡剂以其性能优良、副作用小等特点而被造纸工业、发酵工业等使用;我国医药用高档硅油产品全部依靠进口。

在国外,硅油在化妆品上用量很大,但由于国内化妆品主要为合资品牌,大多数企业不愿使用国产硅油,因此国产硅油在化妆品中的应用非常有限。据欧睿(Euromonitor)信息咨询公司估计,2010 年中国护肤品市场的营业额据约为 87 亿美元,到 2012 年,中国将取代美国成为全球第二大护肤品市场。目前我国日化领域每年消费的硅油数量近 5 万吨,开发日化用硅油大有前途。

图 8 2009 年日本硅油成品消费结构



资料来源: 东北证券

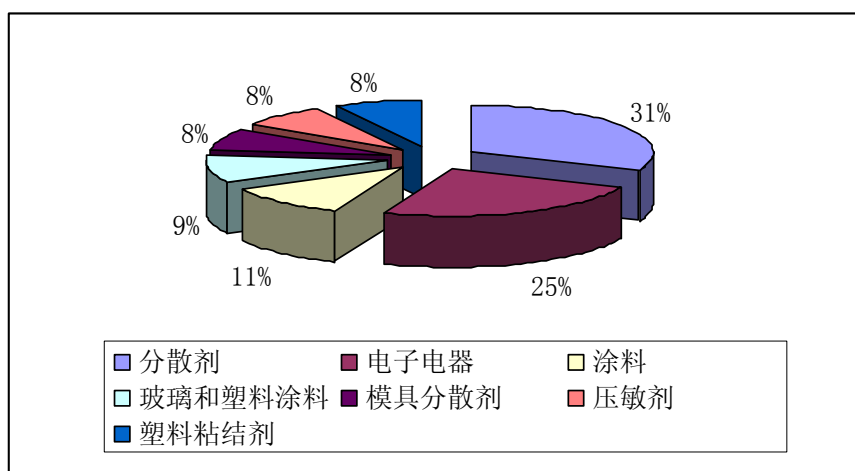
预计国内硅油的消费将处于稳步增长状态,2015 年国内硅油的需求量将达 24 万吨,高档硅油制品的比例将大幅提高。

2.4.4 硅树脂

硅树脂属于热固性材料，兼具有机树脂及无机材料的双重特性，具有优异的防潮、防水、防锈、耐寒、耐臭氧和耐候性能。目前在国内市场上销售的硅树脂大都是一些上世纪七八十年代开发的老品种，性能稍好一点的或新型的硅树脂几乎都从国外进口。

硅树脂在整个有机硅材料中所占比例不大，美国、西欧和日本硅树脂消费量约 3.5 万吨，占硅氧烷总消费量的 5%，中国的消费比例还要小，估计我国硅树脂消耗量 1.5-2.0 万吨。国内硅树脂生产企业规模较小，千吨级以上的企业有江苏三木、枣阳四海、上海树脂厂、中蓝晨光等。

图 9 美国有机硅树脂消费结构



资料来源：东北证券

一甲基氯硅烷综合利用技术的进步，以及我国苯基氯硅烷制备技术的发展，将会推动我国硅树脂的生产和应用，预计 2015 年硅树脂的总需求量有望达到 6 万吨。

2.4.5 硅烷偶联剂

硅烷偶联剂是一种用于改善有机聚合物与无机物实际粘接强度的材料。硅烷偶联剂主要包括甲氧基硅烷和乙氧基硅烷，其中乙氧基硅烷占比较大。

硅烷偶联剂可以用于提高玻璃纤维的物理性能，硅烷偶联剂在玻璃纤维中的使用量约占国内总消费量的一半；其次是子午线轮胎，约占 40%；其余的用于涂料等领域。

2009 年我国硅烷偶联剂总产量约为 10 万吨，目前我国硅烷偶联剂生产能力达 12 万吨左右，生产企业有 30 多家，其中比较大的生产企业有南京曙光(最大)、应城德邦、荆州江汉、湖北武大、张家港国泰华荣、丹阳晨光、南京裕德恒，另外还有江苏华盛、丹阳实业、天津圣滨、山东大易、曲阜万达、南京创世、溧阳宇峰、青岛海诺等。

2.4.6 气相白炭黑

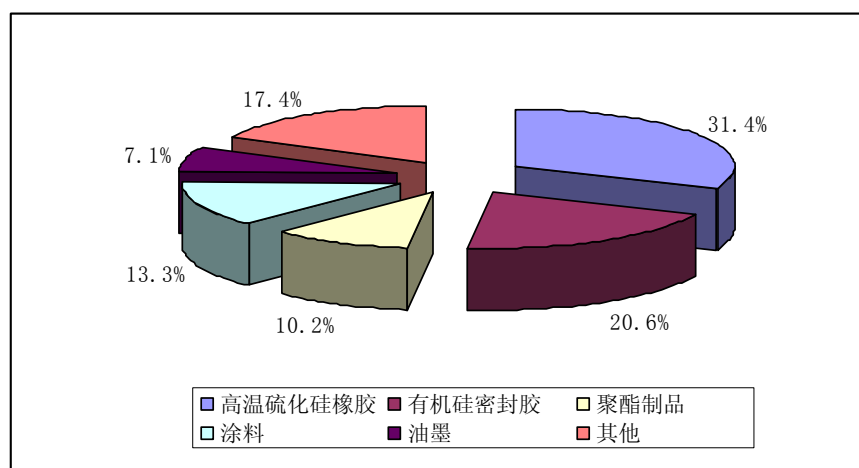
在生产有机硅单体时，由于硅粉和氯甲烷之间化学反应的特点，不能将氯甲烷和硅

粉全部转化为二甲基二氯硅烷。因此，如何利用和处理一甲基三氯硅烷、三甲基氯硅烷、一甲基二氯硅烷、高沸物等副产物（占单体合成能力的 15%-20%），对于提高原料的利用率和降低综合成本十分重要。

将这些副产物在氢氧火焰中高温水解可以生成纳米级的气相白炭黑，用作补强填料和多功能添加剂，是综合利用副产物的一个重要方式。气相白炭黑是目前真正工业化的一种纳米材料。

气相法白炭黑和沉淀法白炭黑均为二氧化硅产品，但气相法白炭黑细度超过沉淀法白炭黑，且不容易吸湿，不仅可以作为橡塑制品的补强填料，还可以在涂料中做消光剂，价格较贵。气相法白炭黑主要应用在硅橡胶领域，用量占其总产量的 50%以上，因而硅橡胶的消费量将直接影响到气相法白炭黑的市场需求。

图 10 我国气相法白炭黑消费结构



资料来源：东北证券

随着国内企业有机硅单体装置的扩大，这些副产物的数量已经可以规模化综合利用，气相二氧化硅的建设可以提高国内企业的经济效益。

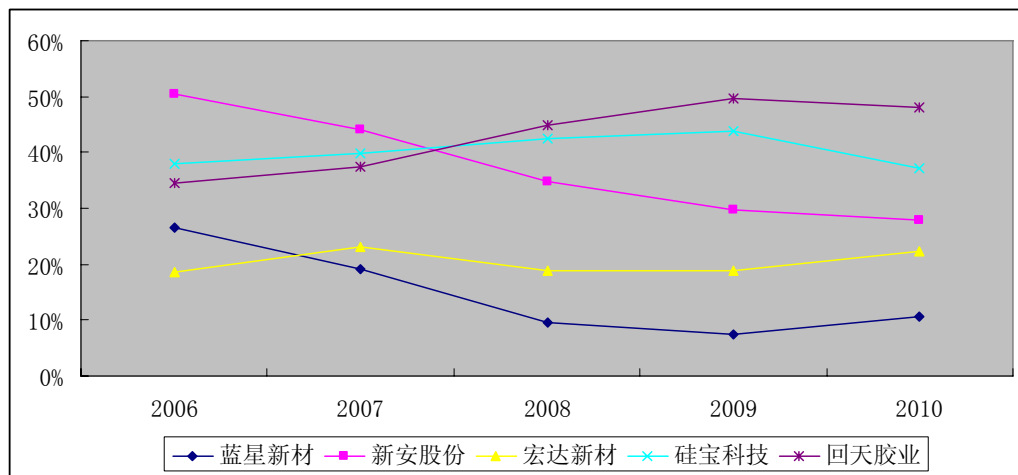
三、公司比较与分析

目前主营业务收入为有机硅产品的上市公司有：蓝星新材、宏达新材、东岳集团（港股暂不列入谈论范围）、新安股份、硅宝科技和回天胶业，其中只有宏达新材的主营业务全部为有机硅产品。

硅宝科技和回天胶业的有机硅产品分别为高性能室温硅橡胶和有机硅胶黏剂，毛利率较高；新安股份采用了独特的“有机硅-草甘膦”联产技术，使有机硅单体生产成本大幅下降，毛利率水平高于国内同行，但由于单体产能日益过剩，毛利率下降趋势明显，目前公司正在积极往深加工领域拓展；蓝星新材作为国内有机硅产业的先行者，有机硅的营业收入一直排名前列，但毛利率一直受困于管理和产品结构的单一化；宏达新材不断优化产品结构，积极开发差异化的有机硅深加工产品，产品综合毛利率在

2010 年开始回升。

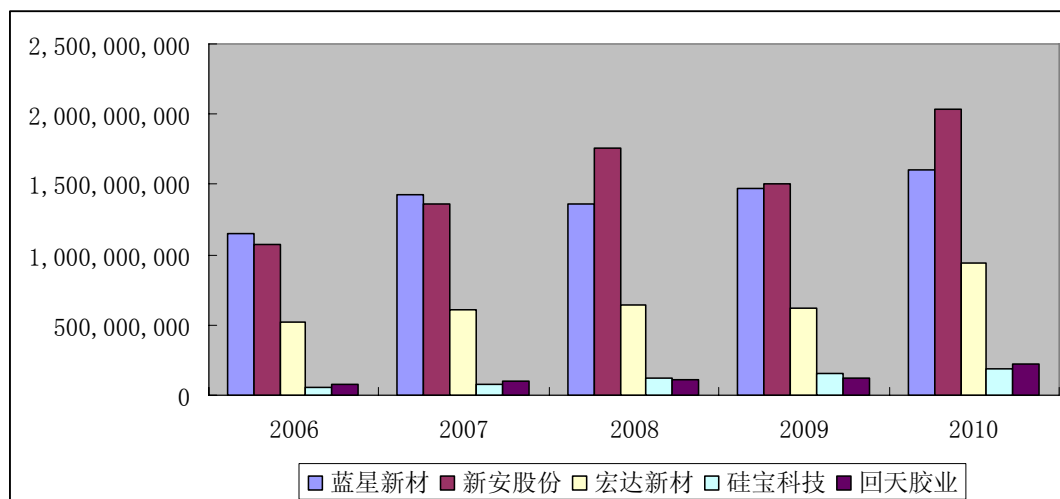
图 11 有机硅产品综合毛利率比较



资料来源：东北证券

五家上市公司可以说是国内有机硅行业内的代表性企业。2010 年五家公司有机硅业务收入均有不同幅度的上升，回天胶业高居榜首，达到 83.91% 的增速；宏达新材位列第二，达到 51.20% 的增速。

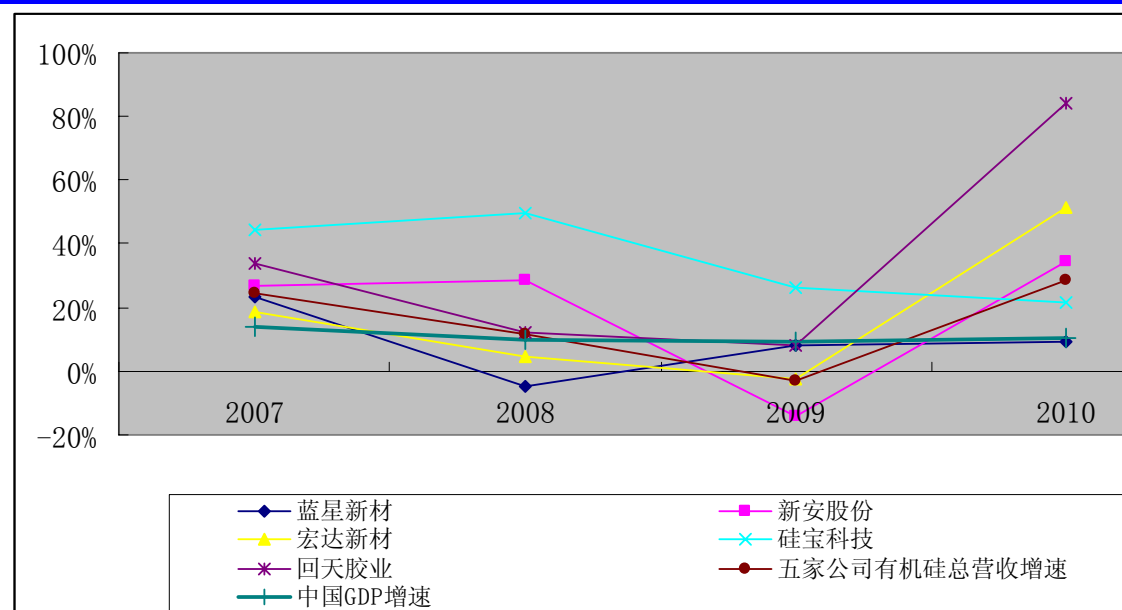
图 12 上市公司有机硅产品业务收入比较



资料来源：东北证券

把五家公司有机硅总营业收入增速和我国 GDP 增速比较，我们可以看出有机硅行业的弹性明显大于 GDP。从中长期来看，我国有机硅行业的年平均增速明显跑赢 GDP 增速。

图 13 公司有机硅业务收入增速比较



资料来源：东北证券

四、盈利预测与投资评级

如果只计算新增的高温硅橡胶项目，预计公司 2011-2013 年的 EPS 为 0.32、0.39 和 0.45 元。保守预计公司其它深加工项目 2012 和 2013 年可分别贡献每股收益 0.23 和 0.32 元，综上所述公司 2011-2013 年的 EPS 为 0.32、0.62 和 0.77 元。如果新产品销售渠道拓展顺利，公司 2012 年业绩会有大幅提升。另外公司还有 107 胶项目(3 万吨，室温硅胶原料)和股权投资项目，将为公司业绩锦上添花。

目前，主要可比公司 2012 年 PE 均值为 23 倍。给予公司 2012 年 25 倍 PE，目标价格 15.50 元。

表 7 公司利润预测表预测 (人民币百万元，只计算新增的高温硅橡胶项目)

	2010	2011E	2012E	2013E
一、主营业务收入(百万元)	948.99	1,413.79	1,829.36	2,177.51
减：主营业务成本	735.31	1,096.11	1,421.96	1,696.94
主营业务税金及附加	1.20	1.84	2.38	2.83
销售费用	25.85	38.46	51.59	63.58
管理费用	70.95	96.84	125.31	149.16
财务费用	11.45	14.42	18.29	26.13
资产减值损失	6.30	2.40	3.50	4.20
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0
二、营业利润(百万元)	100.00	163.72	206.33	234.67
加：营业外收入	6.60	6.00	6.00	6.00
减：营业外支出	0.64	0	0	0
三、利润总额(百万元)	105.97	169.72	212.33	240.67

减：所得税费用	15.07	24.13	30.19	34.22
四、净利润(百万元)	90.90	145.59	182.14	206.44
减：少数股东损益	5.66	9.06	11.34	12.85
归属于母公司净利润	85.24	136.52	170.80	193.59
五、每股收益（元）	0.20	0.32	0.39	0.45

资料来源：Wind，东北证券

表 8 公司项目新增利润的预测

项目名称	现有产能 (万吨)	新增产能 (万吨)	全部达产后预计 新增利润(万元)
液态胶项目		0.5	1000
甲基苯基二氯硅烷项目		0.5	5000
有机硅酮密封胶项目		0.3	1000
纺织助剂项目		1	3000
合计			10000

资料来源：公司公告，东北证券

表 9 主要可比公司估值比较

公司简称	代码	股价	每股收益（元）			市盈率（X）		
		2011-5-23	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
*ST 新材	600299	14.25	0.14	0.28	0.41	102	51	35
新安股份	600596	12.35	0.25	0.61	0.78	49	20	16
回天胶业	300041	32.2	0.83	1.09	1.46	39	30	22
硅宝科技	300019	16.87	0.42	0.58	0.84	40	29	20
平均						58	32	23
宏达新材	002211	13.18	0.20	0.32	0.62	66	41	21

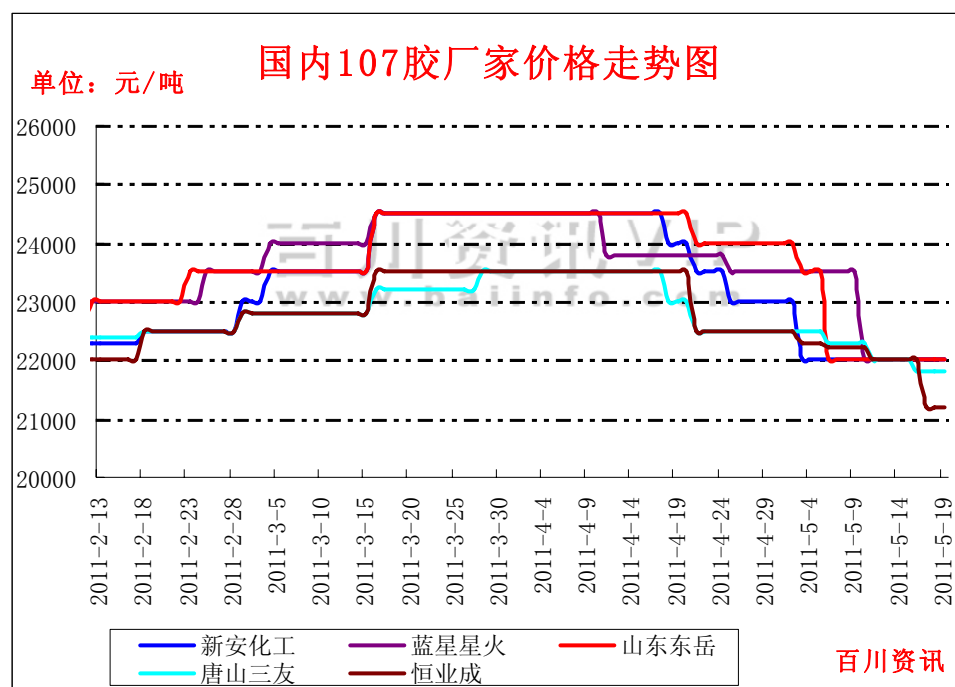
资料来源：Wind，东北证券

五、风险提示

- 1、单体产能过剩拖累深加工产品，公司新产品下游销售渠道拓展受阻；
- 2、宏观经济下滑导致有机硅产品需求萎缩；
- 3、原材料、电力等成本大幅上涨。

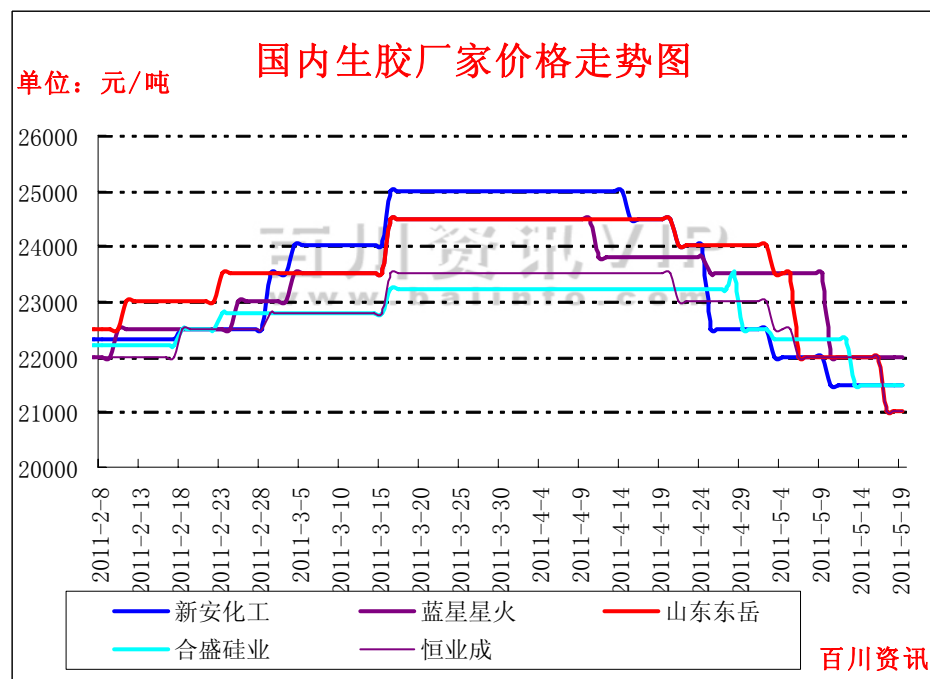
附录：国内主要有机硅产品价格走势

图 14 国内 107 胶价格走势



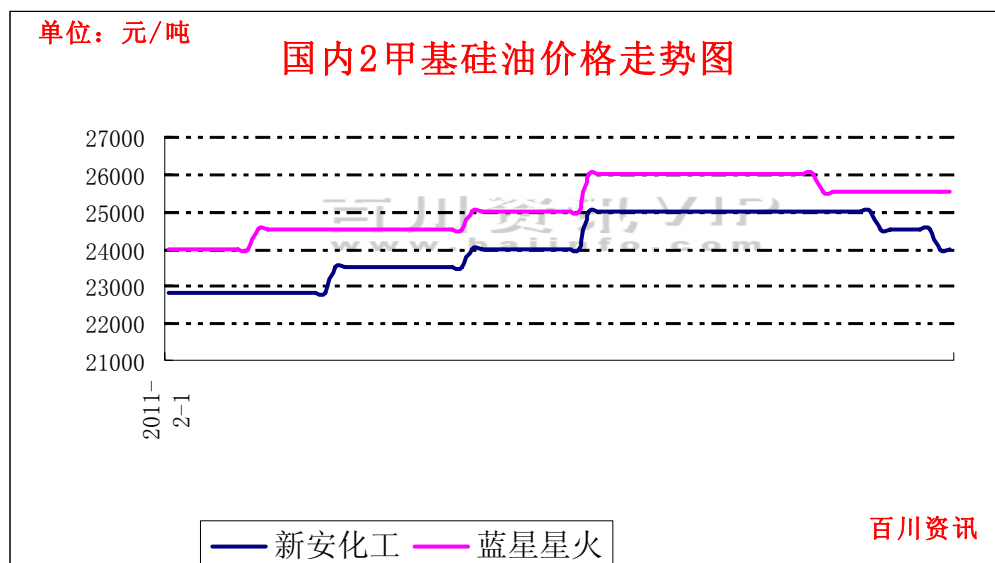
资料来源：百川资讯，东北证券

图 15 国内生胶价格走势



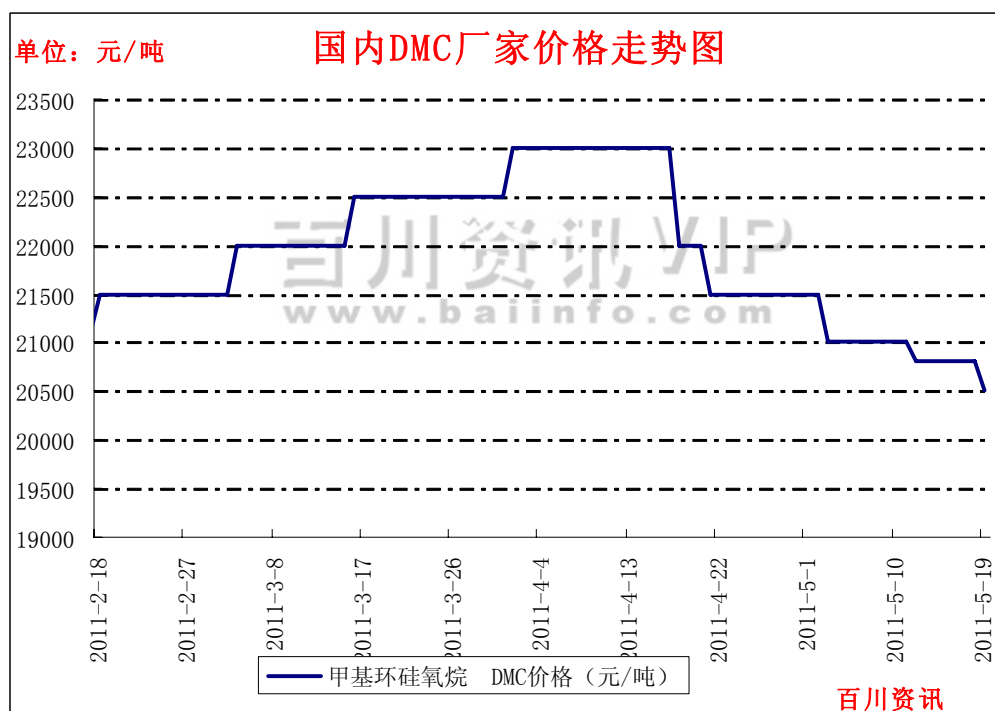
资料来源：百川资讯，东北证券

图 16 国内硅油价格走势



资料来源：百川资讯，东北证券

图 17 国内 DMC 价格走势



资料来源：百川资讯，东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。