

有机硅

评级：看好

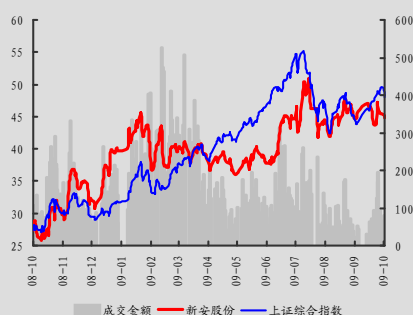
化工行业研究员

祖广平

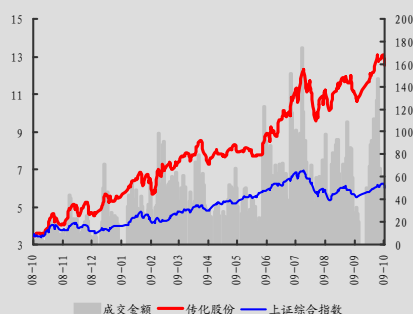
010-88086830-693

zugp@rxzq.com.cn

600596 与上证指数走势对比



002010 与上证指数走势对比



近期相关报告一览：

《硅宝科技（300019）新股分析：室温胶行业中的优势企业》，2009/10/11。

有机硅：需求回暖，价格上涨

有机硅产品具有一系列优异的性能，广泛应用于电子电气、建筑、机械、冶金、汽车、化工、纺织、医疗等行业；近年来各有机硅产品如硅橡胶、硅油、硅烷偶联剂等产品年均消费增速都在20%以上。

■ **需求回暖，价格上涨。**目前有机硅的主要下游行业，如建筑、汽车、电子、印染、涂料等，均已经出现的回暖迹象。

产品价格上涨。由于下游行业需求不断上升，9月初以来，有机硅产品价格不断上调，一个多月的时间内涨幅达22.3%。从前几年价格情况看，目前有机硅单体价格仍处于较低区域，仍存在一定的上涨区间。

厂商开工率提高。由于下游需求提升，国内大多数有机硅厂商都已经提高了开工率。以国内有机硅单体产能最大的蓝星新材为例，蓝星新材江西星火有机硅厂6月份已经结束连续8个月的亏损，7月份有机硅销量创历史新高。

■ **有机硅产品深度开发前景广阔。**

有机硅单体产能释放较大。根据不完全统计，截至今年年底国内有机硅单体产能将达110万吨，2010年国内有机硅单体产能将达到130万吨。单体产能过快释放，对产品价格回升形成一定压力。

有机硅产品深度开发前景广阔。深度开发有利于抵御行业周期性波动。目前我国几家大的有机硅厂商，仍然以单体生产为主，受到经济危机影响很大：以蓝星新材（600299）为例，受到经济危机冲击后，其毛利率水平大幅低于生产有机硅下游产品的宏达新材（002211）。另外，有机硅下游产品市场更为广阔：由于近年来国内有机硅单体产能迅速扩张，市场竞争越来越激烈；而下游深加工产品领域，由于产品种类繁多、需求量大，附加值高，有着广阔的市场前景。

■ **重点关注公司：新安股份（600596），传化股份（002010）。**

新安股份（600596）：循环经济，优势明显。公司主要优势：一是循环经济，有机硅、草甘膦产生的副产物可以循环利用，大大降低了成本；二是有机硅制品不断向下游拓展，有利于提升附加值。预计09、10年公司EPS分别为1.78元、2.36元。按照10月27日收盘价计算，PE分别为24.5、18.5倍；目前公司估值水平合理，业绩增长较快，给予“增持”评级。

传化股份（002010）：受益于纺织服装行业复苏。公司主要生产有机硅下游产品，包括印染助剂（15-16万吨），化纤油剂（4-5万吨），活性染料（约1.5万吨）。未来公司业绩增长点在于：1、产品毛利率逐步回升。2、由于下游复苏，公司产品销量将有一定增长。预计公司今明两年EPS分别为0.6元、0.66元，对应10月27日PE分别为20.8倍、18.8倍。公司经营已经进入上升周期，给予“增持”评级。

1、有机硅：应用广泛的化工新材料

有机硅是硅粉与氯甲烷在催化剂作用下反应生成的一类化工新材料，它具有一系列优越的性能，例如耐腐蚀、耐辐照、耐高低温、吸湿性、高绝缘电阻、低介电常数、低应力、减振、环保、低毒性、难燃、可返修等等。因此有机硅被制成各式各样的粘接密封剂、灌封胶、绝缘涂料和硅树脂、硅油等产品，广泛应用于电子电气、建筑、机械、冶金、汽车、化工、纺织、医疗等等行业。

有机硅产品按照生产阶段的不同，可大致分为有机硅单体、中单体、初级聚合物、有机硅制品（硅油、硅橡胶、硅树脂等）。近年来国内有机硅单体产能有了较大的扩张，而需求更大，产品附加值更高的有机硅制品还有很大的发展空间。根据中国化工信息中心的统计数据，近年来国内有机硅室温胶消费量年均增速 18.4%（08 年全国有机硅制品产量 58 万吨，其中有机硅室温胶产量 27.5 万吨）；而另一有机硅制品硅烷偶联剂的产量年均增速也在 30% 以上。

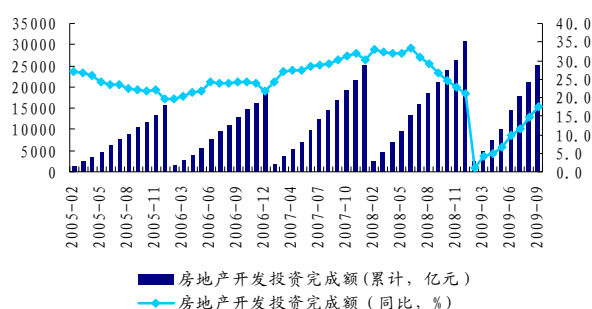
2、需求回暖，价格上涨

2.1、下游需求回暖

在有机硅下游产品中，硅橡胶占总产量比重近 50%，而硅橡胶最大的应用下游为房地产行业（需求量占硅橡胶总需求的 40% 以上），其余用于汽车、电子等行业；有机硅另一重要的下游产品为硅油（占有有机硅制品总量约 23%），主要用于印染、日化行业；其余有机硅下游产品如硅树脂、硅烷偶联剂，主要用于生产涂料、粘接剂、增强剂、橡胶增强剂等。目前大部分下游行业已经出现的回暖迹象。

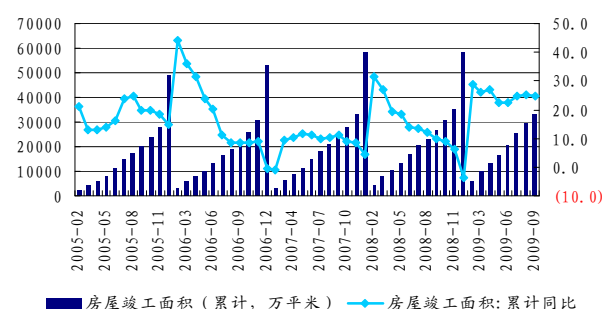
全国房地产开发投资迅速回升。受到国家一系列政策扶持，国内房地产、建筑行业今年以来快速从底部区域复苏。根据全国房地产开发投资统计数据，今年 2 月份全国房地产开发投资共 2398.15 亿元，同比增长仅 1%，为近几年来最低水平；此后房地产开发投资增速开始快速回升，9 月份全国累计房地产开发投资 25050 亿元，同比增长 17%，已经接近前几年正常投资增速水平。由全国房屋竣工面积数据分析，今年 2 月份以来房屋竣工面积同比增速保持在 20% 以上，显示房地产行业已经进入复苏阶段。房屋建筑面积不断上升，必然加大对建筑建材产品的需求，包括必不可少的有机硅产品。

图表 1 全国房地产开发投资情况



数据来源：WIND 资讯

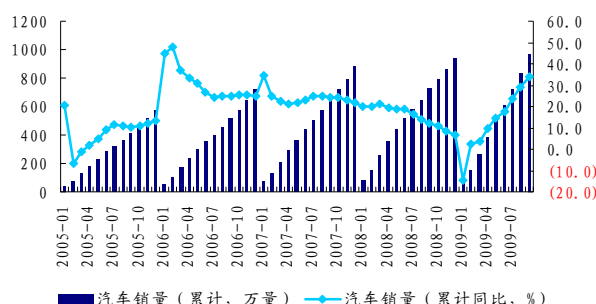
图表 2 全国房屋竣工情况统计



数据来源：WIND 资讯

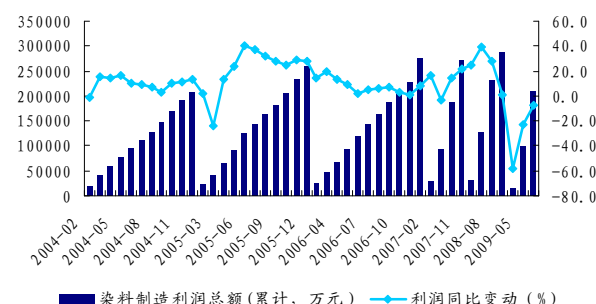
汽车销量增速已接近 07 年来最高点。今年国家出台了汽车产业振兴规划，提出了振兴汽车业的具体政策措施。随着减征乘用车购置税、开展“汽车下乡”等一系列具体政策实施，今年以来汽车销量增速快速提升：今年 9 月份全国汽车销量为 966.27 万量，同比增长 34.24%，增速已经接近 07 年增速最高点（34.27%）。

图表 3 全国汽车销量情况



数据来源: WIND 资讯

图表 4 全国染料行业盈利量情况



数据来源: WIND 资讯

染料行业盈利水平已接近去年同期。根据 1-8 月份的统计数据, 国内染料行业累计实现净利润 209338 万元, 同比下降 7.82%。值得注意的是, 今年 2 月份、5 月份染料行业累计净利润同比分别下降 58.04%、23.03%; 也就是整个行业净利润同比降副正在缩小, 从单月盈利情况看, 目前行业应该已经实现了净利润的正增长。

除了上述提到的行业, 其它有机硅下游行业如纺织、电气、机械、冶金等, 都有不同程度的复苏。下游行业的复苏必然加大对有机硅产品的需求, 表现为相关产品价格的上涨及企业开工率的提高。

2.2、有机硅产品价格上涨, 开工率提高

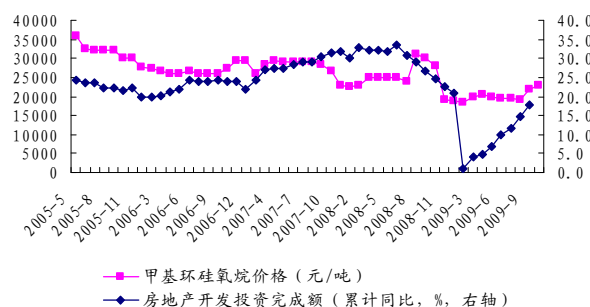
图表 6 比较了近年来国内房地产开发投资增速、有机硅单体价格走势, 可以发现二之间存在一定的正相关性: 随着房地产投资增速的上升, 有机硅单体价格出现上升, 反之亦然; 说明有机硅产品价格受到下游影响。

图表 5 长三角地区甲基环氧硅烷价格走势



数据来源: WIND 资讯

图表 6 甲基环氧硅烷价格及房地产投资情况



数据来源: WIND 资讯

产品价格上涨。由于下游行业需求不断上升, 9 月初以来, 有机硅产品价格不断上调。8 月底, 长三角地区有机硅单体价格为 18800 元/吨, 为近几年来最低点; 进入 9 月份后价格连续上涨, 目前已经达到 23000 元/吨, 一个多月的时间内涨幅达 22.3%。尽管短期内价格涨幅较大, 但从前几年价格情况看, 目前有机硅单体价格仍处于较低区域, 仍有较大的上涨区间 (见图表 6 比较了近年来国内房地产开发投资增速、有机硅单体价格走势, 可以发现二之间存在一定的正相关性: 随着房地产投资增速的上升, 有机硅单体价格出现上升, 反之亦然; 说明有机硅产品价格受到下游影响。

图表 5)。

厂商开工率提高。由于下游需求提升, 国内大多数有机硅厂商都已经提高了开工率。以国内有机硅单体产能最大的蓝星新材为例, 蓝星新材江西星火有机硅厂 6 月份已经结束连续 8 个月的亏损, 7 月份有机硅销量创

历史新高。国内另一有机硅龙头企业新安股份，目前也以较高的开工率进行生产。

2000 年来，我国有机硅单体表观消费量年均增速在 25% 以上；2008 年全国有机硅表观消费量约为 75 万吨。2009 年按 20% 的需求增速测算，将有近 90 万吨的有机硅单体需求。

3、有机硅产品深度开发前景广阔

3.1、有机硅单体产能释放较大

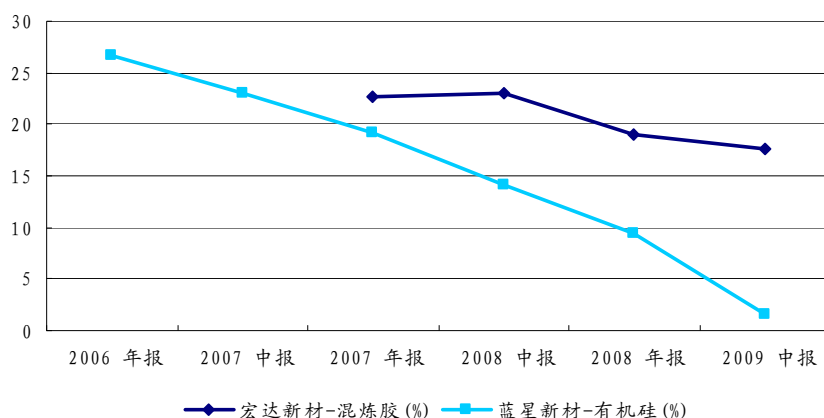
2008 年下半年来有机硅单体价格出现大幅下跌，由最高点 30000 元/吨以上跌至 20000 元/吨以下，跌幅达 33%。如此巨大的跌幅，有经济危机的因素在内，单体产能扩张过快也是一个重要的原因。

今年年底以前，一批在建的小型有机硅单体装置将要投产，新增产能约 20 万吨/年，再加上新安集团与迈图公司合作建设的 10 万吨/年装置，年内我国有机硅单体产能将新增 30 万吨/年。另外，蓝星集团已经决定加快建设原定在天津的 20 万 t/a 有机硅单体项目。该项目完工后，整个基地的总产能还可再扩大 30 万 t/a，并最终形成 70 万 t/a 的规模。根据不完全统计，截至今年年底国内有机硅单体产能将达 110 万吨，2010 年国内有机硅单体产能将达到 130 万吨。单体产能过快释放，对产品价格回升形成一定压力。

3.2、有机硅产品深度开发前景广阔

深度开发有利于抵御行业周期性波动。从外国有机硅行业相关公司的情况看，各跨国公司生产的有机硅单体有 50% 以上进行深加工后出售。有机硅产品的深加工，有利于延长企业的产业链，抵御行业周期性波动。目前我国几家大的有机硅厂商，仍然以单体生产为主，受到经济危机影响很大：以蓝星新材（600299）为例，2007 年公司有机硅产品毛利率主 19.22%，2008 年受危机影响降到 9.50%，2009 年中报毛利率进一步下降到 1.63%；受到经济危机冲击后，其毛利率水平大幅低于生产有机硅下游产品的宏达新材（002211）。

图表 7 蓝星新材有机硅单体、宏达新材混炼胶毛利率变动情况



数据来源：WIND 资讯

有机硅下游产品市场更广阔。由于近年来国内有机硅单体产能迅速扩张，市场竞争越来越激烈；而下游深加工产品领域，由于产品种类繁多、需求量大，有着广阔的市场前景。但受到技术条件、上游产品质量等因素限制，目前国内在有机硅下游产品加工领域仍存在较大的需求缺口，下游各行业近年来消费量呈现快速增长趋

势。

例如，近 10 年来我国聚硅氧烷表观消费量的年均增长率达到 31%，近 3 年平均增长 29%；国内硅酮密封胶和有机硅结构胶的用量以年均 20%左右的速度发展；自 1996 年以来，我国硅烷偶联剂的生产以年均超过 30%的速度增长。

4、重点关注公司

新安股份 (600596): 循环经济，优势明显。公司主营业务为：有机硅单体 10 万吨，有机硅制品约 5 万吨，草甘膦 8 万吨。另外公司在建项目有：10 万吨有机硅单体项目，2.5 万吨草甘膦项目，4.5 万吨有机硅制品项目等。公司的主要优势体现在两方面：一是循环经济，有机硅、草甘膦产生的副产物可以循环利用，大大降低了成本；二是有机硅制品不断向下游拓展，有利于提升附加值，获得更高利润率。

未来公司业绩增长动力有两点：一是有机硅、草甘膦产能不断扩张；二是下游行业复苏带来销量增长。预计 09 年-11 年公司 EPS 分别为 1.78 元、2.36 元、3.27 元。按照 10 月 27 日收盘价 43.56 元计算，其 PE 分别为 24.5 倍、18.5 倍、13.3 倍；目前公司估值水平合理，业绩增长较快，给予“增持”评级。

传化股份 (002010): 受益于纺织服装行业复苏。受益于中央应对国际金融危机的多项政策和促进纺织业发展的具体措施，二季度以来，纺织业整体呈现企稳回升的态势。公司主要生产有机硅下游产品，包括印染助剂 (15-16 万吨)，化纤油剂 (4-5 万吨)，活性染料 (约 1.5 万吨)。作为国内印染助剂业内的优势厂商，公司经营情况随着纺织行业复苏而逐步好转，目前公司部分产品已经进入满负荷运转。

未来公司业绩增长点在于：1、产品毛利率逐步回升。09 年中期公司各产品毛利率相对于 08 年已经提高了 2-8 个百分点。2、由于下游复苏，公司产品销量将有一定增长。预计公司今明两年 EPS 分别为 0.6 元、0.66 元，对应 10 月 27 日 PE 分别为 20.8 倍、18.8 倍。公司经营已经进入上升周期，给予“增持”评级。

图表 8 几家上市公司估值情况比较

代码	简称	价格 (10/27)	每股收益 (元)				市盈率			
			08A	09E	10E	11E	08A	09E	10E	11E
002018	华星化工	10.04	1.12	0.40	0.73	1.15	9.0	25.3	13.8	8.8
600389	江山股份	12.44	1.52	0.75	1.26	1.20	8.2	16.6	9.9	10.3
002211	宏达新材	10.99	0.18	0.20	0.44	0.58	61.1	56.1	25.0	18.9
002054	德美化工	16.87	0.73	0.68	0.77	0.86	23.1	24.8	21.8	19.6
600352	浙江龙盛	8.95	0.71	0.50	0.61	0.76	25.1	18.0	14.7	11.8
600299	蓝星新材	12.44	-0.29	0.16	0.59	0.98	-	75.9	21.1	12.7
600596	新安股份	43.56	5.89	1.78	2.36	3.27	7.4	24.5	18.5	13.3
002010	传化股份	12.47	0.37	0.60	0.66	0.75	33.7	20.8	18.8	16.7

数据来源：WIND 资讯，日信证券

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。