

2009年09月29日

硅宝科技 (300019)

——有机硅室温胶领域的佼佼者，建议申购价格 18.90-22.05 元

盈利预测：

单位：百万元、元、%

	主营收入 收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	主营业务 利润率	净资产 收益率
2007	92	18	16.8	28	0.84	38	29
2008	134	46	25.5	52	0.67	41	34
2009E	151	13	32	23	0.63	42	30
2010E	234	55	44	38	0.86	39	29
2011E	427	82	60	36	1.17	34	28

财务指标

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收帐款周转率	存货周转率
2006A	2.03	1.56	33.65	9.26	6.90
2007A	1.65	1.28	30.40	6.78	6.53
2008A	0.91	0.78	49.85	7.65	8.66

投资要点：

- 公司主要产品为有机硅室温硫化硅橡胶，08 年在国内有机硅室温胶市场的产量占比为 1.9%。2006-2008 年公司的营业收入和净利的 CAGR 分别为：28%和 39%。
- 有机硅室温胶行业无近忧但有远虑。尽管产品的下游需求在中短期内仍能持续增长，但即将出现的上游单体产能的过剩将迫使上游厂商向下游产业链延伸，从而侵蚀公司的利基市场，更为严重的是，2010 年之后室温胶行业自身也会进入供大于求的阶段。
- 公司将受益于自身的技术和市场优势。公司自主开发的专利和迅速扩张的营销网络有望为其赢得与国外巨头周旋并壮大自己实力的空间。
- 募集资金项目虽然能提升公司的市场份额，但行业未来的供大于求最终可能导致公司产品的量升价跌和毛利收窄。
- 风险提示。公司主要风险来自于行业未来可能供过于求，募投项目进度低于预期和替代材料的出现。
- 我们预计公司 09、10、11 年完全摊薄 EPS 为 0.63 元、0.86 元和 1.17 元，考虑到首批上市的创业板公司 09 年动态市盈率在 27-47 倍，以及与公司经营业务最为相近的宏达新材 09 年 9 月 29 日收盘价为 10.16 元，对应 09 年动态市盈率为 46 倍（市场平均预测值），我们认为可以给予公司 09 年 30-35 倍 PE，建议申购价格为 18.90 元-22.05 元。

特别提示：本报告所预测新股定价不是上市首日价格表现，而是在现有市场环境基本保持不变情况下的合理价格区间。

发行上市资料：

发行价格（元）	-
发行股数（万股）	1300
发行日期	2009/10/13
发行方式	网下发行+网上申购
主承销商	东海证券
上市日期	-
*首日上市股数 5100 万股	

基础数据（发行前）：2009 年 06 月 30 日

每股净资产（元）	2.28
总股本/流通 A 股（万股）	3800/0
流通 B 股/H 股（万股）	0/0

相关研究

分析师
林开盛

links@swsresearch.com

周小波

zhouxb@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)63295888x433
maxy@swsresearch.com

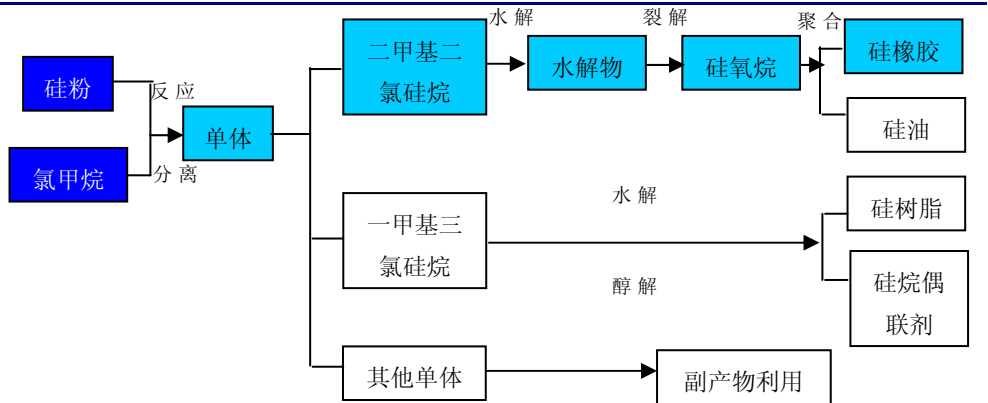
地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 63295888
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

1. 公司主营有机硅室温胶

公司主要产品为有机硅室温硫化硅橡胶（简称有机硅室温胶），收入规模从2006年的0.83亿元增长到2008年的1.36亿元，08年在国内有机硅室温胶市场的产量占比为1.9%，目前已具有6000吨的年生产能力并拥有200多个品种牌号。

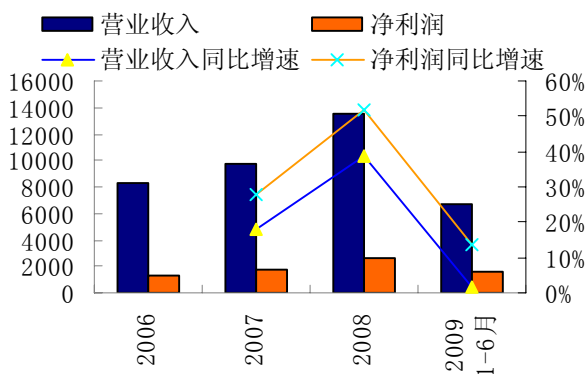
2009年1~6月公司有机硅室温胶销量达2667吨，销售额6136万元，占到营业收入的91%。

图1：有机硅产业链



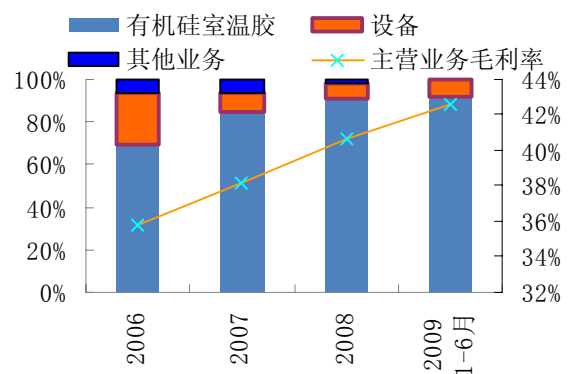
资料来源：申万研究

图2：尽管遭遇经济危机，公司的收入和净利仍保持增长（单位：万元）



资料来源：公司招股说明书，申万研究

图3：公司的营业收入集中于有机硅室温胶，毛利率逐年上升



资料来源：公司招股说明书，申万研究

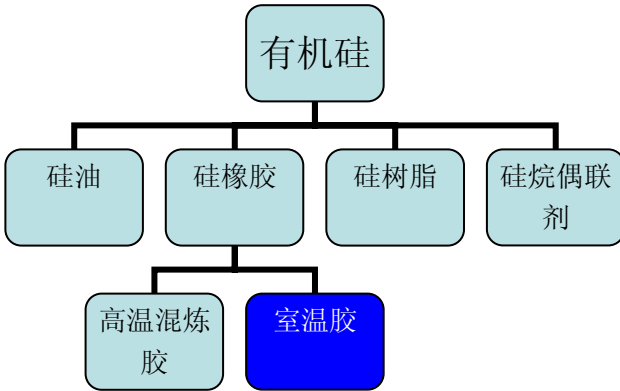
2. 有机硅室温胶行业无近忧却有远虑

2.1 有机硅室温胶下游需求在中短期内仍将持续增长

室温硫化硅橡胶有液体硅橡胶之称，它可在室温固化，使用方便，可添加不同的填充剂制成各种不同性能的材料，具有良好电性能和耐化学品性能，主要用作密封材

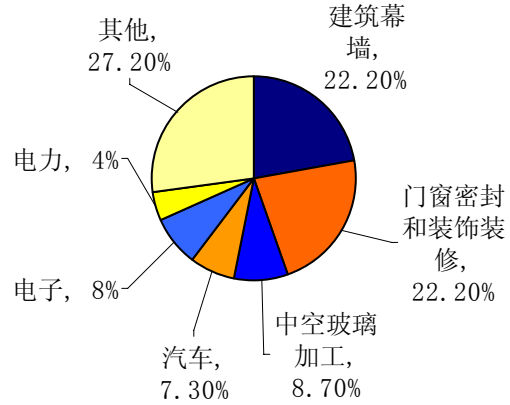
料、粘合剂、防护涂料等。有机硅室温胶 50% 以上的需求与建筑相关，随着我国城镇化建设的不断推进以及汽车和电力等领域的发展对密封胶提出更高的性能要求，有机硅室温胶市场需求有望进一步扩大。

图 4：有机硅室温胶属于有机硅产品中的硅橡胶类



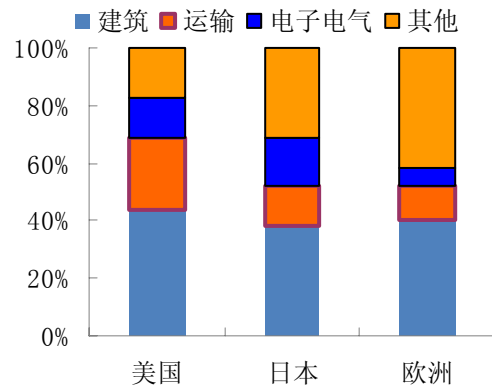
资料来源：申万研究

图 5：有机硅室温胶 50% 以上的需求与建筑相关



资料来源：CNCIC，申万研究

图 6：发达国家的硅橡胶下游也普遍以建筑为主



资料来源：有机硅材料，申万研究

2.2 有机硅上游将逐渐由供不应求转变为供过于求

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一个的行业。随着上游甲基氯硅烷（即有机硅单体）的产能逐渐出现过剩，预计其价格将会走低。从中短期来看，较低的原材料价格无疑将构成有机硅深加工行业的利好，提升其盈利空间，但放眼长期，走低的单体价格必然迫使上游企业加快产业链整合，加入到深加工行业的竞争阵营中来。

表 1：随着我国有机硅单体在 2010 年出现供过于求，可以预计价格将有较大幅度的下挫

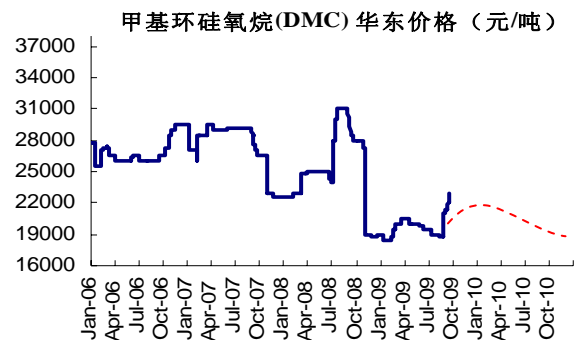
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
产能	27	53	80	110	180	200
产量	24	30	40	70	100	130
进口量	34	38	30	30	10	5
出口量	6	6	7	7	25	30
表观消费量	52	62	63	93	85	105
自给率	47%	49%	63%	75%	118%	124%
产能利用率	89%	57%	50%	64%	56%	65%
消费量 YOY	16%	19%	2%	48%	-9%	24%

资料来源：申万研究

表 2：有机硅单体行业的扩建产能必然将导致供过于求

企业	08 年产能	扩建产能	预定投产时间	备注
浙江恒业成	3.2	1.8	09 年已投产	已投产
江苏兄弟化工	0	6	09 年已投产	已投产
山西三佳化工新材料	0	6	09 年 10 月正式投产	建设中
山东金岭化学有限公司	0	10	09 年投产	建设中，可能延迟
唐山三友	0	6	09 年四季度	试生产阶段
蓝星星火	20	20	10 年年底投产	09 年 8 月动工，建设周期 16 个月
新安股份	10	10	10 年投产	建设中
江苏宏达	3	4.5	10 年 3 月投产	预计 10 年 3 月投产
山东东岳	6	24	10 年将建成 10 万吨	10 和 11 年逐步建设
内蒙古恒业成	0	30	10 年建成	08 年 5 月开始建设
瓦克道康宁	0	40	10 年投产	一期原材料厂房产于 08 年年底已投产
江苏梅兰	2.5	10	11 年投产	09 年开工建设
泸州北方	0	10	11 年投产	09 年已投产 6 万吨
湖北兴发集团	0	18	11 年投产 6 万吨	一期 6 万吨 09 年动工

资料来源：申万研究

图 7：供过于求必然导致 DMC 价格走低


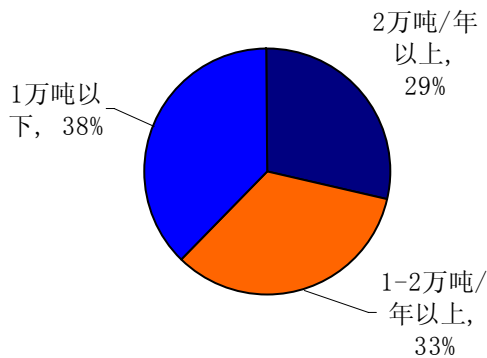
资料来源：百川资讯，申万研究

2.3 有机硅室温胶长期来看也存在供大于求的风险

2008年我国有机硅室温胶产量为26万吨，总体产能利用率为79%，表观消费量为27.5万吨，供需基本平衡，预计随着09年房屋建筑景气度的提升，产能利用率有望提升至85%。

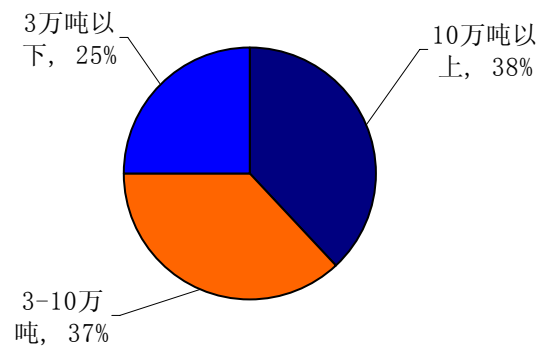
有机硅产品的应用领域非常广泛，品种数量超过一万，各大门类下的单个牌号有机硅产品的产量都很小，用户也比较分散，形成了单体集中生产，下游分散加工的行业特点，单体的CR4高达53%，而下游室温胶的CR4仅为29%。目前全球主要有机硅生产厂商均采用上下游一体化生产模式，即在从事有机硅单体规模化生产的同时又生产硅油、硅橡胶等有机硅深加工产品。国内的有机硅生产企业一般都没有形成完整的产业链，只处于原料到单体或单体到有机硅产品这个链条的某一端。对于国内有机硅行业来说，上下游互相延伸和整合是行业发展的必然趋势。

图8：有机硅室温胶行业的产能集中度有待提高



资料来源：CNCIC，申万研究

图9：2008年上游有机硅单体的产能集中度较高



资料来源：CNCIC，申万研究

从现有的在建产能来看，预计在2010年左右，室温胶行业将会出现供过于求，激烈的竞争势必削弱企业的盈利能力。

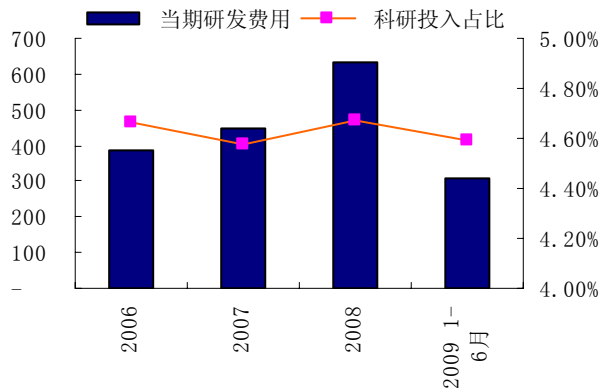
表3：大型有机硅公司的产能投放将使行业供过于求（不包括公司的募投项目），单位：万吨

公司名称	地址	拟建装置能力	项目所处阶段	预计投产时间
中蓝晨光化工研究院有限公司	四川新津	0.4	在建	2009年
浙江新安化工集团股份有限公司	浙江建德	3	在建	2010年
道康宁（张家港）有机硅有限公司	江苏张家港	2	在建	2010年
蓝星有机硅一体化项目	江西永修	2.5	项目前期	2013年

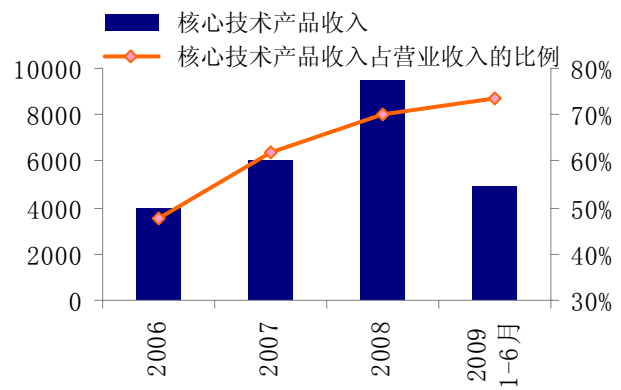
资料来源：公司招股说明书，申万研究

2.4 公司的技术和市场优势将逐渐凸显

由于有机硅深加工行业属于精细化工领域，技术服务性非常强，企业的经营是以客户需求为导向不断开发新的产品，因此未来过剩的产能首先消灭的是产品附加值、没有核心技术的小型企业，而公司自主开发的专利和迅速扩张的营销网络有望为其赢得与国外巨头周旋并壮大自己实力的空间。

图 10: 公司始终坚定地进行研发


资料来源：公司招股说明书，申万研究

图 11: 公司核心技术产品收入占营业收入的比例不断扩大


资料来源：公司招股说明书，申万研究

表 4: 公司在各细分领域均排名靠前

主要产品名称	2006年市场占有率 (市场排名)	2007年市场占有率 (市场排名)	2008年市场占有率 (市场排名)	主要竞争对手
建筑幕墙用有机硅室温胶	4.1% (第3)	5.5% (第3)	6.1% (第3)	广州白云、杭州之江
电力环保用有机硅室温胶	100% (第1)	71.9% (第1)	84.9% (第1)	湖北回天
车灯用有机硅室温胶	30.8% (第1)	41.4% (第1)	52.9% (第1)	道康宁(Dowcorning)
玻璃加工用有机硅室温胶	0.3% (前20)	0.3% (前20)	1.6% (前10)	浙江凌志、广州新展
门窗密封及装饰装修用有机硅室温胶	1.2% (第8)	1.4% (第7)	1.3% (第8)	广州新展、江门快事达、杭州之江等
电子用有机硅室温胶	0.0% (前10)	0.2% (第7)	0.4% (第6)	道康宁(Dowcorning)、瓦克(Wacker)、迈图

资料来源：公司招股说明书，申万研究

3. 募集资金项目

本次募集资金 1.63 亿元，主要用来增加公司有机硅室温胶的产能，扩大在建筑和汽车领域的市场份额，并通过改造技术中心为将来的成长提供技术支持。

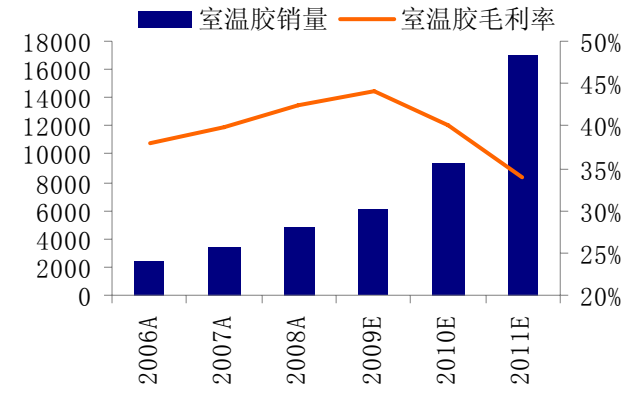
表 5: 募集项目主要用来增加公司产能

序号	项目名称	产能 (吨)	投资总额 (万元)	募集资金投资额 (万元)	竣工时间
1	建筑节能用中空玻璃有机硅密封胶技术改造项目	8000	6,034	6,034	一期 2009 年 12 月, 二期 2010 年 6 月
2	耐久型建筑门窗用有机硅密封胶技术改造项目	7000	4,774	4,774	2010 年 12 月
3	汽车用有机硅密封胶技术改造项目	3000	3,002	3,002	2011 年 6 月
4	技术中心技术改造项目	NA	2,532	2,532	NA
合计		15000	16,342	16,342	

资料来源：公司招股说明书，申万研究

我们预计，虽然本次募集资金项目有助于扩大公司的市场份额，但毛利率水平在未来可能的竞争下将会下滑至合理盈利水平。

图 12: 我们预计室温胶的毛利率将会随着行业竞争加剧而有所下滑



资料来源：公司招股说明书，申万研究

4. 风险提示

4.1 行业未来可能产生供过于求

目前有机硅室温胶的国内供需基本平衡，但随着有机硅上游的巨头受迫于单体产能过剩而开始整合产业链，公司原有的利基市场可能遭受强大对手的侵蚀。2010 年将有至少 5 万吨的室温胶产能释放（既然不考虑公司自身的扩产），这有可能引起行业内厂商竞相杀价而导致整个行业的利润空间受到挤压。

4.2 募投项目的进展低于预期

由于 2010 年之后行业可能出现供不应求，因此尽早投产、抢占制高点对于公司来说至关重要。如果出现工程延期，那么公司不仅会失去潜在的市场，而且产品将不得不削价销售。

4.3 替代材料的出现

有机硅室温胶属于高新材料，以技术为核心，以客户的需求为导向，一旦成本更低、性能更优越的材料出现，那么有机硅室温胶目前的地位将会面临严峻的挑战。

5. 盈利预测

我们预计公司 09、10、11 年完全摊薄 EPS 为 0.63 元、0.86 元和 1.17 元，考虑到首批上市的创业板公司 09 年动态市盈率在 27-47 倍，以及与公司经营业务最为相近的宏达新材 09 年 9 月 29 日收盘价为 10.16 元，对应 09 年动态市盈率为 46 倍（市场平均预测值），我们认为可以给予公司 09 年 30-35 倍 PE，建议申购价格为 18.90-22.05 元。

表 6: 首批上市的创业板公司 09 年动态市盈率在 27-47 倍

股票代码	公司	发行价	09EPS (申万预测)	09 年动态市盈率
300001	特锐德	23.8	0.66	36
300002	神州泰岳	58.0	2.12	27
300003	乐普医疗	29.0	0.72	40
300004	南风股份	22.9	0.49	47
300005	探路者	19.8	0.56	35
300006	莱美药业	16.5	0.49	34
300007	汉威电子	27.0	0.65	42
300008	上海佳豪	27.8	0.85	33
300009	安科生物	17.0	0.51	33
300010	立思辰	18.0	0.46	39

资料来源: 申万研究

表 7: 利润表

单位: 百万元, 元

利润表						
	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业收入	83	98	136	156	239	432
二、营业总成本	67	81	108	120	190	363
其中: 营业成本	51	62	81	90	145	286
营业税金及附加	1	1	1	1	2	4
销售费用	4	6	9	9	14	26
管理费用	11	12	15	16	24	43
财务费用	0	0	2	3	3	3
资产减值损失	0	0	1	1	1	2
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	16	17	28	36	50	68
加: 营业外收入	0	3	1	2	2	2
减: 营业外支出	0	0	0	0	0	0
四、利润总额	16	20	30	38	52	70
减: 所得税	2	3	4	6	8	11
五、净利润	13	17	26	32	44	60
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	13	17	26	32	44	60
六、基本每股收益	0.66	0.84	0.67	0.85	1.15	1.57
全面摊薄每股收益	0.66	0.84	0.67	0.63	0.86	1.17
全面摊薄总股本	20	20	38	51	51	51

资料来源: 公司招股说明书, 申万研究

注: 完全摊薄每股收益按照发行后总股本计算

信息披露

分析师承诺

林开盛，周小波：化工。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@swsresearch.com。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6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。 |

行业的投资评级：

以报告日后的6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。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。