

投资评级 优于大市 首次覆盖

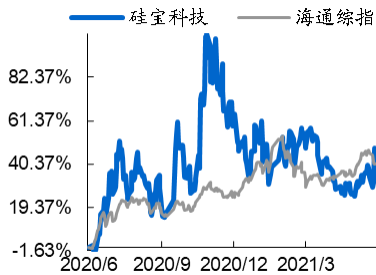
## 有机硅密封胶龙头，迎来快速发展期

### 股票数据

06月23日收盘价(元)	16.60
52周股价波动(元)	11.22-25.49
总股本/流通A股(百万股)	391/272
总市值/流通市值(百万元)	6493/4514

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	13.1	2.6	-8.3
相对涨幅(%)	13.3	2.0	-9.6

资料来源:海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@htsec.com

证书:S0850515040001

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@htsec.com

证书:S0850511010010

分析师:李智

Tel:(021)23219392

Email:lz11785@htsec.com

证书:S0850519110003

### 投资要点:

- 有机硅密封胶龙头，一季度业绩同比创新高。**公司是中国有机硅密封胶行业龙头企业，具有强大的产品研发、技术创新和技术服务能力。公司产品广泛应用于建筑幕墙、中空玻璃、节能门窗、电力环保、电子电器、汽车制造、机场道桥、轨道交通、新能源、设备制造及工程服务等众多领域。2021年一季度，公司产销两旺，实现营业收入3.59亿元，同比增长130.13%；实现归母净利润2827.56万元，同比增长172.10%，经营业绩同比创历史新高。
- 建筑类用胶稳占细分行业龙头地位。**目前，中国房地产市场份额逐渐向大型房地产集中，而大型房地产企业的采购份额逐步向供应商头部企业集中，公司建筑类用胶市场占有率进一步提升，稳占细分行业龙头地位。2020年，公司建筑类用胶产品成功应用于成都天府国际机场、国家会展中心(天津)等众多国家重点工程和地标建筑，建筑类用胶产品销量为84838.65吨，对应销售收入10.86亿元，同比增长37.78%，占公司营收71.29%的比重。
- 收购拓利科技，拓展工业类用胶领域布局。**2020年4月，公司及全资子公司硅宝新材以现金方式收购拓利科技，交易对价为2.55亿元(税前)。拓利科技是一家曾在新三板挂牌的国家高新技术企业，产品广泛应用于电子、5G通信、电力、家电等领域，获得授权专利47项。此次收购有利于拓展公司在工业胶领域的行业布局，丰富产品线，切入新兴领域，打通龙头企业供应链，提升公司工业胶市场占有率。
- 高端密封胶项目在建，为未来增长奠定基础。**公司拥有5大生产基地，占地近600亩，现有9万吨/年高端有机硅材料生产能力。2020年，公司启动10万吨/年高端密封胶智能制造项目，并继续推进拓利科技2万吨/年功能高分子材料基地及研发中心建设。公司预计“10万吨/年高端密封胶智能制造项目”的项目建设期为三年，于运营期第五年(包含建设期)达到满产，满产后可实现年销售收入16.3亿元及净利润1.88亿元。目前，公司募投项目第一期4万吨/年有机硅密封胶生产线已完成生产设备安装，目前处于调试阶段，预计6月份投产。项目建成后，公司总产能将超20万吨/年，成为全国最大、世界一流的有机硅密封胶生产企业。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计2021-23年公司归母净利润分别为2.75亿元、3.73亿元、4.96亿元，对应EPS分别为0.70、0.95、1.27元/股。公司是有机硅密封胶龙头，给予一定估值溢价，给予2021年28-31倍PE，对应合理价值区间为19.60-21.70元，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示:**原材料价格波动风险、新领域拓展不达预期、宏观经济下行。

### 主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1018	1524	2100	2746	3564
(+/-)YoY(%)	16.9%	49.7%	37.9%	30.7%	29.8%
净利润(百万元)	132	201	275	373	496
(+/-)YoY(%)	102.0%	53.0%	36.8%	35.5%	32.8%
全面摊薄EPS(元)	0.34	0.51	0.70	0.95	1.27
毛利率(%)	32.4%	31.8%	32.3%	32.8%	33.1%
净资产收益率(%)	14.8%	19.2%	13.2%	15.7%	17.7%

资料来源:公司年报(2019-2020)、海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

**盈利假设:**

关键产品销量假设: a. 建筑类用胶: 作为国内细分行业龙头, 我们认为公司不断上升的影响力和市占率将推高销量。我们预计 2021-23 年建筑类用胶销量分别为 10.18 万、12.93 万、16.55 万吨; b. 工业类用胶: 公司收购拓利科技后有望继续扩大业务规模, 预计 2021-23 年工业类用胶销量分别为 1.26 万、1.63 万、2.1 万吨。

毛利率假设: 随着高端密封胶项目陆续达产, 产品毛利率有望稳定提升。a. 建筑类用胶: 我们预计 2021-23 年建筑类用胶毛利率分别为 32%、32.5%、32.8%; b. 工业类用胶: 我们预计 2021-23 年工业类用胶毛利率分别为 36%、36.5%、36.8%。

**表 1 硅宝科技分业务盈利预测**

项目	2020	2021E	2022E	2023E
总收入 (百万元)	1523.64	2100.45	2746.05	3564.05
总成本 (百万元)	1038.50	1422.72	1846.61	2384.88
总毛利 (百万元)	485.14	677.72	899.43	1179.17
总毛利率	31.84%	32.27%	32.75%	33.09%
<b>建筑类用胶</b>				
收入 (百万元)	1086.21	1476.19	1939.41	2532.10
成本 (百万元)	740.88	1003.81	1309.10	1701.57
毛利 (百万元)	345.33	472.38	630.31	830.53
毛利率	31.79%	32.00%	32.50%	32.80%
<b>工业类用胶</b>				
收入 (百万元)	301.56	454.42	594.34	777.20
成本 (百万元)	194.24	290.83	377.40	491.19
毛利 (百万元)	107.32	163.59	216.93	286.01
毛利率	35.59%	36.00%	36.50%	36.80%
<b>偶联剂</b>				
收入 (百万元)	123.91	154.89	193.61	232.33
成本 (百万元)	96.24	119.26	149.08	178.90
毛利 (百万元)	27.67	35.62	44.53	53.44
毛利率	22.33%	23.00%	23.00%	23.00%
<b>其他</b>				
收入 (百万元)	11.96	14.95	18.69	22.43
成本 (百万元)	7.14	8.82	11.03	13.23
毛利 (百万元)	4.82	6.13	7.66	9.19
毛利率	40.30%	41.00%	41.00%	41.00%

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

**表 2 可比上市公司估值比较**

股票代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
300041.SZ	回天新材	14.39	0.51	0.71	0.88	28.22	20.16	16.26
300806.SZ	斯迪克	48.70	1.53	1.39	2.08	34.00	33.61	22.51
603260.SH	合盛硅业	64.85	1.50	2.60	3.16	22.34	22.75	18.68
均值						28.19	25.51	19.15

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 股价为 2021 年 6 月 23 日收盘价, 每股收益均为 Wind 一致预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1524</b>	<b>2100</b>	<b>2746</b>	<b>3564</b>
每股收益	0.51	0.70	0.95	1.27	营业成本	1039	1423	1847	2385
每股净资产	2.68	5.33	6.08	7.14	毛利率%	31.8%	32.3%	32.8%	33.1%
每股经营现金流	0.57	0.43	0.73	0.98	营业税金及附加	13	19	25	33
每股股利	0.20	0.20	0.20	0.20	营业税金率%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	103	154	202	262
P/E	32.26	23.58	17.40	13.10	营业费用率%	6.8%	7.4%	7.3%	7.4%
P/B	6.19	3.12	2.73	2.32	管理费用	60	86	112	146
P/S	3.61	3.09	2.36	1.82	管理费用率%	3.9%	4.1%	4.1%	4.1%
EV/EBITDA	20.82	15.99	12.01	9.30	EBIT	233	305	412	546
股息率%	<b>1.2%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.2%</b>	财务费用	7	8	7	7
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.4%	0.4%	0.2%	0.2%
毛利率	31.8%	32.3%	32.8%	33.1%	资产减值损失	-4	0	0	0
净利润率	13.2%	13.1%	13.6%	13.9%	投资收益	2	2	2	4
净资产收益率	19.2%	13.2%	15.7%	17.7%	<b>营业利润</b>	<b>230</b>	<b>315</b>	<b>429</b>	<b>571</b>
资产回报率	11.2%	10.7%	12.2%	13.5%	营业外收支	0	3	2	1
投资回报率	14.8%	12.6%	14.9%	16.8%	<b>利润总额</b>	<b>230</b>	<b>318</b>	<b>431</b>	<b>573</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	276	362	481	608
营业收入增长率	49.7%	37.9%	30.7%	29.8%	所得税	29	43	58	77
EBIT 增长率	49.9%	31.0%	34.9%	32.5%	有效所得税率%	12.5%	13.5%	13.5%	13.5%
净利润增长率	53.0%	36.8%	35.5%	32.8%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>201</b>	<b>275</b>	<b>373</b>	<b>496</b>
资产负债率	41.8%	19.4%	22.0%	23.7%					
流动比率	1.52	3.86	3.34	3.13	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
速动比率	1.15	3.19	2.67	2.46	货币资金	299	730	741	857
现金比率	0.43	1.64	1.20	1.06	应收账款及应收票据	451	636	844	1077
<b>经营效率指标</b>					存货	248	283	394	517
应收账款周转天数	71.84	70.66	68.35	70.28	其它流动资产	65	68	74	83
存货周转天数	87.13	72.56	77.81	79.17	流动资产合计	1063	1717	2053	2535
总资产周转率	0.85	0.81	0.90	0.97	长期股权投资	7	7	7	7
固定资产周转率	3.28	4.11	4.81	5.71	固定资产	465	511	571	624
					在建工程	103	166	202	251
					无形资产	94	114	145	170
					非流动资产合计	739	868	995	1123
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>资产总计</b>	<b>1802</b>	<b>2585</b>	<b>3048</b>	<b>3658</b>
净利润	201	275	373	496	短期借款	308	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	245	264	354	487
非现金支出	61	56	69	63	预收账款	0	43	58	49
非经营收益	8	4	-3	-4	其它流动负债	145	138	204	273
营运资金变动	-47	-168	-155	-171	流动负债合计	698	445	615	810
<b>经营活动现金流</b>	<b>222</b>	<b>168</b>	<b>284</b>	<b>383</b>	长期借款	19	19	19	19
资产	-71	-182	-194	-189	其它长期负债	37	37	37	37
投资	-222	0	0	0	非流动负债合计	55	55	55	55
其他	1	2	2	4	<b>负债总计</b>	<b>753</b>	<b>500</b>	<b>671</b>	<b>865</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-292</b>	<b>-180</b>	<b>-192</b>	<b>-185</b>	实收资本	331	391	391	391
债权募资	303	-308	0	0	归属于母公司所有者权益	1049	2084	2377	2793
股权募资	0	60	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-93	691	-81	-81	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1802</b>	<b>2585</b>	<b>3048</b>	<b>3658</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>210</b>	<b>444</b>	<b>-81</b>	<b>-81</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>140</b>	<b>431</b>	<b>11</b>	<b>117</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 23 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

刘威 基础化工行业  
 邓勇 石油化工行业  
 李智 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华峰化学,恒力石化,滨化股份,中盐化工,浙江医药,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,双一科技,建龙微纳,玲珑轮胎,皇马科技,联瑞新材,泛亚微透,山东赫达,确成股份,利安隆,东来技术,合盛硅业,龙蟠科技,七彩化学,浙江龙盛,元力股份,万润股份,昊华科技,江山股份,双星新材,永太科技,东华能源,鼎龙股份

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。