

# 有机硅项目试生产，开启第二增长曲线

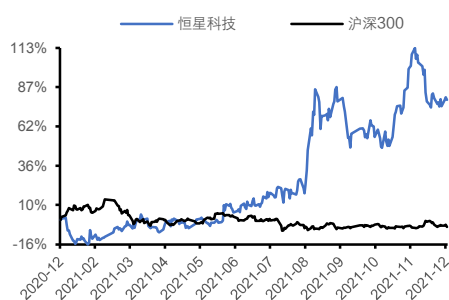
证券研究报告

## 投资评级:增持(维持)

### 基本数据 2021-12-29

收盘价(元)	5.93
流通股本(亿股)	12.54
每股净资产(元)	2.26
总股本(亿股)	14.02

### 最近 12 月市场表现


 分析师 **龚斯闻**

SAC 证书编号: S0160518050001

gsw@ctsec.com

### 相关报告

- 《定增溢价发行，业绩增长可期》  
2021-12-18

## 核心观点

- ▶ **事件：年产 12 万吨有机硅项目达到试生产条件。**公司 12 月 30 日公告，控股子公司内蒙古恒星化学有限公司“年产 12 万吨高性能有机硅聚合物项目”试生产方案获专家组评审通过，具备投料试车条件，可正式进入试生产阶段。
- ▶ **有机硅项目锁定区位，需求广泛运输便利成本低。**公司 2018 年于内蒙古投资 21 亿建设“年产 12 万吨高性能有机硅聚合物项目”。项目建设地位于鄂尔多斯市达拉特旗达拉特经济开发区，开发区临近包神铁路、包东高速公路、包头机场及二连浩特口岸，原料及产品运输极为便利；开发区内甲醇及盐酸原材料丰富，项目可就近取材。公司有机硅项目具备低原材料成本及低运输成本优势，预计 2022 年度可释放 70%-80% 产能，有望进一步提升公司盈利能力。
- ▶ **金刚线业务产能快速扩张，迎接光伏装机大年。**公司现有金刚线产能已达 100 万千米每月。“年产 1,000 万千米超精细金刚线改扩建项目”即将完成，“年产 3,000 万千米超精细金刚线项目”有序推进。上述项目建设完成后，公司将实现 4,600 万千米金刚线年产能，处于业内领先水平。2021 年 11 月后光伏产业链价格高位回落，2022 年下游装机需求有望进一步释放，公司作为金刚线头部企业之一，有望充分受益。
- ▶ **投资建议：**公司钢绞线钢帘线业务经营稳健，光伏金刚线业务跟随下游装机需求快速扩建，扩建产能逐步投放；有机硅项目产能释放，将助力公司实现第二增长曲线。我们预计公司 2021-2023 年实现营收 30.1/75.2/91.3 亿元，实现归母净利润 1.62/7.59/10.3 亿元，对应 PE 45.9/9.81/7.27 倍。维持“增持”评级。
- ▶ **风险提示：**光伏装机需求不及预期；有机硅下游需求不及预期；化工行业周期波动风险。

### 盈利预测：

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	3386	2833	3010	7520	9130
收入增长率(%)	12.33	-16.34	6.26	149.83	21.41
归母净利润(百万元)	85	122	162	759	1025
净利润增长率(%)	161.12	44.15	32.72	367.78	34.95
EPS(元/股)	0.07	0.10	0.13	0.60	0.82
PE	44.43	33.30	45.90	9.81	7.27
ROE(%)	3.12	4.39	5.51	20.49	21.66
PB	1.44	1.50	2.53	2.01	1.57

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表						财务指标					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>3386</b>	<b>2833</b>	<b>3010</b>	<b>7520</b>	<b>9130</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2899	2457	2590	5990	7173	营业收入增长率	12%	-16%	6%	150%	21%
营业税费	15	18	20	49	59	营业利润增长率	144%	44%	29%	368%	35%
销售费用	140	43	45	188	228	净利润增长率	161%	44%	33%	368%	35%
管理费用	84	86	90	226	274	EBITDA 增长率	32%	28%	3%	231%	28%
研发费用	102	86	90	226	274	EBIT 增长率	467%	58%	7%	382%	33%
财务费用	82	60	52	64	62	NOPLAT 增长率	430%	45%	17%	382%	33%
资产减值损失	-62	-1	0	0	0	投资资本增长率	-11%	2%	-1%	33%	7%
加:公允价值变动收益	0	0	0	0	0	净资产增长率	-3%	6%	6%	25%	27%
投资和汇兑收益	8	1	0	0	0	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>98</b>	<b>142</b>	<b>182</b>	<b>853</b>	<b>1151</b>	毛利率	14%	13%	14%	20%	21%
加:营业外净收支	-3	4	0	0	0	营业利润率	3%	5%	6%	11%	13%
<b>利润总额</b>	<b>95</b>	<b>146</b>	<b>182</b>	<b>853</b>	<b>1151</b>	净利润率	2%	4%	5%	10%	11%
减:所得税	10	27	20	94	127	EBITDA/营业收入	7%	11%	10%	14%	14%
<b>净利润</b>	<b>85</b>	<b>122</b>	<b>162</b>	<b>759</b>	<b>1025</b>	EBIT/营业收入	3%	6%	6%	11%	12%
<b>资产负债表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	431	431	450	450	450	固定资产周转天数	151	190	170	84	72
交易性金融资产	40	0	0	0	0	<b>流动营业资本周转天数</b>	123	108	103	108	108
应收帐款	853	773	742	1854	2251	流动资产周转天数	261	309	264	212	206
应收票据	33	144	0	0	0	应收帐款周转天数	92	100	90	90	90
预付帐款	97	53	78	180	215	存货周转天数	65	68	65	60	60
存货	513	455	461	985	1179	总资产周转天数	517	668	595	342	310
其他流动资产	86	97	97	97	97	投资资本周转天数	433	530	496	263	232
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	3%	4%	6%	20%	22%
长期股权投资	0	0	0	0	0	ROA	2%	2%	3%	11%	13%
投资性房地产	0	0	0	0	0	ROIC	2%	3%	4%	14%	17%
固定资产	1400	1478	1399	1725	1800	<b>费用率</b>					
在建工程	677	785	785	385	185	销售费用率	4%	2%	2%	3%	3%
无形资产	144	166	191	216	241	管理费用率	2%	3%	3%	3%	3%
其他非流动资产	38	288	288	288	288	财务费用率	2%	2%	2%	1%	1%
<b>资产总额</b>	<b>4800</b>	<b>5184</b>	<b>4909</b>	<b>7053</b>	<b>7743</b>	三费/营业收入	9%	7%	6%	6%	6%
短期债务	1171	1151	966	1540	885	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	350	444	355	738	884	资产负债率	43%	44%	38%	46%	38%
应付票据	321	542	355	656	786	负债权益比	76%	80%	61%	86%	60%
其他流动负债	0	1	1	1	1	流动比率	1.20	1.05	1.18	1.35	1.78
长期借款	19	0	0	0	0	速动比率	0.88	0.81	0.86	0.98	1.28
其他非流动负债	0	0	0	0	0	利息保障倍数	1.41	2.91	2.75	11.20	15.41
<b>负债总额</b>	<b>2078</b>	<b>2304</b>	<b>1867</b>	<b>3252</b>	<b>2917</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-1	95	95	95	95	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1256	1256	1256	1256	1256	分红比率					
留存收益	402	464	626	1385	2410	股息收益率	0%	0%	0%	0%	0%
<b>股东权益</b>	<b>2722</b>	<b>2880</b>	<b>3042</b>	<b>3801</b>	<b>4826</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>现金流量表</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	EPS(元)	0.07	0.10	0.13	0.60	0.82
净利润	85	122	162	759	1025	BVPS(元)	2.17	2.22	2.35	2.95	3.77
加:折旧和摊销	131	137	133	179	180	PE(X)	44.43	33.30	45.90	9.81	7.27
资产减值准备	75	2	0	0	0	PB(X)	1.44	1.50	2.53	2.01	1.57
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	P/FCF					
财务费用	78	51	64	75	73	P/S	1.15	1.48	2.48	0.99	0.82
投资收益	-8	-1	0	0	0	EV/EBITDA	20.38	16.60	26.13	8.45	6.12
少数股东损益	0	0	0	0	0	CAGR(%)					
营运资金的变动	-117	72	-12	-1382	-470	PEG	0.28	0.75	1.40	0.03	0.21
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>185</b>	<b>387</b>	<b>347</b>	<b>-369</b>	<b>808</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>252</b>	<b>-266</b>	<b>-80</b>	<b>-130</b>	<b>-80</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-517</b>	<b>-206</b>	<b>-248</b>	<b>499</b>	<b>-728</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。