



分析师

凌学良 010-88366060-8886

执业证书编号 S1070512020003

杨超 0755-83663214

执业证书编号 S1070512070001

余嫒嫒 021-61680360

执业证书编号 S1070512120001

投资评级：强烈推荐（上调）

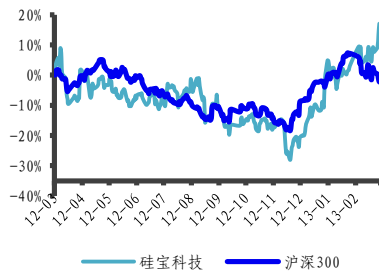
市场数据

目前股价（元）	15.28
总市值（亿元）	15.77
流通市值（亿元）	7.66
总股本（万股）	10200
流通股本（万股）	3361
12个月最高/最低	15.98/9.25

公司盈利预测

	2013E	2014E	2015E
营业收入（百万元）	547	702	1,000
(+/-%)	46.9%	28.4%	42.6%
净利润（百万元）	84	106	141
(+/-%)	37.4%	25.5%	32.8%
摊薄 EPS	0.83	1.04	1.38
PE	18.5	14.7	11.1

股价表现图



数据来源：Wind 资讯

相关报告

《结构升级和产能扩张驱动核心价值》，
2012年6月

《业绩符合预期，品牌和创新强化核心优势》，2012年8月

新产能和新胶种提升业绩超预期可能

——硅宝科技(300019)年报点评

投资建议：

维持 2013 业绩为 0.83 元，上调 2014 年的业绩至 1.04 元，当前对应 PE 为 18.5 倍和 14.7 倍，考虑到公司未来几年有望实现 30%左右的复合增速，加上公司新产品带来的业绩超预期可能和估值提升空间，当前估值水平存在低估，上调评级至强烈推荐。

要点：

- **事件：**公司发布年报，2012 年实现营收 3.72 亿元，同比上涨 9.56%；实现归属于上市公司股东的净利润 6,146.66 万元，同比增加 22.23%。扣非后的归属于上市公司股东的净利润 5,864.94 万元，同比增加 26.16%。实现摊薄 EPS 为 0.60 元。利润分配方案是每 10 股转增 6 股，同时派现 2.5 元（含税）。公司同时预告 2013 年一季度净利润同比上涨 30%-50%。
- **业绩基本符合市场预期，2013 年 Q1 业绩超预期。**公司收入增长的主要原因是：募投的总计 1 万吨门窗密封胶和汽车密封胶产能投放，有机硅室温胶销售规模的持续扩张，销量较去年增幅在 30%以上。其中，由于受到商业地产的蓬勃发展以及节能环保建筑的需要，建筑类用胶收入规模大幅增长 30.94%，但由于太阳能产业陷入低谷，工业胶收入规模下降了 6.14%。这种总体产品结构的变化是导致公司硅胶产品均价同比下跌的原因之一，另一个主要原因是原材料价格大幅下降，我们以蓝星星火出厂价为例，107 硅橡胶的年均价较 2011 年下跌 13.18%，而 201 硅油则下跌了 19.70%，致公司产品价格相应下调。因此尽管销量显著提升，但总体营收增长幅度为 9.56%。同样由于主要原材料价格下跌，成本大幅下降，而公司下游企业对硅胶价格相对不敏感，调价幅度有限，因此建筑胶和工业胶的毛利率分别较 2011 年大幅提升 4.26 和 1.31 个百分点，达到 36.99%和 55.42%的高位；硅烷偶联剂业务上，公司加大管理力度，实现扭亏为盈，毛利率也大幅提升。因此公司综合毛利率达到 35.96%，较 2011 年大幅提升 4.88 个百分点。在费用控制上，由于在民用胶领域加大了对“硅之宝”品牌的宣传，销售费用率小幅提升 0.39 个百分点；管理费用率则达到 9.68%，提升了 1.08 个百分点，主要是由于技术研发费用大幅增加 44.37%至 1422 万元，占总营收的 3.82%（扣除翔飞硅宝，占比高达 4.32%），总体来看综合费用率较 2011 年提升了 1.91 个百分点。但由于毛利率的大幅提升的影响远大于费用率上升的影响，公司营业利润的增幅仍然高达 27.36%。

- **Q4 业绩受原料价格波动影响，但同比仍保持快速增长。**第四季度实现营收 1.12 亿元，同比和环比分别增长 5.01%和 5.66%，但由于受四季度原材料价格上涨影响（以蓝星星火出厂价为例，107 硅橡胶和 201 硅油 Q4 均价环比分别上涨了 4.87%和 4.40%），营业成本环比增长了 15.95%，加上四季度

《前三季度量利齐增，全年高增长无忧》，
2012年10月

募投项目投放后折旧费用增加等因素，导致四季度环比的营业利润下滑了41.30%，但由于原料价格仍较2011年Q4具备较为明显的优势，同比仍然增长了23.77%。

- **财务指标总体良好。**当前资产负债率水平为14.96%，流动比率和速动比率分别是5.42和4.76，负债率低且流动性良好。应收账款周转天数和存货周转天数分别是56.58天和65.12天，应收账款周转水平基本处于历史合理范围，存货周转有所下降，我们认为主要是新产能投放有所影响，但总体仍处于较为健康的状态。公司经营活动现金流量净额为3412万元，考虑到合理的营运资金占用的原因，基本处于合理范围内。
- **新产能和新产品投放带来业绩超预期可能性较大。**原材料107硅胶和201硅油的原料有机硅单体的过剩率可能超过30%以上，而且由于单体一次性投资大、退出困难，预计这种供给过剩状态将长期持续，单体企业一般都配套硅油和硅橡胶产能，因此我们认为尽管在2012年末107硅胶和201硅油的价格有所反弹，但继续上升的可能性很小，而随着公司高附加值的新产品不断推出，毛利率水平有望维持，甚至继续提升。而公司2012年末募投项目的新产能将在今年释放，加上江津5万吨硅胶项目有望提前贡献产能，此外翔飞硅宝的二期也会在4月份试产，都带来新的业绩增长点；此外公司新产品众多，107胶封端项目和透明醇型胶项目已进入中试阶段；硅烷改性聚氨酯项目、LED封装胶项目、加成型硅橡胶、导热灌封胶也开始实现销售；此外研发中的有机硅披覆胶为公司进入电子行业奠定基础，有机硅热塑性弹性体项目为公司全面进入太阳能电池保护膜及3D打印材料等行业做好铺垫，有望在未来成为公司业绩的新增长点，且一旦实现销售，则有望大幅提升公司估值水平。
- **风险提示：**原材料价格波动风险；扩张产能不能及时消化风险。

附表：盈利预测表

利润表 (百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	340	372	547	702	1,000
营业成本	234	238	350	452	653
销售费用	26	30	43	55	78
管理费用	29	36	52	67	95
财务费用	(6)	(5)	(1)	(0)	2
投资净收益	(0)	0	0	0	0
营业利润	54	69	99	125	166
营业外收支	4	3	0	0	0
利润总额	59	73	99	125	166
所得税	8	10	15	19	25
少数股东损益	0	1	0	0	0
归属于母公司净利润	50	61	84	106	141

资产负债表

(百万)

流动资产	370	387	408	454	629
货币资金	200	183	132	99	120
应收账款	50	67	87	112	160
应收票据	44	62	82	105	150
存货	39	47	63	81	118
非流动资产	162	215	277	342	425
固定资产	135	180	242	308	392
资产总计	531	602	685	796	1,054
流动负债	51	71	88	111	249
短期借款	0	10	10	10	10
应付款项	22	34	42	54	78
非流动负债	6	19	19	19	19
长期借款	0	0	0	0	0
负债合计	57	90	107	129	268
股东权益	474	512	578	667	787
股本	102	102	102	102	102
留存收益	353	394	460	549	669
少数股东权益	19	16	16	16	16
负债和权益总计	531	602	685	796	1,054

现金流量表

(百万)

经营活动现金流	11	34	41	67	54
其中营运资本减少	(55)	(24)	(56)	(56)	(109)
投资活动现金流	(52)	(42)	(74)	(82)	(105)
其中资本支出	(50)	(44)	(74)	(82)	(105)
融资活动现金流	(24)	(9)	(18)	(17)	(21)
净现金总变化	(64)	(17)	(52)	(32)	(73)

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

主要财务指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长性					
营业收入增长	67.58%	9.56%	46.92%	28.35%	42.60%
营业成本增长	81.82%	1.81%	46.97%	28.99%	44.66%
营业利润增长	29.44%	27.36%	43.73%	25.55%	32.78%
利润总额增长	18.07%	23.57%	37.00%	25.55%	32.78%
净利润增长	17.45%	22.23%	37.36%	25.55%	32.78%
盈利能力					
毛利率	31.08%	35.96%	35.94%	35.62%	34.69%
销售净利率	14.81%	16.52%	15.45%	15.11%	14.07%
ROE	10.61%	12.01%	14.61%	15.89%	17.89%
ROIC	16.55%	15.59%	17.77%	17.30%	17.96%
营运效率					
销售费用/营业收入	7.56%	7.95%	7.80%	7.80%	7.80%
管理费用/营业收入	8.60%	9.68%	9.50%	9.50%	9.50%
财务费用/营业收入	-1.75%	-1.30%	-0.13%	-0.06%	0.24%
投资收益/营业利润	-0.03%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税/利润总额	14.12%	14.38%	15.00%	15.00%	15.00%
应收账款周转率	5.81	4.82	5.47	5.15	5.95
存货周转率	5.43	4.33	4.85	4.54	5.29
流动资产周转率	0.90	0.94	1.27	1.29	1.51
总资产周转率	0.60	0.58	0.74	0.76	0.91
偿债能力					
资产负债率	10.79%	14.96%	15.59%	16.24%	25.40%
流动比率	7.20	5.42	4.63	4.11	2.53
速动比率	6.44	4.76	3.91	3.37	2.05
每股指标 (元)					
EPS	0.49	0.60	0.83	1.04	1.38
每股净资产	4.65	5.02	5.67	6.54	7.71
每股经营现金流	0.11	0.33	0.41	0.65	0.53
每股经营现金/EPS	0.2	0.6	0.5	0.6	0.4

估值	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
PE	31.6	25.9	18.5	14.7	11.1
PEG	1.42	0.69	0.74	0.46	-
PB	3.4	3.1	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	28.99	21.92	14.56	11.47	9.02
EV/SALES	4.70	4.35	2.96	2.31	1.71
EV/IC	4.99	4.03	3.00	2.38	1.89
ROIC/WACC	1.83	1.72	1.96	1.91	1.98
REP	2.73	2.34	1.53	1.24	0.95

研究员介绍及承诺:

凌学良: 2002 年至 2008 年就读于清华大学化学工程系, 获工学学士、硕士学位。2009 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

杨超: 2006 年-2012 年任职于鹏华基金, 从事化工行业研究。2012 年加入长城证券, 任化工行业分析师。

余嫒嫒: 2003 年至 2010 年就读于厦门大学, 获理学学士、经济学硕士学位。2010-2012 年任职于国金证券, 2012 年加入长城证券。

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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%-15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%-5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com
王 涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgws.com
陈方圆: 0755-83516287, 18607195599, chenfy@cgws.com
陈尚峰: 0755-83515203, 13826520778, chensf@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李彦仪: 010-88366060-8750, 18611670060, lyany@cgws.com
安雅泽: 010-88366060-8768, 18600232070, ayz@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xiew@cgws.com
陈 韵: 021-61680389, 15821566166, chenyun@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>