

周期与成长并行 深加工产品空间广阔

——东岳硅材（300821.SZ）

化工/化学制品

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

有机硅行业龙头，布局上游进一步完善产业链。公司拥有 60 万吨/年有机硅单体产能（折聚硅氧烷约 28.2 万吨/年），位居全球前五，国内市占率 13%。目前具备从金属硅粉加工到有机单体、中间体以及下游硅橡胶、硅油、气相白炭黑等系列深加工产品的一体化能力，形成了较为完善的产业链配套，后续将积极推进 20 万吨/年有机硅下游产品深加工装置试生产工作。公司着手布局上游原材料，待所有规划建设产能完工后，将具备 33 万吨/年工业硅原材料的供应，可保证 60 万吨有机硅单体需求。

海外产能收缩&国内有机硅头部企业有序扩张，供应格局优化。海外有机硅单体产能将进一步收缩，全球产能占比不断降低。国内有百万吨在建+规划产能，集中在头部企业，预计 2025 年中国境内有机硅甲基单体产能将超过 600 万吨/年，约占全球有机硅甲基单体产能的 70% 以上。虽然国内新增产能计划较多，但我们认为企业会根据市场供需因素进行全面的考虑和规划，新增产能集中进行投放的概率比较低。新增产能将增加头部公司核心原料中间体的供应量，提升成本优势，以及进一步巩固和提升市场占有率及行业地位。

有机硅需求仍具备极大潜力，未来 5 年消费增速预计 10.9%。国内有机硅消费比例最大的是建筑、电子电器、电力和新能源、医疗及个人护理等领域。未来 5 年，除传统行业对有机硅材料的需求将持续增长外，光伏、新能源等节能环保产业，超高压和特高压电网建设、智能穿戴材料、3D 打印及 5G 等新兴产业的发展均为有机硅提供了新的需求增长点，预计 2025 年中国聚硅氧烷消费量大约在 219.32 万吨，2021-2025 年年均消费增速 10.9%。

公司具备显著规模、成本、研发优势，充分受益行业景气上行。公司掌握 15 万吨/年单体合成装置设计、运行技术，为单套产能最高的国产装置之一，生产能力居国内领先水平。随着产能规模不断提升，燃料动力、直接人工、其他成本都将处于不变或下降阶段。在对现有产品进行升级改造及扩大产品应用范围的同时，进一步加强新产品开发，包括用于国防军工、医药、电子等领域的高端产品研发。研发投入比肩新材料公司研发投入，凸显公司成长属性。强大的研发储备助力公司各种新品不断投产，未来盈利能力随着新品的丰富会得到持续加强。

投资建议：首次覆盖，给予买入评级。按照假设，我们预测公司 2022-2024 年营收分别为 72.39 亿元、84.74 亿元、85.8 亿元，归母净利润分别为 22.77 亿元、25.5 亿元和 25.81 亿元，对应 EPS 分别为 1.9 元、2.12 元和 2.15 元，PE 分别为 6.38 倍、5.69 倍、5.62 倍。

风险提示：在建项目投产不及预期，化工品价格下跌。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,503.32	4,333.22	7,239.16	8,473.89	8,580.00
增长率(%)	-8.41%	73.10%	67.06%	17.06%	1.25%
归母净利润(百万元)	280.73	1,150.63	2,276.89	2,549.92	2,581.41
增长率(%)	-49.27%	309.87%	97.88%	11.99%	1.23%
净资产收益率(%)	6.88%	22.45%	38.03%	36.39%	32.10%
每股收益(元)	0.25	0.96	1.90	2.12	2.15
PE	48.40	12.60	6.38	5.69	5.62

资料来源：公司财报、申港证券研究所

评级

买入（首次）

2022 年 04 月 26 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

交易数据

时间 2021.04.26

总市值/流通市值(亿元)	145/50
总股本(亿股)	12
资产负债率(%)	18.93
每股净资产(元)	4.47
收盘价(元)	12.10
一年内最低价/最高价(元)	9.23/31.84

公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

内容目录

1. 一体化有机硅龙头 业绩创历史新高	7
1.1 公司是国内有机硅生产规模最大的企业之一	7
1.2 盈利能力有望持续提升	8
2. 供应端：产能高度集中 头部企业有序扩张	9
2.1 有机硅单体属于资金、技术密集型行业 具备周期属性	9
2.2 国内头部企业产能扩张 全球供应加速向国内转移	11
3. 需求端：应用领域广阔 景气度上行	13
3.1 应用范围不断拓展 有机硅前景广阔	13
3.2 下游行业景气度提升 有机硅需求强劲	15
3.3 海外需求缺口放大 出口稳步上升	21
4. 规模、成本优势显著 研发助力成长	21
4.1 规模化生产 产业链进一步完善	21
4.2 研发投入比肩新材料公司 产品多元化发展	23
5. 盈利预测及估值	23

图表目录

图 1：公司上下游产业链图	7
图 2：公司股权结构	7
图 3：公司近七年营收及增速（亿元、%）	8
图 4：公司近七年归母净利润及增速（亿元、%）	8
图 5：107 胶、110 生胶贡献主要毛利润（亿元）	8
图 6：主营产品毛利率对比（%）	8
图 7：国内 DMC 价格同比（%）	9
图 8：全球有机硅单体供应量情况（万吨）	10
图 9：截至 2022 年 3 月底国内有机硅企业产能分布（%）	10
图 10：有机硅原材料成本占比超 70%（元/吨、%）	10
图 11：中国境外有机硅单体产能（万吨）	11
图 12：2021-2025E 全球有机硅单体产能产量预测（万吨）	12
图 13：2021-2025E 国内有机硅单体产能产量预测（万吨）	12
图 14：有机硅下游消费结构（%）	13
图 15：2010-2020 年国内有机硅消费量（万吨）	14
图 16：有机硅消费量与人均 GDP 的关系	14
图 17：进出口价格对比（元/吨）	15
图 18：2019-2025E 年中国有机硅中间体需求量预测（万吨）	15
图 19：2019 年有机硅中间体市场结构（%）	15
图 20：2025 年有机硅中间体市场结构（%）	15
图 21：房屋新开工面积累计值及累计同比（万平米、%）	16
图 22：商品房面积累计值及累计同比（万平米、%）	16
图 23：施工房屋面积及同比增速（万平米、%）	16
图 24：2014-2020 国内新能源汽车产销量（万辆）	18
图 25：高温胶 HTV 2012-2020 年产能及产量情况（万吨、%）	19
图 26：2016-2021 年中国电子制造业收入（亿元）	20
图 27：全球及中国半导体销售额及增速（十亿美元、%）	20
图 28：人均医疗保健消费支出及收入占比（元、%）	20
图 29：化妆品零售类累计值及累计增长（亿元、%）	20
图 30：国内聚硅氧烷进出口情况（万吨/月）	21
图 31：近 10 月聚硅氧烷出口按产销国分类（吨/月）	21
图 32：公司单体装置主要技术指标	22
图 33：公司深加工产品、中间体业务营收占比（%）	22
图 34：可比公司毛利率对比（%）	22
图 35：可比公司研发投入占营收比例对比（%）	23
图 36：公司研发人员数量和研发投入占营收比例	23

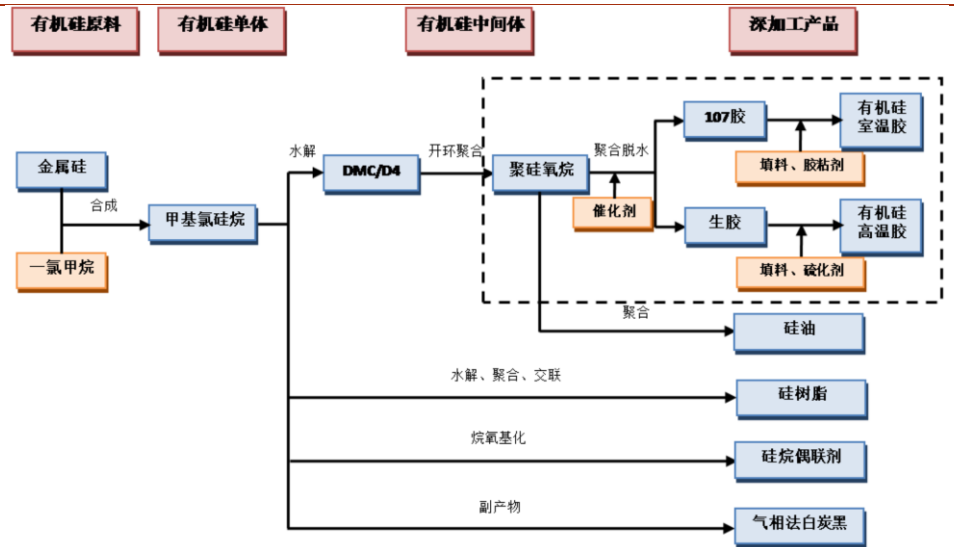
表 1: 国内国外技术指标对比	10
表 2: 截至 2021 年 6 月底海外有机硅企业产能 (万吨)	11
表 3: 有机硅单体新增产能规划统计 (万吨)	12
表 4: 有机硅主要下游产品种类及应用领域	13
表 5: 近年国内有机硅相关政策	14
表 6: 建筑用有机硅需求量测算	16
表 7: 世界能源消费结构及 2025 年光伏、风电发电量预测	17
表 8: 2020-2025E 年全球光伏、风电年均新增装机测算	17
表 9: 全球光伏、风电用有机硅需求量测算	17
表 10: 汽车用有机硅需求量测算	18
表 11: 新能源汽车动力电池用有机硅需求量测算	18
表 12: 东岳硅材各产品收入预测 (亿元、%)	23
表 13: 公司盈利预测表	25

1. 一体化有机硅龙头 业绩创历史新高

1.1 公司是国内有机硅生产规模最大的企业之一

公司目前是国内有机硅行业中生产规模最大的企业之一。公司 IPO 募投项目中 30 万吨/年有机硅单体装置已于 2022 年 1 月 31 日顺利产出合格有机硅环体类产品，后续将积极推进 20 万吨/年有机硅下游产品深加工装置试生产工作。目前公司拥有 60 万吨/年有机硅单体产能（折聚硅氧烷约 28.2 万吨/年），位居全球前五，国内市占率超 10%。具备从金属硅粉加工到有机单体、中间体以及下游硅橡胶、硅油、气相白炭黑等系列深加工产品的一体化能力，并对相关的副产物进行综合利用，形成了较为完善的产业链配套。通过长期生产实践和技术创新，掌握多项核心技术和关键生产工艺，公司现已掌握 15 万吨/年单体合成装置设计、运行技术，为单套产能最高的国产装置之一。

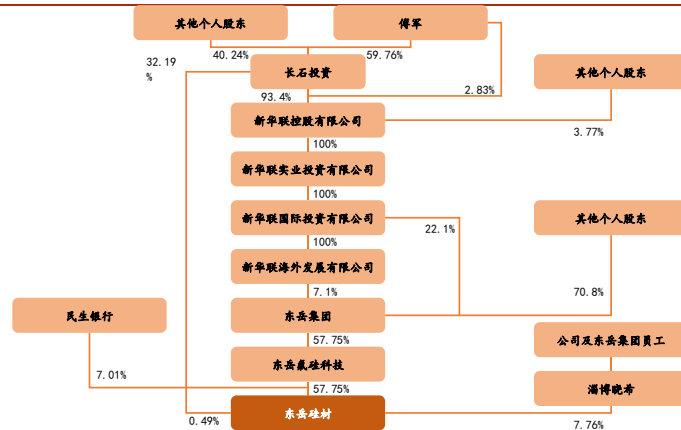
图1：公司上下游产业链图



资料来源：公司公告，申港证券研究所

公司目前控股股东为东岳氟硅科技集团有限公司，占有公司 57.75% 的股权，其母公司为东岳集团，实际控制人为傅军。此外，淄博晓希和民生银行各占有公司股权 7.76%、7.01%。

图2：公司股权结构

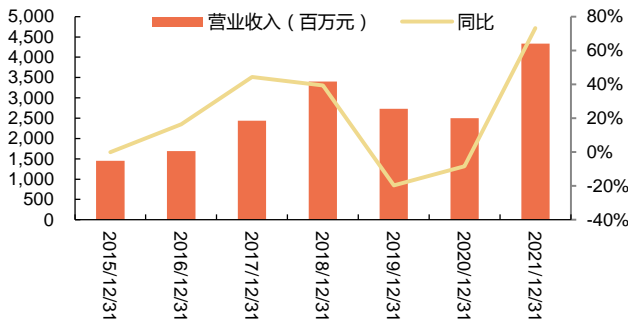


资料来源：公司公告，申港证券研究所

1.2 盈利能力有望持续提升

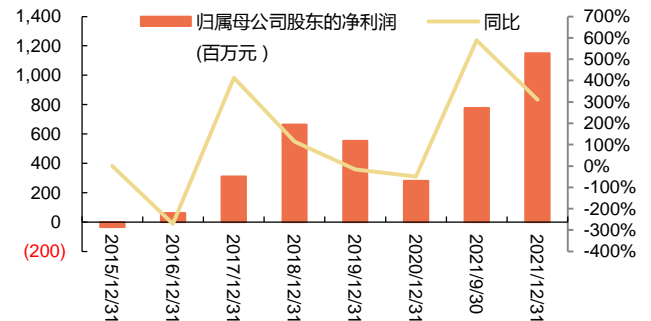
2021 年公司业绩大幅增长，收入规模快速提升。公司盈利能力受有机硅产品的价格影响较大，2020 年下半年以来，全球经济步入复苏轨道，有机硅价格上行，公司 2021 年业绩创历史新高，实现营收 43.33 亿元，同比增长 73.1%，近五年 CAGR 20.7%；归属母公司净利润 11.51 亿元，同比增长 309.87%，近五年 CAGR 80.2%。其中四季度单季实现营业收入 14.65 亿元，同比增长 100.14%，实现归母净利润 3.73 亿元，同比增长 122.02%。

图3：公司近七年营收及增速（亿元、%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

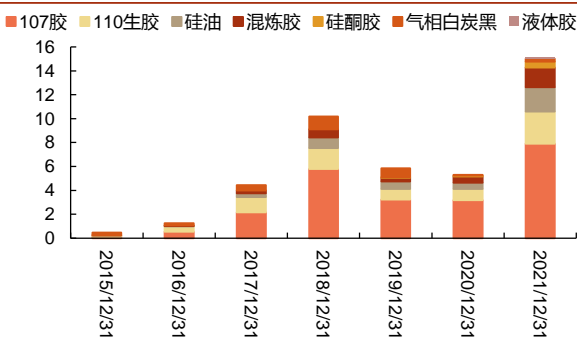
图4：公司近七年归母净利润及增速（亿元、%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

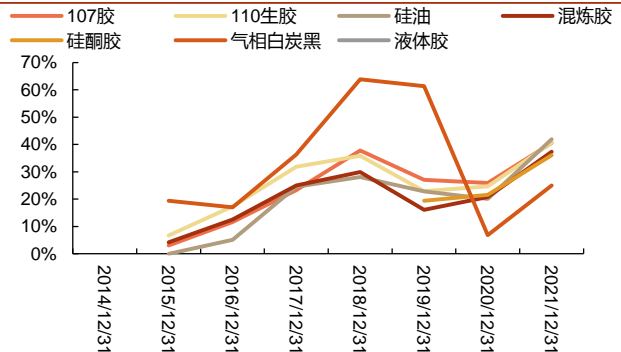
硅橡胶、硅油等深加工产品占到公司总营收和盈利的 90%左右，深加工产品营收占比呈上升趋势。深加工产品营收占比从 2015 年的 53.23% 上升至 2021 年的 88.39%。在公司各深加工产品中，以 107 胶和 110 生胶为主，2021 年 107 胶和 110 生胶占业务收入比例达到 44.98% 和 15.3%，同时公司积极开发新产品，不断完善和延伸产业链，硅油营收占比从 2015 年的 1.93% 提升至 2021 年的 8.42%；混炼胶营收占比从 2015 年的 3.30% 提升至 2021 年的 6.7%；2021 年硅酮胶创收 5.6 千万。

图5：107 胶、110 生胶贡献主要毛利润（亿元）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图6：主营产品毛利率对比（%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

2. 供应端：产能高度集中 头部企业有序扩张

2.1 有机硅单体属于资金、技术密集型行业 具备周期属性

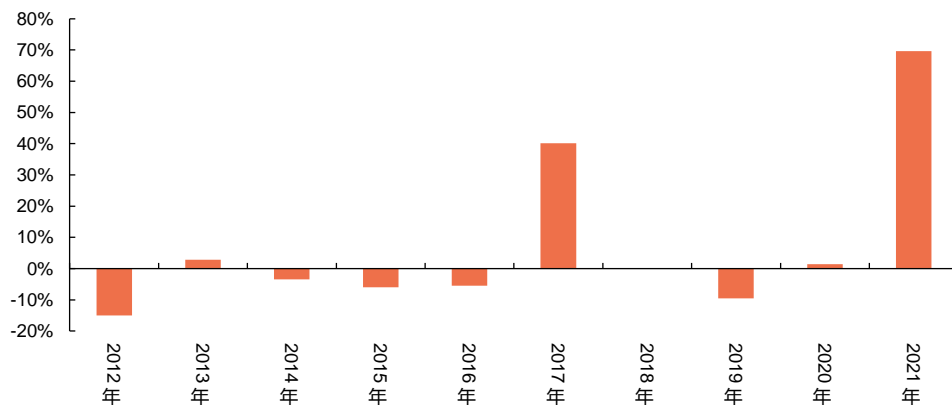
有机硅产业链按照上下游可以划分为有机硅原材料、有机硅单体及中间体、下游有机硅深加工产品及终端应用等环节：

- 有机硅原料为工业硅粉，其在工业中是通过在电弧炉中用焦炭还原石英来制备。
- 有机硅单体和中间体品种规格较少。二甲基二氯硅烷是目前最广泛使用的有机硅单体，占整个单体总量的 90%以上；有机硅中间体主要为各类聚硅烷，其中聚硅氧烷在有机硅化合物中研究最深、应用最广，约占总用量的 90%以上。
- 由有机硅单体及其中间体出发，经不同反应或添加各类填料及助剂，发展出规格、品种牌号繁多的有机硅深加工产品。

有机硅单体本身属于类大宗化工原料，具备周期属性。有机硅单体本身产品无差异，属于类大宗化工原料，建设周期较长，短期内没有新产能增加来满足新增需求，景气度及价格即会重新攀上新高点。

全球单体供应增速放缓，过去 10 年 CAGR 3.44%。根据 SAGSI，单体产能方面，全球产能从 2011 年的 455 万吨上升至 2020 年的 555 万吨，年复合增长率约 2.01%；产量方面，全球产量的增长趋势基本与产能增长保持一致，由 2011 年的 340 万吨增长至 2020 年的 477 万吨，年复合增长率约 3.44%。

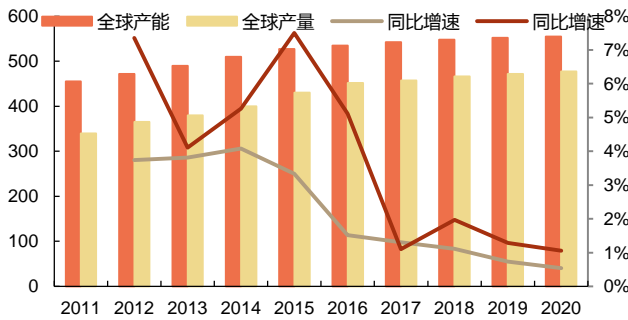
图7：国内 DMC 价格同比 (%)



资料来源：生意社，申港证券研究所

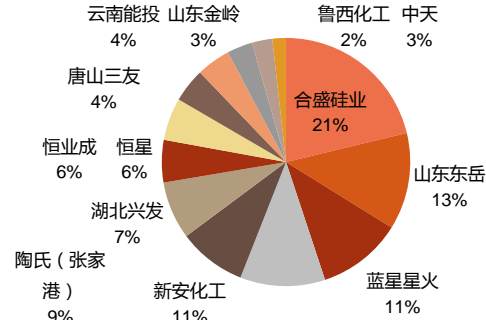
资金、技术密集型行业，产能高度集中。有机硅单体生产存在工艺复杂、生产流程长、设备投资大等因素导致进入壁垒较高，产品的研发和生产都需要较大规模的固定资产投资。目前，仅有少量的公司具备充足的技术积累并实现规模生产，超过 90%产能分布在头部的 10 家企业，市场集中度高，议价能力强。此外，国家在《产业结构调整指导目录》中明确规定，新建初始规模小于 20 万吨/年、单套规模小于 10 万吨/年的甲基氯硅烷单体生产装置属于“限制类”，这意味着行业的进入门槛被提高到 20 万吨，需要至少 15 亿元以上的资金投入，高行业准入门槛将促成单体产能向龙头企业集中的趋势。

图8: 全球有机硅单体供应量情况 (万吨)



资料来源: SAGSI, 申港证券研究所

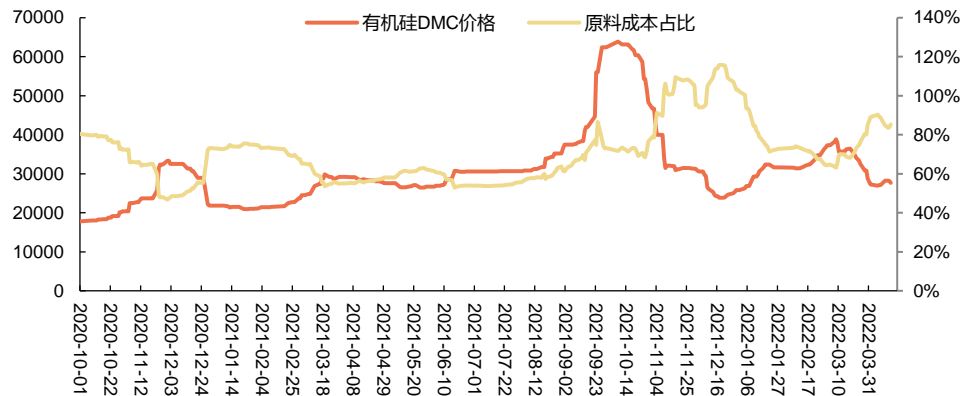
图9: 截至 2022 年 3 月底国内有机硅企业产能分布 (%)



资料来源: 百川盈孚, 各公司公告, 申港证券研究所

有机硅中间体生产高度依赖上游原材料硅块, 原材料成本占比超 70%。有机硅生产过程, 原料占比较大 (其中, 工业硅占比超过 60%), 超过 70%。以中间体 DMC 为单位进行成本计算, 每吨 DMC 约消耗 0.58 吨金属硅, 1.29 吨甲醇以及 22 吨中压蒸汽。工业硅的生产消耗大量的硅矿石和能源, 而且对环境污染较大, 因此稳定优质的工业硅原材料供应来源成为有机硅生产的基本保障。

图10: 有机硅原材料成本占比超 70% (元/吨、%)



资料来源: SAGSI, 申港证券研究所

规模化生产、工艺水平领先的龙头企业具备显著成本优势。有机硅单体生产工艺流程长、技术含量高、投资规模大, 属于技术、资本密集型产业, 其生产水平和装置规模是衡量一个有机硅工业技术水平的重要依据。随着产能规模不断提升, 燃料动力、直接人工、其他成本都将处于不变或下降阶段。单体生成工艺上, 国内平均水平同国际领先水平仍有一定的距离, 而国内领先水平已有逐步追赶持平的趋势。

表1: 国内国外技术指标对比

序号	项目	国外水平	国内水平
(一) 甲基单体合成	流化床年开工时数 /hr	>7200	~7000
	二甲选择性 /%	85-90	83-85
	硅粉单耗 (粗 MCS) 吨/吨	0.23	0.248-0.28
	氯甲烷单耗 (粗 MCS) 吨/吨	0.82	0.86-0.9
	铜催化剂单耗 (粗 MCS) 吨/吨	0.004	0.0045-0.006
(二) 二甲水解、裂解	总收率 (以 DMC+D4 计) /%	≥ 98	95-97
	每吨粗 MCS 得 DMC+D4 吨/吨	0.5	0.4-0.45
(三) 甲烷合成	甲醇单耗 (氯甲烷) 吨/吨	0.64	0.65-0.7
	氯化氢单耗 (氯甲烷) 吨/吨	0.73	0.75-0.9
(四) 综合指标	氯化氢回收利用率 /%	>85	50-70

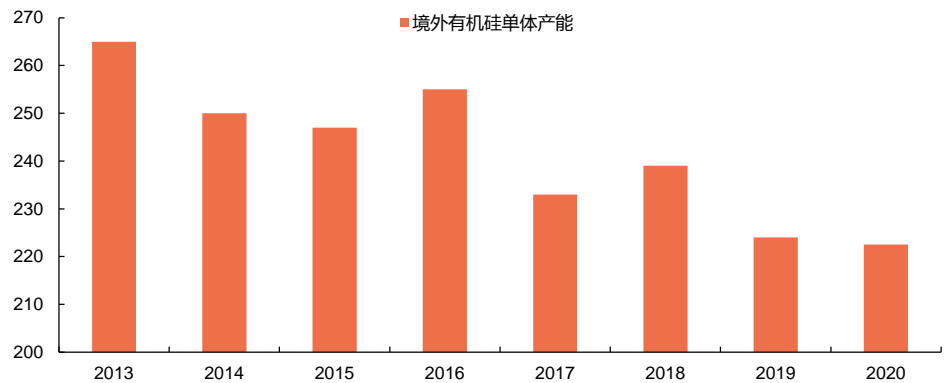
序号	项目	国外水平	国内水平
	初级硅氧烷 (以 DMC+D4 计) 原料单耗		
	硅粉单耗 吨/吨	0.47-0.49	0.621
	甲醇单耗 (氯甲烷) 吨/吨	1	1.41
	铜催化剂单耗 吨/吨	0.008	0.012
	外供氯化氢 吨/吨	0.15	0.56

资料来源: CNKI, 申港证券研究所

2.2 国内头部企业产能扩张 全球供应加速向国内转移

海外有机硅产能下降近 50 万吨, 未来无新增扩产。海外有机硅企业较中国企业生产有机硅单体缺乏成本优势, 多数海外有机硅龙头企业聚焦于发展下游深加工产品, 延伸产业链。根据 SAGSI, 过去 10 年海外 (除中国之外) 有机硅产能从约 280 万吨降至 230 万吨附近, 包括陶氏 (原道康宁) 84 万吨、迈图 45 万吨、瓦克 44 万吨、信越 35 万吨、蓝星 (法国) 20 万吨以及 KCC11 万吨, 装置分布在美国、德国、英国、法国、日本、韩国、泰国等地。

图11: 中国境外有机硅单体产能 (万吨)



资料来源: SAGSI, 申港证券研究所

表2: 截至 2021 年 6 月底海外有机硅企业产能 (万吨)

公司	装置地址	产能 (硅氧烷)	产能 (单体)
陶氏	美国	20	
	英国	20	
	张家港 (含瓦克)	15.3	
	合计	55.3	120
埃肯	中国江西永修		50
	法国	10	
	合计		72
瓦克	德国 Nunchritz	13	
	德国 Burghausen	10	
	中国江苏张家港	4.7	
	合计	27.7	60
迈图	美国	11	
	日本	4	
	中国浙江建德	2.2	4.9
	韩国 Seosan (KCC)	7.8	
	合计	25	55
信越	日本群马县 Matsuida	10.5	
	泰国	7	
	合计	17.5	38
国外企业产能			345
境外产能			247.1

资料来源: CAFSI&SAGSI, 申港证券研究所

国内有机硅单体及中间体供应占比全球超 50%，美国仅占比 10%。2019 年，中国的有机硅单体及中间体供应分别为 328 万吨、164 万吨，在全球占比达 58.57%，是全球有机硅单体及中间体供给第一大国。美国有机硅单体及中间体供应分别为 58 万吨、25 万吨在全球占比 10.36%，位居第二，远低于国内供给量。

海外有机硅单体产能将进一步收缩。据 C&EN，国外有机硅龙头企业迈图计划关闭位于纽约沃特福德 (Waterford) 的有机硅产能，使陶氏成为美国唯一一家生产有机硅上游原料的厂商。据 SAGSI，继在德国和泰国的产能陆续关闭后，迈图本次将要关闭的产能折 DMC 约 11 万吨/年，2019 年占全球全部产能的 4.31%，退出后公司占全球产能比重将从 2000 年的 20% 左右降至 3% 左右，产能占比不断降低。

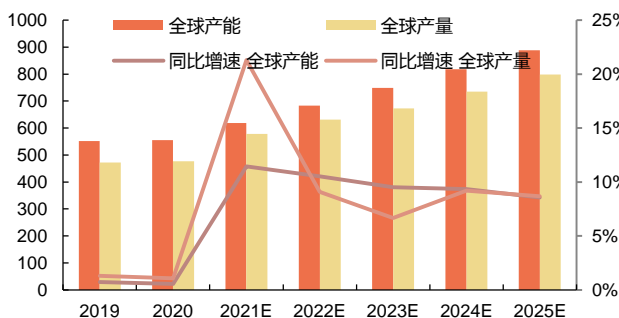
国内头部企业产能未来 5 年有望实现翻倍，全球产能加速向国内转移。目前，国内有百万吨在建+规划产能，集中在头部企业，预计 2025 年中国境内有机硅甲基单体产能将超过 600 万吨/年，约占全球有机硅甲基单体产能的 70% 以上。虽然国内新增产能计划较多，市场预期产能投放后对近期的供应端形成压力，但我们认为企业会根据市场供需因素进行全面的考虑和规划，新增产能集中进行投放的概率比较低。此外，新增产能将增加头部公司核心原料中间体的供应量，提升成本优势，以及进一步巩固和提升公司单体在市场上的占有率及行业地位。

表3：有机硅单体新增产能规划统计（万吨）

厂家	原产能	新增产能	新增项目情况
合盛硅业	106	80	公司计划在云南昭通建设包括年产 80 万吨工业硅，50 万吨煤制有机原料、80 万吨有机硅单体及下游深加工项目。项目分为两期进行，其中一期 80 万吨有机硅单体计划于 2022 年年中投产
兴发集团	36	40	在内蒙古建设有机硅一体化循环项目，主要为 40 万吨/年有机硅单体及配套 5 万吨/年草甘膦、30 万吨/年烧碱生产装置，项目全部投产后预计年可实现销售收入 50.19 亿元，实现利润 7.23 亿元。
江西星火	45	15	2017 年 2 月扩产技改从 40-45 万吨，预计 2018 年计划扩产至 50 万吨，2018 年产能利用率并未达标，后期 2019-2020 年或许计划扩产至 60 万吨。但具体情况依据市场情况而定
云南能投	20	20	21 年底，40 万吨/年有机硅一期 20 万吨/年项目上游主装置区及下游配套产品区一次投料合格、首批 110 胶顺利产出；目前，二期仍有待投放。
福建源岭	0	20	年产 20 万吨有机硅单体项目，计划实施有待考证
浙江中天	12	15	搬迁扩产项目；计划，仍未启动；
产能合计	199	210	

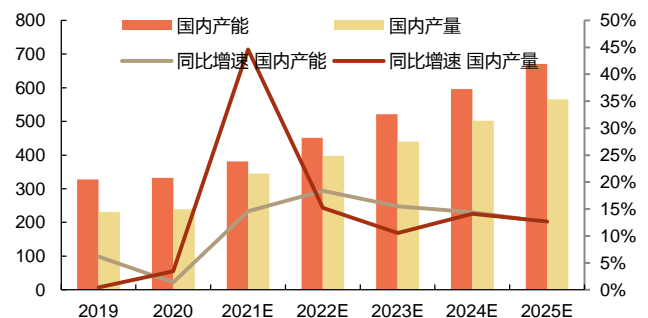
资料来源：SAGSI，华经情报，各公司官网，申港证券研究所

图12：2021-2025E 全球有机硅单体产能产量预测（万吨）



资料来源：SAGSI，申港证券研究所

图13：2021-2025E 国内有机硅单体产能产量预测（万吨）



资料来源：SAGSI，申港证券研究所

3. 需求端：应用领域广阔 景气度上行

3.1 应用范围不断拓展 有机硅前景广阔

有机硅下游深加工产品众多，且差异大。由有机硅单体及其中间体出发，经不同反应，或添加各类填料及助剂，进一步加工成硅橡胶、硅油、硅树脂、功能性硅烷，其中硅橡胶占比最大，达到 66.9%（生胶：107 胶：液态胶=29%：34%：3%），硅油占比 29%。

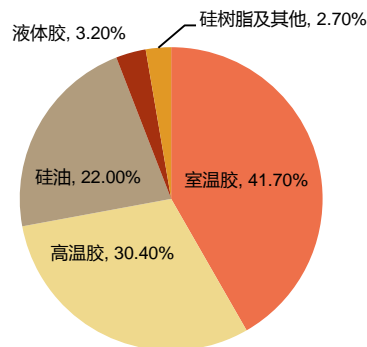
性能优越，应用广泛。有机硅良好的物化性质使其能够应用于密封、粘合、润滑、涂层、表面活性、脱模、消泡、抑泡、防水、防潮、惰性填充等，广泛应用于航空航天、电子电气、化工纺织、食品医疗、日化、建筑等行业。

表4：有机硅主要下游产品种类及应用领域

细分种类	产品描述	用途
107 胶	化学名 α, ω -二羟基聚硅氧烷，是双组分和单组分缩合型硅橡胶的基础胶，可以直接作为商品使用	作为中间体生产各种缩合型室温硅橡胶产品
生胶	通常指甲基乙烯基硅橡胶，生胶是以优质硅氧烷并引入乙烯基合成的高分子量聚硅氧烷化合物	可在添加补强剂（二氧化硅）和添加剂后，在高温下可交联成弹性体，可用于制造各类混炼胶产品，也可在高温下交联成弹性体，进一步制成各类硅橡胶制品
室温胶	室温硫化硅橡胶（RTV），其生胶通常是羟基封端的聚硅氧烷（107 胶），再与其它配合剂、催化剂相结合组成胶料，分单组分和双组分	单组分室温胶可作为粘接、密封、绝缘、防潮、防震材料，广泛应用于电子电器领域；双组分胶广泛用于电子电器、汽车、机械、建筑、化工等行业
混炼胶	高温硫化硅橡胶（HTV），是以甲基乙烯基硅橡胶为基础，加入补强剂和各种添加剂进行混炼，然后在高温下进行加热成型硫化形成的高聚合度聚硅氧烷	适用于高温场景下的应用。可广泛用于航空、电子电器、化工、汽车、建筑、医疗器械等行业。
甲基硅油	液体状态的低分子量线型聚硅氧烷产品	主要用于用作绝缘、润滑、防震、防尘油、介电液和热载体；也可用作化妆品添加剂
改性含氨硅油	液体状态的低分子量线型聚硅氧烷产品，氨基取代甲基	专门用于纺织品柔软整理剂的基本成份，还可用于化妆品添加剂、涂料添加剂、树脂改性剂及光亮剂等领域
聚烷基硅树脂	高度交联的网状结构的聚有机硅氧烷，芳基取代烷基，耐高温性更强	作为绝缘漆，和耐高温涂料，应用于多种细分场景

资料来源：SAGSI，申港证券研究所

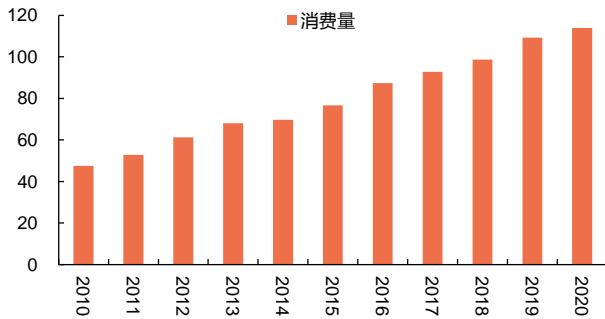
图14：有机硅下游消费结构（%）



资料来源：百川盈孚，申港证券研究所

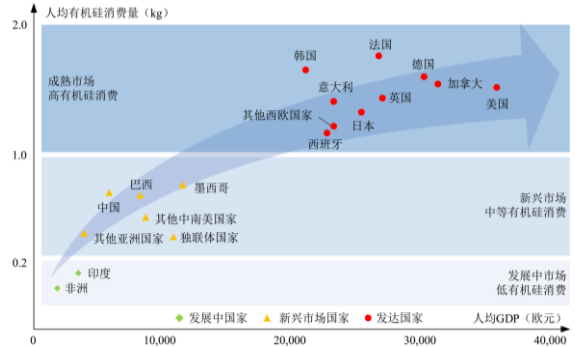
近年来，我国有机硅产品需求较为旺盛，需求量保持快速增长。据 SAGSI，国内有机硅中间体需求量从 2010 年的 47 万吨增长至 2020 年的 113 万吨，复合增速超过 10%。目前我国有机硅人均消费量还不到 1kg，而欧美日等发达国家和地区已接近 2kg，我国有机硅人均消费量仍然有很大提升空间。

图15：2010-2020 年国内有机硅消费量（万吨）



资料来源：SAGSI，申港证券研究所

图16：有机硅消费量与人均 GDP 的关系



资料来源：公司公告，申港证券研究所

政策指导下游深加工产品发展。有机硅材料不仅是国家战略性新兴产业新材料行业的重要组成部分，也是其他战略性新兴产业不可或缺的配套材料。国家对有机硅行业的鼓励政策逐步从单体生产转向有机硅产品深加工、新型有机硅产品开发、新应用领域拓展以及提高综合利用水平等方面。

表5：近年国内有机硅相关政策

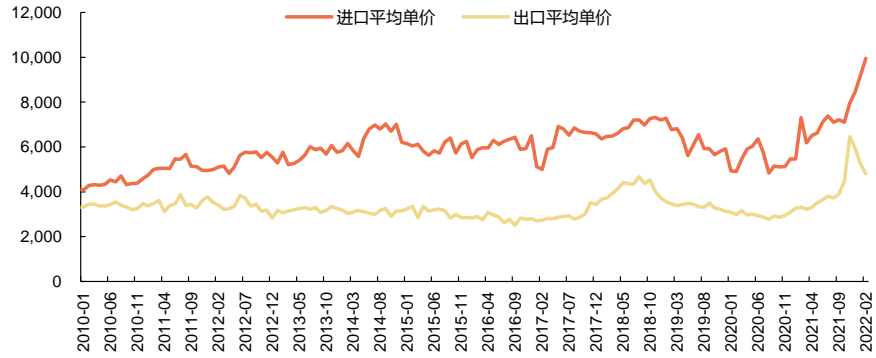
时间	政策文件名称	内容
2015	《中国有机硅行业“十三五”发展规划》	限制：合理控制甲基单体总量和建设水平鼓励：加大下游中高端产品的研发力度，提高产品的技术含量和附加值，向技术密集型和质量效益型转变
2017	《<中国制造 2025>重点领域技术创新路线图(2017)》	鼓励：重点发展硅树脂、硅油及硅橡胶等有机硅新材料
2018	《战略性新兴产业分类(2018)》	鼓励：有机硅新材料发展
2019	《产业结构调整指导目录(2019 年本)》	限制：新建初始规模小于 20 万吨/年、单套规模小于 10 万吨/年的甲基氯硅烷单体生产装置；鼓励：有机硅新材料发展

资料来源：CAFSI，申港证券研究所

国内有机硅工业仍有很大的发展和提升空间。我国有机硅企业目前仍存在销售收入不高、产品品类少、产品档次和附加值较低等短板，德国瓦克、日本信越等跨国公司每吨聚硅氧烷的产值约为国内主要单体生产企业的 2 倍。有机硅下游产品具有更高的产品附加值和 market 应用前景，未来仍有很大的发展和提升空间。

高端有机硅产品进口替代空间巨大。目前我国已经基本实现了有机硅产品自主供给。但从单价上分析，我国有机硅出口产品单价保持在 2700-4200 美元/吨之间，主要是低端的中间产品和基础聚合物出口。进口产品单价一直在 5000 美元以上，价格差距较大，除了关税影响，最重要的还是我国高端产品供给不足，进口替代空间较大。

图17: 进出口价格对比 (元/吨)

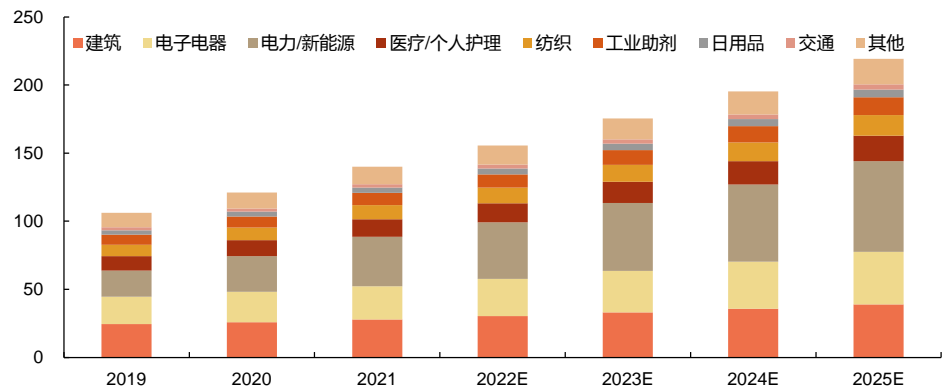


资料来源: Wind, 申港证券研究所

3.2 下游行业景气度提升 有机硅需求强劲

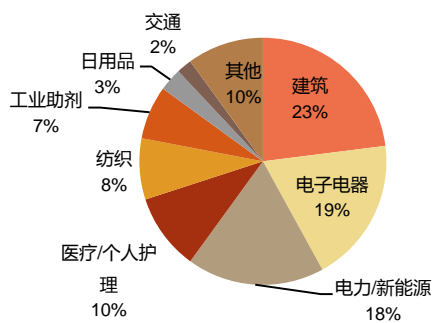
下游应用范围不断拓展以及巨大的需求潜力, 未来 5 年有机硅消费增速将保持 10% 左右。目前我国有机硅消费比例最大的是建筑、电子电器、电力和新能源、医疗及个人护理等领域。未来五年, 随着国内有机硅企业新建产能陆续释放, 中国聚硅氧烷产量将保持稳定增长。除传统行业对有机硅材料的需求将持续增长外, 光伏、新能源等节能环保产业, 超高压和特高压电网建设、智能穿戴材料、3D 打印及 5G 等新兴产业的发展均为有机硅提供了新的需求增长点, 预计 2025 年中国聚硅氧烷消费量大约在 219.32 万吨, 2021-2025 年年均消费增速 10.9%。

图18: 2019-2025E 年中国有机硅中间体需求量预测 (万吨)



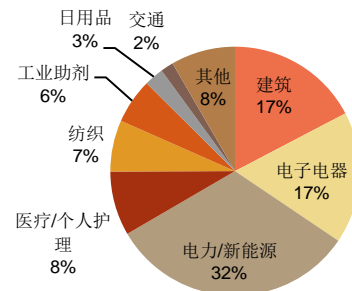
资料来源: SAGSI, 申港证券研究所

图19: 2019 年有机硅中间体市场结构 (%)



资料来源: SAGSI, 申港证券研究所

图20: 2025 年有机硅中间体市场结构 (%)



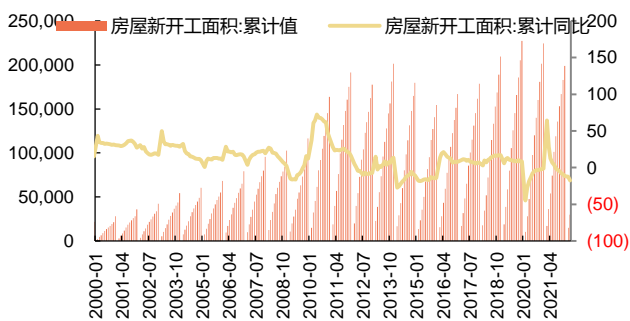
资料来源: SAGSI, 申港证券研究所

建筑是我国有机硅下游第一大应用领域，2019 年占有有机硅消费量的比重为 23.3%。21 世纪初以来，随着我国城市化进程高速发展以及大规模基础设施投资拉动，室温胶需求一度出现高速增长。近年来，随着我国一系列房地产调控政策的出台，楼市开始降温，室温胶需求增速有所放缓。

建筑领域消耗的聚硅氧烷产品主要为室温胶，占国内室温胶消费比例超 60%。有机硅室温胶在建筑领域的应用目前主要包括建筑幕墙装配、房屋建筑的密封和中空玻璃加工三个方面，起粘结、密封、防水等作用。此外，在道路、桥梁等基础设施建设中，广泛用于抗震阻尼用硅胶和涂层材料。2018 年建筑领域消耗室温胶约 48.7 万吨，同比增长 14.1%，约占我国全部室温胶消费量的 61.8%。其中建筑幕墙领域消耗室温胶约 23.0 万吨，门窗密封和装饰装修领域消耗室温胶约 16.0 万吨，中空玻璃加工领域消耗室温胶约 9.7 万吨。

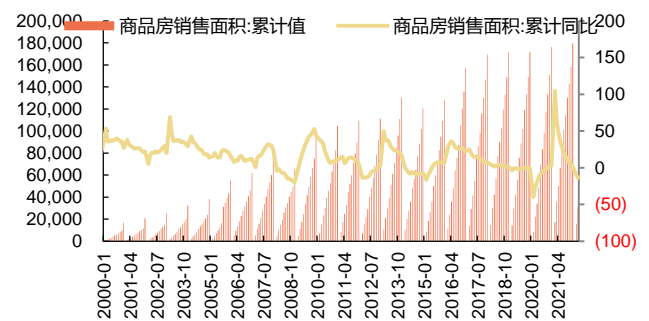
稳增长政策逐步落地，为有机硅需求和价格提供支撑。虽然房地产投资增速放缓，但稳增长政策逐步落地，得以应对“需求收缩、供给冲击、预期转弱”的三重压力。3 月份数据表明当前地产终端需求疲软，房企资金面改善非常有限，商品房同样呈现供给收缩的态势。疫情影响下，需求恢复节奏被打断，经济下行压力加剧，未来或有更多政策优化空间。房地产行业承受了一定压力，但未来有望继续维持较好的发展态势，从而有望继续延续对有机硅的高需求。

图21：房屋新开工面积累计值及累计同比（万平米、%）



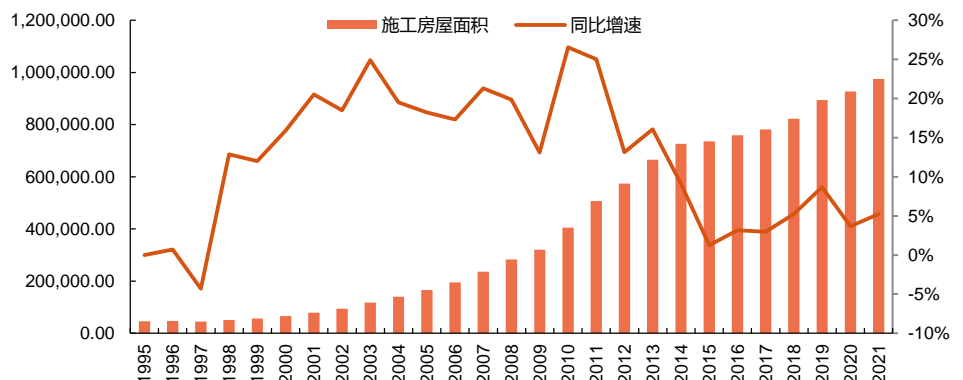
资料来源：Wind，申港证券研究所

图22：商品房面积累计值及累计同比（万平米、%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

图23：施工房屋面积及同比增速（万平米、%）



资料来源：Wind，申港证券研究所

表6：建筑用有机硅需求量测算

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
胶粘剂供给量（万吨）	709.0	751.5	804.1	860.4	920.7	985.1
同比增速（%）	4.66%	6.00%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
建筑用胶粘剂供给量估算 (万吨)	184.34	195.40	209.08	223.71	239.37	256.13
建筑用有机硅胶占比 (%)	31.0%	31.5%	32.0%	32.5%	33.0%	33.5%
建筑用有机硅胶供给量估算 (万吨)	57.15	61.55	66.91	72.71	78.99	85.80
同比量增速 (%)	6.4%	7.7%	8.7%	8.7%	8.6%	8.6%

资料来源: 中国胶粘剂和胶粘带工业协会, 申港证券研究所

在新能源领域, 有机硅主要用于光伏、风电、新能源汽车等领域。新能源领域消耗的聚硅氧烷产品主要为室温胶, 主要用途为灌封和粘结, 此外也有少量硅油用于导热和绝缘。

光伏用有机硅胶粘剂需求持续增长。有机硅材料能有效地阻挡氧气和紫外线的渗透, 不仅具有高的透光率和折射率、良好的疏水性和电子绝缘性能, 并且吸湿率低、耐热和紫外老化性能优良, 适用的温度范围相对较宽, 在太阳能电池组件封装生产中广泛应用。在组件装配过程中, 装框和安装接线盒两个步骤需要在铝框的边框以及接线盒跟背板之间涂覆密封胶, 达到粘结、密封和绝缘的作用, 保证组件和电池片的使用寿命。此外, 接线盒的灌封等同样需要用到有机硅胶, BIPV 光伏建筑一体化项目也为有机硅胶粘剂提供了新的应用场景。

表7: 世界能源消费结构及 2025 年光伏、风电发电量预测

年份	总发电量 (TWh)	一次能源消费量 (EJ)	总发电量/一次能源消费量	可再生能源发电量 (TWh)	可再生能源占比 (%)	风电发电 (TWh)	风电占比 (%)	光伏发电 (TWh)	光伏占比 (%)
2016	24915	552	45	1851	7%	962	4%	328	1%
2017	25624	562	46	2180	9%	1140	4%	446	2%
2018	26659	576	46	2479	9%	1270	5%	577	2%
2019	27001	582	46	2789	10%	1418	5%	708	3%
2020	26823	557	48	3147	12%	1591	6%	856	3%
2025E	31958	615	52	6392	20%	3036	10%	2397	8%

资料来源: BP 能源, 申港证券研究所

表8: 2020-2025E 年全球光伏、风电年均新增装机测算

	风电	光伏
2025 年较 2020 年发电增量 (TWh)	1445	1541
发电小时数 (小时)	2300	1200
较 2020 年装机增量 (GW)	628	1284
5 年均装机量 (GW)	126	257
5 年装机量 CAGR (%)	13.8%	22.9%

资料来源: BP 能源, 申港证券研究所

表9: 全球光伏、风电用有机硅需求量测算

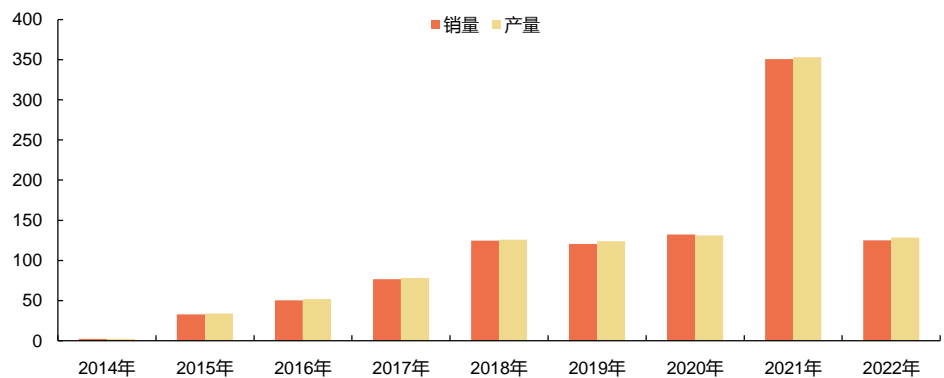
	2020	2025E
有机硅光伏领域市场规模测算		
全球光伏新增装机估算(GW)	133	257
单位用量 (吨/GW)	1400	1400
有机硅密封胶用量 (万吨)	18.62	35.98
5 年 CAGR	-	14.08%
有机硅风电领域市场规模测算		
全球风电新增装机估算 (GW)	95	126
单位用量 (吨/GW)	900	900
有机硅密封胶占比 (%)	31%	31%
有机硅密封胶用量 (万吨)	2.65	3.52
5 年 CAGR	-	5.81%

资料来源: BP 能源, 21 世纪可再生能源政策, 硅宝科技招股说明书, 申港证券研究所

汽车制造工业中对有机硅材料的应用领域众多。散热器、热交换器及水泵垫圈使用有机硅橡胶后可传送防冻剂而不产生腐蚀；汽缸盖密封垫片、引擎盖、阀门盖、油泵或油盘使用耐油、传热的有机硅橡胶可以帮助散热。汽车制造行业中发动机系统、排气系统、燃料系统、汽车按键等对有机硅等材料的需求将带动硅橡胶需求不断攀升。

有机硅在新能源汽车领域主要用于动力电池灌封保护。动力电池是新能源汽车的核心部件，动力电池的灌封保护是实现电力驱动系统稳定、高效、持久、安全工作的关键。有机硅在动力电池组装领域应用广泛，如 PACK 密封、结构粘接与导热、电池灌封、壳体粘接等方面，以及 BMS 电池管理系统的涂覆、电池箱体密封等。每辆汽车用有机硅用量约 2-3kg，而新能源汽车组件由于使用大量的液体硅橡胶进行封装，所以其使用量甚至超过 20kg/辆。2021 年中国新能源汽车产销量分别为 353.26 万辆和 350.72 万辆，同比增长分别为 169.67%和 165.1%。未来，新能源汽车的蓬勃发展将大大拉动有机硅的需求。

图24：2014-2020 国内新能源汽车产销量（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，申港证券研究所；2022 年数据截止 3 月

表10：汽车用有机硅需求量测算

	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
生产用胶							
全国汽车产量（万辆）	2567.7	2532.5	2605.7	2600.0	2678.0	2758.3	2841.1
单位平均室温胶用量（千克/辆）	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3
单位平均高温胶用量（千克/辆）	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
单位生产用胶需求量（千克/辆）	1.0	1.1	1.3	1.4	1.6	1.8	1.9
生产用胶总需求量（万吨）	2.5	2.8	3.3	3.7	4.3	4.9	5.5
维修用胶							
全国汽车保有量（亿辆）	2.6	2.8	3.0	3.3	3.6	3.8	4.1
单位维修用胶量（千克/辆）	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
维修用胶总需求量（万吨）	3.1	3.9	5.2	6.3	7.5	9.2	11.1
总用胶量(万吨)	5.6	6.7	8.4	10.0	11.8	14.1	16.6
增速	18.4%	20.2%	25.0%	18.2%	18.2%	19.5%	18.1%

资料来源：中国汽车工业协会，SAGSI，申港证券研究所

表11：新能源汽车动力电池用有机硅需求量测算

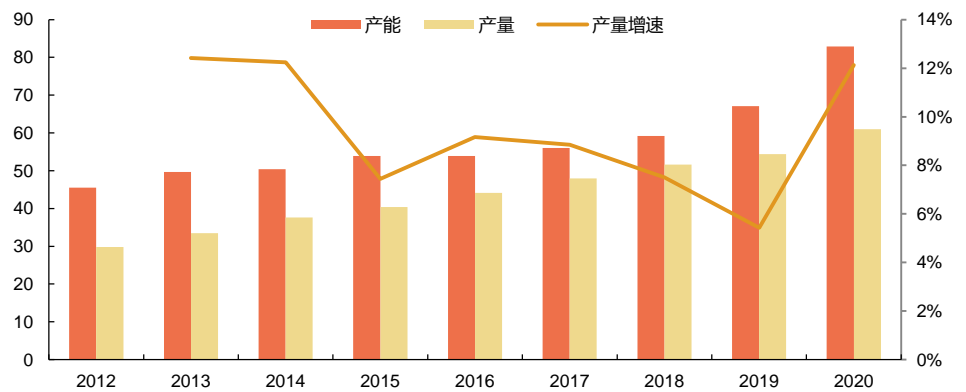
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
新能源汽车总产量（万辆）	128	127	378	546	911	1021	1136
新能源乘用车渗透率（万辆）	5%	5%	15%	21%	34%	37%	40%
平均单位电池有机硅橡胶消耗量（千克/个）	4	4	4.5	4.5	7	8	10
新能源汽车动力电池用有机硅橡胶需求量（万吨）	0.5	0.5	1.7	2.5	6.4	8.2	11.4
增速	-2.87%	-1.37%	235.7%	44.51%	159.4%	28.10%	39.19%

资料来源: 中国汽车工业协会, SAGSI, 申港证券研究所

电力领域消耗的聚硅氧烷产品主要为高温胶, 主要用于电缆、复合绝缘子及电力附件, 此外还用到少量室温胶、硅树脂和硅油。高温胶用作电线电缆, 尤其适宜在高温和苛刻环境中使用, 其寿命远高于普通电缆。

随着我国要加大电网的建设、延伸, 特别是特高压、超高压的交、直流电网建设, 高性能需要拉动高端产品需求, 高性能需要拉动高端产品需求。有机硅作为产业辅材的有机硅材料, 由于其优异的特性, 在电力行业广泛使用。硅橡胶绝缘子因电气性能突出逐渐取代了传统的陶瓷绝缘子, 特别是在百万伏级输变电线路上。中高压电力电缆连接器的核心部件主要采用硅橡胶、乙丙橡胶制造, 但由于硅橡胶的综合性能优于乙丙橡胶, 故高压及中压电缆附件用硅橡胶的比例约占整个橡胶用量的 70% 以上。此外, RTV 硅橡胶涂料还独具很强的长周期憎水性迁移性, 成为电力系统输变电设备防污闪的首选涂料, 一般 3 至 5 年内不需要复涂。随着我国用电需求和电力供应能力的增强, 将进一步拉动国家电源电网工程建设。有机硅产品作为电力行业产业链中的一环, 在电力领域的用量将持续增长。

图 25: 高温胶 HTV 2012-2020 年产能及产量情况 (万吨、%)

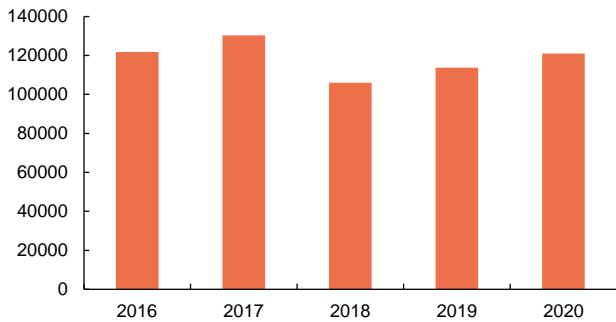


资料来源: CAFSI&SAGSI, 申港证券研究所

电子电器领域消耗的聚硅氧烷产品主要为高温胶和液体胶, 主要用途为结构件、装饰件及电路灌封保护, 此外硅油、硅树脂也有一定的应用, 主要是绝缘、润滑及易刮擦部位的表面处理。

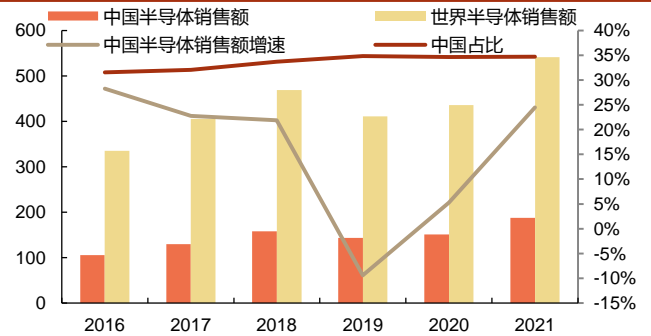
半导体行业规模持续增长, 将会进一步推进有机硅行业的发展。我国已成为全球最大的电子信息制造基地, 全球几乎 60% 以上的电子产品在国内封装、组装。随着人工智能、5G、大数据为代表的基建国家战略的推进, 使我国市场对半导体的需求不断增加。截止 2021 年底, 全球半导体市场销售额 5408.7 亿美元, 5 年内复合增长率为 10%, 中国半导体销售额为 1705.8 亿美元, 5 年内复合增长率为 12.2%, 全球占比上升至 34.7%。

图26: 2016-2021年中国电子制造业收入(亿元)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图27: 全球及中国半导体销售额及增速(十亿美元、%)



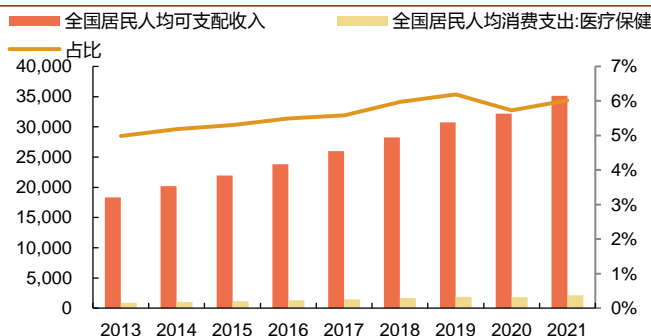
资料来源: Wind, 申港证券研究所

有机硅在医疗和个人护理领域广泛使用。医疗行业使用的聚硅氧烷产品主要为高温胶、液体胶和硅油; 在个人护理行业, 则主要为硅油及直接添加使用的中间体。根据百川盈孚, 2019年我国医疗及个人护理市场占有有机硅消费量的比重约10%, 我们预计医疗及个人护理有机硅消费量未来五年年均增长率约为10%。随着我国经济的发展及人民收入水平和健康意识的提高, 人均医疗保健消费支出稳定增长, 2021年为2115元, 同比增长15%, 占人均可支配收入比重由2013年的4.98%提升至2021年的6.02%。未来我国医疗卫生事业必将获得长足发展, 进而拉动有机硅的需求。

液体胶具有良好的生物相容性, 广泛用于人体植入和人体接触材料, 在医疗器件领域已开始取代PVC和天然乳胶, 如牙科印模、人造器官、美容假体、医用导管、医用器具护套等。据SAGSI, 随着人民对健康追求的逐步提高, 该领域的上升空间巨大, 未来几年将保持30%左右的增速。母婴用品行业目前大量使用液体胶制造奶瓶、奶嘴、磨牙棒、疤痕贴等, 已成为液体胶最大的消费领域, 近五年增速一直维持在10%以上。随着城市化进程的不断加快, 全面二孩政策的放开, 预计未来对母婴产品的需求将持续增长。

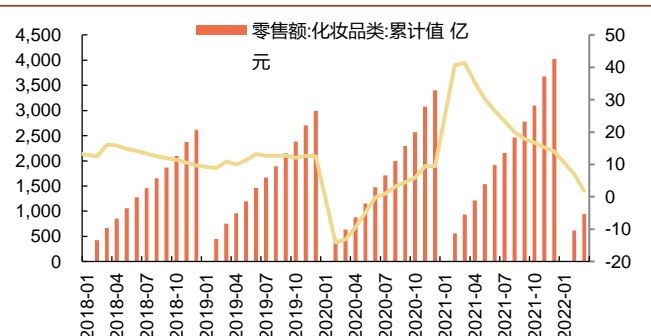
在个人护理行业, 有机硅现已成功地应用到膏、霜、蜜、香水、香波、香粉、发蜡、发乳、护发素、头发喷雾剂、浴用洗涤剂、指甲油、防晒油等化妆品领域, 其品类已多达数百种。2017—2021年我国化妆品商品零售保持稳定增长, 2021年12月累计值达到4026亿元, 同比增长14%, 随着“颜值经济”的兴起, 未来预计国内化妆品市场仍将保持较高的增长速度, 进而拉动对有机硅的需求。

图28: 人均医疗保健消费支出及收入占比(元、%)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图29: 化妆品零售类累计值及累计增长(亿元、%)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

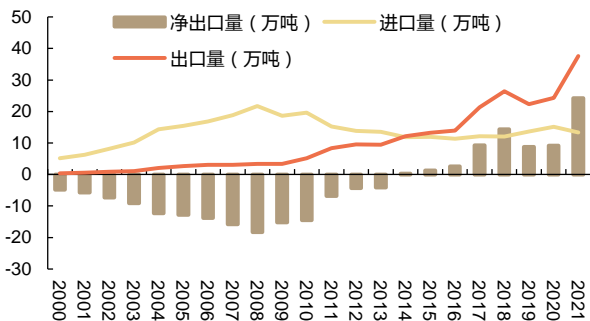
3.3 海外需求缺口放大 出口稳步上升

海外需求迅速回暖带动有机硅行业进入回暖期。受海外公共卫生事件不断发酵影响，国外有机硅生产受到较强冲击，整体开工率底下，但同时下游需求旺盛，有机硅订单向国内转移对国内有机硅形成需求利好。根据海关总署，2020年6月以后我国有机硅出口同比增速开始触底回升，并在8月及9月分别实现了3.96%、22.5%的同比增速。

东南亚国家经历高速发展期，有机硅需求大幅提升。以印度、越南为代表的东南亚国家正经历高速发展时期，对于基建、电子电器、能源等的需求日益提升，同时也拉动对行业上游有机硅产品的需求量。我国初级形状聚硅氧烷出口国占比中，东南亚国家占比从2017年16.74%上升至2019年23.66%，且该上升趋势仍将持续。

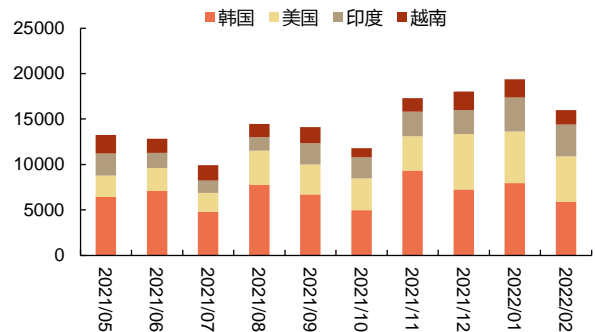
国外有机硅龙头企业将重点放在开发技术含量高、附加值高的中下游产品，加剧海外需求缺口的放大。据C&EN，迈图在关闭有机硅单体产能的同时，还将斥资1500万美元在沃特福德扩大电子用硅树脂的生产。作为有机硅的主要下游产品之一，硅树脂产能的扩张将形成未来有机硅的需求增量。迈图有机硅产能的减少叠加下游产品产能的增加将使这一比重进一步增加。

图30：国内聚硅氧烷进出口情况（万吨/月）



资料来源：Wind，中港证券研究所

图31：近10月聚硅氧烷出口按产销国分类（吨/月）



资料来源：百川盈孚，中港证券研究所

4. 规模、成本优势显著 研发助力成长

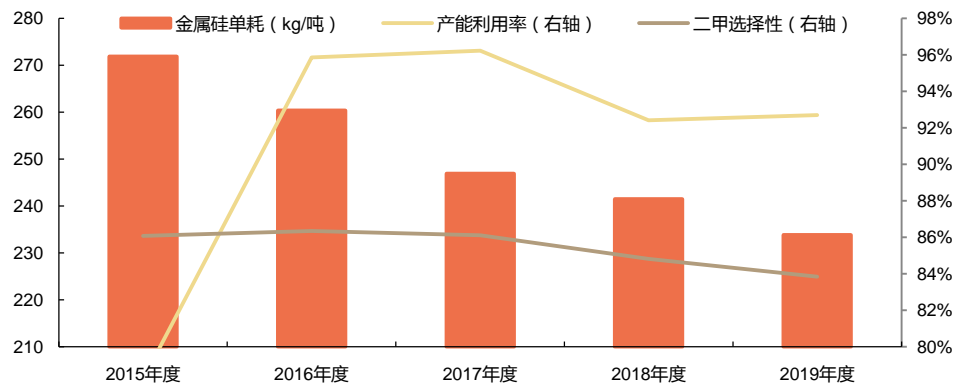
4.1 规模化生产 产业链进一步完善

公司是具备规模化生产、循环经济的有机硅单体/中间体生产企业，具备显著成本优势。目前，公司拥有60万吨/年有机硅单体产能（折聚硅氧烷约28.2万吨/年），位居全球前五，国内市占率超10%。具备从金属硅粉加工到有机单体、中间体以及下游硅橡胶、硅油、气相白炭黑等系列深加工产品的一体化能力，并对相关的副产物进行综合利用，形成了较为完善的产业链配套。

公司有机硅单体合成单套装置生产能力居国内领先水平。公司掌握15万吨/年单体合成装置设计、运行技术，为单套产能最高的国产装置之一。通过产品、技术和工艺研发，装置稳定运行能力和生产效率不断提升，金属硅单耗下降至233.83kg/吨，电力单耗下降至1,611.62kWh/吨。IPO募投项目中30万吨/年有机硅单体装置已于2022年1月31日顺利产出合格有机硅环体类产品。相比于现有装置，募投项目通过改进和优化设计，单套产能规模、产品质量、工艺技术及自动化控制、

节能环保、下游深加工产品品类等方面均有显著提高，公司盈利能力和市场竞争力进一步提高。

图32：公司单体装置主要技术指标



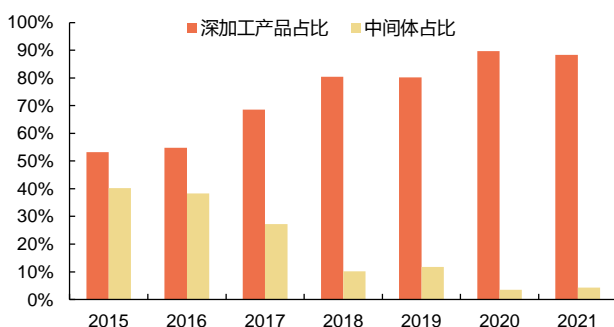
资料来源：公司公告，申港证券研究所

布局上游原材料，产业链进一步完善。2021年10月初母公司东岳氟硅科技增资海南固基，其目前拥有的13万吨/年工业硅产能将优先保障公司原材料供应，另外还有10万吨工业硅产能在建设中。另外，公司规划在贵州省罗甸县投资建设约10万吨工业硅产能，待所有规划建设产能完工后，公司具备33万吨/年工业硅原材料的供应（可保证60万吨有机硅单体需求），位居全国第二。原材料供应稳定得到保证，公司产业链进一步完善，提高盈利能力。

公司是国内重要的有机硅深加工产品供应商，与下游众多客户建立了长期稳定的合作关系。有机硅行业的下游客户对有机硅产品的质量及稳定性有较高的要求。为确保生产的连续性和产品品质的一致性，下游客户都趋向于与产品质量稳定、生产规模较大、供货能力更强的供应商开展合作。同时，由于使用新供应商的原材料对自身生产工艺和产品品质的影响存在较大不确定性，下游客户通常不会随意更换供应商。公司深加工产品规格超过120种位居行业前列，在客户储备方面具备先发优势，从而形成一定的客户壁垒。

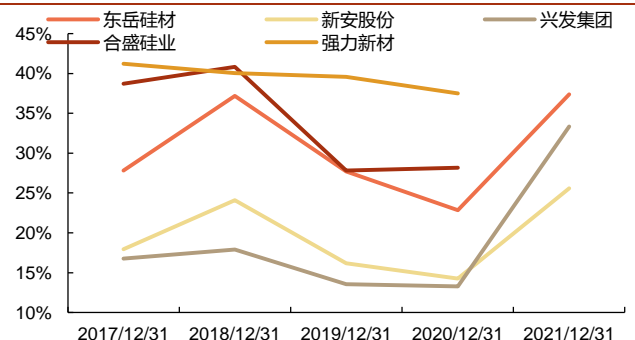
毛利率在行业内位居领先地位。通过对比我们可以看到公司毛利率保持在行业内较高水平，但是有所不同的是另外两家企业由于有草甘膦业务可以副产氯甲烷从而摊低成本，而目前公司主要业务为深加工产品，即其业务方向仅为生产有机硅产业中下游产品，产品附加值较高，所以其毛利率并不低于其他两家有草甘膦有机硅循环优势的公司。

图33：公司深加工产品、中间体业务营收占比 (%)



资料来源：Wind，申港证券研究所

图34：可比公司毛利率对比 (%)



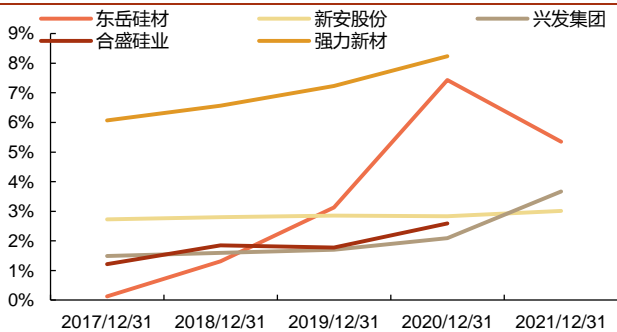
资料来源：Wind，申港证券研究所

4.2 研发投入比肩新材料公司产品多元化发展

研发投入比肩新材料公司研发投入占比位居行业前列，凸显公司成长属性。公司进一步加大研发力度，在对现有产品进行升级改造及扩大产品应用范围的同时，进一步加强新产品开发，包括用于国防军工、医药、电子等领域的高端产品研发。研发人员数量占比从 2018 年 13.93% 快速提高至 29.93%，研发投入占营收比例从 2018 年的 1.31% 提高至 5.4%，已经位居化工上市公司前列，甚至超过部分新材料公司。另外通过对比同业我们可以发现，无论是研发投入占营收比例还是公司研发人员数量占比，公司均在行业内保持领先，充分说明公司对于研发技术的重视。

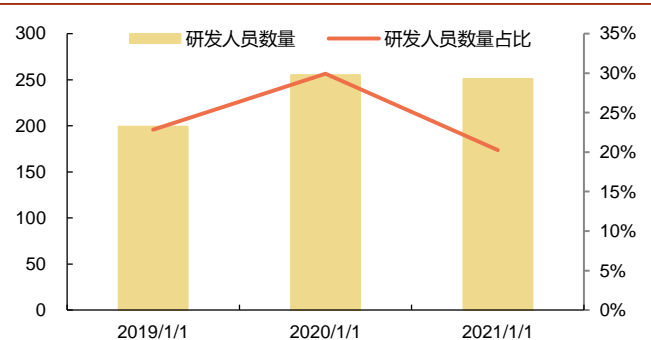
强大的研发储备有望助力公司产品多元化发展。近几年公司各种新品不断投产，比如这两年重点研发的液态硅胶，具有流动性好，硫化快，更安全环保的特点，可完全达到食品级的要求。液态硅胶具有优异的抗撕裂程度、回弹性、抗变黄性、热稳定性和耐热抗老化性等。广泛用于婴幼儿用品、医疗用品及电子产品，公司未来盈利能力随着新品的丰富会得到持续加强。

图35：可比公司研发投入占营收比例对比 (%)



资料来源：Wind，申港证券研究所

图36：公司研发人员数量和研发投入占营收比例



资料来源：Wind，申港证券研究所

5. 盈利预测及估值

假设：

- 产量上，随着 2022 年 30 万吨单体，以及后续 20 万吨深加工项目投产，公司中间体、深加工产品产销将逐年增加。
- 价格上，下游需求强劲，供应端产能有序释放，有机硅及各项深加工产品的景气度仍将上行，我们认为有机硅产品高价格、高利润有望持续。

表12：东岳硅材各产品收入预测 (亿元、%)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	27.3	25.0	43.3	72.4	84.7	85.8
YOY	-19.6%	-8.4%	73.1%	189.2%	17.1%	1.3%
营业成本	19.9	19.5	27.1	42.4	51.2	52.1
YOY	-7.5%	-2.3%	39.4%	117.8%	20.9%	1.7%
毛利率	27.1%	22.3%	37.4%	41.5%	39.5%	39.2%
中间体						
收入	3.2	0.9	1.8	28.1	22.2	3.7
成本	2.1	0.7	1.1	15.8	12.9	2.1
毛利率	33.8%	25.8%	41.8%	43.8%	41.8%	41.8%

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
深加工产品						
收入	21.9	22.5	38.3	41.1	59.3	78.9
成本	16.1	17.1	23.1	23.7	35.4	47.1
毛利率	26.6%	23.7%	39.6%	41.5%	40.5%	40.5%
深加工产品拆分:						
107 胶						
收入	12.0	12.3	19.5	20.9	31.0	41.3
成本	8.7	9.1	11.6	12.0	18.1	24.1
毛利率	27.1%	25.9%	40.5%	42.5%	41.5%	41.5%
110 生胶						
收入	3.9	3.9	6.6	7.0	10.1	13.5
成本	3.0	2.9	3.9	3.9	6.1	8.1
毛利率	23.0%	24.7%	40.7%	43.7%	39.7%	39.7%
硅油						
收入	2.7	2.6	4.9	5.2	7.3	9.7
成本	2.1	2.1	2.8	2.8	4.2	5.7
毛利率	22.8%	20.1%	41.9%	44.9%	41.9%	41.9%
混炼胶						
收入	1.9	2.5	4.4	5.0	6.9	9.2
成本	1.6	2.0	2.8	2.9	4.4	5.9
毛利率	16.1%	20.8%	37.3%	42.3%	36.3%	36.3%
硅酮胶						
收入	0.3	0.4	1.3	1.3	2.0	2.7
成本	0.3	0.3	0.9	0.9	1.3	1.7
毛利率	19.4%	21.6%	36.1%	36.1%	35.1%	35.1%
气相白炭黑						
收入	1.2	0.9	1.0	1.1	1.5	2.0
成本	0.5	0.8	0.8	0.7	0.8	1.1
毛利率	61.3%	6.8%	25.0%	35.0%	43.0%	43.0%
液体胶						
收入	-	-	0.6	0.6	0.6	0.6
成本	-	-	0.4	0.4	0.4	0.4
毛利率			25.0%	27.0%	26.0%	26.0%

资料来源: Wind, 申港证券研究所

首次覆盖, 给予买入评级。按照假设, 我们预测公司 2022-2024 年营收分别为 72.39 亿元、84.74 亿元、85.8 亿元, 归母净利润分别为 22.77 亿元、25.5 亿元和 25.81 亿元, 对应 EPS 分别为 1.9 元、2.12 元和 2.15 元, PE 分别为 6.38 倍、5.69 倍、5.62 倍。

表13: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2503	4333	7239	8474	8580	流动资产合计	3120	3116	4481	5173	5947						
营业成本	1931	2713	4238	5124	5213	货币资金	2004	1961	3275	3834	4594						
营业税金及附加	9	11	19	22	23	应收账款	32	31	52	61	62						
营业费用	75	22	36	42	43	其他应收款	0	0	0	0	0						
管理费用	47	56	94	110	111	预付款项	1	2	4	6	9						
研发费用	186	232	239	246	253	存货	183	463	402	486	494						
财务费用	-14	-27	12	16	-12	其他流动资产	2	25	25	25	25						
资产减值损失	-0.97	-9.46	0.00	0.00	0.00	非流动资产合计	1379	3159	3197	3221	3239						
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	0	0	0	0	0						
投资净收益	17.78	6.81	0.00	0.00	0.00	固定资产	712.76	701.70	1058.91	1339.50	1564.91						
营业利润	297	1327	2602	2913	2949	无形资产	191	186	167	150	135						
营业外收入	14.05	4.56	0.00	0.00	0.00	商誉	0	0	0	0	0						
营业外支出	5.38	16.79	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	77	187	187	187	187						
利润总额	306	1315	2602	2913	2949	资产总计	4498	6275	7678	8394	9186						
所得税	25	164	325	364	368	流动负债合计	394	1112	1629	1323	1082						
净利润	281	1151	2277	2550	2581	短期借款	0	0	708	256	0						
少数股东损益	0	0	0	0	0	应付账款	325	894	702	849	864						
归属母公司净利润	281	1151	2277	2550	2581	预收款项	0	0	0	0	0						
EBITDA	589	1597	2685	3016	3029	一年内到期的非流动负	0	0	0	0	0						
EPS (元)	0.25	0.96	1.90	2.12	2.15	非流动负债合计	26	37	12	12	12						
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0						
						应付债券	0	0	0	0	0						
成长能力						负债合计	419	1149	1641	1335	1094						
营业收入增长	-8.41%	73.10%	67.06%	17.06%	1.25%	少数股东权益	0	0	0	0	0						
营业利润增长	-43.98%	346.42%	96.06%	11.99%	1.23%	实收资本(或股本)	1200	1200	1200	1200	1200						
归属于母公司净利润增	97.88%	11.99%	97.88%	11.99%	1.23%	资本公积	2107	2107	2107	2107	2107						
获利能力						未分配利润	617	1503	1545	1593	1640						
毛利率(%)	22.85%	37.39%	41.46%	39.53%	39.25%	归属母公司股东权益合	4079	5126	5987	7008	8042						
净利率(%)	11.21%	26.55%	31.45%	30.09%	30.09%	负债和所有者权益	4498	6275	7678	8394	9186						
总资产净利润(%)	6.24%	18.34%	29.65%	30.38%	28.10%	现金流量表						单位:百万					
ROE(%)	6.88%	22.45%	38.03%	36.39%	32.10%	经营活动现金流	210	555	2093	2666	2661						
偿债能力						净利润	281	1151	2277	2550	2581						
资产负债率(%)	9%	18%	21%	16%	12%	折旧摊销	306.09	297.72	0.00	69.43	76.61						
流动比率	7.93	2.80	2.75	3.91	5.50	财务费用	-14	-27	12	16	-12						
速动比率	7.46	2.39	2.50	3.54	5.04	应付帐款减少	0	0	-21	-9	-1						
营运能力						预收帐款增加	0	0	0	0	0						
总资产周转率	0.72	0.80	1.04	1.05	0.98	投资活动现金流	-952	-438	-110	-110	-110						
应收账款周转率	75	137	174	150	140	公允价值变动收益	0	0	0	0	0						
应付账款周转率	7.90	7.11	9.07	10.92	10.02	长期股权投资减少	0	0	0	0	0						
每股指标(元)						投资收益	18	7	0	0	0						
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.96	1.90	2.12	2.15	筹资活动现金流	1681	-151	-669	-1997	-1791						
每股净现金流(最新摊)	0.78	-0.03	1.10	0.47	0.63	应付债券增加	0	0	0	0	0						
每股净资产(最新摊薄)	3.40	4.27	4.99	5.84	6.70	长期借款增加	0	0	0	0	0						
估值比率						普通股增加	300	0	0	0	0						
P/E	48.40	12.60	6.38	5.69	5.62	资本公积增加	1686	0	0	0	0						
P/B	3.56	2.83	2.43	2.07	1.81	现金净增加额	939	-35	1315	559	759						
EV/EBITDA	21.24	7.86	4.45	3.63	3.28												

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本报告中所引用信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本研究报告所载的资料、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、意见或推测不一致的报告。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下作出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的风险等级定级为 R3 仅供符合本公司投资者适当性管理要求的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上