

有机硅助剂调结构，苯基有机硅高成长 买入（首次）

2020年10月22日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006
021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

证券分析师 陈元君

执业证号：S0600520020001
021-60199793

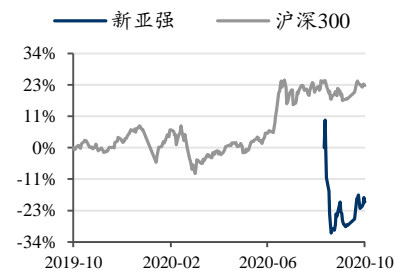
chenyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	602	434	821	1,014
同比(%)	-7.4%	-27.9%	89.0%	23.6%
归母净利润(百万元)	219	154	306	396
同比(%)	3.9%	-29.6%	98.0%	29.5%
每股收益(元/股)	1.41	0.99	1.97	2.55
P/E(倍)	26.10	37.11	18.74	14.47

投资要点

- **公司是有机硅助剂细分龙头企业：**公司创始人涉足有机硅功能性助剂产业有超过 20 年的历史。公司涉足的六甲基二硅氮烷、乙烯基双封头等有机硅助剂产品多为技术壁垒高，竞争格局好的产品。在进一步巩固有机硅功能助剂产品现有优势的同时，公司开始涉足苯基有机硅单体产业，并且取得突破性进展。
- **优化产品结构，丰富产品系列是有机硅助剂产业的发展思路。**电子级六甲基二硅氮烷主要用于光刻胶的助粘剂，属于国家亟需自主化的产品。电子级乙烯基双封头是电子灌封胶的关键原材料。公司的发展思路相对确定，一方面，依托技术进步，提升产品品质，拓宽产品应用范围到电子级六甲基二硅氮烷、电子级乙烯基双封头等领域。另一方面，不断进行上下游产业延伸，丰富产品系列，实现产业闭环。
- **公司是国内率先实现二苯基二氯硅烷规模化生产的企业。**苯基氯硅烷是在用量及重要性仅次于甲基氯硅烷的有机硅单体。它对改善聚有机硅氧烷的性能，特别对提高有机硅产品的耐热性、化学稳定性、耐辐照性等具有明显的作用。国内目前基本实现了一苯基三氯硅烷的产业化，但是二苯基二氯硅烷还没有实现规模化生产。公司 14 年开始发展流化床法工艺，目前已经实现装置的规模稳定生产。
- **苯基有机硅衍生物具有较大的产业空间。**按照专家估计，全球苯基有机硅单体的产业空间大约是甲基有机硅单体的 5%，接近 10 万吨的体量。二苯基二氯硅烷是苯基氯硅烷的核心产品，向下游延伸，发展苯基硅橡胶、硅油、硅树脂，可以满足航空航天、军用以及电子领域的产业发展，具有较大的产业前景和较好的盈利能力。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020~2022 年归母净利分别为 1.54/3.06/3.96 亿元，EPS 分别为 0.99/1.97/2.55 元，当前股价对应 PE 分别为 37X/19X/14X。公司是有机硅助剂领域的细分龙头企业，在苯基氯硅烷领域先发优势明显，苯基氯硅烷衍生物的市场前景广阔。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**苯基有机硅衍生物的市场推广不及预期；细分市场竞争格局恶化导致盈利能力下滑。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	36.82
一年最低/最高价	31.21/50.45
市净率(倍)	8.24
流通 A 股市值(百万元)	1431.93

基础数据

每股净资产(元)	4.47
资产负债率(%)	10.29
总股本(百万股)	155.56
流通 A 股(百万股)	38.89

相关研究

内容目录

1. 公司简介	4
1.1. 大股东持股比例较为集中	4
1.2. 公司的生产基地集中在宿迁	4
1.3. 财务报表分析	5
2. 有机硅助剂产业格局较好，需求明确	6
2.1. 公司的有机硅功能助剂主要是竞争格局好、技术壁垒高的产品	6
2.2. 六甲基二硅氮烷需求增长确定性高	7
2.3. 双封头需求增速较快	8
3. 苯基有机硅产业系国内短板项目	8
3.1. 公司的苯基氯硅烷工艺为优势显著的流化床工艺	9
3.2. 向下游延伸是发展方向	10
3.2.1. 特种涂料和大功率 LED 封装是苯基硅树脂的潜力所在	11
3.2.2. 二苯基二氯硅烷是苯基硅橡胶的核心单体	11
3.2.3. 二苯基二氯硅烷是特种苯基硅油的关键单体	12
3.2.4. 苯基氯硅烷衍生物是公司的重要发展方向	13
4. 盈利预测与投资评级	13
4.1. 核心假设	13
4.2. 盈利预测	14
5. 风险提示	14

图表目录

图 1: 公司的股权结构	4
图 2: 有机硅产业链及公司产品所处位置	5
图 3: 公司的主要产品的收入构成 (亿元)	6
图 4: 公司主要产品的毛利率 (%)	6
图 5: 公司六甲基二硅氮烷工艺流程简图	6
图 6: 公司乙烯基双封头工艺流程简图	6
图 7: 公司苯基氯硅烷生产工艺流程简图	10
图 8: 硅树脂的消费结构 (%)	11
图 9: 硅树脂的产品结构 (%)	11
图 10: 高温硅橡胶的消费结构 (%)	12
图 11: 硅油的产品结构 (%)	12
表 1: 公司主要产品的产能分布	5
表 2: 苯基氯硅烷的主要工艺特点	9
表 3: 苯基有机硅和甲基有机硅的性能对比	10
表 4: IPO 募投项目一览	13
表 5: 盈利预测拆分 (单位: 亿元, %)	14
表 6: 可比公司估值表 (参考 2020 年 10 月 22 日收盘价)	14

1. 公司简介

新亚强硅化学股份有限公司，位于江苏宿迁。公司前身为成立于 09 年 11 月的新亚强有限责任公司，15 年 8 月进行股份制改造。20 年上交所上市。

公司创始人初亚军涉足有机硅产业已经有超过 20 年的历史。

公司自设立以来，一直专注于从事有机硅功能性助剂的生产及销售，六甲基二硅氮烷、乙烯基双封头等产品是公司有机硅功能助剂的特色产品和核心产品。

14 年开始，公司开始苯基氯硅烷项目的试生产，经过多年努力，公司成为国内唯一一家顺利打通流化床工艺苯基氯硅烷的企业，目前相关产品稳定销售给迈图、信越等企业。

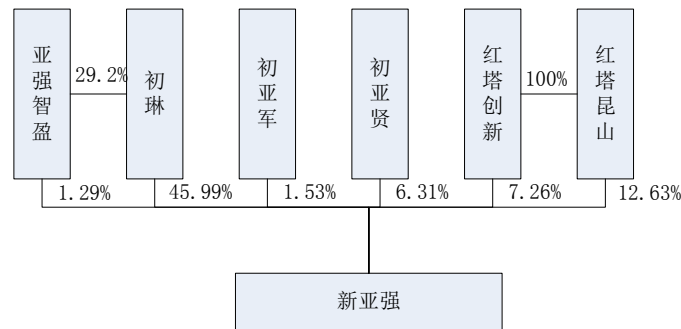
1.1. 大股东持股比例较为集中

公司实际控制人为初琳，初琳直接持有公司 45.99% 的股份，并且还通过亚强智盈持有上市公司的 0.38% 股份。

初琳、初亚军和初亚贤为一致行动人。

公司的激励机制较为规范，绝大部分核心技术人员和管理人员都通过员工持股平台亚强智盈持有上市公司的股份。

图 1: 公司的股权结构（截至 2020 年 9 月 1 日）



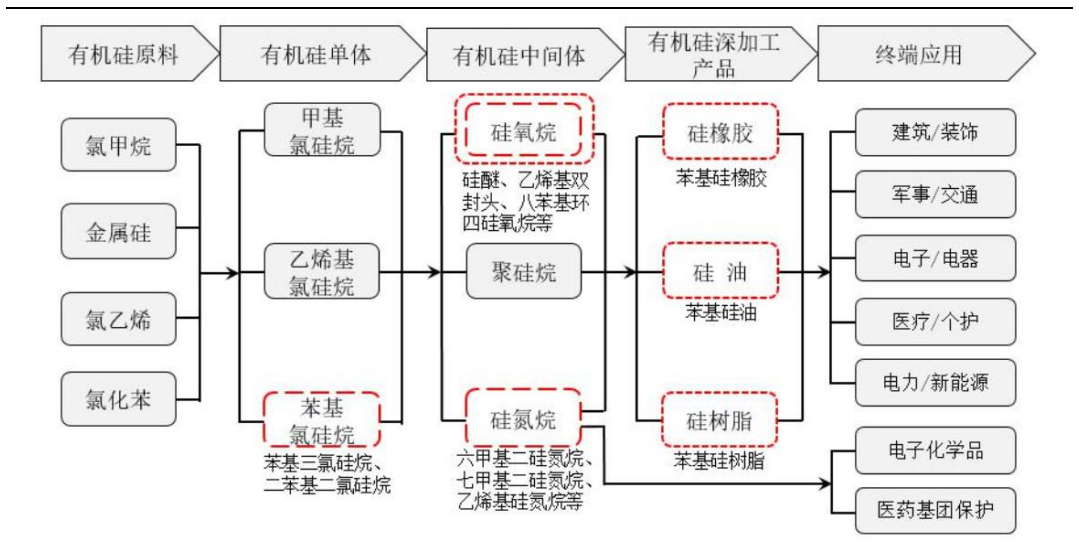
数据来源：wind，东吴证券研究所

1.2. 公司的生产基地集中在宿迁

公司的生产基地主要集中在宿迁生态化工科技产业园。由于历史原因，公司在吉林永吉经济开发区也拥有生产基地，但是该基地已无生产经营活动。

宿迁基地目前有两个厂区。老厂区主要从事有机硅功能性助剂的生产及销售。新厂区主要从事苯基氯硅烷及其衍生物的生产，以及部分有机硅功能性助剂的生产及销售。

图 2：有机硅产业链及公司产品所处位置



注：长虚线框为公司现有产品所在产业链环节，短虚线框为公司募投主要产品所在产业链环节。

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

综合招股说明书以及地方政府的环评公告，公司目前主要产品的产能如下：

表 1：公司主要产品的产能分布

产品	产能（吨）	备注
六甲基二硅氮烷	6440	
乙烯基双封头	700	
苯基三氯硅烷	2000	
二苯基二氯硅烷	3000	
六甲基二硅氧烷	3000	自有资金建设
乙烯基硅烷系列产品	8100	自有资金建设
高性能苯基氯硅烷下游产品	20000	主要是硅油、硅树脂和硅橡胶，募投资金建设，一期苯基氯硅烷系列产品 4450 吨

资料来源：公司招股书，环评报告，东吴证券研究所

1.3. 财务报表分析

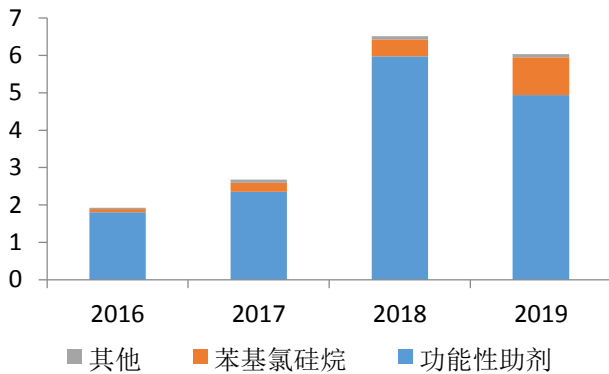
公司经营较为谨慎，负债率较低。

公司的收入 18 年上了一个台阶，主要原因在于环保整治导致六甲基二硅氮烷供给收缩，价格有比较明显的提升。公司的生产经营基本稳定，毛利率有较大提升。

公司的有机硅助剂类产品的毛利率一直稳定在 40% 以上，随着产品结构的调整优化和产业链优势的逐步确立，预计毛利率可以企稳。苯基有机硅产业因为还在磨合期，负荷较低，费用较高，毛利率相对较低，但是也呈现稳步提升的态势。

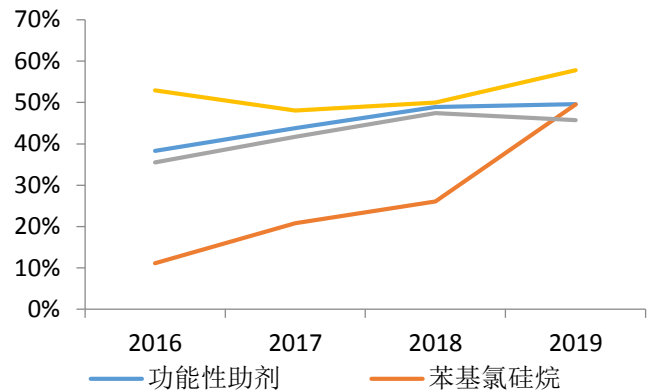
未来的增长主要在于苯基有机硅单体负荷的提升，在于利用募集资金建设的苯基有机硅衍生物的产业发展，同时，公司利用自有资金进行传统有机硅助剂产品的产能扩张和内部结构优化也会有助于业绩的稳步释放。

图 3: 公司的主要产品的收入构成 (亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 4: 公司主要产品的毛利率 (%)



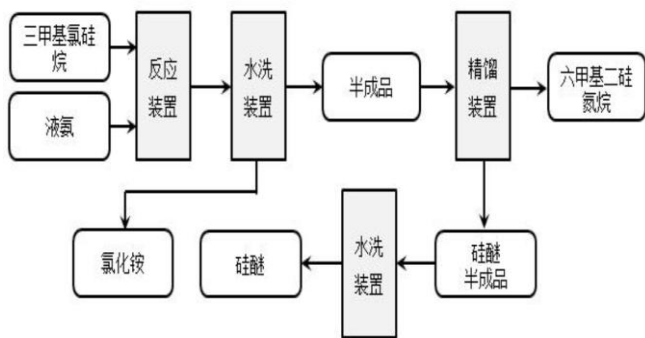
数据来源: wind, 东吴证券研究所

2. 有机硅助剂产业格局较好, 需求明确

有机硅功能性助剂是公司的重要业务分支。

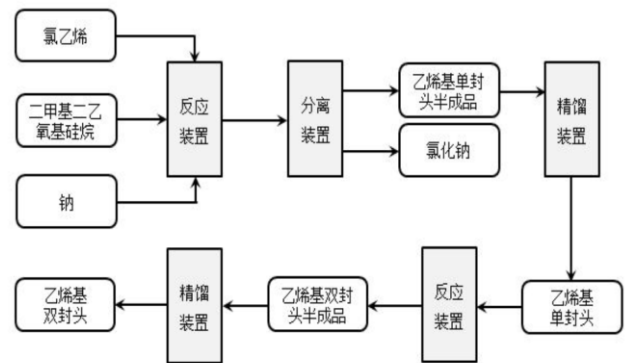
公司的有机硅功能助剂产品主要为六甲基二硅氮烷、乙烯基双封头、七甲基二硅氮烷、硅醚等, 原料主要是三甲基氯硅烷和二甲基二氯硅烷等。

图 5: 公司六甲基二硅氮烷工艺流程简图



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

图 6: 公司乙烯基双封头工艺流程简图



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

整体而言, 公司选择发展的产品具有技术壁垒高, 行业格局好, 需求增长确定性强的特点。依托技术优势, 公司的相关产品也在逐步进行产业升级, 以满足电子材料等先进领域的需求。

2.1. 公司的有机硅功能助剂主要是竞争格局好、技术壁垒高的产品

有机硅功能性助剂主要是指有机硅行业中为改善生产过程、提高产品质量, 或者为赋予产品某种特有应用性能所添加的辅助化学品。广泛应用于硅橡胶、硅树脂、硅油和硅烷偶联剂等领域。除此之外, 部分有机硅功能性助剂还可作为基团保护剂在药物有机

合成过程中保护各种有机官能团。

基于对提升特殊性能的不同需求，有机硅功能性助剂细分种类繁多。目前，市场应用较为广泛的功能性助剂品种有六甲基二硅氮烷、硅醚、含氢封头剂、乙烯基封头剂、氨基封头剂、甲基三乙酰氧基硅烷、甲基三丁酮氧基硅烷、甲基三甲氧基硅烷、甲基三乙氧基硅烷等。

相对而言，六甲基二硅氮烷、乙烯基封头剂的技术壁垒较高，市场体量适中，具有较大的发展潜力。含氢封头、氨基封头技术难度较大，但是市场需要培育，值得重点关注。其余产品的技术壁垒相对较低，竞争格局略差。

公司在有机硅功能性助剂领域布局的思路主要是选择需求增长确定，具有一定的技术壁垒，竞争格局较好的产品。一方面，依托技术进步，逐步提升产品性能，满足高端的应用领域的需求。另一方面，实现产品闭环，提升产品的壁垒。

2.2. 六甲基二硅氮烷需求增长确定性高

六甲基二硅氮烷的核心原料是三甲基氯硅烷，三甲基氯硅烷系甲基有机硅生产过程中的副产品，一般而言，其含量约占二甲基二氯硅烷的 1-3%。

甲基氯硅烷企业的装置规模较大，生产经营策略和大宗化工品的类似，虽然他们有原料优势，但是发展六甲基二硅氮烷，在生产组织、市场销售等环节并不具有比较优势。实际生产过程中，甲基氯硅烷企业或者选择直接将三甲基氯硅烷外卖，或者选择歧化制备二甲基二氯硅烷。

六甲基二硅氮烷的下游应用较广，可用作白炭黑、硅藻土、钛粉等表面处理，提高疏水、补强、抗撕裂等性能。可作为结构控制剂应用于硅胶、硅油和硅树脂以提高疏水性等多方面性能。可用于药物有机合成，作为官能基团的保护剂、催化剂、活化剂等。可作为聚氨酯扩链剂起到固化作用。

按照行业专家的预计，2020 年全球六甲基二硅氮烷的需求量大约在 2.5 万吨左右。

目前，国内涉足六甲基二硅氮烷制备的企业主要有浙江硕而博、江西蓝星星火、四川嘉碧以及新亚强等。公司采用无溶剂法专利工艺生产六甲基二硅氮烷，该工艺生产的产品杂质少、无溶剂残留、非挥发物质少等优点，在市场竞争中优势较为明显。按照中国石油与化学工业联合会相关部门的统计，公司六甲基二硅氮烷在该产品出口中的占比一直稳定在 50% 以上。

展望未来，除了进一步巩固公司在现有传统应用领域的优势外，发展电子制造领域用电子级六甲基二硅氮烷是公司的重要发展方向。

电子级六甲基二硅氮烷常被用作光刻胶助粘剂，通常以液相或气相喷涂在硅片表面，对硅片进行表面改性，使其表面性质由亲水性变为疏水性，一方面能够增强光刻胶与硅

片的粘附力，另一方面可以抑制刻蚀液的侵入，有效提高抗蚀性。

公司的六甲基二硅氮烷产品纯度可以达到电子级标准 99.95%，特定杂质含量可降低至 0.1PPB 以下，远高于国内普遍采用的标准，在细分领域有较强的国际竞争力。

2.3. 双封头需求增速较快

乙烯基双封头的主要原料是二甲基二氯硅烷，但是辅助原料需要用到金属钠、氯乙烯单体。金属钠的使用是国家重点管控的产品，具有一定的准入壁垒。

乙烯基双封头主要作为封头剂用于生产高温硫化硅橡胶、加成型硅橡胶、硅凝胶和乙烯基硅油等系列产品。通过添加数量和添加方式的不同，乙烯基双封头可以有效控制聚合度，改善产品的性能。

乙烯基双封头的需求和高温有机硅产业关联度较强，增长较为确定。不过，乙烯基双封头的竞争格局更好，国内主要是新亚强和衢州建橙涉足相关业务。公司的乙烯基双封头在该产品全国出口数量中的占比也一直稳定在 50% 以上。

除了供给格局好，行业存在一定的准入壁垒外，公司在相关产品进行了上下游延伸，向上游覆盖到 2-甲基-乙基氯硅烷，向下延伸到 4-甲基-2 乙基二硅氮烷等产品，基本实现了产品链条的闭环。

展望未来，高温有机硅橡胶产业的发展带动乙烯基双封头的需求稳步提升，不过，发展电子级领域用乙烯基双封头是公司的重要产业方向，对应的下游主要是乙烯基硅油硅橡胶，液体硅橡胶，LED 灌封胶等。

3. 苯基有机硅产业系国内短板项目

有机硅单体主要有甲基氯硅烷、苯基氯硅烷、甲基乙基氯硅烷、乙基三氯硅烷、丙基三氯硅烷、乙基三氯硅烷、 γ -氯丙基三氯硅烷和氟硅单体等。其中甲基氯硅烷最重要，其用量占整个单体总量的 90% 以上。苯基氯硅烷在用量及重要性仅次于甲基氯硅烷，居第二位。

苯基氯硅烷是一种用途非常广泛的中间体，也是制备有机硅聚合物的重要单体之一。它对改善聚有机硅氧烷的性能，特别对提高有机硅产品的耐热性、化学稳定性、耐辐照性等具有明显的作用。不仅在电子、新能源汽车等领域有着广泛的应用，而且在航空航天、军工、绝缘防腐材料等领域也有着广泛的应用。

按照草根调研的数据，苯基有机硅单体的市场空间大约为甲基有机硅单体的 5%，以此推算，苯基有机硅单体的市场空间接近 10 万吨的规模。

苯基氯硅烷包括苯基三氯硅烷、二苯基二氯硅烷等新型特种单体。相对于甲基有机硅单体，苯基三氯硅烷也能提升材料的综合性能，但是二苯基二氯硅烷对提高产品的耐

高低温、耐候性、耐辐射等方面有较为决定性的作用。

由于苯基氯硅烷，尤其是二苯基二氯硅烷在航空航天等领域有一些特殊应用，西方国家对我们进行技术封锁。我国的苯基氯硅烷产业，尤其是二苯基二氯硅烷的发展相对较慢，大部分装置都是规模小，技术落后的生产装置，产品质量、安全环保都有一些欠缺和不足。对应的，苯基氯硅烷的衍生物产业发展就更加滞后。

3.1. 公司的苯基氯硅烷工艺为优势显著的流化床工艺

苯基三氯硅烷的制备有直接法、热缩合法及格氏法三种工艺。

表 2: 苯基氯硅烷的主要工艺特点

	优点	缺点
直接法	目前海外主流的生产工艺，可以同时生产一苯和二苯	副反应会含有二氯联苯，需要利用吸收法工艺去除，增加成本
热缩合法	不用催化剂，也不需要溶剂，操作简便，设备简单	高温条件下容易积碳，造成反应器和管道堵塞，影响装置的开工率
格氏法	可以用于制备混合烷基硅烷，反应指向性强，产业组分较少，收率较高	合成过程中大量使用溶剂，格氏试剂对设备安全性和操作性要求较高

资料来源：CNKI，东吴证券研究所

热缩合法工艺以三氯氢硅和氯苯为原料，代表性企业主要是浙江开化合成材料有限公司，只能制备苯基三氯硅烷是该工艺最大的不足。

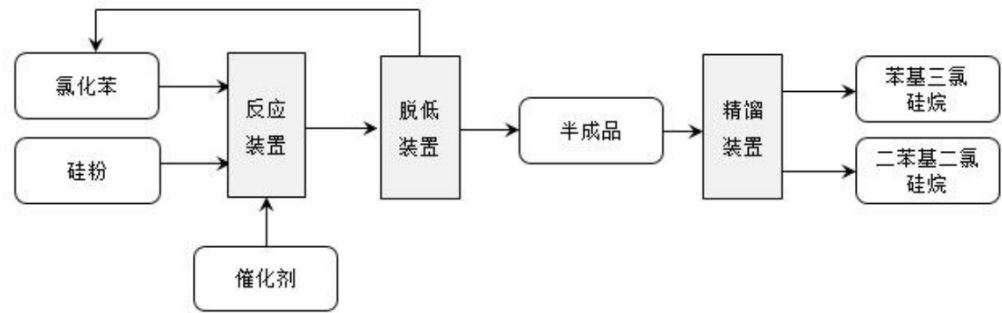
格氏法工艺以四氯化硅和氯苯为原料，氯苯与金属镁在溴乙烷引发下生成苯基格氏试剂，然后再与四氯化硅反应生成苯基三氯硅烷。代表性企业主要有中昊晨光化工研究院有限公司。

直接法是目前苯基三氯硅烷的主要工业生产方法，以氯苯与硅粉在反应装置内经催化剂作用进行反应。该工艺的最显著的特点在于可以根据需求通过改变工艺条件，调整苯基三氯硅烷与二苯基二氯硅烷的产出比例。该技术路线是国际主流技术路线，国内只有新亚强实现了相关技术的产业化。

二苯基二氯硅烷的制备有搅拌床和流化床工艺，搅拌床工艺规模较小，代表性企业主要是大连元永，流化床工艺的代表性企业是新亚强。比较而言，新亚强的单套装置规模要比大连元永高一个数量级。

公司 2014 年开始发展流化床直接法工艺，该工艺规模较大，可以联产苯基三氯硅烷、二苯基二氯硅烷，并且可根据市场需求情况调整产物中苯基三氯硅烷和二苯基二氯硅烷的比例。

图 7：公司苯基氯硅烷生产工艺流程简图



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

经过多年的努力，目前装置已经实现了稳定运行，主要产品，尤其是二苯基二氯硅烷在该产品全国出口数量中的占比也稳定在 50% 左右。

3.2. 向下游延伸是发展方向

如前所述，全球苯基氯硅烷的市场容量可能在 10 万吨左右，目前公司的产能仅为 5000 吨，苯基氯硅烷产品自身仍有广阔的发展潜力。

苯基氯硅烷常用作制备有机硅中间体、苯基硅橡胶（甲基苯基硅橡胶、甲基苯基乙烷基硅橡胶等）、苯基硅树脂（缩合型硅树脂、加成型 LED 封装硅树脂、改性硅树脂等）、无卤阻燃添加剂、修饰材料等。

近年来，随着对有机硅材料耐高温、抗辐射、绝缘等特种性能需求的不断提高，苯基氯硅烷在航空航天、绝缘防腐材料、新能源汽车、LED 等领域的需求量逐渐增大。

依托苯基氯硅烷进一步向下游的硅油、硅树脂、硅橡胶进行产业延伸更具产业前景。

表 3：苯基有机硅和甲基有机硅的性能对比

性能	硅橡胶		硅油		硅树脂	
	甲基	苯基	甲基	苯基	甲基	苯基
耐辐射	-	✓✓	-	✓✓	-	✓✓
耐热性	✓	-	✓	-	✓	-
耐高低温	-	✓✓	-	✓✓	-	✓✓
耐候性	✓	✓✓	✓	✓	✓	✓✓
电绝缘	✓	✓✓	✓	✓	✓	✓✓
阻燃性	✓	✓✓	✓	✓	✓	✓✓
憎水性	✓	✓	✓	✓	✓	✓
导电性	-	-	-	-	✓	-
脱模性	-	-	-	-	✓	-
机械强度	-	-	-	-	-	✓✓

资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

3.2.1. 特种涂料和大功率 LED 封装是苯基硅树脂的潜力所在

硅树脂是以 Si-O 键为分子主链，并具有高支链度的有机硅聚合物，具有优异的抗氧化性和耐热、耐候性。

硅树脂的下游主要是绝缘漆、涂料、胶黏剂以及 LED 封装树脂等领域。

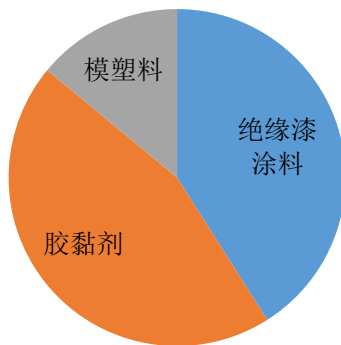
根据《中国化工新材料产业发展报告（2018）》的分析报告，2018 年，全球硅树脂的需求大约 11.6 万吨，年均增长 3.2%。由于很多领域使用苯基三氯硅烷制备的硅树脂即可满足需求，相对而言，国内苯基硅树脂产业的制约不在单体。

甲基苯基硅树脂，主要由甲基三氯硅烷、二甲基二氯硅烷、苯基三氯硅烷、二苯二氯硅烷共水解缩聚而成。

甲基苯基硅树脂由于同时含有甲基、苯基，和树脂的相容性好，耐温性也会有提升，也是性能优异的耐候涂料、特种涂料用树脂。

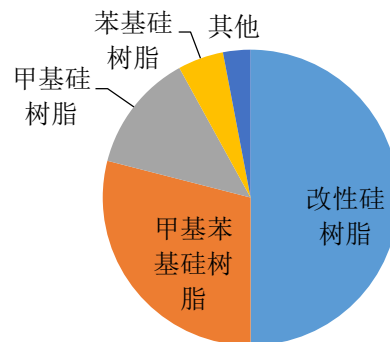
展望未来，比较重要的应用领域是大功率 LED 封装用硅树脂。在硅树脂分子中引入苯基基团，不仅可以提高硅树脂的耐高温和耐辐射性能，而且可以大幅度提高硅树脂的折射率，以高折射率的硅树脂作为 LED 封装材料，可以改变全反射临界角，提高器件的取光效率。

图 8: 硅树脂的消费结构 (%)



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

图 9: 硅树脂的产品结构 (%)



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

3.2.2. 二苯基二氯硅烷是苯基硅橡胶的核心单体

苯基硅橡胶一般多为高温硅橡胶。

高温硅橡胶主要是指聚硅氧烷经过高温硫化（110-170℃）成型得到的弹性体，主要用于机械、电子、厨具、医疗卫生等领域。

2019 年我国高温硅橡胶的产能大约 67.1 万吨，产量大约 54.4 万吨，市场需求大约在 49.5 万吨。

国产的苯基硅橡胶主要为二甲基二苯基乙烯基硅橡胶，多采用含二苯基的环硅氧烷与二甲基环硅氧烷以及甲基乙烯基环硅氧烷在碱催化下重排制成。由于分子结构中引入了苯基，破坏了硅氧烷分子结构的规整性，降低了聚合物的结晶度，改善了耐寒性。

甲基苯基硅橡胶除具有甲基乙烯基硅橡胶的压缩永久变形小、使用温度宽、抗氧化、耐温、防震和电气绝缘良好的性能外，还具有卓越的耐低温、耐烧灼和耐辐射性能，可用于耐高、低温领域，作为航天、航空、电子电器、发动机、工业深冷设备的主要零部件材料。

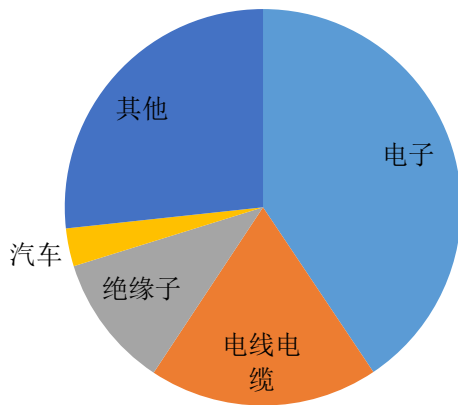
根据苯基摩尔分数不同，甲基苯基硅橡胶可以分为低苯基、中苯基、高苯基硅橡胶。低苯基硅橡胶的苯基含量在 5-15%，中苯基硅橡胶的苯基含量在 15-25%，高苯基硅橡胶的苯基含量在 30%以上。

低苯基硅橡胶具有出色的耐低温、高阻尼性能，橡胶的硬化温度降到-115℃，在-100℃下仍具有柔曲弹力。

中苯基硅橡胶具有卓越的耐寒性，一旦着火，可以自熄。

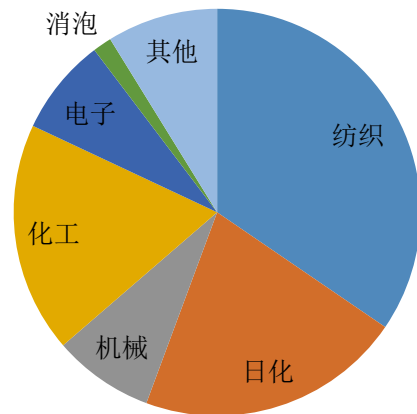
高苯基硅橡胶具有优良的耐辐射性能，防中子辐射、如伽马射线，可以用于核电站、反应堆、放射性污水处理厂，也可以用于制备防护服。高苯基硅橡胶具优异的耐辐照性能，但是随着苯基含量的提高，分子刚性增大，耐辐照，耐燃性提高，但耐寒性下降。

图 10: 高温硅橡胶的消费结构 (%)



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

图 11: 硅油的产品结构 (%)



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

3.2.3. 二苯基二氯硅烷是特种苯基硅油的关键单体

硅油是一类以 Si-O-Si 为主链，侧链带有有机基团的线性小分子有机硅聚合物，在室温下保持液状，随着分子量增大，粘度也会增高。广泛应用于纺织、日化、机械、化工、电子、医疗等领域。

硅油的市场主要集中在欧美发达国家和地区，19 年全球的消费量接近 100 万吨。

2020年国内的硅油的产能大约38万吨，国内需求估计在30万吨左右。

我国是硅油生产大国，但不是硅油生产强国。2019年我国出口硅油7万吨，同比下滑24.7%，但是同期进口硅油4.9万吨，同比增长11.4%。出口的品种主要是甲基硅油和含氢硅油。

甲基苯基硅油是以二苯基二氯硅烷和二甲基二氯硅烷为原料，以三甲基氯硅烷为止链剂，经水解及碱、四甲基氢氧化铵催化下的调聚等工序制得。

甲基苯基硅油比同粘度的二甲基硅油具有较高的粘度系数、较低的凝固点和闪点。它的抗压缩性能比二甲基硅油低，在压力下粘度的变化比二甲基硅油快，具有较高的氧化稳定性和耐辐照性能。

甲基苯基硅油可用作金属制品的热处理浴和高温加热油，用于高温风扇轴承、滚珠轴承、汽车发动机、纺织干燥机等等的润滑油。此外，在液压仪表、电器绝缘等方面也有广泛应用。

按照苯基摩尔分数，苯基硅油可以分为低苯基硅油（5-10%）、中苯基（25%）、高苯基低聚合度（45%）、交联型苯基硅油。随着苯基摩尔分数的增加，耐高温性能，耐辐射性能，润滑性能和在有机溶剂中的溶解性能均有所提高，但是耐低温性能下降。

3.2.4. 苯基氯硅烷衍生物是公司的重要发展方向

公司IPO，向社会公开发行人民币普通股（A股）3,889万股，募集资金，用于发展2万吨高性能苯基氯硅烷下游产品项目。

表4：IPO募投项目一览

序号	项目名称	投资总额（万元）	募集资金使用总额（万元）	建设期（月）
1	年产2万吨高性能苯基氯硅烷下游产品项目	91733.00	90370.00	42个月
2	研发中心建设项目	7580.00	7580.00	12个月
3	补充流动资金项目	22050.00	22050.00	-
4	合计	121363.00	120,000.00	-

资料来源：wind，东吴证券研究所

苯基氯硅烷下游产品项目的实施能优化公司产品结构，从有机硅功能性助剂和苯基氯硅烷产品进一步向苯基氯硅烷下游延伸，加大了苯基氯硅烷系列产品的市场竞争力，有望巩固和扩大公司苯基产品的市场占有率。

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 核心假设

价格（含税）和毛利率：假设公司主要产品价格未来维持稳定，其中六甲基二硅氮

烷价格 5 万元/吨左右，乙烯基双封头价格 12 万元/吨，苯基三氯硅烷 2.5 万元/吨，二苯基二氯硅烷 8 万元/吨。价格稳定的基础上，假设毛利率也维持稳定。

开工率：功能型助剂（六甲基二硅氮烷和乙烯基双封头）开工率维持 80%；苯基氯硅烷 2020 年由于产线技改停工时间较长，产量假设为 2019 年的 30%，至 2022 年开工率逐步提升至 80%。

产能增量：乙烯基双封头 2021 年产能增加至 3000 吨/年；此外，募投项目苯基硅树脂产线预计 2020 年底打通流程，产能逐步释放；募投项目苯基硅油预计 2022 年投产。

4.2. 盈利预测

我们预计公司 2020~2022 年归母净利分别为 1.54/3.06/3.96 亿元，EPS 分别为 0.99/1.97/2.55 元，当前股价对应 PE 分别为 37X/19X/14X。公司是有机硅助剂领域的细分龙头企业，在苯基氯硅烷领域先发优势明显，苯基氯硅烷衍生物的市场前景广阔。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5: 盈利预测拆分（单位：亿元，%）

业务	科目	2019	2020E	2021E	2022E
有机硅助剂	营业收入	4.94	4.04	5.89	6.00
	毛利率	49.52%	45.99%	48.55%	48.64%
苯基氯硅烷	营业收入	1.01	0.22	1.14	1.52
	毛利率	49.45%	52.11%	51.16%	51.16%
苯基氯硅烷衍生物	营业收入	-	-	1.08	2.52
	毛利率	-	-	0.6	0.6
其他业务	营业收入	0.08	0.09	0.09	0.10
	毛利	48.98%	48.98%	48.98%	48.98%

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

表 6: 可比公司估值表（参考 2020 年 10 月 22 日收盘价）

公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			P/E			P/B
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
新亚强	57.28	36.82	1.41	0.99	1.97	26.10	37.11	18.74	8.24
硅宝科技	55.00	16.62	0.40	0.56	0.71	41.80	29.69	23.40	6.00
合盛硅业	265.83	28.34	1.18	1.25	1.89	24.03	22.67	15.00	3.04
新安股份	61.33	8.70	0.54	0.64	0.78	16.21	13.63	11.13	1.09

资料来源：wind（除新亚强外为 wind 一致预期），东吴证券研究所

5. 风险提示

苯基氯硅烷的下游产品市场开发进度慢于预期。苯基氯硅烷的下游产品是公司主要的募投项目，产品的市场开拓进度将直接影响公司短期内的业绩增量。

新进入者的竞争风险。公司所在的苯基有机硅细分市场格局较好，但不排除有新进入者取得技术突破进入到行业中来，且该细分市场体量较小，新进入者可能会对市场产生较大的冲击，进而影响公司盈利能力。

新亚强三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	471	1,783	1,946	2,239	营业收入	602	434	821	1,014
现金	292	1,613	1,627	1,991	减:营业成本	304	233	407	488
应收账款	89	97	107	118	营业税金及附加	6	5	9	11
存货	88	68	205	123	营业费用	9	8	14	18
其他流动资产	2	5	7	7	管理费用	43	37	66	84
非流动资产	243	265	342	364	财务费用	-11	-25	-26	-42
长期股权投资	0	80	80	80	资产减值损失	-0	0	0	0
固定资产	172	128	194	215	加:投资净收益	0	0	0	0
在建工程	36	22	33	34	其他收益	1	1	1	1
无形资产	22	22	22	22	营业利润	252	177	353	458
其他非流动资产	13	13	13	13	加:营业外净收支	1	2	1	1
资产总计	714	2,048	2,288	2,603	利润总额	252	179	354	459
流动负债	44	41	50	44	减:所得税费用	33	25	48	63
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	29	29	29	29	归属母公司净利润	219	154	306	396
其他流动负债	15	12	21	15	EBIT	244	156	330	420
非流动负债	5	5	5	5	EBITDA	266	172	351	446
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	5	5	5	5	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	49	46	55	49	每股收益(元)	1.41	0.99	1.97	2.55
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	4.28	12.87	14.36	16.42
					发行在外股份(百万股)	117	156	156	156
归属母公司股东权益	665	2,002	2,233	2,554	ROIC(%)	57.8%	44.3%	54.9%	76.0%
负债和股东权益	714	2,048	2,288	2,603	ROE(%)	33.0%	7.7%	13.7%	15.5%
					毛利率(%)	49.5%	46.4%	50.4%	51.8%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	36.5%	35.6%	37.3%	39.0%
经营活动现金流	213	152	160	446	资产负债率(%)	6.8%	2.2%	2.4%	1.9%
投资活动现金流	-45	-38	-97	-49	收入增长率(%)	-7.4%	-27.9%	89.0%	23.6%
筹资活动现金流	-62	1,207	-49	-32	净利润增长率(%)	3.9%	-29.6%	98.0%	29.5%
现金净增加额	111	1,321	14	364	P/E	26.10	37.11	18.74	14.47
折旧和摊销	22	17	21	27	P/B	8.61	2.86	2.56	2.24
资本开支	45	-58	77	22	EV/EBITDA	20.46	23.91	11.70	8.38
营运资本变动	-17	6	-141	65					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

