

打破国外垄断 进口替代新材料龙头

---天晟新材 新股定价报告

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

公司简介:

- 天晟新材主要从事高分子发泡材料的研发、生产和销售，现在已经形成了包括软质发泡材料、结构泡沫材料及其后加工产品的丰富产品线。
- 公司作为国内唯一一家结构泡沫材料生产商，已经成功打破国外垄断，成为全球第三家结构泡沫材料生产商。结构泡沫材料是一种高性能复合材料，技术门槛高，广泛应用于风电、动车、建筑节能等领域。

投资要点:

- 软质发泡材料占收入70%，但结构泡沫毛利率高达59%，未来将贡献大部分利润。
- 软质发泡材料：提高附加值高的后加工品比例；
- 募集资金投向主要是PVC结构泡沫扩建新增4000吨产能。对应国内需求，产品销售不成问题，关键在于产能扩张是否顺利、成型加工工艺提升。

风险提示:

公司产能扩张出现问题、下游产业需求出现大幅萎缩

主要财务数据:

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	253	338	438	645
增长率(%)	9.2%	33.4%	29.8%	47%
归属母公司股东净利润	35	48	85	150
增长率(%)	32%	35%	78%	76%
每股收益(EPS)	0.51	0.6	0.9	1.6
销售毛利率	37%	46%	50%	54%
净资产收益率(ROE)	17.2%	19%	9%	15%
市盈率(P/E)	-	40	30	30

天晟新材 300169

2011-1-11

询价区间

24-27

发行数据

发行后总股本(百万股)	93.5
发行数量(百万股)	23.5
EPS(2009A)	0.51
每股净资产(2010.6)	3.27
确定发行价日期	2011-1-12
申购、缴款日	2011-1-14
主承销商	平安证券

研究员:左红英(执业证书 S0820209120023)

联系人:谢非非

电话 021-32229888-3501

E-mail xiefeifei@ajzq.com

相关报告

一、 软质发泡材料占收入70%，但结构泡沫发展速度快，毛利率高达59%，未来将贡献大部分利润。

公司主要生产软质发泡材料和结构泡沫材料，属于新材料行业，在国民经济中占有重要地位，是国家产业政策重点鼓励发展的行业。

2010年上半年公司的主营业务收入中，传统的软质发泡材料制品占比在70%以上，毛利率在20%-22%，其中对软质发泡材料进行后加工的产品毛利率较高，在40%左右；公司自行开发的StruceII在国内具有垄断性，在收入中占比28%，2009年毛利率为59%，是目前国内唯一投入批量生产的该类型新材料产品。

表 1：天晟新材主营业务收入构成

项目	2010年1-6月		2009年度		2008年度		2007年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
软质发泡	11,932.36	71.77%	18,797.40	75.63%	22,727.75	100.00%	19,587.80	100.00%
发泡塑料	3,655.03	21.98%	6,655.69	26.78%	9,341.41	41.10%	7,959.49	40.63%
发泡橡胶	3,756.07	22.59%	5,419.98	21.81%	6,862.78	30.20%	5,775.56	29.49%
后加工品	4,521.25	27.19%	6,721.73	27.05%	6,523.56	28.70%	5,852.76	29.88%
结构泡沫	4,694.56	28.23%	6,055.40	24.37%	-	-	-	-
主营业务收入	16,626.92	100.00%	24,852.80	100.00%	22,727.75	100.00%	19,587.80	100.00%

数据来源：公司招股说明书

图 1：天晟新材收入结构变动



资料来源：公司招股说明书

表 2：公司各项产品毛利率变化

项目	2010年1-6月	2009年度	2008年度	2007年度
1、发泡塑料	21.45%	23.30%	23.23%	17.13%
2、发泡橡胶	20.94%	22.39%	19.66%	21.87%
3、结构泡沫材料	59.08%	58.92%	-	-
4、后加工产品	41.03%	42.58%	42.23%	50.16%

资料来源：公司招股说明书

二、 软质发泡材料：提高附加值高的后加工品比例；**结构泡沫材料：**全球寡头垄断，市场广阔，关键在扩张产能和生产工艺提升。

发行人主要从事高分子发泡材料的研发、生产与销售，主要产品包括软质发泡材料、结构泡沫材料以及上述材料的后加工产品等。

由国家发改委与中国材料研究学会编制的《中国新材料产业发展报告（2008）》，指出新材料产业的发展对信息、生物、航空航天、新能源等产业的发展起到重要的支撑作用。据该报告显示，未来中国新材料产业市场增长率将保持在 20%以上，中国新材料产业市场规模在2010 年将达823.7亿元，而在 2012年将超过1300亿元。高分子发泡材料是我国新材料发展的重点之一，国家已将其作为优先发展的鼓励项目并制定了一系列扶持政策。

软质发泡材料是以塑料（PE、EVA 等）、橡胶（SBR、CR 等）等原材料，加以催化剂、泡沫稳定剂、发泡剂等辅料，通过物理发泡或交联发泡，使塑料和橡胶中出现大量细微泡沫，体积增加，密度减少，软质发泡材料质量轻、柔软度好，具备缓冲、吸音、吸震、保温、过滤等功能，通过对软质发泡材料的后加工，制成手机、空调、电视、汽车配件，塑胶地板等产品；

结构泡沫材料是以塑料（PVC、PET 等）等为基础，通过贯穿的芳香酰胺聚合网络修正的发泡材料，与软质发泡材料一样密度很低、但具有很高的强度，适用于要求材料轻、强度高的高端领域，通过对结构泡沫材料的加工，制成复合板及成套芯材，用于风机叶片、机舱罩、火车车厢、船体材料、飞机材料、保温幕墙等领域。主要应用于风力发电、轨道交通、游艇、航空航天、建筑节能等行业。

表 3：软质发泡材料、结构泡沫材料用途

种类		原材料	发泡倍数	密度	用途
1软质发泡材料	1.1发泡塑料	塑料	10-45倍	20-100kg/m3	民用较多：塑胶地板、空调、电视、手机、汽车的配件、体育用品等
	1.2发泡橡胶	橡胶	5-15倍	100-300kg/m3	
2结构泡沫材料		塑料	16-25倍	60-80kg/m3	工业用较多：风机叶片和机舱罩、建筑板、动车车厢、船体材料、飞机材料等

资料来源：爱建证券

表 4：软质发泡材料、结构泡沫材料竞争态势

产品种类	厂商数量	进入壁垒	竞争状况
1、发泡塑料	较多	低	充分竞争
2、发泡橡胶	较多	低	充分竞争

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

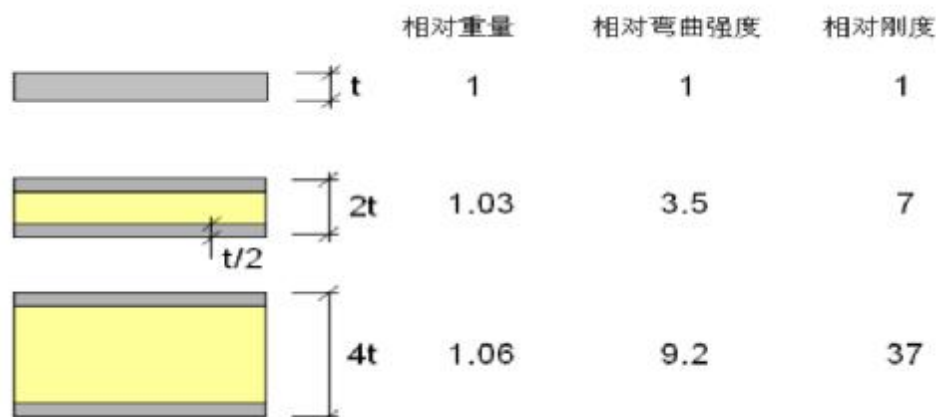
3、后加工产品	较少	较高（技术和客户）	垄断竞争
4、结构泡沫材料	内资企业唯一生产商	很高（技术垄断性）	寡头垄断

资料来源：爱建证券

公司是世界第二个PVC结构泡沫技术来源，也是PVC结构泡沫全球寡头垄断的第三家，是国内唯一风机叶片制造国产化的供应商。Strucell一期工程项目总投资1.89亿元，06年立项开发，08年投入结构泡沫材料一期工程，09年板材投放市场，2010年深度加工成各种耗材。

结构泡沫用在加芯结构中，如果原材厚度为 t ，将其剖为两半加入 $3t$ 厚度的结构泡沫，重量仅增加6%，弯曲强度和刚度达到9.2倍和37倍，可以满足风机叶片、建筑板、动车车厢、船体、飞机等应用领域对材料低密度、高强度的要求。

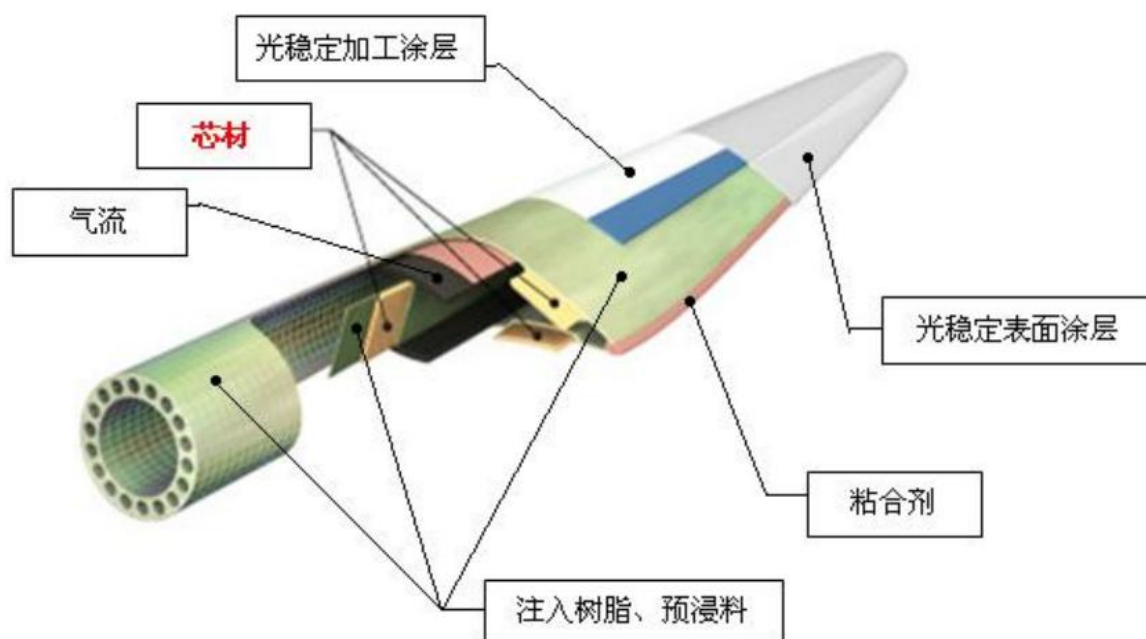
图 2：结构泡沫使用原理及优势



资料来源：公司招股说明书

国外结构泡沫材料应用很广泛，但目前天晟新材因为产能限制，主要应用于风力发电机叶片的芯材。风叶芯材主要有 PVC 结构泡沫和巴萨木。由于 PVC 结构泡沫芯材性能优良，价格适中，现在兆瓦级叶片采用的芯材基本上都是 PVC 结构泡沫芯材，其占了叶片体积的 85%，但是 PVC 结构泡沫只占风叶重量 8%（600 公斤），采购价值约占叶片原材料采购价值的 1/3。

图 3：风电叶片结构图



资料来源：公司招股说明书

对于风电叶片来讲，因为，一直处于供应短缺局面。风叶生产厂商主要关注供货及时、服务好，对价格不敏感。天晟新材比其他两家外企售价低10%-15%，且具有运输费用低，供货周期短的天然优势，在竞争中处于有利地位，已经达到了进口替代。

2005年至今全球结构泡沫需求年复合增长率接近25%，国内未来几年将进入黄金发展井喷期。2010年以后结构泡沫材料国内的需求量预计：风电行业每年将达到12000吨；动车组列车及铁路、城市轨道交通1500-1680吨；船舶游艇约500吨；建筑行业预计2012年需求达到6000吨。合计2010年以后每年的需求将超过14000吨，而2012年保守估计也将超过20000吨。全球需求预计2012年超过8万吨。

表 5：2005 年-2012 年中国结构泡沫材料市场规模预测

年份	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
需求量：吨	1,094	2,239	4,979	6,674	11,352	12,781	16,199	20,410
增长率：%	-	104.73%	122.31%	34.07%	70.06%	12.59%	26.74%	26.00%

资料来源：中国复合材料工业协会

表 6：2005 年-2012 年全球结构泡沫材料市场规模预测、需求趋势

年份	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
需求量：吨	17045	22079	29185	38939	46775	56190	67550	81143
增长率：%	29.53%	29.53%	32.19%	33.42%	20.12%	20.13%	20.22%	20.12%

资料来源：公司资料 爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

表 7：结构泡沫全球生产厂家及产能

天晟新材	3,000吨
戴铂（DIAB）	26,500吨
阿瑞克斯（AIREX）公司	13,000吨
固瑞特（Gurit）公司	2010年开始试生产

资料来源：公布的销售数据整理 爱建证券

三、此次募集资金投向是PVC结构泡沫扩建——新增产能4000吨，及新增配套加工能力5000吨。

募投项目达产后将有7000吨、配套加工6500吨/年。初期工厂已建成，2011达产15%-30%，2012年达产100%，国外两家企业达产时间要4-5年。对应与国内2011年需求量1.6万吨、2012年超过2万吨的需求来讲，产品销售不成问题，关键在于产能扩张是否顺利、成型加工工艺提升。天晟新材的目标是做全球高分子发泡领域的领导者。三年内风电国内市场占有率50%，5年全球市场占有率25%。

表 8：本次股票发行募集资金投向项目

序号	募集资金项目	项目总投资额	募集资金投资额	预计投入的时间进度		
				2010年	2011年	2012年
1	新型结构泡沫生产能力扩建项目	31,847.5（占总投资83%）	26,967.5	14,177.1	9,997.9	7,672.5
2	技术中心建设项目	6,742.2	6,742.2	6,742.2	-	-
	合计	38,589.70	33,709.7	20,919.3	9,997.9	7,672.5

资料来源：公司招股说明书

结构泡沫项目达产后，除了能增加结构泡沫原板的产能，还能弥补现有切割、开槽、打孔、贴网等后加工产能的不足，提高成品交货能力，一方面有利于公司开拓市场，另一方面将有效提高结构泡沫产品的毛利率，进一步提升公司盈利水平。预计年营业收入为30,600万元，年利润总额为 10,115.80 万元，净利润为 7,586.80万元，对应每股收益0.8元。

技术中心项目主要是为了巩固主营业务技术优势，开拓新兴市场、以及新产品的产业化。因为公司所在的新材料行业技术含量高、产品技术更新快，细分产品多且具有独特的性能，天晟新材的产品技术和合格率虽然已经达到国内或国际先进水平，但为了未来长远发展、保持技术壁垒，公司需要不断研发新产品、新工艺。技术中心项目虽然不直接产生效益，但可巩固公司的核心竞争力和可持续发展能力。

四、天晟新材新股定价

天晟新材2007-2009年营业收入分别为2亿、2.3亿、2.5亿，净利润近三年复合增长率43%。我们预计公司2010-2012 年摊薄后的 EPS分别为 0.6元、0.9元、1.6元，鉴于公司的高成长性及在结构泡沫领域的垄断地位，建议询价区间24-27元，对应2010年40倍市盈率、2011年30倍市盈率。

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

1、估值

因为公司属于化工新材料行业，因此我们选取同类公司红宝丽、时代新材、深圳惠程、中材科技、硅宝科技、回天胶业、宏达新材、鼎龙股份等作为可比参照对象。

表 9：国内同类公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	预测市盈率 PE			每股收益 EPS			
			2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
002080.SZ	中材科技	41.10	30.37	18.00	13.95	0.72	1.21	2.37	2.98
600458.SH	时代新材	63.88	66.46	42.02	27.78	0.47	0.89	1.38	2.01
002168.SZ	深圳惠程	37.91	136.81	86.68	43.68	0.37	0.28	0.37	0.86
300041.SZ	回天胶业	61.36	48.16	35.15	25.02	1.04	1.24	1.75	2.25
002211.SZ	宏达新材	16.84	52.93	33.24	23.86	0.15	0.30	0.52	0.67
002165.SZ	红宝丽	15.50	30.12	21.82	17.84	0.63	0.49	0.69	0.84
300019.SZ	硅宝科技	21.66	48.35	31.94	21.89	0.88	0.44	0.67	0.96
300054.SZ	鼎龙股份	59.92	69.90	37.05	19.34	0.86	0.81	1.58	3.21
300169.SZ	天晟新材		30	30	30	0.51	0.6	0.9	1.6
平均值			60.39	38.24	24.17	0.64	0.71	1.17	1.72

注：2009年EPS按wind系统数据，2010、2011、2012年EPS取wind预测中值；收盘价取2011年1月10日。

数据来源：wind 爱建证券

由于可比公司2010年、2011年预测市盈率在60倍、38倍，预测每股收益0.71元、1.71元。天晟新材2010年、2011年预测每股收益为0.6元、0.9元，低于均值，是因为天晟新材处于高成长阶段，还未到利润集中释放期，给以2010年40倍市盈率、2011年30倍市盈率是合适的，建议询价区间24-27元。

2、盈利预测

表 10：利润表预测简表

利润表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入净额	253	338	438	645
主营业务利润	92	125	179	293
营业费用	12	16	21	31
管理费用	28	41	46	67
财务费用	6	4	2	2
营业利润	44	59	108	189
所得税	10	12	22	37
净利润	35	49	86	150
EPS	0.51	0.6	0.9	1.6

数据来源：爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格, 本报告的产生基于爱建证券有限责任公司(以下简称“爱建证券”)及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任, 爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考, 并不构成所述证券的买卖出价或征价, 爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有, 未经书面许可, 本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品, 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。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“爱建证券有限责任公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

请务必阅读正文之后的重要声明