



“乘风挟电”的泡沫材料寡头

从大宗原料到高附加值产品：优势在工艺水平

公司主营业务为软硬质泡沫材料及下游加工制品。其中，软质泡沫材料的基础原料包括 PE、EVA、SBR、CR 等，硬质材料的基础原料包括 PVC、PET 等，多数属于相对大宗的原料。而公司产品具有较高附加值（软质发泡材料毛利率 20% 以上，后加工品 40% 以上，募投的结构化材料毛利率接近 60%）。

我们认为，公司高附加值的主要来源在于公司的工艺水平。高分子发泡材料的研发与生产需要包括材料、精细化工、合成力学、流体力学及计算机模拟等多学科知识的有机结合；且生产工艺需要经过较长时间摸索后才能够有效掌握，研发和生产人才也需要较长期的培养；同时，下游风电、航空、军工、造船等行业对产品品质要求较高，一般有较长的认证期（国内 6-9 个月，国外 1-5 年）。因此，行业有较高的壁垒，公司的核心优势在于建立在丰富研发经验之上的工艺水平优势。

三大企业分享结构泡沫材料：市场是寡头垄断

结构泡沫材料是公司新最进入的领域，以塑料（PVC、PET、PMI 等）为基础，通过贯穿芳香酰胺聚合网络修正形成，具有强度高、重量轻等优点，吸水、隔音和绝热性能强。结构泡沫材料生产工艺复杂，目前行业在全球范围内由三大企业垄断：瑞士 **DIAB**、瑞典 **AIREX** 和 **天晟新材**。公司是国内唯一开发出工业化结构泡沫材料的企业，自 05 年开始着手研发相关产品，直到 10 年才开始大规模工业化，目前暂时没有其他企业有明确进入相关领域的意向。我们认为，3-5 年内行业内出现新的有力竞争者的概率不大，市场将在相当长的一段时间内保持寡头垄断的态势。

风电装机容量创造需求空间：增长看进口替代

结构泡沫材料的优异性能在包括风电、高铁、航空、游艇等诸多行业应用广泛。2010 年，全球需求在 5.6 万吨左右，未来 3 年内需求增长率预计在 20% 以上。我国结构泡沫材料需求增速更超过 25%，10 年需求 1.28 万吨，到 12 年预计在 2.04 万吨左右。其中，风电将是需求增长的主要动力。根据国家规划，到 2020 年之前，我国每年将新增 1000 万千瓦装机容量，每 1.5MW 的单机需要结构泡沫材料 1.8 吨（每个叶片 0.6 吨，3 个叶片），预计将引领每年 1.2 万吨市场需求。目前，我国风电叶片用结构泡沫材料基本依靠进口，随着公司产能不断扩大，其快速市场响应能力、与客户紧密合作进行设计的优势将逐渐体现，预计将迅速实现进口替代。

募投项目投产，产品结构优化：复合增长率超过 60%

公司募投项目包括新型结构泡沫产能扩建和技术中心建设里两项，项目建成投产后，公司将形成 7000 吨结构泡沫原板、6500 吨配套加工能力。通过募投项目建设，一方面提高了产品

天晟新材 (300169)

梁 斌

liangbin@csc.com.cn

010-85130913

执业证书编号：S1440209110419

联系人：胡 彧

huyu@csc.com.cn

010-85130575

发布日期：2011 年 1 月 11 日

预计上市合理价格：29.8 元

发行数据

发行价格（元）	0.00
发行规模（万股）	2350.0
发行后总股本（万股）	9350.0
发行方式	网下配售,网上发行
发行日期	2011-01-14
上市日期	
主承销商	平安证券有限责任公司
主要股东	
吕泽伟	19.00%

募股资金投向

项目名称	金额（万元）
新型结构泡沫生产能力扩建项目	31847.50
技术中心建设项目	6742.20
总金额	38589.70



结构中高端产品所占的比例，另一方面原板与配套加工能力进一步匹配，能够有效提供最终成品的交货比例，使产品毛利率进一步提升。我们预计，随着公司募投项目的逐渐投产，产品不断实现进口替代，公司业绩将进入高速增长期，未来 2 年内公司复合增长率将超过 60%。

10-12 年每股收益 0.51、0.85、1.38 元，目标价 28.1-31.5 元

我们预测公司 10-12 年每股收益分别为 0.51、0.85、1.38 元，给予 2011 年 33-37 倍市盈率，目标价位在 28.1-31.5 元。

预测和比率

	2009A	2010F	2011F	2012F
主营收入（百万）	253.29	335	430	600
主营收入增长率	9.19%	32.25%	28.35%	39.5%
EBITDA（百万）	58.25	76	128	196
EBITDA 增长率		30.4%	68.4%	53.1%
净利润（百万）	35.42	49	79	129
净利润增长率	32.18%	38.4%	61.2%	63.3%
ROE	17.44%	6.1%	9.7%	16.0%
EPS（元）	0.51	0.51	0.84	1.38
P/E	36.09	36.09	35	21.6
P/B	6.22	6.22	4.28	3.88
EV/EBITDA	24.07	24.07	20.03	18.81



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。



分析师介绍

基金研究服务

梁 斌：中国科学技术大学工商管理硕士，基础化工行业分析师;6 年化工行业工作经验，善于从产业链角度发现和挖掘投资机会。

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

杨 明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

深圳地区销售经理

任 威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

周 李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。