

公司研究

新股研究

建议询价区间: 23.22-26.32 元

结构泡沫材料助公司实现快速发展

——天晟新材(300169)新股研究

核心观点

申购建议:

预计公司2010-2012年全面摊薄每股收益为0.58元、0.86元、1.52元,三年复合增长率为59%。按照最新收盘价,可比公司2011年的平均动态PE为30倍,考虑公司所处的细分行业以及未来较好的成长性,2011年公司的合理PE为30-34倍,对应二级市场的合理价格为25.80元-29.24元之间,给予10%的折扣,建议一级市场询价区间为23.22元-26.32元。

主要依据:

1、高分子发泡材料是国家优先发展的鼓励项目产品

公司属于新材料行业。主要产品为高分子发泡材料,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。目前公司70%以上的收入来源于软质发泡材料,接近30%的收入来源于结构发泡材料。

2、公司将成为结构泡沫的垄断企业之一

公司自主开发的结构泡沫材料为国内首创,具有较高的技术壁垒,打破了国外厂商对市场的垄断。目前全球除公司外的主要生产商也仅有戴铂(DIAB)和阿瑞克思(AIREX)两家公司,全球结构泡沫材料市场处于寡头垄断状态。

3、下游蓬勃发展助推产品需求

结构泡沫材料主要用来增加刚度、减轻重量。同时还具有吸水性低、隔音绝热效果好等特性,是高强度和低密度领域的理想材料,被广泛应用于风力发电、轨道交通、船舶、航空航天、建筑节能等领域。未来2年预计全球和中国分别保持20%、26%的需求增速。

4、募投项目再次扩大结构泡沫产能

新型结构泡沫生产能力扩建项目完成后将形成年产结构泡沫原板7,000吨,配套加工6,500吨的产能规模,产能扩至原来的4倍左右。2011年即可达产30%,完全达产后年营业收入预计为3亿元,年利润总额为1亿元,净利润为7,587万元。

基础数据

发行前股本(万股)	7000.00
发行A股(万股)	2350.00
总市值(亿元)	—
总资产(亿元)	4.51
每股净资产(元)	2.94
建议询价区间(元)	23.22-26.32

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E	研究员:王双
主营业务收入(百万)	253	338	424	640	电话: 010-84183312
同比增速(%)	9%	33%	26%	51%	Email: wangshuang@guodu.com
净利润(百万)	35	54	81	142	执业证书编号: S0940510120012
同比增速(%)	32%	52%	50%	76%	联系人:周红军
EPS(元)	0.38	0.58	0.86	1.52	电话: 010-84183380
					Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明:本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

1、本次发行一般情况

图表 1: 本次发行基本情况

公司名称	常州天晟新材料股份有限公司
公司简称	天晟新材
发行地	深圳
发行日期	2011-01-14
申购代码	300169
发行股数（万股）	2350
发行方式	网下询价,上网定价
发行后总股本（万股）	9350
每股盈利（2009 年）	0.51
发行后全面摊薄每股收益（2009 年）	0.38
发行前每股净资产（元）	3.35

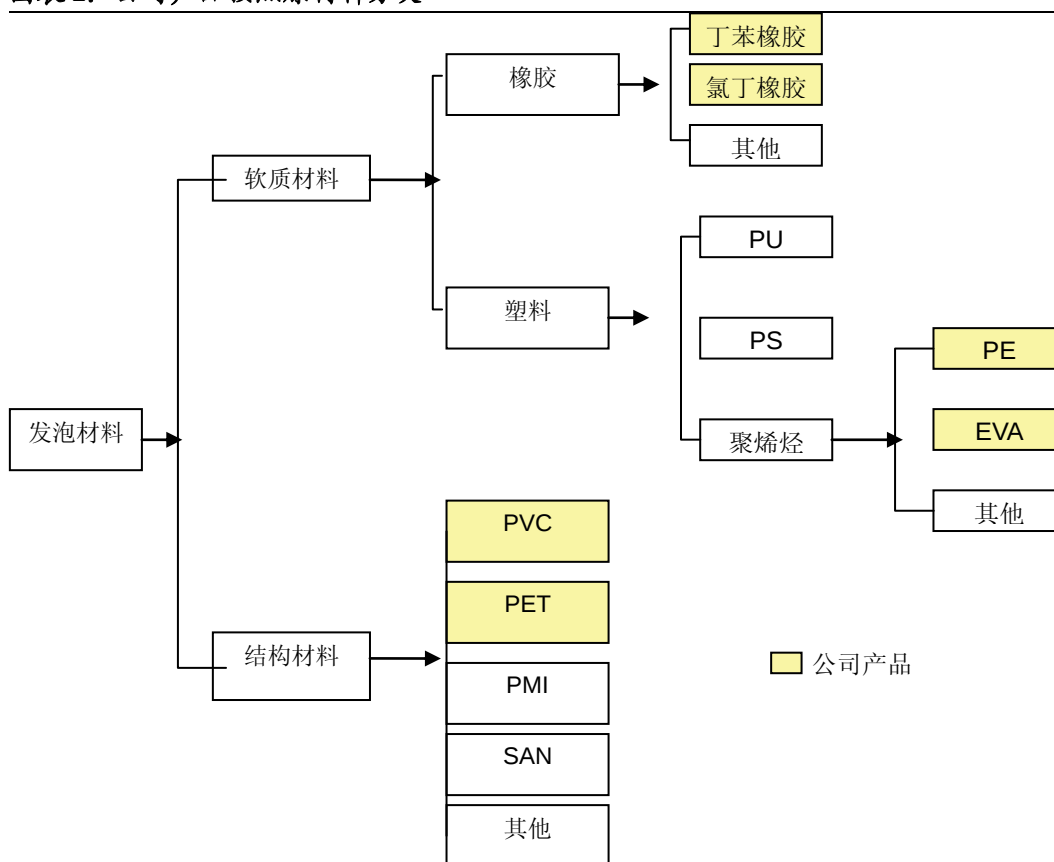
数据来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

2、公司基本情况

公司属于新材料行业，主要业务为高分子发泡材料的研发、生产和销售，主要原材料为 PE、PVC、EVA、CR、SBR 等石油化工产品。

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。

图表 2: 公司产品按照原材料分类

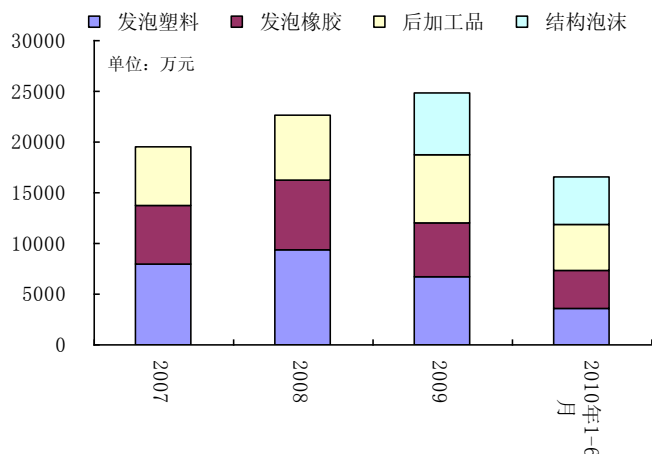


数据来源：国都证券

目前，公司拥有年生产 7.8 万立方米软质发泡材料和 3,000 吨结构泡沫材料的生产能力。

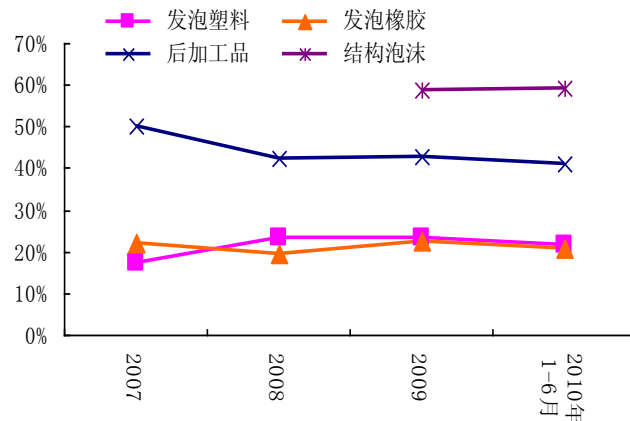
公司主营业务来源于软质发泡材料，2007 年底成功研发高分子结构泡沫材料，该产品属于高性能复合结构材料，并在 2009 年二季度投产，对收入贡献显著加大，并且毛利率水平高于公司传统产品。

图表 3：公司主营业务收入情况



资料来源：国都证券

图表 4：公司主营业务毛利率情况



资料来源：国都证券

3 公司竞争优势分析

3.1、公司将成为结构泡沫材料的垄断企业之一

公司自主开发的结构泡沫材料为国内首创，具有较高的技术壁垒。目前全球除公司外的主要生产商也仅有戴铂 (DIAB) 和阿瑞克思 (AIREX) 两家公司，全球结构泡沫材料市场处于寡头垄断状态。

结构泡沫材料目前市场上主要有 PVC 结构泡沫材料和 PET 结构泡沫材料。其中 PVC 结构泡沫材料由于性能优越、价格适中的优点，是目前应用最广泛的一种结构泡沫材料。该项材料的研制成功填补了国内空白，打破了国外厂商对市场的垄断。

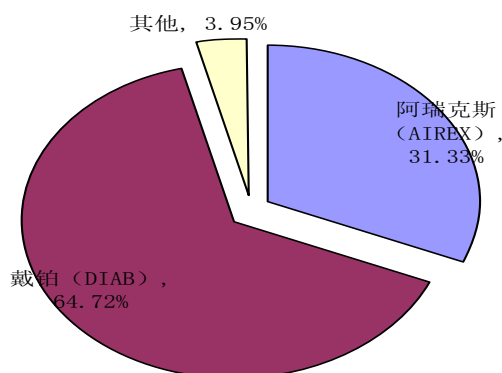
公司结构泡沫产品的生产基地在国内，与戴铂、阿瑞克思相比，除了原材料成本和人工成本较低外，国产化还能降低巨大的物流成本和运输成本。

图表 5：公司主要产品市场竞争状态

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
3、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
4、后加工产品	较少	较高 (技术和客户)	垄断竞争

数据来源：招股意向书、国都证券

图表 6: 全球结构发泡材料的市场份额



数据来源: 国都证券

图表 7: 行业内的主要企业和主要企业的市场份额

行业分类	企业名称	产能
软质发泡材料	天晟新材	发泡塑料 6 万立方米 发泡橡胶 1.8 万立方米
	常州三和塑胶有限公司	5.5 万立方米
	泉州三盛橡塑发泡鞋材有限公司	20 万立方米
	至和 (福建) 科技有限公司 (原名: 泉州至和织造有限公司)	5,010 吨
结构发泡材料	天晟新材	3000 吨
	戴铂 (DIAB)	2.65 万吨
	阿瑞克斯 (AIREX) 公司	1.30 万吨
	固瑞特 (Gurit) 公司	2010 年开始试生产

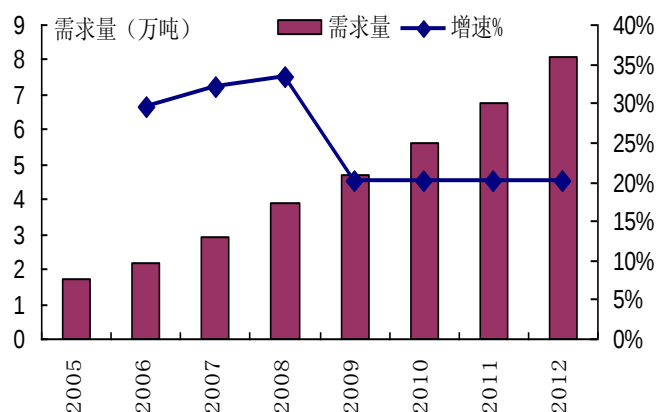
数据来源: 招股意向书、国都证券

3.2、结构泡沫材料下游快速发展

结构泡沫材料作为各种复合材料的夹芯结构主要用来增加刚度、减轻重量。结构泡沫材料还具有吸水性低、隔音绝热效果好等特性,使其成为要求具有高强度和低密度领域的理想材料,被广泛应用于风力发电、轨道交通、船舶、航空航天、建筑节能等领域。

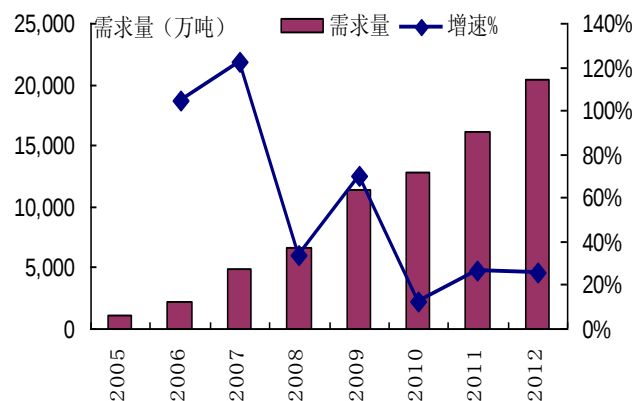
预计未来两年全球结构泡沫材料需求增速在 20%左右,中国需求增速在 26%左右。同时风力发电、轨道交通目前的扩张速度非常快,需求增速预计会超预期。

图表 8：全球结构发泡材料未来需求预测



资料来源：国都证券

图表 9：中国结构发泡材料未来需求预测



资料来源：国都证券

图表 10：结构泡沫材料下游主要用途

风电叶片芯材	绿色节能建筑	船舶（船体、甲板、防水壁）
轨道交通车辆	飞机机体结构	

资料来源：招股意向书、国都证券

4、募集资金投向

公司募集资金主要用于结构泡沫材料产能的扩张以及技术中心建设项目。

图表 11：募投项目

序号	项目名称	总投资（万元）
1	新型结构泡沫生产能力扩建项目	31,848
2	技术中心建设项目	6,742
3	其他与主营业务相关的营运资金项目	-
	合计	38,590

资料来源：招股意向书、国都证券

新型结构泡沫生产能力扩建项目计划实施时间为 18 个月，除了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。募投项目完工后，公司将形成年产结构泡沫原板 7,000 吨，配套加工 6,500 吨的产能规模，基本实现生产能力与加工能力匹配。

项目预计 2011 年达产率为 30%，2012 年以后达产率为 100%，完全达产后年营业收入预计为 30,600 万元，年利润总额为 10,115.80 万元，净利润为 7,586.80 万元。

图表 12：结构泡沫生产能力扩建项目

序号	生产工序	产能
1	结构泡沫原板	4,000 吨/年
2	加工（Kits 板）	5,500 吨/年

数据来源：招股意向书、国都证券

5、盈利预测

图表 13：天晟新材盈利预测

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	253.29	337.87	424.07	640.27
增长率	9.19%	33.39%	25.51%	50.98%
营业收入	253.29	337.87	424.07	640.27
二、营业总成本	209.20	273.47	327.00	467.38
营业成本	159.58	212.96	253.55	355.20
毛利率	37.00%	36.97%	40.21%	44.52%
营业税金及附加	1.47	2.09	2.63	3.97
销售费用	11.70	15.88	19.93	31.37
管理费用	27.89	37.17	46.65	70.43
财务费用	5.51	3.38	4.24	6.40
资产减值损失	3.06	2.00	0.00	0.00
三、营业利润	44.09	64.39	97.08	172.89
四、利润总额	46.57	67.39	101.08	177.89
减：所得税	9.85	13.48	20.22	35.58
五、净利润	36.72	53.91	80.86	142.31
减：少数股东损益	1.30	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	35.42	53.91	80.86	142.31

六、每股收益:

全面摊薄每股收益 (元)	0.38	0.58	0.86	1.52
--------------	------	------	------	------

数据来源: 国都证券

6、估值定价及申购建议

我们预计公司 2010-2012 年全面摊薄后每股收益为 0.58 元、0.86 元、1.52 元, 三年复合增长率为 59%。

公司属于新材料行业。我们选取红宝丽、奥克股份、回天胶业等作为可比公司。

按照最新收盘价, 可比公司 2010 年的平均动态市盈率为 52 倍, 2011 年的平均动态市盈率为 30 倍, 综合考虑公司所处的细分行业以及未来较好的成长性, 2011 年公司的合理市盈率为 30-34 倍, 对应二级市场的合理价格为 25.80 元-29.24 元之间, 给予 10% 的折扣, 建议一级市场询价区间为 23.22 元-26.32 元。

图表 14: 可比上市公司估值比较

代码	名称	最新 股价	EPS (元/股)				PE			
			2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E
300054	鼎龙股份	57.80	0.65	0.81	1.56	3.21	89	71	37	18
002211	宏达新材	16.30	0.13	0.3	0.52	0.67	128	54	31	24
300019	硅宝科技	20.90	0.35	0.44	0.67	0.93	60	48	31	22
300041	回天胶业	61.37	0.77	1.25	1.75	2.21	80	49	35	28
002165	红宝丽	15.00	0.39	0.49	0.69	0.84	38	31	22	18
300082	奥克股份	51.97	1.04	1.1	2.12	3.58	50	47	25	15
	平均						74	50	30	21

数据来源: 国都证券

7、风险提示

原材料价格上涨: 主要原材料为 PE、PVC、EVA、CR、SBR 等石油化工产品。石油化工产品价格主要随国际原油的价格而波动。原油市场价格变动对公司产品的生产成本有较大的影响。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyuan@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			