



李琳琳

执业证书编号: S0730209090108

021-50588666-8045

lilil12345@sina.com

国内独有的结构泡沫材料生产商

——天晟新材（300169）新股点评报告

研究报告-新股点评

合理价值区间：26.25-33.75

发布日期：2011年1月13日

报告关键要素：

公司是国内发泡材料的龙头企业。主营产品包括普通软泡材料（包括发泡塑料和发泡橡胶）、结构泡沫材料及相应地后加工产品。其中，结构泡沫型材主要应用于高铁、风电、军工等新能源、高端装备产业，需求增长前景良好。公司是国内唯一、全球三大结构泡沫材料的生产商之一，拥有结构泡沫材料的自主研发技术，综合盈利能力强。募资项目达产后，结构泡沫型材及后加工产品产能将显著增加，竞争力得到有效提升。考虑公司良好的竞争力和行业良好的发展前景，我们认为公司合理价值在26.25-33.75元之间，建议申购。

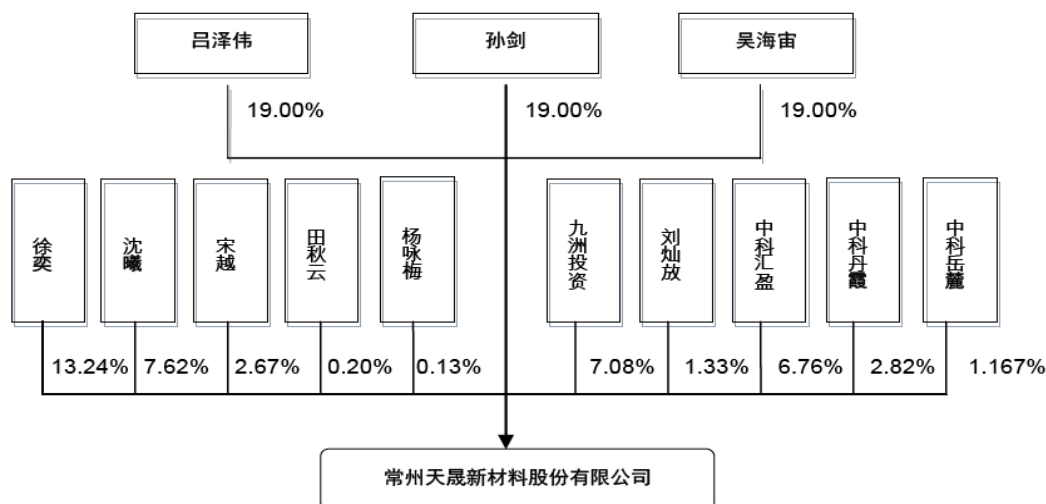
事件：

- **天晟新材（300169）拟在中小板发行上市。**公司拟于中小板发行2350万股A股，发行后公司总股本为9350万股，发行价32元，募集资金全部投向新型结构泡沫产能扩张项目及技术中心建设项目等，项目投资总额3.86亿元。

点评：

- **公司是国内发泡材料龙头。**公司专业从事发泡产品的生产和销售，是国内高分子发泡行业中产品最为丰富、种类最为齐全的公司之一。公司成立于1998年，2008年6月改制为股份有限公司。主营产品包括普通软泡材料（包括发泡塑料和发泡橡胶）、结构泡沫材料及相应地后加工产品，拥有年产7.8万立方米软质发泡材料和3000吨结构泡沫材料的生产能力；种类涵盖从发泡材料原板到地板胶、垫片、膜片、开槽板、打孔板等近百个品种。2009年，公司实现营业收入2.53亿元，同比增长9%；净利润3542万元，同比增长32%。2010年上半年，公司实现营业收入1.69亿元，净利润2340万元。

图1：上市前公司股权结构



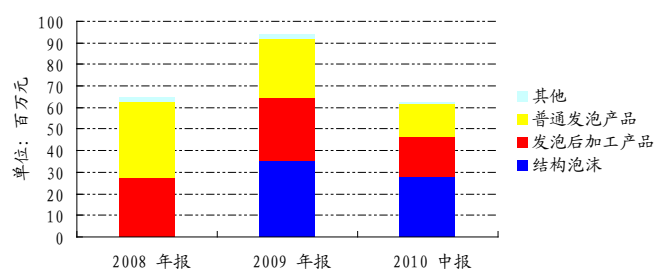
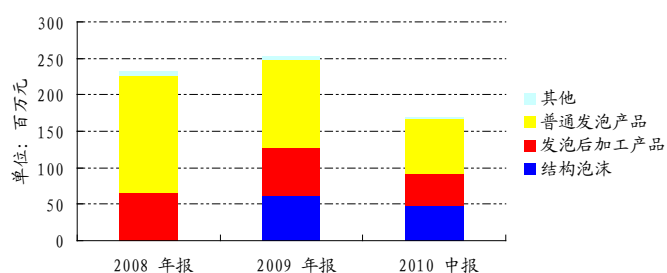
资料来源：公司招股说明书

- **高附加值产品是公司的业绩贡献主力。**软泡后加工产品是公司软泡材料的下游精密加工制品，主要在家用电器和汽车配件等领域作为缓冲件和密封件使用，该类产品综合毛利率近40%，附加值较高。结构泡沫材料是公司的自主研发产品，填补了国内空白，主要应用于风电叶片、高铁、游艇和火箭等军工领域，毛利率高达60%。2010年上半年，上述两大类高附加值产品的营业利润额合计占公司营业利润总额的73%，是公司的业绩贡献主力。

图2：公司收入构成

单位：百万元 图3：公司毛利构成

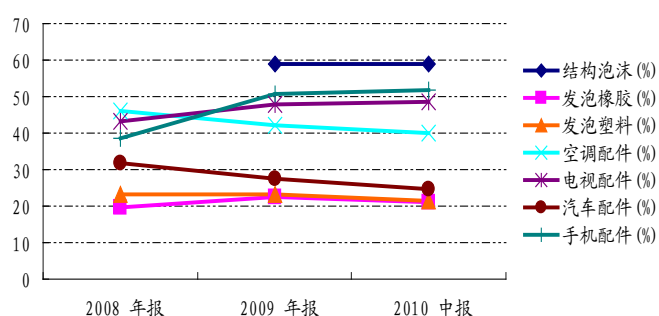
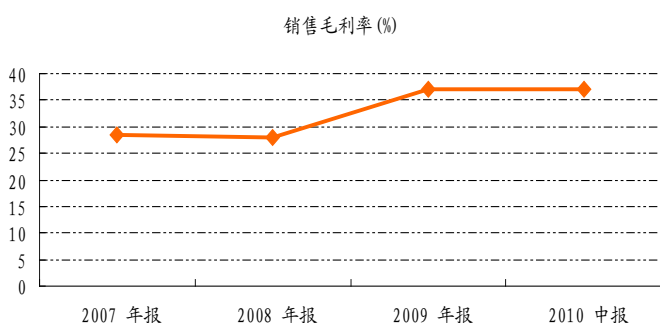
单位：百万元



资料来源：Wind

图4：公司综合毛利率走势

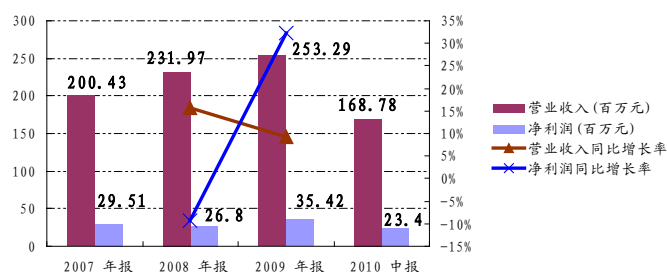
图5：公司各类产品毛利率走势



资料来源：公司招股说明书，中原证券

资料来源：公司招股说明书，中原证券

图6：公司近三年收入、利润及同比增速



资料来源：Wind

- **业绩稳步增长，盈利能力突出。**近三年，归属母公司股东净利润由2951万元增至3542万元，年均增长6%；扣除非经常损益后的净利润复合增长率高达43%；从盈利能力看，09年以来，综合毛利率保持在35%以上，综合盈利能力较强。
- **结构泡沫材料发展前景光明，公司有望从中受益。**结构泡沫材料具备高强度、低密度、不吸水、阻燃等优异性能，是钢材、木材等其他材料所无法比拟的，可以广泛地应用在风电叶片、高铁、军工等领域。由于该产品具备技术、设备和资金等壁垒，目前全球结构泡沫生产商仅有3家，呈寡头垄断态势。据国际机构预测，2005年-2012年，全球结构泡沫材料市场规模将保持稳步增长态势，年复合增长率近25%。到2012年，全球结构泡沫需求量有望达到10万吨，市场规模将达到70亿人民币。公司是国内唯一一家结构泡沫生产商，唯一风机叶片制造材料国产化的供应商，在技术和规模上具备先发优势，与国外厂商相比，具备成本和区位优势。未来，将分享结构泡沫材料的发展盛宴。
- **技术优势突出，储备产品附加值高，后期向发泡材料系统集成商挺进。**公司拥有国内唯一，全球第二的PVC结构泡沫材料的自主研发技术，所研制的PVC结构泡沫材料填补了国内空白，与国际同类产品相当，目前已通过德国船级社、美国船级社、德国轨道交通用材料认证等多家国际认证。同时，公司秉承“生产一代、研发一代、储备一代”的发展方针，目前已实现小规模生产的产品包括PMI发泡材料等，在美国主要用作直升飞机和航天器等材料；完成中试的材料包括PET发泡材料等。这些储备技术生产的新材料产品具备附加值高、应用领域相对高端等特点，将保证公司长期持续的高速发展。公司未来的发展目标是向复合材料以及系统设计绑定领域进军，随着高附加值产品的不断推出，公司将实现从满足客户需求到引导客户需求的完美蜕变。

表 1: 公司储备产品

类别	项目名称	研发目标	进展情况
高分子软质发泡材料	Tsponon 发泡材料	光电，电子	进行中
	EPDM 减震垫	轨道交通	中试
高分子结构泡沫材料	PVC 结构泡沫材料系列产品	风电，船舶等	部分产品生产，部分研发中
	PVC 结构泡沫材料回收利用	建筑	中试
	PET 结构泡沫材料	轨道交通，风电	中试
	PMI 结构泡沫材料	军工，航空航天	进行中
	PP 挤出式泡沫材料	新型包装材料	进行中
	Kits 成套芯材	风电，船舶等	中试
	Scrim 玻纤布	风电，船舶等	中试
	建筑幕墙开发	绿色节能建筑	部分产品生产，部分研发中

资料来源：中原证券研究所

- **募集资金投向。**公司本次募集资金将投向新型结构泡沫产能扩张项目和技术中心建设等项目，项目投资总额3.86亿元，其中3.18亿元投资于新型结构泡沫生产能力扩建项目。该项目达产后，公司将形成年产结构泡沫原板7000吨，配套加工6500吨的产能规模，生产能力与加工能力基本匹配，有利于公司综合竞争力的提升。公司方面预计，该项目建成后2011年达产率15%-30%，2012年达产率为100%。项目全部达产后预计年产结构泡沫材料原板4000吨，年营业收入预计为3.06亿元，年利润总额为1.01亿元，净利润为7586.80万元。

表 2：公司募投项目情况列表

单位：百万元

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
新型结构泡沫生产能力扩建项目	318.48	269.68	141.77	99.98	76.73
技术中心建设项目	67.42	67.42	67.42	-	-
其他与主营业务相关的营运资金项目	-	-	-	-	-
合计	385.9	337.10	209.19	99.98	76.73

资料来源：中原证券研究所

- **盈利预测和投资建议。**根据行业发展前景和公司规划，我们按发行后总股本9350万股计算，预计公司2010年每股收益0.48元，2011年每股收益0.75元，2012年每股收益1.32元，考虑公司行业地位及可比公司估值，我们认为公司合理价值在26.25 - 33.75元之间，对应11年市盈率分别为35倍和45倍。
- **风险提示。**公司面临的主要风险是（1）宏观经济波动风险；（2）PVC结构泡沫原材料PVC供应商较为单一的风险；（3）公司研发能力难以持续风险。

表 3：公司盈利预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	200.43	231.97	253.29	338	438	640
营业成本	143.44	167.21	159.58	213	260	353
营业税金及附加	0.79	1.68	1.47	2.20	2.85	4.16
销售费用	7.77	8.80	11.70	16.39	21.26	31.05
管理费用	18.05	16.31	27.89	35.10	48.22	70.43
财务费用	2.18	2.99	5.51	9.63	9.64	12.81
资产减值损失	-0.17	2.42	3.06	4.21	5.79	8.45
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	28.37	32.56	44.09	56.93	90.79	160.10
营业外收入	12.25	2.69	3.20	2.36	2.36	2.36
营业外支出	0.59	0.92	0.73	0.88	0.88	0.88
利润总额	40.03	34.33	46.57	58.41	92.27	161.58
所得税	6.22	5.99	9.85	12.35	19.52	34.17

净利润	33.81	28.34	36.72	46.06	72.76	127.40
少数股东损益	4.30	1.54	1.30	1.38	2.18	3.82
归属于母公司所有者的净利润	29.51	26.80	35.42	44.68	70.57	123.58
基本每股收益(元)	0.32	0.29	0.38	0.48	0.75	1.32

资料来源：中原证券研究所

发行数据

发行价(元)	32
发行数量(万股)	2350
发行方式	网下配售
	网上资金申购
预计发行日期	2010/01/14
上市日期	

基础数据(2010年6月30日)

每股净资产(元)	3.27
每股经营现金流(元)	0.23
毛利率(%)	37.04
净资产收益率(%)	10.77
资产负债率(%)	53.24
发行后总股本(万股)	9350
B股/H股(万股)	—

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的版权仅为本公司所有。

转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引

起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。