

天晟新材 (300169)

高技术壁垒带来高成长的高分子发泡材料行业龙头

吕丙风 分析师

电话: 020-87555888-698

Email: lbf2@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260210070021

具有高技术壁垒的高分子发泡材料行业

天晟新材主要产品包括软质发泡材料、结构泡沫材料以及两种发泡材料的后加工产品等。公司是软质发泡材料行业内的领军企业,产品毛利率处于行业较高水平。公司是国内唯一能进行规模化生产结构泡沫材料的企业,该材料具有明显的高技术壁垒,全球仅有三家公司能够生产,产品市场由三家垄断。

产品前景广阔的市场是公司未来高速发展的基础

我国发泡塑料行业市场在 2010 年后预计年增长率超过 15%;发泡橡胶行业预计 2012 年市场规模将到达 34.86 亿元。伴随着我国在风力发电、轨道交通、建筑节能等高端领域的快速发展,结构泡沫材料目前正处于黄金发展期,各行业合计,2010 年后每年对结构泡沫材料的需求量将达到 20000 吨以上。

产品结构优化是公司未来持续高速增长的核心动力

公司依托研发优势,确立了开发高毛利率的后加工产品和结构泡沫材料的发展战略,通过不断优化产品结构和开发新产品,扩大市场规模,公司竞争优势进一步加强,盈利能力同步提升,持续高速增长值得期待。

盈利预测与投资建议

经过测算,公司 2010、2011 和 2012 年 EPS 分别为 0.51 元/股、0.86 元/股和 1.53 元/股。目前确定发行价格为 32 元/股,对应 2011 年市盈率为 37.35 倍。参考 A 股市场可比上市公司的估值,若给予 201 年 35-40 倍估值,天晟新材上市后股价合理价位应在 30-34.27 元左右。

风险提示

原材料价格波动风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	231.97	253.29	335.23	418.90	613.20
增长率 (%)	15.73%	9.19%	32.35%	24.96%	46.38%
EBITDA(百万元)	45.02	62.94	93.37	140.22	241.06
净利润(百万元)	26.80	35.42	47.59	80.11	142.89
增长率 (%)	-9.20%	32.18%	34.35%	68.34%	78.37%
每股收益 (元)	0.38	0.51	0.51	0.86	1.53

数据来源:财务报表,广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格	32.00 元
上市价格	30-34.27 元

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	95.3/25.3
主要股东:	
	吕泽伟
	孙剑
	吴海宙
主要股东持股比例	57.00%

财务比率

ROE	17.24%
ROA	13.29%
资产负债率	53.30%
每股净资产(元)	2.94
2009 年报数据	

发行信息:

发行价格(元)	32.00
主承销商:	平安证券有限责任公司
发行市盈率	83.81

目录索引

投资亮点	3
一、公司分析	4
(一) 主营业务和产品	4
(二) 公司主营产品市场前景	5
(二) 公司竞争优势	7
二、募投项目分析	9
三、盈利预测与投资建议	9
四、风险提示	11
五、附录	11
公司简介	12

图表索引

图 1: 近三年一期公司主营收入(左)和毛利(右)及其变化情况(单位:万元).....	4
图 2: 我国塑料软质发泡材料市场规模和增长率.....	6
图 3: 我国橡胶软质发泡材料市场规模和增长率.....	6
图 4: 我国结构泡沫材料需求量和增长率	7
图 5: 公司股权结构图	12
表 1: 公司主营产品	4
表 2: 公司主要产品的产能与产销量情况	5
表 3: 目前公司正在研发的项目	8
表 4: 公司募投项目具体内容	9
表 5: 盈利预测主要假设	10
表 6: 主要可比上市公司	11

投资亮点

具有高技术壁垒的高分子发泡材料行业。天晟新材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、结构泡沫材料以及两种发泡材料的后加工产品等。目前，软质发泡材料行业市场成熟，产品用途非常广泛，市场竞争较为激烈。公司利用自身的规模、资金、研发、市场和品牌优势，成为行业内的领军企业，其产品生产工艺领先，产品质量稳定，附加值较高的新产品众多，产品毛利率处于行业较高水平。公司是国内唯一能进行规模化生产结构泡沫材料的企业，该材料具有明显的高技术壁垒，包括公司在内，全球也只有瑞典戴铂（DIAB）、瑞士阿瑞克斯（AIREX）三家公司能够生产，产品市场也由这三家公司寡头垄断。我们认为，公司软质发泡材料处于行业领先地位，结构泡沫材料属于寡头垄断的高技术壁垒产品，凭借当前明显的竞争优势，公司未来高速成长值得期待。

产品前景广阔的市场是公司未来高速发展的基础。公司的软质发泡材料广泛应用于电子、家电、汽车、体育休闲等行业，其中我国发泡塑料行业市场在2010年后预计年增长率超过15%，到2012年市场规模将达到65.2亿元；发泡橡胶行业也呈现快速发展趋势，预计2012年市场规模将达到34.86亿元。结构泡沫材料则以其重量轻、强度高特性广泛应用在风力发电、轨道交通、船舶、航空航天、建筑节能等高端领域，伴随着我国在上述领域的快速发展，结构泡沫材料目前正处于黄金发展期。预计风电行业在2010年后每年对结构泡沫材料的需求量将达到12000吨；铁路和城市轨道交通在2010年后每年对结构泡沫材料的需求量将达到1100-1200吨；建筑节能行业预计在2012年后每年的需求量将达到6000吨。我们认为，旺盛的下游需求市场彰显公司产品产能扩张的必要性，是公司实现高速发展的重要基础。

产品结构优化是公司未来持续高速增长的核心动力。目前公司已经建立了从发泡塑料、发泡橡胶到结构泡沫材料的完整的产品结构，并依托研发优势，确立了主攻高毛利率的后加工产品和结构泡沫材料的发展战略，通过不断优化产品结构和开发新产品，扩大市场规模，公司竞争优势将进一步加强，综合毛利率也将同步提升。我们认为，公司发展战略清晰，未来发展目标定位准确，完整的产品系列和优化的产品结构将导致公司盈利能力不断提升，也是公司未来持续高速增长的核心动力。

根据公司目前的发展情况，我们对公司的业绩进行了盈利预测，经过测算，公司2010、2011和2012年EPS分别为0.51元/股、0.86元/股和1.53元/股。我们认为公司竞争优势明显，产品市场未来前景广阔，未来3年净利润复合增长率超过50%。目前确定发行价格为32元/股，对应2009-2012年市盈率分别为83.81、62.88、37.35倍和20.94倍。参考A股市场可比上市公司的估值，若给予2011年35-40倍估值，天晟新材上市后股价合理价位应在30-34.27元左右。

一、公司分析

（一）主营业务和产品

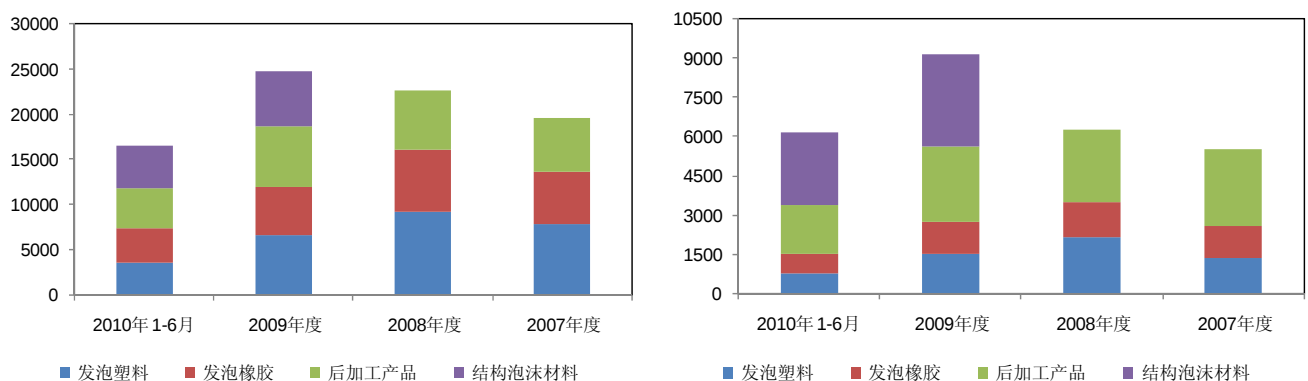
高分子发泡材料行业的领军企业。公司主要从事高分子发泡材料的研发、生产与销售，主要产品包括软质发泡材料、结构泡沫材料以及上述材料的后加工产品等。软质发泡材料是以塑料（PE、EVA 等）、橡胶（SBR、CR 等）等原材料，加以催化剂、泡沫稳定剂、发泡剂等辅料，通过物理发泡或交联发泡而成。产品具备缓冲、吸音、吸震、保温、过滤等功能，广泛应用于电子、家电、汽车、体育休闲等行业。结构泡沫材料是以塑料（PVC、PET 等）等为基础，通过贯穿的芳香酰胺聚合网络修正的发泡材料，其特点是具有很高的强度，主要应用于风力发电、轨道交通、游艇、航空航天、建筑节能等行业。目前公司软质发泡材料处于行业领先地位，结构泡沫材料则属于寡头垄断的高技术壁垒产品，全球仅三家企业具备生产能力，产品和市场具有明显的独占性。公司主营业务收入主要由上述几类产品均匀构成，2009年以来，后加工产品和泡沫结构材料的占比逐步增加；毛利贡献占比与主营业务收入占比分布类似，以高毛利率的后加工产品和泡沫结构材料贡献逐步提升，这与公司实施的产品结构优化发展战略相符，未来公司业绩大幅提升值得期待。

表 1：公司主营产品

种类	原材料	生产工艺	发泡倍数	密度	用途
1、软质发泡材料					塑胶地板、空调、电视、手机、汽车的配件、体育用品等
1.1 发泡塑料	塑料	模压发泡	10-45 倍	20-100 kg/m ³	
1.2 发泡橡胶	橡胶	模压发泡	5-15 倍	100-300 kg/m ³	
2、结构泡沫材料	塑料	模压发泡	16-25 倍	60-80 kg/m ³	风机叶片和机舱罩、动车车厢、船体材料、飞机材料、建筑板等

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

图 1：近三年一期公司主营收入（左）和毛利（右）及其变化情况（单位：万元）



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

表 2：公司主要产品的产能与产销量情况

主要产品		2010 年 1-6 月	2009 年度	2008 年度	2007 年度
发泡塑料	产能（立方米）	60,000	60,000	70,000	70,000
	产量（立方米）	27,852.23	57,804	68,878	71,550
	产能利用率	46.42%	96.34%	98.40%	99.38%
	销量（立方米）	27,329.81	57,332	71,146	68,170
发泡橡胶	产能（立方米）	18,000	18,000	18,000	18,000
	产量（立方米）	9,055.67	17,887	18,520	17,939
	产能利用率	50.31%	99.37%	102.89%	99.66%
	销量（立方米）	9,399.53	17,448	19,832	15,964
空调配件	产能（万片）	12,000	12,000	11,000	10,000
	产量（万片）	7,097	9,911	10,735	9,094
	产能利用率	59.14%	82.59%	97.59%	90.94%
	销量（万片）	7,242	9,923	10,723	9,085
手机配件	产能（万片）	25,000	25,000	32,000	30,000
	产量（万片）	4,518	10,068	31,797	22,598
	产能利用率	18.07%	40.27%	99.37%	75.33%
	销量（万片）	4,857	10,009	31,856	22,586
家电配件	产能（万片）	4,000	4,000	1,000	500
	产量（万片）	2,141	2,415	949	199
	产能利用率	53.53%	60.38%	94.90%	39.80%
	销量（万片）	1,896	2,430	934	201
汽车配件	产能（万片）	6,000	6,000	4,000	2,000
	产量（万片）	3,074	5,181	3,497	989
	产能利用率	51.23%	86.35%	87.43%	49.45%
	销量（万片）	2,438	5,160	3,518	995
结构泡沫材料	产能（吨）	3,000	3,000		
	产量（吨）	923.17	1,072		
	产能利用率	30.77%	35.73%		
	销量（吨）	786.34	1,041		

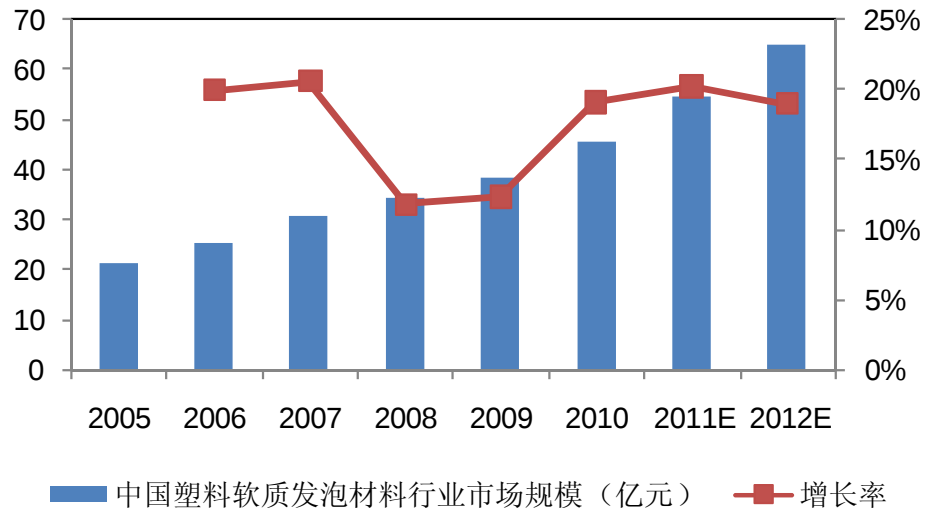
数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

（二）公司主营产品市场前景

发泡塑料、发泡橡胶产品市场稳定增长。在经历了30年的发展历程后，我国塑料软质发泡材料工艺和技术业已成熟，其产品应用范围的扩大，使得该类产品市场规模同步扩大。在经历了2009年世界金融危机之后，行业发展迅速恢复上升趋势，预计市场规模未来年年增长率将超过15%，2012年达到65.2亿元。与发泡塑料行业情况类似，发泡橡胶在2009年走出低谷之后，行业重新进入快速发展阶段，预计2012年市场规模将达到34.86亿元。公司软质发泡产品位于行业领先地位，产品工艺和质量具有良好的竞争优势。但是，由于行业较为成熟，竞争相对激烈，以公司目前的市场占有率和毛利率水平来判断（发泡塑料：市场占有率1.41%，毛利率21.45%；

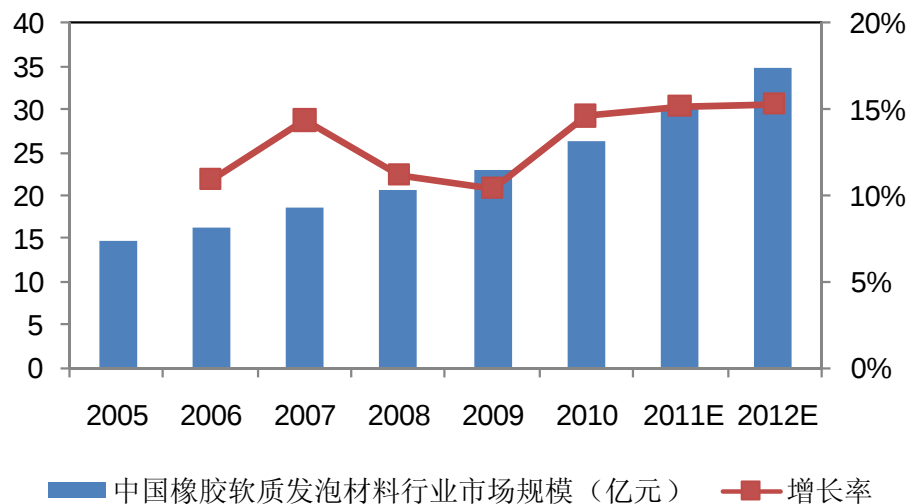
发泡橡胶：市场占有率1.38%，毛利率20.94%），我们认为，公司主动调整产品结构，稳住现有软质发泡材料市场，大力发展附加值较高的后加工产品和结构泡沫材料的战略是具有前瞻性的。

图 2：我国塑料软质发泡材料市场规模和增长率



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

图 3：我国橡胶软质发泡材料市场规模和增长率



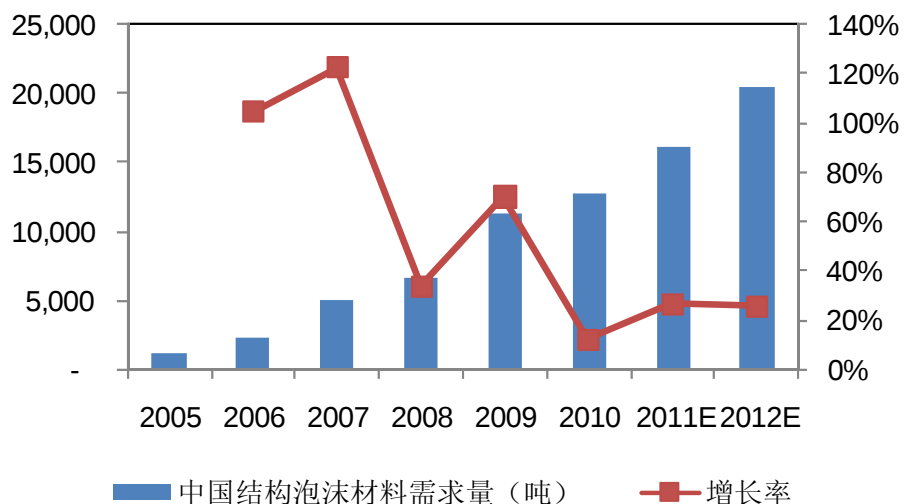
数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

后加工产品具有进入技术壁垒，是软质发泡材料产业链的延伸。后加工产品是公司利用发泡塑料、发泡橡胶原板加工制作的空调配件、手机配件、家电配件和汽车配件，是产业链延伸后高附加值很高的产品。对比软质发泡材料原板20%左右的毛利率，后加工产品毛利率可提升到40%，较大程度地提高公司的盈利能力。由于

后加工产品在生产技术和销售客户方面具有明显的技术壁垒，目前生产厂商较少，公司完整的产业链优势、提供整体解决方案的服务优势，是公司产品高毛利率的重要保证。我们认为，受益于软质发泡材料行业市场规模的扩大，公司后加工产品具备核心竞争优势，盈利能力强，其销售市场无需担忧。

结构泡沫材料市场寡头垄断，正处于我国行业黄金发展期。结构泡沫材料主要作为各种复合材料的夹层结构的芯材使用，这可以在不增加重量的同时，大大增强材料的力学性能，满足风力发电叶片、飞机构件等高端领域中的应用。高性能材料的生产取决于高技术壁垒的生产工艺和技术。目前，全球仅有瑞典戴铂（DIAB）、瑞士阿瑞克斯（AIREX）和天晟新材三家公司能够生产，其高技术壁垒带来了产品的高毛利率，技术的独占性带来了市场的独占性。公司作为国内唯一规模化生产商，由于起步较晚，2009年的市场占有率为9.44%。近年来，全球结构泡沫市场增长稳定，未来几年将保持20%左右的复合增长率，而与此同时，行业产能扩张不足，未来市场供不应求的局面将持续，产品价格将维持较高水平。分析我国的结构泡沫材料市场，受益于我国风力发电、轨道交通、游艇、航空航天、建筑节能等行业快速发展，行业已经迎来了黄金发展期，未来市场需求量可望保持26%左右增速发展，同时，这些行业部分领域涉及机密，能够实现进口替代的公司的产品必将抢占这部分市场。我们认为，结构泡沫材料未来市场前景广阔，公司应尽快扩大产能，提高产品质量，尽情地享受行业黄金发展期带来的巨大的市场蛋糕。

图 4：我国结构泡沫材料需求量和增长率



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

（二）公司竞争优势

技术和研发优势是公司稳定快速发展的核心动力。公司主要产品的工艺水平均

处于国内领先水平，且每年均有一批科技含量高、附加值高的新产品问世，真正形成了“生产一代、开发一代、储备一代、构思一代”的产品群体优势。公司拥有的后加工产品和结构泡沫材料的各项核心技术是公司毛利率高于行业水平的主要原因，强大的技术和研发能力是公司持续高速发展的核心动力。目前，进入中试阶段的项目有：EPDM减震垫、PET结构泡沫材料、Kits成套芯材、Scrim玻纤布等项目，这些正在研发的项目有望成为公司未来新的利润增长点。我们认为，强大的技术和科研优势，使得公司能够不断推出新产品，优化产品结构，最终提升了公司的竞争优势和盈利能力。

表 3：目前公司正在研发的项目

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

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

完整的产品线优势和成套解决方案优势提升公司竞争力。公司具有完整的产品线，从各种高分子软质发泡材料、结构泡沫材料的研发到规模化生产，再到制品的精密加工，为客户提供更具成本优势的成套解决方案，同时配合客户共同完成新产品或者新应用的开发。此外，公司规模化经营降低了生产成本和营销成本，进一步扩大了竞争优势。对比传统高分子发泡材料生产企业只做材料供应商的模式，公司成套解决方案的理念覆盖了产品生产到销售的每个环节，完整的成套解决方案极大地提升了公司的竞争力，创造了一个崭新的销售服务模式。

高技术壁垒和相关认证壁垒带来的先发优势。公司主营产品后加工产品和结构泡沫材料具有很高的技术壁垒，作为结构泡沫材料国内唯一生产商，公司的先发优势不言而喻。作为高分子发泡材料的下游客户，如：风电叶片制造商、船舶游艇制造商、家电和汽车生产商、动车制造商对其产品的原材料采购有着严格的市场准入和管理制度，原材料供应商必须获得相关的认证，才能获得市场准入。目前公司已经通过了ISO14001环保体系认证和ISO9000质量保证体系认证，结构泡沫材料通过了德国劳氏船级社认证（GL），车用结构泡沫材料通过了德国DIN5510燃烧性能认证。对比力图进入该行业的其他公司，认证壁垒给公司带来的先发优势是明显的，

同时也使公司产品在进入相关领域销售有了保障。

二、募投项目分析

公司持续高速增长和产品结构优化的需要。公司目前是国内唯一规模化生产结构泡沫材料的企业，从全球市场需求增长和我国结构泡沫材料行业进入黄金发展期的市场前景综合分析，供不应求的格局近年内难以改观。展望未来，公司目前的产能将不能满足市场需求。为保证公司的持续快速发展，提升公司的竞争力，公司需要尽快实施募投项目，进一步扩大优势产品的产能。此外，结构泡沫材料作为公司毛利率最高的产品，募投项目将在提高优势产品产能同时，将进一步优化产品结构。

项目实施增强企业竞争实力和盈利能力。根据公司相关公告，项目达产后，公司结构泡沫材料的产能将有现有的3000吨提升到7000吨，配套加工的产能增加到6500吨，基本与原板产能相配套。同时，成品交货率有望进一步提高，产品毛利率同步提升值得期待。预计募投项目年营业收入为36000万元，年利润总额10115.80万元，净利润7586.8万元。

表 4：公司募投项目具体内容

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	31,847.50	26,967.50	4,177.10	9,997.90	7,672.50
2	技术中心建设项目	6,742.20	6,742.20	6,742.20	-	-
3	其他与主营业务相关的营运资金项目	-	-	-	-	-
	合计	38,589.70	33,709.70	20,919.30	9,997.90	7,672.50

数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

三、盈利预测与投资建议

根据公司相关公告，我们估计2011年内公司募投项目能够按计划完工部分投产，预计2011年达产率15%，2012年达产率100%。随着产能释放，公司产品结构优化，公司业绩将出现大幅增长。

盈利预测主要假设如下：

- 1、随着募投项目的逐步投产，预计结构泡沫材料2010、2011、2012年的产能分别达到3000、7000、7000吨；销量分别达到1700、3000、6000吨；
- 2、伴随着公司配套加工能力的提升，预计后加工产品产能上升，其中，空调配件2010、2011、2012年的产能分别达到12000、12000、14000万片；销

- 量分别达到11000、12000、13000万片；手机配件2010、2011、2012年的销量分别达到11000、12000、14000万片；电视配件2010、2011、2012年的产能分别达到4000、6000、9000万片；销量分别达到3500、5000、7500万片；汽车配件2010、2011、2012年的产能分别达到6000、8000、10000万片；销量分别达到5200、7000、8500万片；
- 3、公司发泡塑料、发泡橡胶的销量和毛利率随着产品结构调整变化，逐年有所下降；
 - 4、产品销售价格参照09年的价格略有变化。

税费水平：

- 1、公司薪酬体制与折旧方法不发生重大变化；
- 2、公司所得税方面，母公司常州天晟新材料股份有限公司为15%，其余子公司都为25%；
- 3、公司业务所涉及的资源税、营业税与所得税税率保持不变。

表 5：盈利预测主要假设

	2009	2010E	2011E	2012E
发泡塑料销量（万片）	57,300.0	55,000.0	53,000.0	51,000.0
发泡塑料售价（元/万片）	1,160.9	1,337.4	1,300.0	1,300.0
发泡塑料成本（元/万片）	890.4	1,056.5	1,040.0	1,053.0
发泡塑料毛利率	23.30%	21.00%	20.00%	19.00%
发泡橡胶销量（万片）	17,400.0	18,000.0	17,000.0	15,000.0
发泡橡胶售价（元/万片）	3,106.4	3,996.0	3,700.0	3,500.0
发泡橡胶成本（元/万片）	2,410.8	3,176.8	2,960.0	2,835.0
发泡橡胶毛利率	22.39%	20.50%	20.00%	19.00%
结构泡沫材料销量（吨）	1,043.0	1,700.0	3,000.0	6,000.0
结构泡沫材料售价（元/吨）	58,169.1	59,701.5	59,000.0	59,000.0
结构泡沫材料成本（元/吨）	23,895.9	24,429.8	24,780.0	25,370.0
结构泡沫材料毛利率	58.92%	59.08%	58.00%	57.00%
空调配件销量（万片）	9,911.0	11,000.0	12,000.0	13,000.0
空调配件售价（元/片）	0.33	0.33	0.33	0.33
空调配件成本（元/片）	0.19	0.20	0.20	0.21
空调配件毛利率	42.31%	39.95%	38.00%	37.00%
手机配件销量（万片）	10,068.0	10,000.0	12,000.0	14,000.0
手机配件售价（元/片）	0.14	0.12	0.13	0.14
手机配件成本（元/片）	0.07	0.06	0.07	0.07
手机配件毛利率	50.89%	51.86%	50.00%	50.00%

电视配件销量（万片）	2,415.0	3,700.0	5,000.0	7,500.0
电视配件售价（元/片）	0.42	0.55	0.57	0.60
电视配件成本（元/片）	0.22	0.29	0.30	0.32
电视配件毛利率	47.70%	48.00%	47.00%	46.00%
汽车配件销量（万片）	5,181.0	5,200.0	7,000.0	8,500.0
汽车配件售价（元/片）	0.20	0.30	0.32	0.34
汽车配件成本（元/片）	0.14	0.23	0.24	0.26
汽车配件毛利率	27.56%	24.50%	24.00%	23.00%
其他业务收入（元）	4,747,000.0	4,000,000.0	4,000,001.0	4,000,002.0
其他业务成本（元）	2,975,419.6	3,000,000.0	3,000,000.8	3,000,001.5
其他业务毛利率	37.32%	25.00%	25.00%	25.00%

数据来源：广发证券发展研究中心

根据公司目前的发展情况，我们对公司的业绩进行了盈利预测，经过测算，公司2010、2011和2012年EPS分别为0.51元/股、0.86元/股和1.53元/股。我们认为公司竞争优势明显，产品市场未来前景广阔，未来3年净利润复合增长率超过50%。

目前确定发行价格为32元/股，对应2009-2012年市盈率分别为83.81、62.88、37.35倍和20.94倍。参考A股市场可比上市公司的估值，若给予2011年35-40倍估值，天晟新材上市后股价合理价位应在30-34.27元左右。

表 6：主要可比上市公司

证券代码	证券简称	股价（1月12日）	EPS			PE		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
300054.SZ	鼎龙股份	57.00	0.86	0.83	1.56	88.11	68.93	36.54
300041.SZ	回天胶业	60.98	1.04	1.27	1.75	79.32	47.85	34.93
300019.SZ	硅宝科技	21.34	0.88	0.43	0.65	61.50	49.37	32.61
300082.SZ	奥克股份	52.85	2.15	1.24	2.08	51.01	42.47	25.41
	平均值					69.99	52.16	32.37

数据来源：广发证券发展研究中心

四、风险提示

原材料价格波动风险。公司主要业务的主要原材料为PE、PVC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，对公司产品的生产成本有较大的影响。

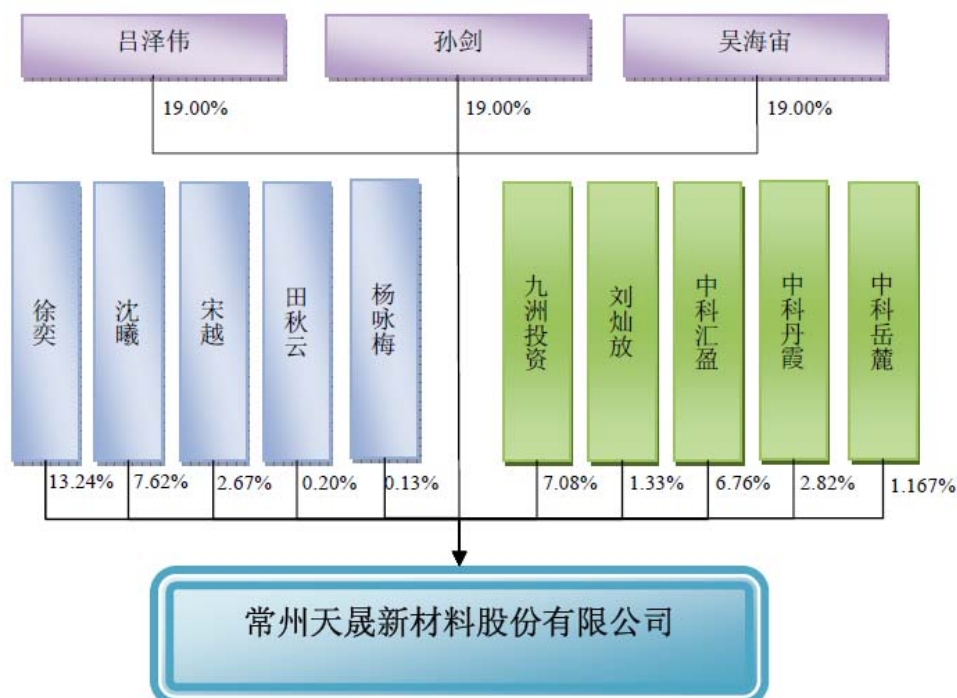
五、附录

公司简介

高分子发泡材料的行业龙头。天晟新材主要从事高分子发泡材料的研发、生产与销售，属于新材料行业，是目前国内唯一投入批量生产Strucell 结构泡沫材料的生产商。公司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，其中，软质发泡材料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，广泛应用于电子、家电、汽车、体育休闲等行业；结构泡沫材料不但质量轻，而且具有很高的强度，主要应用于风力发电、轨道交通、游艇、航空航天、建筑节能等高端领域行业。

公司股权结构。公司上市前，公司股本总额为7000万股，本次公开发行2350万股，占发行后股本总额的25.13%。公司实际控制人为吕泽伟先生、孙剑先生、吴海宙先生，三人各占发行后总股本的19%，并且于2009年11月签订了一致行动协议，承诺一致行动。

图 5：公司股权结构图



数据来源：招股说明书、广发证券发展研究中心

资产负债表

单位：百万元

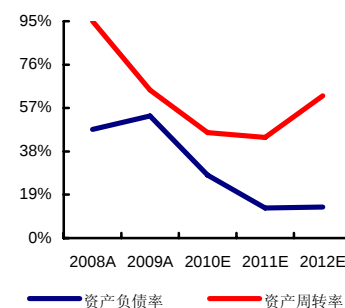
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	166	205	659	253	126
货币资金	86	62	531	88	-110
应收及预付	53	97	87	114	167
存货	28	46	41	51	69
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	167	246	344	647	949
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	58	163	188	313	439
在建工程	67	4	54	204	354
无形资产	40	78	102	130	157
其他称其资产	1	1	0	0	0
资产总计	333	451	1,004	899	1,076
流动负债	113	177	265	78	108
短期借款	62	117	200	0	0
应付及预收	51	59	65	78	108
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	46	64	65	65	65
长期借款	40	40	40	40	40
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	6	24	25	25	25
负债合计	158	240	330	143	173
股本	70	70	94	94	94
资本公积	73	73	661	661	661
留存收益	27	62	110	190	333
归属母公司股东权益	170	205	864	944	1,087
少数股东权益	5	5	6	9	13
负债和股东权益	333	451	1,201	1,097	1,273

利润表

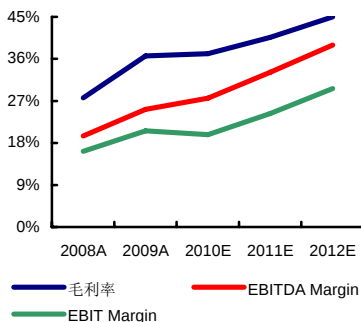
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	232	253	335	419	613
营业成本	167	160	210	247	335
营业税金及附加	2	1	2	3	4
销售费用	9	12	16	20	29
管理费用	16	28	40	46	61
财务费用	3	6	5	1	1
资产减值损失	2	3	3	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	33	44	59	101	182
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	34	47	61	103	184
所得税	6	10	12	21	37
净利润	28	37	49	83	147
少数股东损益	2	1	1	2	4
归属母公司净利润	27	35	48	80	143
EBITDA	46	64	93	140	241
EPS (元)	0.38	0.51	0.51	0.86	1.53

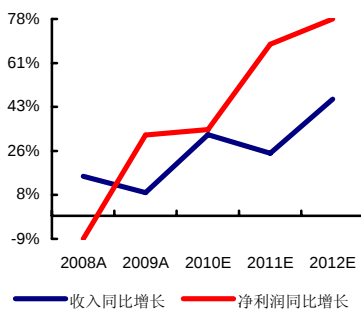
资产负债率趋势



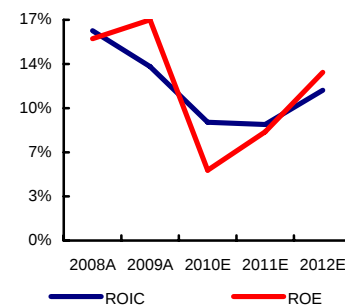
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

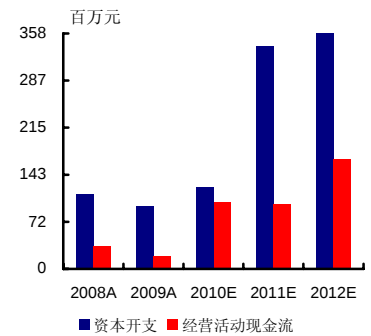
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	34	19	99	96	162
净利润	28	37	49	83	147
折旧摊销	8	12	26	37	57
营运资金变动	-6	-37	21	-24	-42
其它	4	8	3	-1	-1
投资活动现金流	-114	-95	-124	-338	-358
资本支出	-114	-95	-124	-338	-358
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	149	52	494	-201	-1
银行借款	125	178	-117	-200	0
债券融资	-54	-123	1	0	0
股权融资	87	0	611	0	0
其他	-10	-3	-1	-1	-1
现金净增加额	69	-23	469	-443	-197
期初现金余额	16	86	62	531	88
期末现金余额	84	62	531	88	-110

主要财务比率

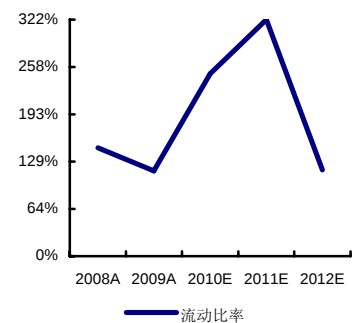
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	15.7%	9.2%	32.3%	25.0%	46.4%
营业利润	14.8%	35.4%	34.9%	70.6%	79.8%
归属于母公司净利润	-9.2%	32.2%	34.3%	68.3%	78.4%
获利能力					
毛利率	27.9%	37.0%	37.4%	41.0%	45.4%
净利率	12.2%	14.5%	14.6%	19.7%	24.0%
ROE	15.8%	17.2%	5.5%	8.5%	13.1%
ROIC	16.4%	13.6%	9.2%	9.1%	11.7%
偿债能力					
资产负债率	47.5%	53.3%	27.5%	13.1%	13.6%
净负债比率	9.4%	45.2%	-33.4%	-5.0%	13.6%
流动比率	1.48	1.16	2.48	3.22	1.17
速动比率	1.17	0.85	2.29	2.43	0.39
营运能力					
总资产周转率	0.95	0.65	0.46	0.44	0.62
应收账款周转率	6.04	4.82	5.68	5.41	5.39
存货周转率	5.45	4.32	5.09	4.85	4.83
每股指标 (元)					
每股收益	0.38	0.51	0.51	0.86	1.53
每股经营现金流	0.49	0.28	1.06	1.03	1.73
每股净资产	2.43	2.94	9.24	10.10	11.63
估值比率					
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	0.4	1.5	-3.1	-0.3	0.6

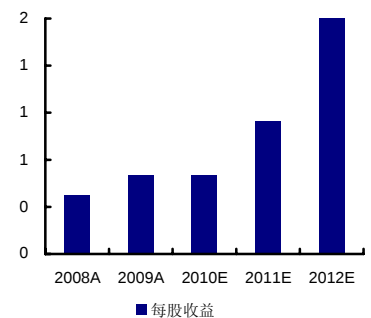
资本开支与经营活动现金流



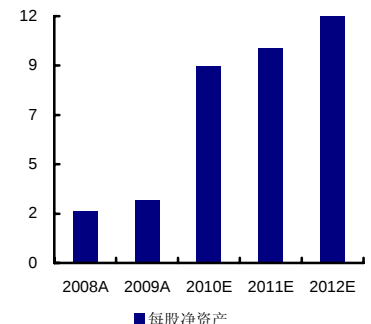
流动比率趋势



每股收益



每股净资产



广发化工行业研究小组

吕丙风，分析师，暨南大学产业经济学硕士，本科毕业于河北工业大学应用化学专业，2008 年进入广发证券发展研究中心。

王剑雨，研究助理，暨南大学国民经济学硕士，曾先后工作于综合开发研究院（中国深圳）、粤海控股集团有限公司，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wjy3@gf.com.cn，020-87555888-635。

曹勇，研究助理，日本国立琉球大学材料科学与工程博士，日本国立山口大学博士后，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：cy25@gf.com.cn，020-87555888-833。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。