

分析师： 符彩霞
执业证书编号： A0220200010018
Tel: 010-59355991
Email: yuwl@chinans.com.cn
地址： 北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



天晟新材 (300169. SZ)

国内结构泡沫的垄断者

投资要点

● 公司业务主要集中于高分子发泡领域。作为专业的高分子发泡材料生产商，公司自成立以来一直从事高分子发泡材料的研发、生产与销售，公司新产品结构泡沫材料研制成功，打破了国际两大生产商的垄断，其产品已于2009年上市。

● 结构泡沫材料由于其优异的性能，应用广泛。受国家倡导发展新能源，节能减排、节约环保的影响，未来几年其下游领域风力发电、轨道交通、建筑节能等都将有持续的高速发展，对结构泡沫的需求非常巨大。

● 公司垄断地位将助其快速发展。随着结构泡沫材料产能的扩大，公司凭借垄断优势获得更高的市场占有率的同时，发泡产品产业链协同效应也逐步体现，公司的盈利能力将持续上升。

存在风险

● 公司风险因素主要在于两个方面：一是原材料价格波动造成的毛利率下降；二是竞争者的进入造成公司盈利能力的下滑。

投资建议

● 初步预计公司2010年—2012年收入分别为3.29亿元、4.44亿元和6.22亿元，摊薄后每股收益分别为0.50元、0.90元和1.50元，给予公司32—42倍PE，预计公司上市后合理的价值区间为28.8—37.8元。

合理估值区间(元) 28.8-37.8

发行上市资料

发行价格(元)	32.00
发行市盈率(倍)	88.89
发行股数(万股)	2350
发行后总股本(万股)	11700
发行日期	2011/1/14
发行方式	网下向询价对象配售和网上定价发行相结合
主承销商	平安证券
上市日期	2011/1/25

基础数据(发行前)

每股净资产(元)	3.35
总股本/流通A股(万股)	9350/1880
流通B股/H股(万股)	0/0

2011年1月25日

相关研究

盈利预测

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	231.97	253.29	329.28	444.52	622.33
增长率(%)	15.73	9.19	30.00	35.00	40
净利润(百万)	26.80	35.42	46.63	84.17	140.69
增长率(%)	-9.20	32.18	31.65	80.50	67.16
EPS(元)	0.38	0.51	0.50	0.90	1.50
毛利率(%)	27.91	36.99	37.00	39.00	42.00
净资产收益率(%)	15.76	17.24	14.52	20.77	25.77

财务指标

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2007A	1.17	0.78	56.00	0.00	0.00
2008A	1.48	1.23	47.52	6.04	5.45
2009A	1.16	0.90	53.29	4.82	4.32

来源：招股说明书、民族证券

正文目录

一、公司业务集中于高分子发泡材料领域.....	3
二、结构泡沫材料市场将高速发展.....	4
1、公司主要产品为软质发泡材料.....	4
2、软质发泡材料市场稳定	5
3、结构泡沫材料应用广泛	6
3、结构泡沫材料市场潜力巨大.....	6
三、公司占据国内结构泡沫市场垄断地位.....	7
1、公司是国内唯一一家结构泡沫生产企业.....	8
2、公司结构泡沫产品占比不断提高.....	8
3、公司产品毛利率不断提高	8
四、公司募资项目分析	9
五、公司盈利预测	9
六、公司估值	10
七、公司风险因素	10

图表目录

图 1：公司发行前股权结构	3
图 2：公司所属行业上下游关系图.....	5
图 3：2005-2012 年国内塑料软质发泡材料市场规模预测（亿元）	5
图 4：2005-2012 年国内橡胶软质发泡材料市场规模预测（亿元）	6
图 5：2005-2012 年国内结构泡沫市场需求预测（吨）	7
图 6：2005-2012 年全球结构泡沫市场需求预测（吨）	7
图 7：2007-2010 公司主要产品销量	8
图 8：2007-2010 公司主要产品收入占比	8
图 9：2007-2010 公司主要产品毛利率	9
表 1：公司盈利预测	10
表 2：相关新材料企业估值（2011-01-24）	10

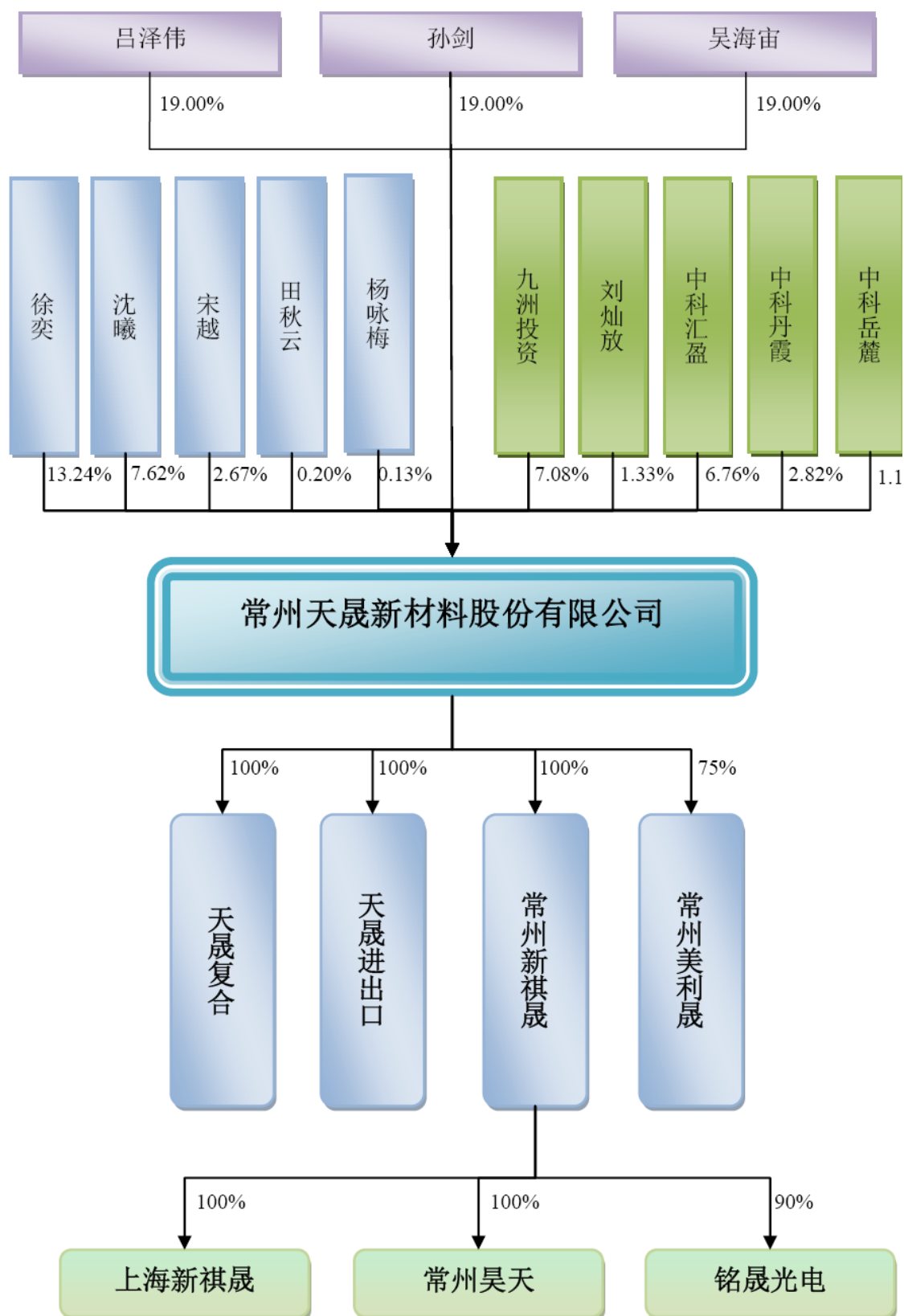
一、公司业务集中于高分子发泡材料领域

天晟新材作为专业的高分子发泡材料生产商，自成立以来一直从事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，目前，公司拥有年生产 78,000 立方米软质发泡材料和 3,000 吨结构泡沫材料的生产能力，并且公司还可以进行制品的精密加工以及不同产品组成成套解决方案，为客户提供更具成本优势的全套最佳解决方案，同时配合客户共同完成新产品或者新应用的开发。

公司自然人股东吕泽伟先生、孙剑先生、吴海宙先生各持有公司 18.998%股份，合计持有 56.994%股份，且是公司的共同创始人。吕泽伟、孙剑、吴海宙分别于 2007 年 3 月 10 日、2009 年 11 月 9 月签订了一致行动协议，承诺：“协议各方同意在行使常州天晟董事权利、股东权利时，除资产收益权、知情权、股权处置权外，将采取一致行动，协议各方同意在常州天晟重大问题决策上应事先沟通，取得一致意见。自协议各方签字之日起生效，在协议各方为常州天晟股东时均对其有法律约束力。”，因此吕泽伟先生、孙剑先生、吴海宙先生为本公司的实际控制人。

公司发行前股本 7,000 万股，本次发行 2,350 万股，发行价 32.00 元/股，按 2010 年预测业绩计算的发行市盈率为 64 倍。2009 年公司收入 2.53 亿元，毛利率 37%，净利润 3500 万元，净资产收益率 17.24%，每股净资产 2.94 元，每股收益 0.51 元。

图 1：公司发行前股权结构



数据来源：招股说明书

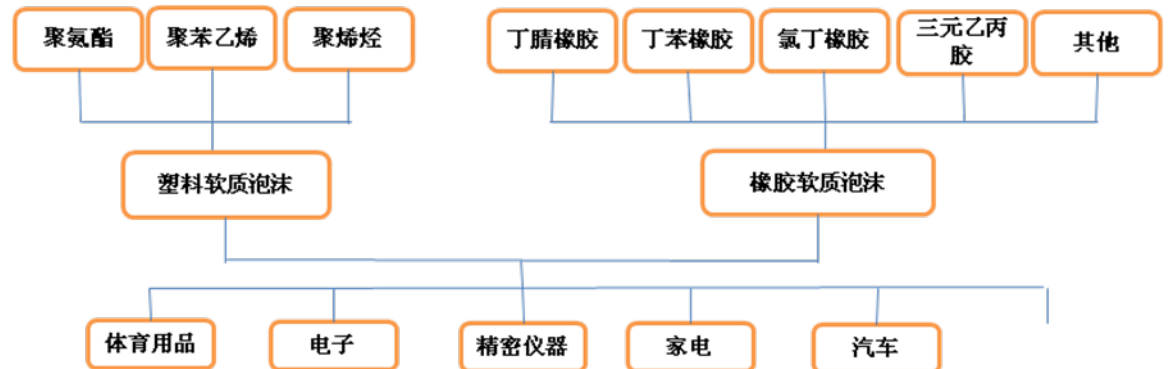
二、结构泡沫材料市场将高速发展

1、公司主要产品为软质发泡材料

软质发泡材料是由塑料（PE、EVA 等）和橡胶（CR、SBR 等）等原材料，加以催化剂、

泡沫稳定剂、发泡剂等原料通过物理发泡或交联发泡使塑胶材料发泡（开孔或闭孔型）达到使塑料、橡胶等原材料中产生大量的微孔，体积增加，密度降低，软质发泡材料是具有缓冲、吸音、吸震、保温、过滤等特性的聚合物，广泛应用于电子产品、家电、汽车、体育休闲等领域，是一种新型高分子材料，其行业发展与国民经济的发展密切相关。

图 2：公司所属行业上下游关系图

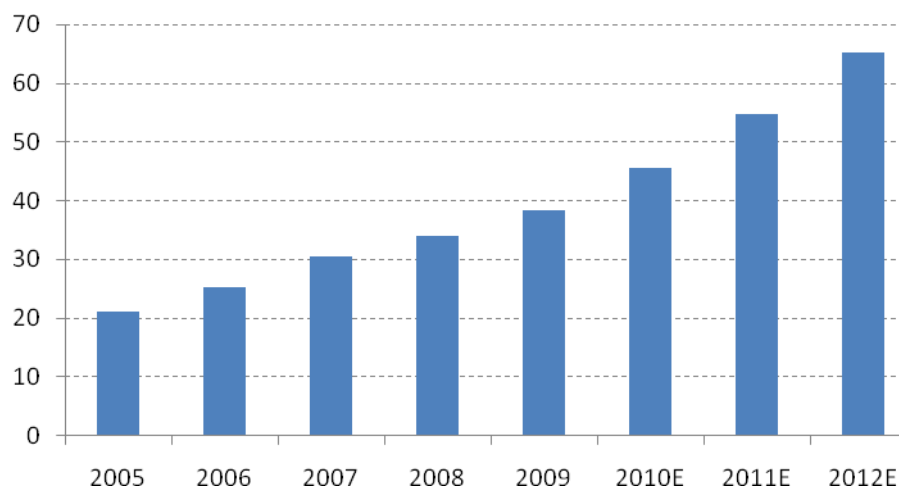


数据来源：民族证券

2、软质发泡材料市场稳定

塑料软质发泡技术逐渐成熟，产品性能逐步改进，产品应用范围不断扩大，目前已经广泛应用于体育用品、家电、电子、汽车、保暖材料等很多领域，市场需求规模不断增加。2008、2009 年由于全球经济下滑，我国相关出口贸易受到较大影响，塑料软质发泡材料行业发展速度放缓，2009 年市场规模为 38.3 亿元，增长率为 12.32%。2010 年以后，我国塑料软质发泡材料行业将恢复快速发展的势头，预计年增长率将超过 15%，到 2012 年市场规模将达到 65.2 亿元。

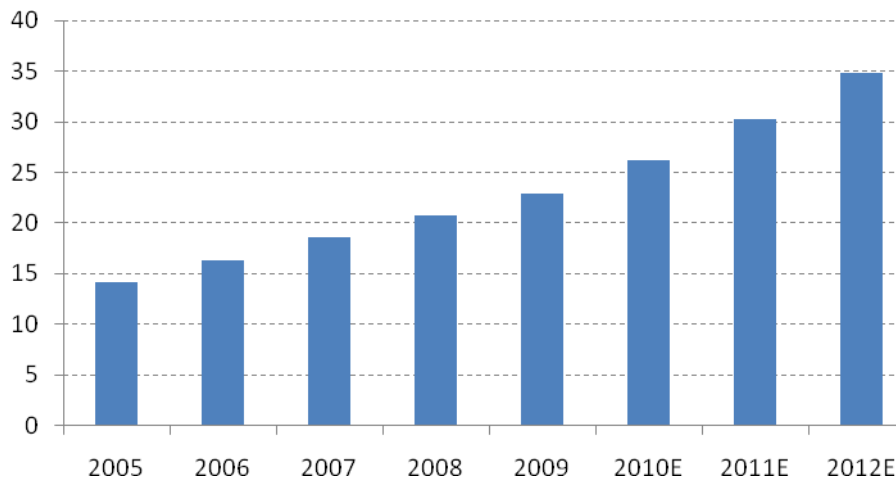
图 3：2005-2012 年国内塑料软质发泡材料市场规模预测（亿元）



数据来源：招股说明书 民族证券

橡胶软质发泡产品广泛用于汽车、摩托车、机器设备、体育用品、运动玩具、冰柜、家用空调、鞋材等诸多领域。2009 年由于受金融危机的影响，全球经济低迷。我国体育用品、家电、电子产品等出口贸易受到较大阻力，橡胶软质发泡行业也受到影响，2009 年我国橡胶软质发泡行业的市场规模为 22.89 亿元，增长率下降到 10.43%。

图 4：2005-2012 年国内橡胶软质发泡材料市场规模预测（亿元）



数据来源：招股说明书 民族证券

3、结构泡沫材料应用广泛

公司新产品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。

结构泡沫最主要的应用领域为风电行业，装机容量 1.5MW 的风机叶片可长达 38m 至 40m、重达六吨左右，此时强度和刚度要求越来越高、自身质量越来越大。目前全球兆瓦级风机叶片广泛采用结构泡沫芯材，其占了叶片体积的 85%，但是占叶片重量的比例很小，采购价值约占叶片原材料采购价值的 1/3。

结构泡沫材料制成复合夹芯材料后飞机中的应用部件包括中央翼、外翼、垂尾、平尾、机身地板梁和后承压框等，一方面使得结构一体化程度高，系统安装较为简单、减少零部件数，缩短总装时间，另一方面可使飞机结构减重 10%~40%、结构设计成本降低 15%~30%。同时，复合材料具有优异的性能，在疲劳和恶劣的使用环境下不会造成剩余强度的降低。

结构泡沫材料在轨道交通车辆中主要应用于结构底板、车顶、侧板、车尾部，主要优势是可以减低车身重量、保温、隔音降噪、增强安全性、节省燃油成本。结构泡沫作为夹层结构制成建筑幕墙，可以减轻墙体重量，提高墙体保温隔热的效果，并且具有良好的隔音、阻燃和耐腐蚀性，是新材料和传统行业的有效结合，未来成长空间巨大。结构泡沫材料在游艇中主要应用于船体、甲板、防水壁。

3、结构泡沫材料市场潜力巨大

受国家倡导发展新能源，节能减排、节能环保的影响，未来几年风力发电、轨道交通、建筑节能等领域都将有持续的高速发展，对结构泡沫的需求非常巨大。

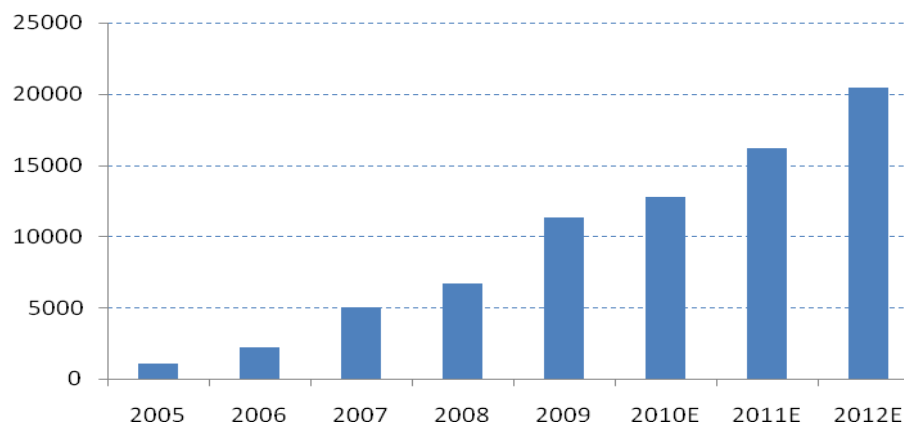
在国家各项政策法规的支持下，中国风电产业近年来发展迅速，风电装机容量连续多年保持高速增长。全球风能理事会（GWEC）发布的 2008 年全球风电装机容量统计数据，2008 年中国风电新增装机容量 630 万千瓦，较 2007 年增长 91%，截止到 2008 年底，累计风电装机容量 1,220 万千瓦，排名世界第四位。2009 年新增风电装机容量已经突破 1,000 万千瓦，累计装机容量超过 2,000 万千瓦，处于高速增长状态。

从近两年行业的实际发展状况和国家的有关规划，我国 2010 年以后将保持每年约 1,000 万千瓦的新增装机容量，到 2020 年总装机容量将达到 1-1.2 亿千瓦。同时，风电已经明确被

列入国家新能源产业振兴规划，属于国家重点鼓励发展的新能源产业。按国家的有关政策，2010 年-2020 年每年预计新增 1,000 万千瓦的装机容量，以平均单机容量 1.5MW 计算，每年将新增风电整机 6,700 套，每年需要风电叶片 20,000 片。按每个风电叶片需结构泡沫材料 0.6 吨计算，2010 年以后风电行业每年对结构泡沫材料的需求量将达到 12,000 吨。

由于目前铁路建设速度大大加快，在 2010 年-2020 年预计每年需要 250-300 列（8 辆编组）时速 300 公里动车组。根据现有技术参数，单个动车组车厢需要结构泡沫材料 0.2 吨，按 8 节编组，1 列动车组需要结构泡沫材料 1.6 吨，因此 2010 年以后，动车组列车对结构泡沫材料的年需求量将达到 400-480 吨。地铁轨道交通建设在我国处于持续上升时期。目前中国除香港、台湾以外，北京、上海、广州、深圳、武汉、天津、南京、重庆、长春、大连 10 个城市均建成地铁轨道交通线路并投入运营。2010 年以后每年需要轨道交通车厢 3500 节，其单个车厢结构泡沫用量与动车组基本相同，因此每年城市轨道交通对结构泡沫的年需求量将逐步达到 700 吨左右。总体来看，2010 年以后铁路和城市轨道交通对结构泡沫的年需求量将逐步达到 1100-1200 吨左右。

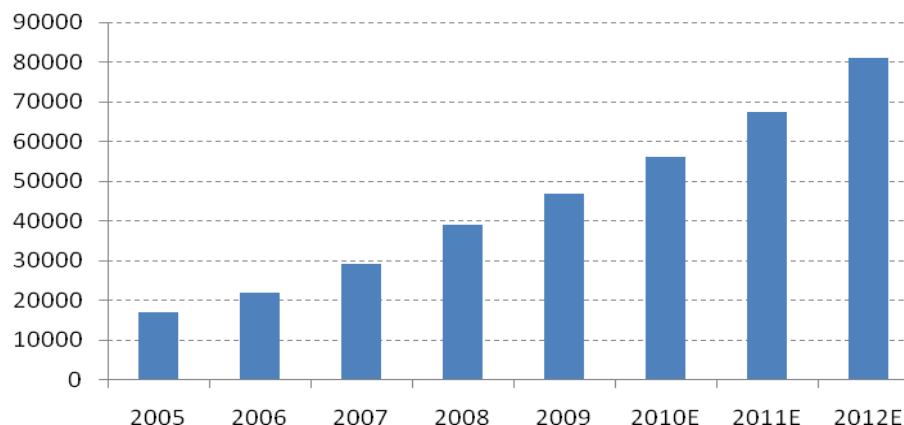
图 5：2005-2012 年国内结构泡沫市场需求预测（吨）



数据来源：招股说明书

2005 年到 2012 年全球结构泡沫材料市场规模稳步增长，其年复合增长率为 24.97%。预计随着风能产业的蓬勃发展和其他行业的需求拉动，这种增长趋势还将持续下去。

图 6：2005-2012 年全球结构泡沫市场需求预测（吨）



数据来源：招股说明书

三、公司占据国内结构泡沫市场垄断地位

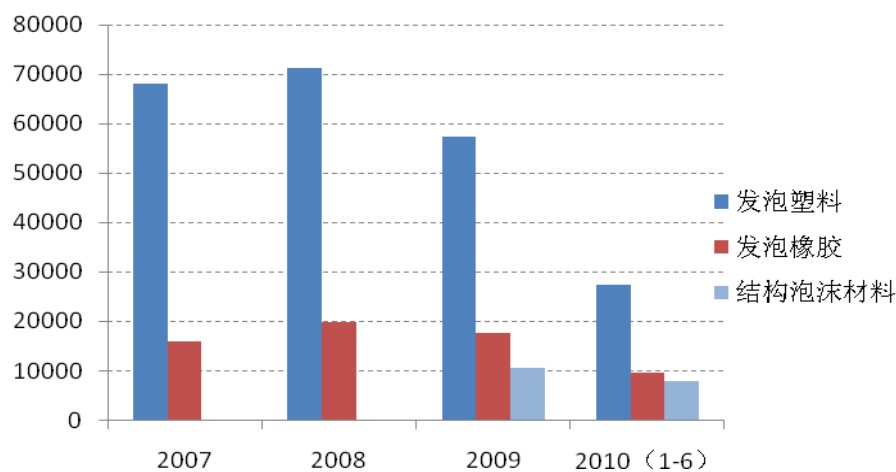
1、公司是国内唯一一家结构泡沫生产企业

2009 年公司开发的我国首条高分子结构泡沫材料生产线投产，至 2009 年底生产结构泡沫 1,072 吨，实现销售收入 6055.40 万元，国内市场占有率为 9.44%左右。打破了瑞士 AIREX 公司和瑞典 DIAB 公司在国内市场的垄断地位。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。

2、公司结构泡沫产品占比不断提高

发行人对产品结构进行了主动调整，逐步增加了盈利能力较强的结构泡沫和后加工产品的比例，同时有计划的减少了毛利水平较低的发泡塑料和发泡橡胶等产品的产量，导致报告期内发泡橡胶、发泡塑料等产品的销售数量和市场占有率有一定幅度的下降。

图 7：2007-2010 公司主要产品销量



数据来源：招股说明书 民族证券

图 8：2007-2010 公司主要产品收入占比

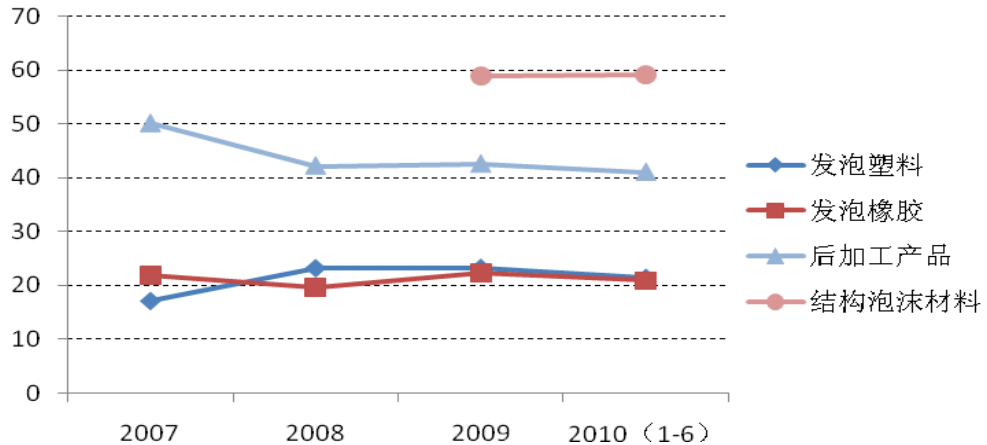


数据来源：招股说明书 民族证券

3、公司产品毛利率不断提高

随着公司产品附加值较高的后加工品和结构泡沫等高端产品在营业收入中的比重上升，为客户提供新材料解决方案的综合效应逐渐显现，发泡产品产业链协同效应逐步体现，结构泡沫产品的毛利及公司综合毛利率都将不断提升。

图 9：2007-2010 公司主要产品毛利率



数据来源：招股说明书 民族证券

四、公司募资项目分析

公司此次募集资金主要投资于年产 7000 吨的新型结构泡沫扩建项目以及建设技术中心项目。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，并且还能提高成套成品交货能力，实现以 Kits 形式交货。成品交货率的提高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，公司盈利水平将进一步提升。

五、公司盈利预测

初步预计公司 2010 年—2012 年收入分别为 3.29 亿元、4.44 亿元和 6.22 亿元，收入增长主要来自募投项目完成后，公司结构泡沫产品的产能扩大，凸显其规模效应，公司的毛利水平也就提高，摊薄后每股收益分别为 0.50 元、0.90 元和 1.50 元。

表 1：公司盈利预测

单位：百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	253.29	329.28	444.52	622.33
二、营业总成本	209.2	270.40	349.95	464.04
营业成本	159.58	207.44	271.16	360.95
营业税金及附加	1.47	1.98	2.67	3.73
销售费用	11.7	16.46	22.23	31.12
管理费用	27.89	32.93	40.01	49.79
财务费用	5.51	6.59	8.89	12.45
资产减值损失	3.06	5.00	5.00	6.00
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00	1.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	1.00
四、营业利润	44.09	58.88	94.57	159.30
加：营业外收支	2.47	3.29	4.45	6.22
五、利润总额	46.57	62.17	99.02	165.52
减：所得税	9.85	15.54	14.85	24.83
六、净利润	36.72	46.63	84.17	140.69
少数股东损益	1.3	0.00	0.00	1.00
归属于母公司所有者的净利润	35.42	46.63	84.17	140.69
总股本	70.00	93.50	93.50	93.50
EPS（元）	0.5066	0.50	0.90	1.50

资料来源：民族证券

六、公司估值

按照相对估值法对天晟新材进行估值，我们选取了中小板及创业板相关新材料生产企业，可比公司 2010 年 PE 均值为 37.1，考虑到公司所处的行业地位及成长性等，给予公司 2011 年 32—42 倍 PE 比较合理，据此预计公司上市首日价值区间为 28.8—37.8 元。

表 2：相关新材料企业估值（2011-01-24）

代码	公司名称	每股收益			市盈率		
		09A	10E	11E	09A	10E	11E
002165	红宝丽	0.63	0.45	0.70	20.1	28.8	18.5
002211	宏达新材	0.15	0.33	0.53	95.6	43.5	27.1
300082	奥克股份	2.15	1.25	2.10	22.7	39.1	23.3

资料来源：民族证券

七、公司风险因素

公司风险因素主要在于两个方面：一是。由于 PE、PVC、EVA、CR、SBR 等石油化工产品成本占发行人产品成本比例较高，价格的波动会增加发行人的生产经营压力；二是目前公司为国内唯一的结构泡沫生产企业，具有垄断优势，未来随着竞争对手的增加，公司的盈利水平将会出现一定下滑。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	205	659	253	126
现金	61.9	27.2	35.8	48.7
应收账款	73.3	74.6	98.2	133.5
其它应收款				
预付账款	7.8	8.0	8.2	8.6
存货	46.3	47.7	59.8	79.8
其他	6.1	5.0	5.0	5.0
非流动资产	246	344	647	949
长期投资				
固定资产	162.8	352.6	442.4	506.1
无形资产	67.0	62.5	58.3	54.5
资产总计	450.7	581.2	711.4	839.8
流动负债	177	265	78	108
短期借款	117.0	244.8	633.6	800.4
应付账款	49.0	48.0	60.2	80.3
其他	7.7	5.9	5.9	5.9
非流动负债	64	65	65	65
长期借款	40	40	40	40
其他	22	22	22	22
负债合计	240	330	143	173
少数股东权益	5.0	7.0	9.8	14.6
股本	70.00	93.50	93.50	93.50
资本公积金	73	661	661	661
留存收益	62	110	190	333
归属母公司股东权益	205	864	944	1087
负债和股东权益	451.1	201.1	097.1	273

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	19	99	96	162
净利润	37	49	83	147
折旧摊销	12	26	37	57
财务费用	5.51	6.59	8.89	12.45
投资损失				
营运资金变动	37	21	24	42
其它	8.3	1	1	8.3
投资活动现金流		95	124	338
资本支出		95	124	338
长期投资	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
筹资活动现金流	52	494	-201	-1
短期借款				
长期借款	178	117	200.0	178
债权融资	123	1	0	0
股权融资	0	611	0	0
其他				
现金净增加额	69	23.469	443	197

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	253.29	329.28	444.52	622.33
营业成本	159.58	207.44	271.16	360.95
营业税金及附加	1.47	1.98	2.67	3.73
营业费用	11.7	16.46	22.23	31.12
管理费用	27.89	32.93	40.01	49.79
财务费用	5.51	6.59	8.89	12.45
资产减值损失	3.06	5.00	5.00	6.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	44.09	58.88	94.57	159.30
营业外收支	2.47	3.29	4.45	6.22
利润总额	46.57	62.17	99.02	165.52
所得税	9.85	15.54	14.85	24.83
净利润	36.72	46.63	84.17	140.69
少数股东损益	1.3	0.00	0.00	1.00
归属母公司净利润	35.42	46.63	84.17	140.69
EBITDA	64	93	140	241
EPS（元）	0.51	0.50	0.90	1.50

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	253.29	329.28	444.52	622.33
营业利润	44.09	58.88	94.57	159.30
归属母公司净利润	35.42	46.63	84.17	140.69
获利能力				
毛利率	37.00%	37.00%	39.00%	42.00%
净利率	13.98%	14.16%	18.93%	22.61%
ROE	17.2%	5.5%	8.5%	13.1%
ROIC	13.6%	9.2%	9.1%	11.7%
偿债能力				
资产负债率	53.3%	27.5%	13.1%	13.6%
净负债比率	45.2%	33.4%	5.0%	45.2%
流动比率	1.16	2.48	3.22	1.17
速动比率	0.85	2.29	2.43	0.39
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.46	0.44	0.62
应收帐款周转率	4.82	5.68	5.41	5.39
存货周转率	4.32	5.09	4.85	4.83
每股指标(元)				
每股收益	0.51	0.50	0.90	1.50
每股经营现金	0.28	1.06	1.03	1.73
每股净资产	2.94	3.43	4.33	5.84
估值比率				
P/E				
P/B				
EV/EBITDA	1.5	3.1	0.3	0.6

分析师简介

2007年4月毕业于天津大学化工学院，工学硕士。之后进入资产评估公司，从事资产评估工作，熟悉企业会计及财务分析。2008年加入中国民族证券有限公司，供职于研究发展中心行业与上市公司部，主要负责化工行业及上市公司的研究工作。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn