



18 February 2011 | 223 pages

天晟新材(300169)

合适的时间与合适的地点做合适的事情

代鹏举

执业证书编号: S1230210050001

86-21-6471 8888

zsyj@stocke.com.cn

本报告导读:

投资要点:

■ 结构泡沫介绍

构泡沫及以此为芯材的“三明治”夹芯技术能够提供高强度、重量轻的解决方案,因此能于广泛的船舶、公共运输、风能、航空和工业市场。

■ 合适的时间: 风电快速发展、游艇市场复苏、结构泡沫供不应求

游艇市场在金融危机中的萎缩,导致全球结构泡沫生产企业在前几年中,未能扩张产能,而随着游艇市场的快速复苏,则发现结构泡沫存在供不应求。当前,全球的结构泡沫供给缺口约在每月 1000 吨。

■ 合适的地点: 中国快速增长的市场需求

2009 年,中国风电新增装机容量占比达到全球的 37%。风电的快速发展,以及大型化的趋势,带来了结构泡沫材料的需求快速增长。同时轨道交通设备需求快速增长,航空航天、船舶游艇和建筑幕墙领域存在较大的潜在应用机会。

■ 合适的事情: 天晟新材的机会-抢占国内的市场份额

一方面国内市场的快速增长,由于风电、轻轨、船舶、航空航天等市场的需求拓展,2011 年和 2012 年相对于前几年的增长,市场增量在 3000 吨-4000 吨之间;就这一部分已经足够容纳天晟新材目前的产能扩张。

另一方面,保证天晟新材稳定成长的机会来自于抢占 Airex 和 Diab 在国内的市场份额,公司 2010 年,销售结构泡沫约 1700 吨,约占有国内市场份额的 13%,占有全球市场份额约 3%。公司的短期目标是在国内实现 50% 的市场份额,我们认为公司的这个目标能够稳定的实现。

■ 公司估值与推荐

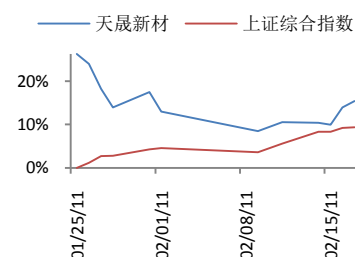
天晟新材的 2010 年和 2011 年估值分别为 69 倍和 36 倍,估值与行业平均基本相当。但是,我们认为该估值没有完全反应两个因素:一、结构泡沫的全球垄断壁垒溢价;二、结构泡沫材料作为新材料的市场空间成长性。

我们按照 2012 年 EPS 1.5 元,40 倍估值,目标价为 60 元,给与买入评级。

财务摘要(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	253	333	508	714
(+/-)	9%	31%	53%	41%
净利润	35	52	97	142
(+/-)	32%	46%	89%	46%
每股收益(元)	0.51	0.55	1.04	1.52
P/B	75.36	69.13	36.59	25.04

评级: 买入
上次评级: 首次评级
目标价格:
上次预测: ¥0.00
当前价格: ¥38.13

单季度业绩 元/股
3Q/2010 0.16



公司简介

公司主要从事高分子发泡材料的研究、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。公司自主研发的高新技术产品-结构泡沫芯材,已成功跨入风力发电、轨道交通、船舶制造、节能建筑等领域,填补了国内空白。

相关报告

报告撰写人: 代鹏举
数据支持人: 范飞





正文目录

一、	投资建议	4
1.	公司推荐理由：合适的时间与合适的地点做合适的事情	4
2.	公司估值与推荐	5
3.	风险提示	5
二、	公司简介	6
1.	限售股解禁情况	6
三、	公司盈利路线	6
1.	公司两大产品链	7
2.	公司收入与盈利结构	8
四、	行业与产品分析	8
1.	软质发泡材料介绍	8
2.	结构发泡材料	9
i.	结构泡沫材料的种类	9
ii.	结构泡沫的下游应用领域	10
iii.	结构泡沫材料技术壁垒	11
iv.	市场竞争结构：寡头垄断	12
3.	天晟新材的结构泡沫：合适的时间与合适的地点	13
i.	合适的时间：全球风电快速扩张、游艇需求回暖、产能不足	13
ii.	合适的地点：中国	14
iii.	天晟新材的机会：抢占国内的市场份额	16
五、	生产能力扩建计划	17
六、	公司盈利预测	18
1.	盈利假设条件	18
2.	盈利结果预测	19
七、	估值与投资建议	19
八、	风险提示	20





图表目录

图 1: 天晟新材股权结构	6
图 2: 软质发泡材料产业链	7
图 3: 结构泡沫材料产业链	7
图 4: 公司的收入与盈利结构	8
图 5: 中国软质发泡市场稳定增长	9
图 6: 全球结构泡沫竞争结构	12
图 6: 全球风电装机容量/MW	13
图 8: Brunswick 造船部收入/百万美元	14
图 9: 2009 年主要国家风电新增装机容量占比	15
图 10: 国内结构泡沫需求量/吨	16
表 1: 结构泡沫材料的种类	9
表 2: 结构泡沫材料的典型应用领域	10
表 3: 1.5MW 风机叶片每片所需材料的比例	11
表 4: 全球结构泡沫材料市场规模	14
表 5: 全球结构泡沫材料市场规模	17
表 6: 公司产能预测	17
表 7: 公司销量预测	18
表 7: 公司产能预测	18
表 9: 公司盈利预测	19
表 10: 相对估值	20





一、 投资建议

1. 公司推荐理由：合适的时间与合适的地点做合适的事情

天晟新材介绍

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。公司自主研发的高新技术产品-结构泡沫芯材，已成功跨入风力发电、轨道交通、船舶制造、节能建筑等领域，填补了国内空白，进入全球三大垄断厂商行列之一。

合适的时间：风电快速发展、游艇市场复苏、结构泡沫供不应求

也正是游艇市场在金融危机中的萎缩，导致全球结构泡沫生产企业在前面几年中，未能扩张产能，而随着游艇市场的快速复苏，则发现结构泡沫存在供不应求。当前，全球的结构泡沫供给缺口约在每月 1000 吨。

合适的地点：中国快速增长的市场需求

2009 年，中国风电新增装机容量占比达到全球的 37%。风电的快速发展，以及大型化的趋势，带来了结构泡沫材料的需求快速增长。同时轨道交通设备需求快速增长，航空航天、船舶游艇和建筑幕墙领域存在较大的潜在应用机会。

合适的事情：天晟新材的机会-抢占国内的市场份额

一方面国内市场的快速增长，由于风电、轻轨、船舶、航空航天等市场的需求拓展，2011 年和 2012 年相对于前几年的增长，市场增量在 3000 吨-4000 吨之间；就这一部分已经足够容纳天晟新材目前的产能扩张。

另一方面，保证天晟新材稳定成长的机会来自于抢占 Airex 和 Diab 在国内的市场份额，公司 2010 年，销售结构泡沫约 1700 吨，约占有国内市场份额的 13%，占有全球市场份额约 3%。公司的短期目标是在国内实现 50% 的市场份额，我们认为由于以下的原因，公司的这个目标能够稳定的实现：

- 一、 结构泡沫市场作为一个寡头垄断的行业，公司作为新进入者目前的市场份额过小，相对而言公司处于进攻的有利位置；
- 二、 天晟新材离市场更近，能提供更好的服务，减少供货周期，提供技术支持。比如，竞争对手的供货时间一般是三个月；而公司一般是 7-10 天为一个交货周期。
- 三、 尽管不是一个主要的优势，但是公司的产品价格仍然略低于竞争对手。公司的策略是以合适的利润水平维持竞争地位，但是不会出现血拼市场的情况，毕竟，





价格的下降对于竞争对手的伤害更大，因此竞争对手没有动力进行大规模价格战。

最后，我们看好结构泡沫作为一大类的新材料的应用和长期发展。公司的竞争力不在单一的一个产品上，比如 pvc 结构泡沫，还会有其他的储备产品，PET 结构泡沫材料，PP 挤出式泡沫材料等。结构泡沫材料的良好的性能，以及新材料的性质，决定了其发展的空间还有很多未知的领域。如果未来随着性价比的提高，能够大规模的进入建筑领域，则将会是一大类的建筑材料，市场空间非常广阔。

2. 公司估值与推荐

从相对估值来看，参考上市的新材料公司，剔除没有盈利预测的公司及部分不具可比性的主板企业，化工新材料企业的 2010 年估值平均为 60 倍，2011 年约为 35 倍。天晟新材的 2010 年和 2011 年估值分别为 69 倍和 36 倍，估值与行业平均基本相当。但是，我们认为该估值没有完全反应两个因素：一、结构泡沫的全球垄断壁垒溢价；二、结构泡沫材料作为新材料的市场空间成长性。

我们按照 2012 年 EPS 1.5 元，40 倍估值，目标价为 60 元，给与买入评级

3. 风险提示

- 软质泡沫需求放慢
- 结构泡沫需求不如预期：特别是风电市场和海外的游艇市场复苏放缓
- 结构泡沫的盈利能力下滑





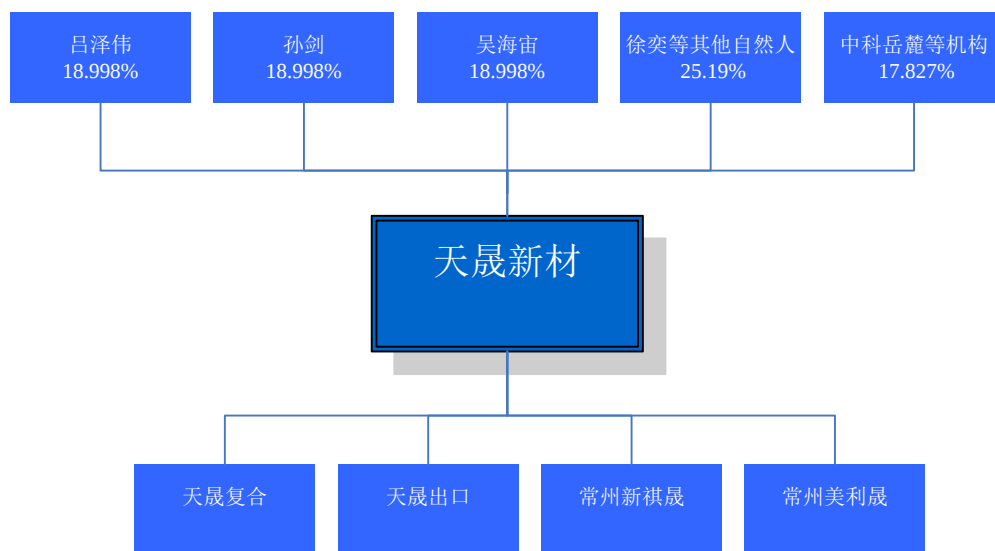
二、 公司简介

常州天晟新材料股份有限公司是国内著名的橡塑发泡企业，公司成立于 1998 年，发展至今已拥有 3 个全资子公司，1 个控股子公司及 3 个孙公司，职工总人数 600 余人。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。公司新开发的结构泡沫材料 Strucell 系列产品，已成功跨入风力发电、轨道交通、船舶制造、节能建筑等领域，填补了国内空白，获得了国家火炬计划项目证书。

公司已经通过了 ISO14001 环保体系认证和 ISO9000 质量保证体系认证。公司的高性能清洁能源设备材料[结构泡沫芯材]，被批准为江苏省重大科技成果转化项目。同时，该材料通过了德国劳氏船级社 GL 风电认证；动车用结构泡沫材料通过了德国 DIN5510 燃烧性能认证、法国 NFF16-101 燃烧测试认证；运动休闲类产品通过了欧洲 ROHS 认证、瑞士 SGS 认证；汽车配套类产品，通过了劳氏质量认证有限公司/国际汽车特别工作组（IATF）的 ISO/TS16949 认证；家电配套类产品通过了 JIS 标准认证。

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、吴海宙签订了一致行动协议，为本公司的实际控制人。

图 1：天晟新材股权结构



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

1. 限售股解禁情况

三、 公司盈利路线

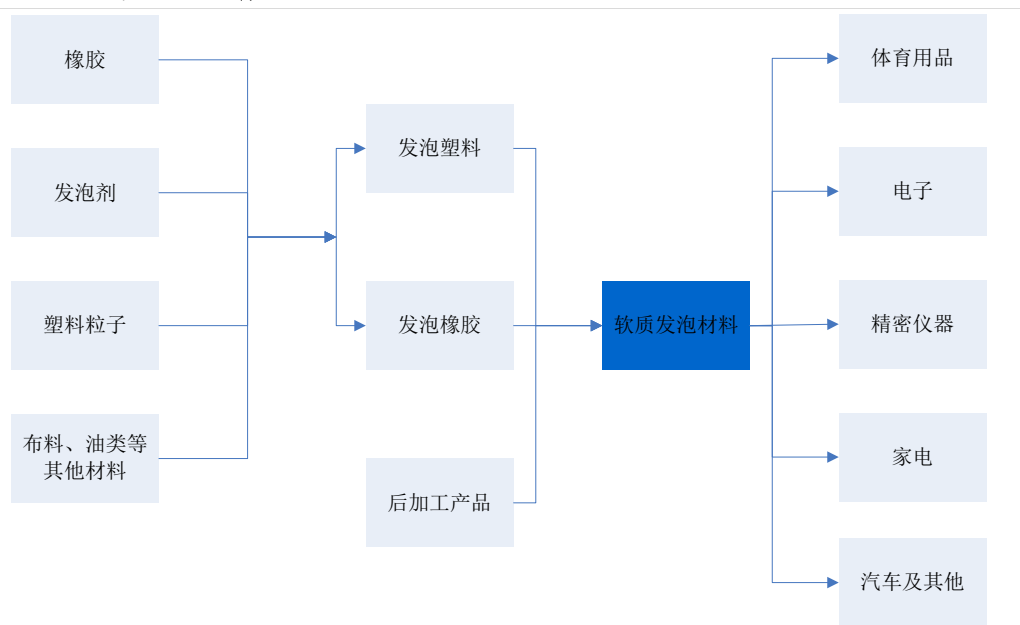




1. 公司两大产品链

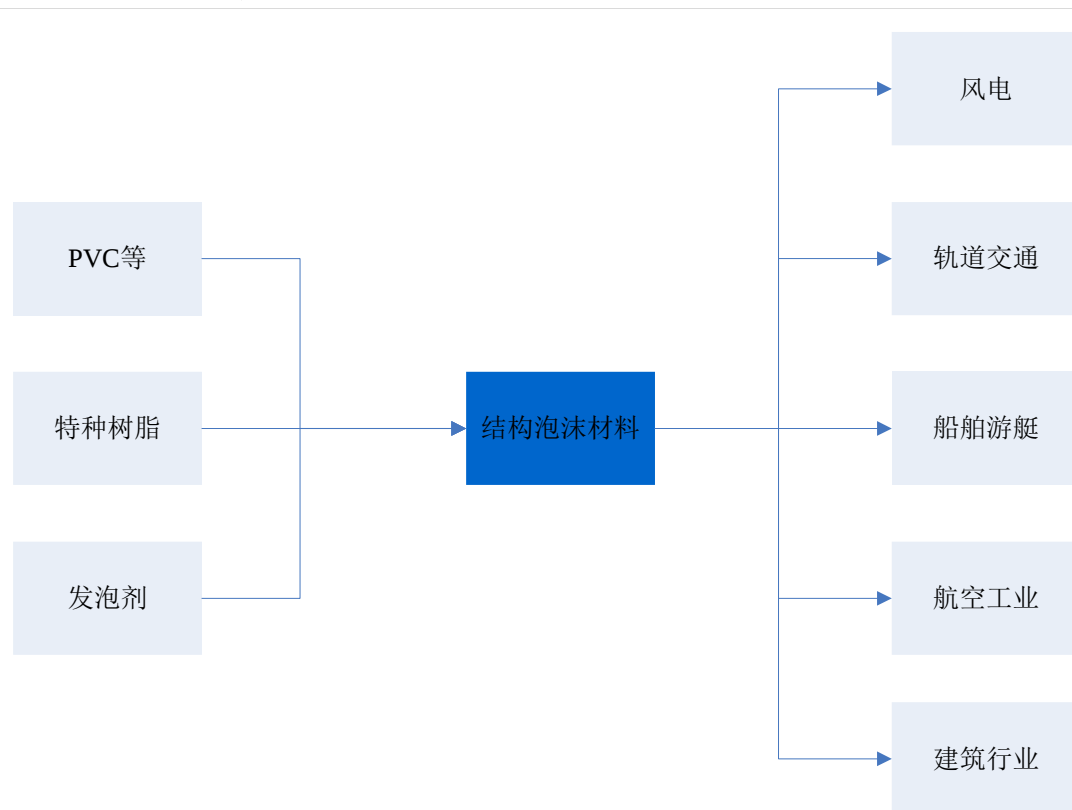
根据产品生产及竞争盈利情况，可以将天晟新材的产品线粗略的分为量大盈利链条：软质发泡材料和结构泡沫材料。其中软质发泡材料中的后加工产品以及结构泡沫材料是公司未来发展的重点。

图 2：软质发泡材料产业链



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

图 3：结构泡沫材料产业链



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

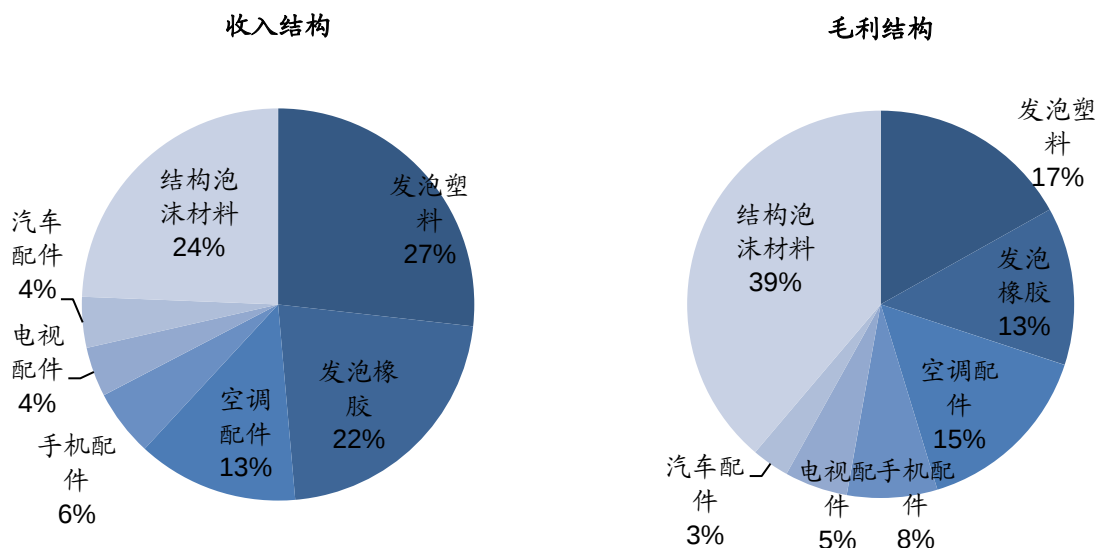




2. 公司收入与盈利结构

公司当前收入仍然以软质发泡材料为主，占据 76% 的收入来源，结构发泡材料占 24% 的收入，但是却占有毛利的 39%。

图 4：公司的收入与盈利结构



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

四、行业与产品分析

1. 软质发泡材料介绍

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，使塑料和橡胶中出现大量细微泡沫，体积增加，密度减少，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。

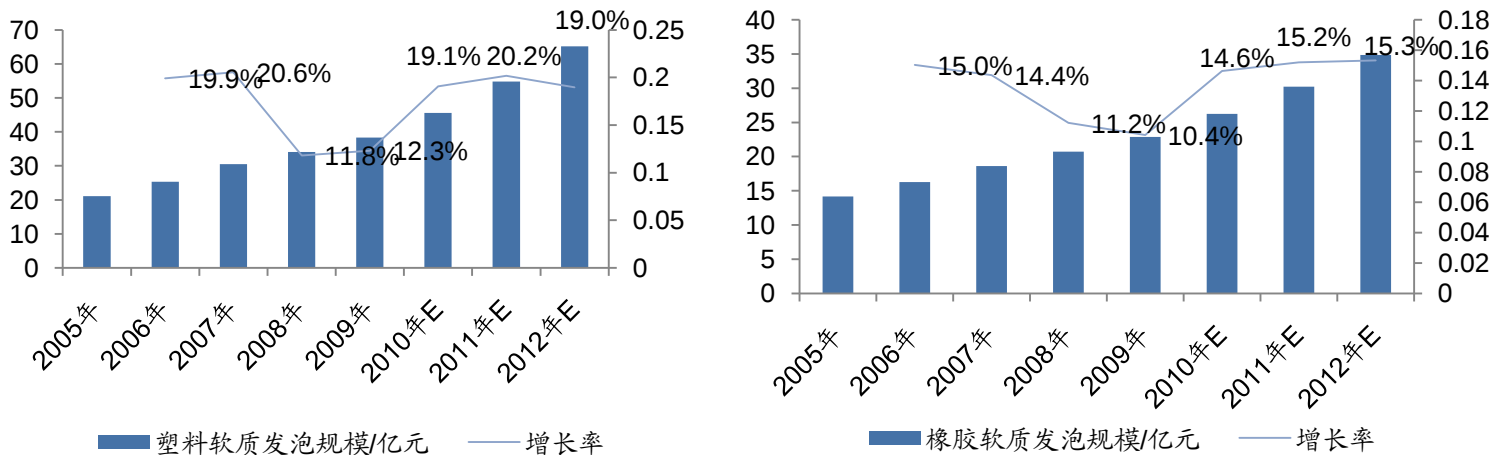
软质发泡材料进入稳定增长期

软质发泡材料由于行业发展时间较长，产品用途非常广泛，目前国内从事此行业企业众多。部分规模较小的企业，使用的技术、设备、工艺比较落后，产品的质量和稳定性不足，市场竞争比较激烈，生产的产品主要用于制鞋业、普通垫片等。





图 5：中国软质发泡市场稳定增长



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

软质发泡材料由于行业发展时间较长，产品用途非常广泛，目前国内从事此行业企业众多。部分规模较小的企业，使用的技术、设备、工艺比较落后，产品的质量和稳定性不足，市场竞争比较激烈，生产的产品主要用于制鞋业、普通垫片等。

2. 结构发泡材料

i. 结构泡沫材料的种类：

表 1：结构泡沫材料的种类

种类	性能特点	缺点	应用领域	公司
PVC 结构泡沫材料	闭孔结构，动态和静态机械性能良好，耐水和各种化学物质。应用广泛，价格中等	遇火有氯化氢放出；高温加工时有气体放出	风力发电、轨道交通、船艇、建筑节能	天晟新材、瑞典 DIAB 公司、瑞士 AIREX 公司、瑞士 Gurit 公司
PET 结构泡沫材料	热塑型泡沫，生产废料和回收料可再用于发泡；部分结晶塑料，耐温耐化学溶剂；离火自息，燃烧时无有毒气体放出；机械性能良好，高温使用时无气体放出	结晶度高时泡沫显脆性；切磨加工时过热泡沫会熔化；密度较高	风力发电、轨道交通、航空航天、建筑节能	天晟新材、瑞典 DIAB 公司、瑞士 AIREX
PMI 结构泡沫材料	高性能泡沫芯材；耐热耐火性能好；机械性能优良；密度低	价格偏高，产量不大	航空航天、医疗设备、通讯设备	德国 Degussa 公司





SAN 结构泡沫材料	机械性能优良，韧性好；耐温性好；密度分布均匀，适用于多种成型工艺和多种工业领域	产生废料，回收料不可用熔融法再生；高温加工有气体放出；耐苯乙烯侵蚀不强	风力发电、轨道交通、工业	瑞士 Gurit 公司
其它结构泡沫材料、如 PEI、PI、PUR 等	受性能特点及工艺限制，应用很少，基本无大批量工业化生产			

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

ii. 结构泡沫的下游应用领域：

结构泡沫及以此为芯材的“三明治”夹芯技术能够提供高强度、重量轻的解决方案，因此能于广泛的船舶、公共运输、风能、航空和工业市场。

据估计，全球来看，结构泡沫应用领域传统上主要在风电、船舶、建筑三个领域，大约各三分之一的需求；而国内则是风电为主，占约 80% 的市场需求，游艇船舶、建筑和航空航天等领域需求仍有待开发。游艇中较高端的采用结构泡沫，主要是需要驶入公海的那种游艇才大量使用结构泡沫，普通的钓鱼游艇上使用结构泡沫材料较少。

表 2：结构泡沫材料的典型应用领域

		
船舶、游艇	轨道交通、汽车	风电叶片
		
风电机组罩	建筑幕墙	航空航天

资料来源：浙商证券研究所

——风电

风电的叶片、机舱罩和整流罩都需要高强度、低重量的材料，其中叶片所需用量最大。

芯材是位于夹芯结构复合材料的里面，对制品起着增强刚度、减轻重量的作用。目前应用于风力发电机叶片的芯材主要有 PVC 结构泡沫和巴萨木。由于 PVC 结构泡沫芯材性能优良，价格





适中，现在兆瓦级叶片采用的芯材基本上都是 PVC 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。

表 3: 1.5MW 风机叶片每片所需材料的比例

材料	结构泡沫	不饱和树脂	复合纤维
重量 (吨)	0.6	2.5	4-4.5
费用 (万元)	5	5	5

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

——船舶

多年以来，船舶制造中使用的芯材是巴萨(Balsa)轻木，更多情况下也采用普通的木胶合板。这类材料相对成本较低，具有很高的压缩强度，但是比泡沫要重，一般密度都大于 100kg/m³，而且容易吸水，最终腐烂。和 Balsa 相比，泡沫芯材轻，吸水少，耐腐蚀。泡沫的疲劳性能和耐久性也比 Balsa 好。因此泡沫芯材在造船行业的应用越来越普遍。

泡沫芯材有各种各样不同的类型、密度和使用方法。在使用、设计泡沫芯材夹层结构的过程中，芯材的选择非常关键。必须考虑到使用环境、固化方法、荷载要求和综合成本等诸多因素。

——轨道交通设备

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。

——绿色节能建筑

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。

与传统蜂窝铝板比较，结构泡沫可以直接和石材、铝皮进行复合，泡沫夹芯复合板比铝蜂窝夹芯复合板少一层铝皮，但是具有更好的隔热保温性能，同时还可以降低成本。目前国际上已经在逐步推广应用。

iii. 结构泡沫材料技术壁垒：

首先，结构泡沫的研发制造涉及到多学科的综合应用，一个边缘交叉学科，需要多学科集成的，包括力学、声学、高分子物理、高分子化学、有机合成、动力学、热力学等，因此技术壁垒的一点就来自于各个方面综合的能力；





其次，结构泡沫研发过程影响因素较多，从单体到聚合到发泡，每个步骤都会产生较大影响，并且涉及到很多工艺的难度，并非单纯的化学成分的变化和组合，因此进行实际研发时，很难简单重复，控制某些单一变量。

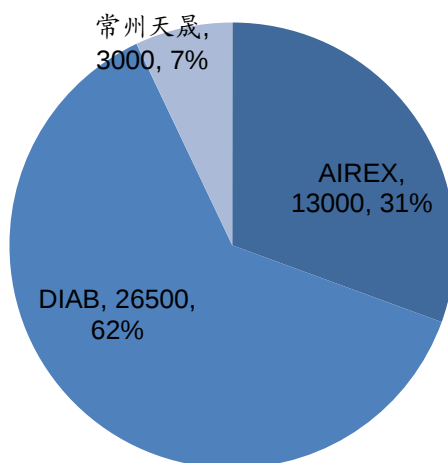
最后，涉及到下游需求应用的综合服务能力。

iv. 市场竞争结构：寡头垄断

交联 PVC 的生产工艺是由德国人林德曼在 20 世纪 30 年代后期发明的。二次大战以后法国将该工艺列入战争赔偿中，由克勒贝尔蕾洛雷特塑料公司 (Kleber Renolit) 开始生产 Klegecell 交联 PVC 泡沫，主要是一些用在保温隔热车厢中的低密度产品。

20 世纪 50~60 年代，克勒贝尔蕾洛雷特塑料公司给几家欧洲公司发放了 PVC 泡沫的生产许可证。另外 2 家美国公司，B. F 歌德雷奇 (B. F Goodrich) 和佳士迈威 (Johns - Manville) 也买到了许可证开始生产，但是几年以后就停产。当所有的生产许可证都过期以后，交联 PVC 的生产工艺过程转为公开。进入 20 世纪 70 年代以后，多数原来的欧洲许可生产的厂家也已停产。目前 2 个主要的生产厂家是戴博 (Diab) 公司的 Divinycell 和 Klegecell 系列 PVC 泡沫及爱瑞柯斯 (Airex) 公司的 Herex 系列。

图 6：全球结构泡沫竞争结构



资料来源：浙商证券研究所

天晟新材则是刚进入该领域的新进入者，相对来说产能与销量都是处于较小的位置。



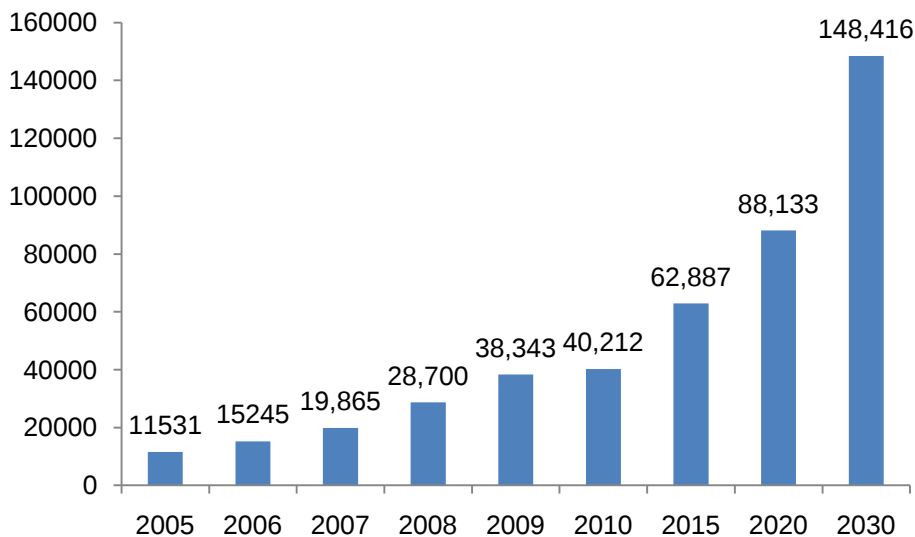


3. 天晟新材的结构泡沫：合适的时间与合适的地点

i. 合适的时间：全球风电快速扩张、游艇需求回暖、产能不足

全球风电快速扩张，导致结构泡沫需求稳定增长。

图 7：全球风电装机容量/MW



资料来源：GWEO 2010、浙商证券研究所

全球游艇市场快速恢复

游艇市场受到金融危机的影响，订单大幅萎缩。全球最大的休闲游艇生产企业 Brunswick 收入连续三年下滑，导致收入从 2690 百万美元萎缩到 2009 年的 615 百万美元。

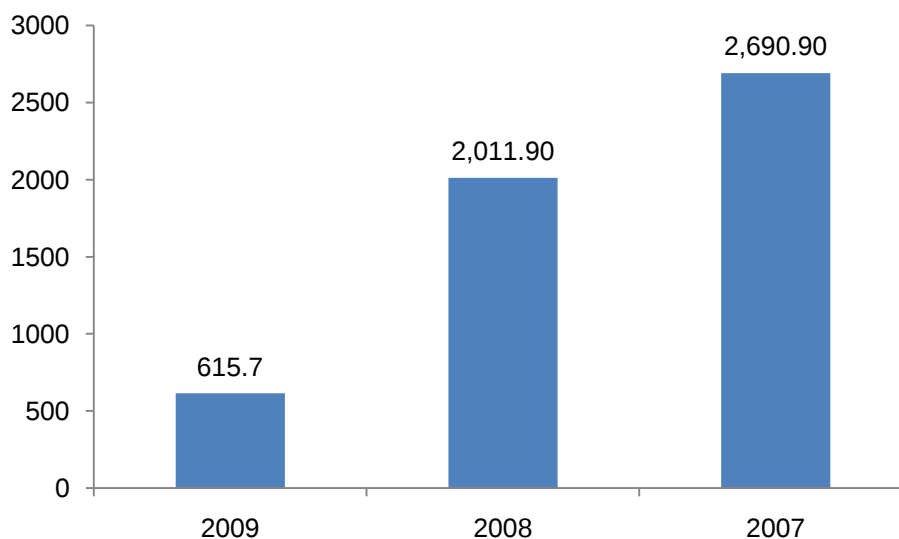
也正是游艇市场在金融危机中的萎缩，导致全球结构泡沫生产企业在前面几年中，未能扩张产能，而随着游艇市场的快速复苏，则发现结构泡沫存在供不应求。当前，全球的结构泡沫供给缺口约在每月 1000 吨。

由于全球的结构泡沫企业当前扩产并没有扩产计划，即使是现在开始筹备，那么真正扩产形成供给也在 3-4 年之后，同时对于潜在的新进入者，一方面是存在较高的进入门槛，另一方面是对下游的材料需求商来说，通过 GL 认证等认证体系，进入实质性的供应，也存在较长的时间空间，给与了公司足够的调整时间。





图 8: Brunswick 造船部收入/百万美元



资料来源: GWEO 2010、浙商证券研究所

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 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, 这种增长趋势将持续下去。

表 4: 全球结构泡沫材料市场规模

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
需求量 (吨)	17,045	22,079	29,185	38,939	46,775	56,190	67,550	81,143
增长率 (%)		29.53%	32.19%	33.42%	20.12%	20.13%	20.22%	20.12%

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

ii. 合适的地点: 中国

中国风电快速发展

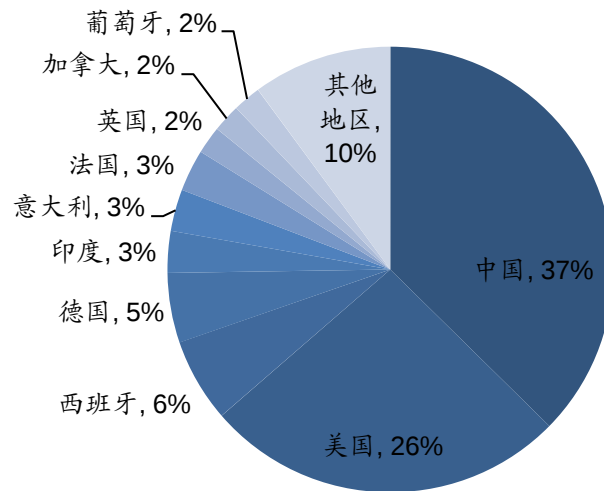
2009 年, 中国风电新增装机容量占比达到全球的 37%。风电的快速发展, 以及大型化的趋势, 带来了结构泡沫材料的需求快速增长。

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。





图 9：2009 年主要国家风电新增装机容量占比



资料来源：GWEC, Global Wind 2009 Report、浙商证券研究所

轨道交通设备需求快速增长

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。

根据吴挺、桂宁在《高分子发泡材料市场现状及未来发展趋势分析》的数据，在现有技术参数情况下，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，按照预计，在 2010 年-2020 年每年需要 250-300 列（8 辆编组）时速 300 公里动车组。轨道交通车厢 3500 节左右。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。

其他行业

由于结构泡沫材料的质量轻，强度高的性能，决定了其应用领域的广阔性，同时对于国内的众多下游应用领域来说，结构泡沫材料仍然是一个非常新而且较昂贵的材料，因此下游领域的拓展需要一定的时间。目前来看，需求量较大的分别是航空航天、船舶游艇和建筑幕墙领域。

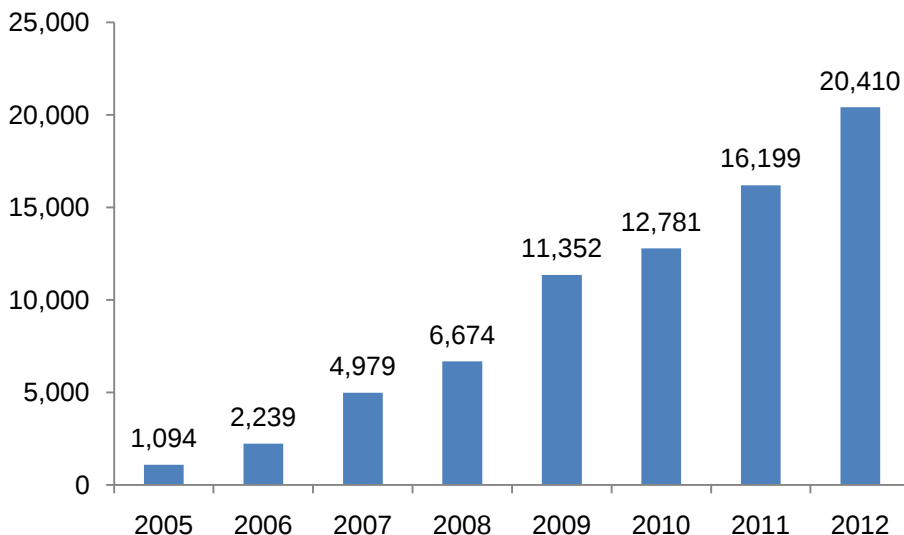
航空工业对结构泡沫芯材的需求也占到一定的市场份额。随着国内大飞机项目上马，未来对结构泡沫芯材的需求将快速增长，预计 2011 年以后，航空工业对结构泡沫芯材的市场需求将逐步达到 200-300 吨。船舶游艇也是结构泡沫材料广泛应用的领域之一，通常用于船底、舷部、甲板、舱壁及上层建筑中。预计 2010 年以后船舶游艇行业每年对结构泡沫材料的需求量将逐步达





到 500 吨左右。以结构泡沫作为芯材的复合铝板在国内市场将逐步推广, 具有较大的成长空间, 预计 2010 年以后建筑行业每年对结构泡沫材料的需求将逐步增加, 预计到 2012 年需求量将达到 6000 吨左右。

图 10: 国内结构泡沫需求量/吨



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

iii. 天晟新材的机会: 抢占国内的市场份额

对于天晟新材来说, 结构泡沫的机会较大:

一方面国内市场的快速增长, 从上述的分析来看, 由于风电、轻轨、船舶、航空航天等市场的需求拓展, 2011 年和 2012 年相对于前几年的增长, 市场增量在 3000 吨-4000 吨之间; 就这一部分已经足够容纳天晟新材目前的产能扩张。

另一方面, 保证天晟新材稳定成长的机会来自于抢占 Airex 和 Diab 在国内的市场份额, 公司 2010 年, 销售结构泡沫约 1700 吨, 约占有国内市场份额的 13%, 占有全球市场份额约 3%。公司的短期目标是在国内实现 50% 的市场份额, 我们认为由于以下的原因, 公司的这个目标能够稳定的实现:

- 一、 结构泡沫市场作为一个寡头垄断的行业, 公司作为新进入者目前的市场份额过小, 相对而言公司处于进攻的有利位置;
- 二、 天晟新材离市场更近, 能提供更好的服务, 减少供货周期, 提供技术支持。比如, 竞争对手的供货时间一般是三个月; 而公司一般是 7-10 天为一个交货周期。
- 三、 尽管不是一个主要的优势, 但是公司的产品价格仍然略低于竞争对手。公司的策略是以合适的利润水平维持竞争地位, 但是不会出现血拼市场的情况, 毕竟,





价格的下降对于竞争对手的伤害更大，因此竞争对手没有动力进行大规模价格战。

表 5：全球结构泡沫材料市场规模

	价格（元/吨）
天晟新材	72000-73000
AIREX	78000-80000
DIAB	82000-84000

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

最后，我们看好结构泡沫作为一大类的新材料的应用和长期发展。公司的竞争力不在单一的一个产品上，比如 pvc 结构泡沫，还会有其他的储备产品，PET 结构泡沫材料，PP 挤出式泡沫材料等。结构泡沫材料的良好性能，以及新材料的性质，决定了其发展的空间还有很多未知的领域。如果未来随着性价比的提高，能够大规模的进入建筑领域，则将会是一大类的建筑材料，市场空间非常广阔。

五、生产能力扩建计划

公司目前的产能不足，因此募投项目主要是扩产产能，未来的几年的业绩驱动力也来自于产能的投放：

- 1、将 PVC 结构泡沫产能由目前的年产 3,000 吨扩至年产 7,000 吨，此扩产计划目标在 2012 年完成。
- 2、CR 橡胶发泡产能由目前 1,500 立方米扩产至 4,500 立方米，满足高端客户的需求，此扩产计划目标在 2011 年底完成。
- 3、扩建无尘车间 2,500 平方米，提升后加工产品的加工能力，此扩产计划目标在 2012 年上半年实施完毕。
- 4、新增无尘涂胶线一条，使胶带自给率由 0 提升至 60%，此计划目标在 2011 年实施完毕。

表 6：公司产能预测

产能		2010 年	2011 年	2012 年
发泡塑料	立方米	60,000	60000.00	60000.00
发泡橡胶	立方米	18,000	21000.00	21000.00
后加工产品				
其中：空调配件	万片	12,000	12000.00	28362.64
手机配件	万片	25,000	25000.00	59089.91
电视配件	万片	4,000	4000.00	9453.55
汽车配件	万片	6,000	6000.00	14180.82
结构泡沫材料	吨	3000	4200.00	7000.00
无尘车间	立方米	2,200	2200.00	5200.00





资料来源：公司公告、浙商证券研究所

六、公司盈利预测

1. 盈利假设条件

公司产品销量稳定增长:

——发泡塑料和发泡橡胶稳定增长

——后加工产品随着新的无尘车间的投产而较大幅度的增长

——结构泡沫产品 2011-2013 年产量分别达到 3600 吨, 5600 吨和 7000 吨。

表 7: 公司销量预测

产品销量		2009	2010E	2011E	2012E	2013E
发泡塑料	立方米	57332	49193.66	60000	60000	60000
发泡橡胶	立方米	17448	16919.15	19500	21000	21000
后加工产品						
其中: 空调配件	万片	9923	13035.60	12000	20181	28363
手机配件	万片	10009	8742.60	25000	42045	59090
电视配件	万片	2430	3412.80	4000	6727	9454
汽车配件	万片	5160	4388.40	6000	10090	14181
结构泡沫材料	吨	1041	1572.68	3600	5600	7000

资料来源：浙商证券研究所

毛利保持稳定

表 8: 公司产能预测

毛利率		2009	2010E	2011E	2012E	2013E
发泡塑料	立方米	23.30%	19.31%	19.31%	19.31%	19.31%
发泡橡胶	立方米	22.39%	18.85%	18.85%	18.85%	18.85%
后加工产品						
其中: 空调配件	万片	42.31%	35.96%	35.96%	35.96%	35.96%
手机配件	万片	50.89%	46.67%	46.67%	46.67%	46.67%
电视配件	万片	47.70%	43.85%	43.85%	43.85%	43.85%
汽车配件	万片	27.56%	22.16%	22.16%	22.16%	22.16%
结构泡沫材料	吨	58.92%	53.17%	53.17%	53.17%	53.17%

资料来源：浙商证券研究所





2. 盈利结果预测

预计公司 2010 年营业收入增长率为 31%，2011 年和 2012 年分别增长 52%和 40%，三年复合增长率约为 41%，净利润复合增长则为 60%。

预计 2010 年到 2012 年摊薄后 EPS 分别为 0.55、1.05 和 1.52 元。

表 9：公司盈利预测

	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	253.29	332.54	507.74	713.61
+/-%	9.19%	31.29%	52.68%	40.55%
净利润(百万)	36.72	55.65	103.05	150.63
+/-%	29.56%	51.56%	85.19%	46.16%
销售毛利率	37.00%	33.55%	37.93%	40.34%
净资产收益率 ROE	17.24%	5.39%	9.24%	11.90%
应收账款周转率	4.82	4.79	5.70	5.22
存货周转率	4.32	4.57	4.78	4.60
流动比率	1.16	6.46	5.98	6.06
速动比率	0.90	6.06	5.39	5.37
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.21	0.54	0.41	0.89
EPS	0.51	0.55	1.04	1.52

资料来源：浙商证券研究所

七、 估值与投资建议

从相对估值来看，参考上市的新材料公司，剔除没有盈利预测的公司及部分不具可比性的主板企业，化工新材料企业的 2010 年估值平均为 60 倍，2011 年约为 35 倍。天晟新材的 2010 年和 2011 年估值分别为 69 倍和 36 倍，估值与行业平均基本相当。但是，我们认为该估值没有完全反应两个因素：一、结构泡沫的全球垄断壁垒溢价；二、结构泡沫材料作为新材料的市场空间成长性。

我们按照 2012 年 EPS 1.5 元，40 倍估值，目标价为 60 元，给与买入评级





表 10: 相对估值

代码	简称	最新价 格(元)	总市值 (亿元)	每股收益		市盈率 PE		市净率 PB
				10E	11E	10E	11E	(MRQ)
行业均值（整体法）				0.71	1.14	59.67	34.78	7.32
300169	天晟新材	38.13	35.65	0.55	1.04	69.33	36.66	14.80
002167	东方锆业	39.18	70.41	0.27	0.60	144.12	65.62	12.15
300073	当升科技	43.56	34.85	0.53	1.00	82.76	43.56	4.20
600458	时代新材	60.59	142.48	0.90	1.42	67.61	42.75	9.96
300037	新宙邦	43.35	46.38	0.82	1.08	52.58	40.01	4.83
300163	先锋新材	26.65	21.05	0.36	0.73	74.94	36.28	14.61
300041	回天胶业	61.22	40.40	1.27	1.75	48.04	35.06	4.90
300054	鼎龙股份	53.28	31.97	0.83	1.56	64.43	34.15	5.54
002211	宏达新材	16.74	48.26	0.31	0.49	54.36	34.13	4.79
300019	硅宝科技	21.76	22.20	0.43	0.65	50.34	33.25	5.40
300082	奥克股份	54.96	89.04	1.25	2.14	43.93	25.73	3.39
002165	红宝丽	14.38	36.24	0.50	0.69	28.88	20.92	6.28
002088	鲁阳股份	17.18	40.20	0.62	0.83	27.53	20.67	3.16
002080	中材科技	39.98	79.96	1.30	2.20	30.67	18.17	8.43

资料来源: Wind、浙商证券研究所

催化剂

- 结构泡沫不断放量
- 新的产品 PET、PP 等投放市场
- 风电、轨道交通等下游需求扩张

八、风险提示

- 软质泡沫需求放慢
- 结构泡沫需求不如预期: 特别是风电市场和海外的游艇市场复苏放缓
- 结构泡沫的盈利能力下滑





附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	205	807	837	909
现金	62	658	603	577
应收账款	69	70	108	165
其它应收款	4	4	7	11
预付账款	8	12	15	19
存货	46	50	82	104
其他	16	12	22	34
非流动资产	246	348	453	552
长期投资	0	0	0	0
固定资产	163	199	255	315
无形资产	67	84	107	133
其他	16	64	92	104
资产总计	451	1154	1290	1461
流动负债	177	125	140	150
短期借款	117	70	83	90
应付账款	49	38	38	38
其他	11	17	19	23
非流动负债	64	63	81	92
长期借款	40	53	71	81
其他	24	10	10	10
负债合计	240	188	221	242
少数股东权益	5	9	15	23
股本	70	94	94	94
资本公积金	73	749	749	749
留存收益	62	114	211	354
归属母公司股东权益	205	957	1054	1197
负债和股东权益	451	1154	1290	1461

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	19	50	38	84
净利润	37	56	103	151
折旧摊销	12	17	23	31
财务费用	6	1	-4	-2
投资损失	0	-0	-0	-0
营运资金变动	-37	-11	-84	-96
其它	2	-13	-0	0
投资活动现金流	-95	-119	-128	-129
资本支出	96	102	102	102
长期投资	0	0	0	0
其他	1	-17	-26	-27
筹资活动现金流	52	665	35	19
短期借款	55	-47	13	7
长期借款	0	13	18	10
普通股增加	0	24	0	0
资本公积增加	0	676	0	0
其他	-3	-1	4	2
现金净增加额	-23	596	-55	-27

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	253	333	508	714
营业成本	160	221	315	426
营业税金及附加	1	2	3	4
营业费用	12	14	21	31
管理费用	28	30	46	69
财务费用	6	1	-4	-2
资产减值损失	3	2	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	44	63	124	183
营业外收入	3	6	4	4
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	47	68	127	187
所得税	10	12	24	36
净利润	37	56	103	151
少数股东损益	1	4	6	8
归属母公司净利润	35	52	97	142
EBITDA	61	81	143	212
EPS (元)	0.51	0.55	1.04	1.52

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	9.2%	31.3%	52.7%	40.5%
营业利润	35.4%	42.0%	97.9%	47.9%
归属母公司净利润	32.2%	45.6%	88.9%	46.2%
获利能力				
毛利率	37.0%	33.6%	37.9%	40.3%
净利率	14.0%	15.5%	19.2%	20.0%
ROE	17.2%	5.4%	9.2%	11.9%
ROIC	11.8%	11.8%	15.3%	17.6%
偿债能力				
资产负债率	53.3%	16.3%	17.2%	16.5%
净负债比率	65.35%	65.50%	69.64%	70.92%
流动比率	1.16	6.46	5.98	6.06
速动比率	0.90	6.06	5.39	5.37
营运能力				
总资产周转率	0.65	0.41	0.42	0.52
应收帐款周转率	5	5	6	5
应付帐款周转率	3.88	5.12	8.37	11.31
每股指标(元)				
每股收益	0.38	0.55	1.04	1.52
每股经营现金	0.21	0.54	0.41	0.89
每股净资产	2.20	10.23	11.27	12.80
估值比率				
P/E	75.36	69.13	36.59	25.04
P/B	12.99	3.73	3.38	2.98
EV/EBITDA	45	34	19	13

资料来源：港澳资讯、浙商证券研究所





浙商证券

浙商证券研究服务团队

客户服务

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

客户服务

楼小飞

+86 21 6471 6569

louxiaofei@stocke.com.cn

客户服务

徐路鹏

+86 21 6471 8888-1700

xulupeng@stocke.com.cn

客户服务

张燕华

+86 21 6471 8888-1287

zhangyanhua@stocke.com.cn

客户服务

金肖男

+86 21 6471 8888-1824

jinxn@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

baoxiang@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6474 6780

lisiming@stocke.com.cn

信息技术

张雷

+86 21 6471 8888-1740

zhanglei@stocke.com.cn

宏观策略团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

宏观

郭磊

+86 21 6471 8888-2017

guolei@stocke.com.cn

宏观

李瑞

+86 21 6471 8888-1211

lirui@stocke.com.cn

策略研究

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

策略研究

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

行业研究团队

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

银行业金融行业

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

中药 生物制药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

电力设备行业

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaiseng@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

化工行业

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

汽车行业

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

机械行业

许光兵

+86 21 6471 8888-1805

xuguangbing@stocke.com.cn

煤炭行业

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

商贸行业

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

有色行业

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

钢铁行业

范飞

+86 21 6471 8888-1119

fanfei@stocke.com.cn

建筑建材行业

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

旅游行业

王禾

+86 21 6471 8888-1740

wanghe@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z39833000。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

