

天晟新材 (300169.sz)

期待结构泡沫材料驱动公司未来的高成长

吕丙风 分析师

电话: 020-87555888-833

Email: lbf2@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511020017

事件:

天晟新材发布 2010 年报。报告期内,公司实现营业收入 3.51 亿元,同比增长 38.59%;实现营业利润 0.58 亿元,同比增长 32.53%;实现归属于母公司的净利润 0.49 亿元,同比增长 37.53%。公司每股收益 0.70 元,扣除非经常性损益后每股收益 0.65 元/股。

我们的观点

1、产品结构调整提升公司业绩。作为拥有高技术壁垒的高分子发泡材料行业龙头,公司 2010 年业绩出现大幅上升,其主要原因是公司积极调整产品结构,提高高毛利产品的比重,加大市场开拓,并合理地控制成本和费用。我们认为,公司借助上市与资本市场成功对接,在募投资金的帮助下,将进一步加速高毛利产品的产能扩张,同时通过技术创新,引领国内高分子发泡材料行业的快速发展。

2、结构泡沫材料业务大幅增长。对比公司主营业务,结构泡沫材料营业收入较 2009 年营业收入增长 68.34%,毛利贡献也大幅增加。我们认为,作为高壁垒、高毛利率的结构泡沫材料已经成为公司关注亮点,该产品的快速发展直接驱动公司未来的高速成长。随着我国风电设备大型化和海上风电技术的发展,结构泡沫材料在风机叶片中的用量随着发电功率的提升呈几何级的增长,这为公司结构泡沫材料的产能扩张开辟了广阔的市场,公司未来几年业绩大幅增长值得期待。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	253.29	351.03	418.90	613.20	698.40
增长率(%)	9.19%	38.59%	19.33%	46.38%	13.89%
EBITDA(百万元)	64.34	87.17	136.64	234.80	291.54
净利润(百万元)	35.42	48.71	80.27	143.22	163.73
增长率(%)	32.18%	37.53%	64.77%	78.43%	14.32%
每股收益(元)	0.51	0.70	0.86	1.53	1.75
市盈率	0.00	0.00	47.01	26.35	23.05
市净率	0.00	0.00	3.99	3.47	3.01
EV/EBITDA	1.48	1.36	26.82	16.91	14.30

数据来源:常州天晟新材料股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	40.36
目标价格(元)	53.55
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1个月	3个月	12个月
股价涨幅	4.75%	-0.10%	-0.10%
沪深300	1.89%	2.80%	-0.77%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	93.50/18.80
主要股东:	吴海宙
主要股东持股比例	14.22%

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

3、公司未来 2 年产能扩建计划。公司为了保持营业收入和利润的持续增长能力，扩大优势产品的市场占有率，主要产能扩建计划如下：

- 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、将 PVC 结构泡沫的加工能力由目前的年加工 1,500 吨扩至年加工 6,500 吨，此扩产计划目标在 2011 年完成；
- ③、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。

4、市场开发与营销网络建设同步进行，研发储备提升公司核心竞争力。目前，公司针对不同的产品，采取不同的营销策略。对于结构泡沫材料，随着产能释放，公司根据产品用途及销售形式的不同，制定分阶段的营销策略，主要注重新市场的开拓；对于已经成熟的软质发泡材料，则要进一步做强优势产品的市场规模，扩大优势产品在销售额中的比例，提升后加工品和最终成品在营业收入中的比重。目前公司技术中心正在研发的新技术可归结为三大核心技术：高分子材料发泡技术、泡沫材料应用技术以及专项应用成套体系技术。我们认为，众多的研发储备提升力公司的核心竞争力，新产品的开发有望成为公司未来的利润增长点。

盈利预测：

我们预测公司 2011、2012 和 2013 年 EPS 分别为 0.86 元/股、1.53 元/股和 1.75 元/股，考虑到公司清晰的发展战略，广阔的市场前景以及未来产业链一体化的竞争优势，未来公司业绩大幅增长、高速成长值得期待，若给予 2012 年 35 倍的市盈率，一年内目标价为 53.55 元。给予公司“买入”评级。

风险提示：

公司主要存在原材料价格大幅波动和未来市场开拓不成功的风险。

资产负债表

单位：百万元

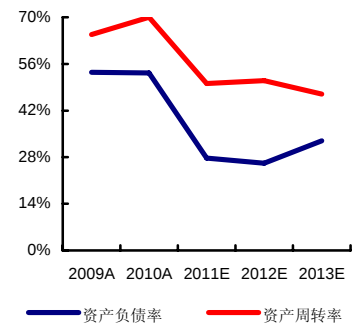
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	205	271	552	325	376
货币资金	62	68	366	54	70
应收及预付	97	119	124	183	207
存货	46	84	62	87	98
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	246	285	569	970	1,317
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	163	170	343	481	667
在建工程	4	27	127	377	527
无形资产	78	86	99	112	123
其他长期资产	1	2	0	0	0
资产总计	451	556	1,121	1,294	1,693
流动负债	177	209	283	308	538
短期借款	117	130	200	194	409
应付及预收	59	79	83	114	129
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	64	86	82	82	82
长期借款	40	57	57	57	57
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	24	29	25	25	25
负债合计	240	295	365	390	620
股本	70	70	94	94	94
资本公积	73	73	661	661	661
留存收益	62	111	191	334	498
归属母公司股东权益	205	254	945	1,089	1,252
少数股东权益	5	6	9	13	18
负债和股东权益	451	556	1,319	1,492	1,890

利润表

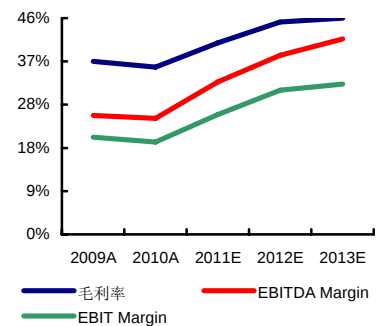
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	253	351	419	613	698
营业成本	160	226	247	335	376
营业税金及附加	1	2	2	4	4
销售费用	12	18	20	28	31
管理费用	28	36	42	58	63
财务费用	6	9	5	8	17
资产减值损失	3	2	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	44	58	100	181	207
营业外收入	3	5	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	47	62	103	184	210
所得税	10	12	20	37	42
净利润	37	50	83	148	169
少数股东损益	1	1	2	4	5
归属母公司净利润	35	49	80	143	164
EBITDA	64	87	137	235	292
EPS (元)	0.51	0.70	0.86	1.53	1.75

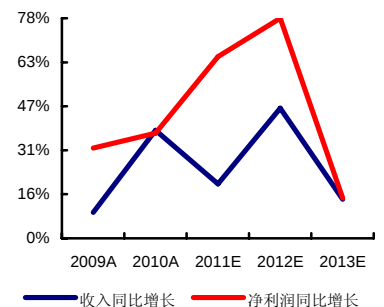
资产负债率趋势



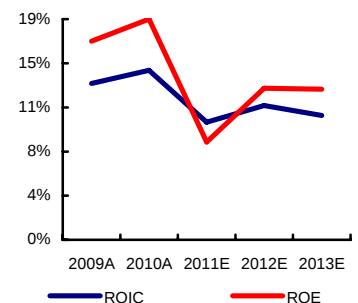
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

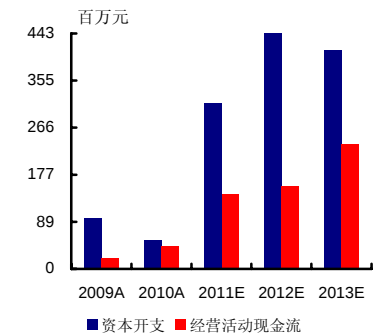
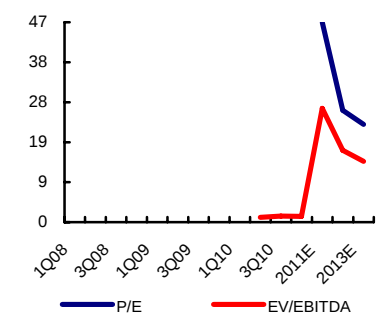
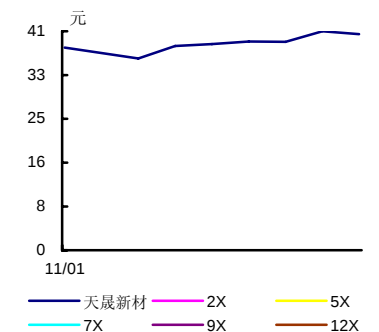
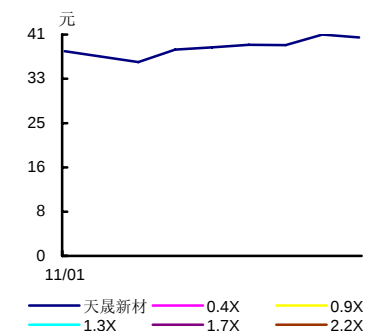
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	19	42	138	150	230
净利润	37	50	83	148	169
折旧摊销	12	18	29	46	67
营运资金变动	-37	-37	20	-53	-21
其它	8	11	6	10	15
投资活动现金流	-95	-54	-312	-443	-411
资本支出	-95	-54	-312	-443	-411
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	52	14	472	-19	196
银行借款	178	247	-130	-6	215
债券融资	-123	-217	-4	0	0
股权融资	0	0	611	0	0
其他	-3	-16	-5	-13	-19
现金净增加额	-23	1	298	-312	15
期初现金余额	86	62	68	366	54
期末现金余额	62	63	366	54	70

主要财务比率

单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	9.2%	38.6%	19.3%	46.4%	13.9%
营业利润	35.4%	32.5%	71.1%	81.2%	14.4%
归属于母公司净利润	32.2%	37.5%	64.8%	78.4%	14.3%
获利能力					
毛利率	37.0%	35.7%	41.0%	45.4%	46.2%
净利率	14.5%	14.2%	19.8%	24.1%	24.2%
ROE	17.2%	19.2%	8.5%	13.2%	13.1%
ROIC	13.6%	14.7%	10.2%	11.7%	10.8%
偿债能力					
资产负债率	53.3%	53.2%	27.7%	26.2%	32.8%
净负债比率	45.2%	45.6%	-11.5%	17.8%	31.2%
流动比率	1.16	1.29	1.95	1.05	0.70
速动比率	0.85	0.82	1.68	0.70	0.47
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.70	0.50	0.51	0.47
应收账款周转率	4.82	4.43	4.77	4.65	4.65
存货周转率	4.32	3.47	3.97	3.84	3.82
每股指标 (元)					
每股收益	0.51	0.70	0.86	1.53	1.75
每股经营现金流	0.28	0.60	1.48	1.61	2.46
每股净资产	2.94	3.63	10.11	11.64	13.39
估值比率					
P/E	0.0	0.0	47.0	26.3	23.0
P/B	0.0	0.0	4.0	3.5	3.0
EV/EBITDA	1.5	1.4	26.8	16.9	14.3

资本支出与经营活动现金流

相对估值

PE BAND

PB BAND


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

天晟新材（300169）_新股发行与上市定价报告

曹勇

2011-01-17

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。