

结构泡沫毛利回稳, 新市场可期

天晟新材
300169

事件

我们参加了公司第一次股东大会, 与公司高管就目前经营状况和未来发展进行了交流。

评述

毛利率趋平稳。2010年公司结构泡沫毛利率 52.65%, 同比下降6.27个百分点, 主要由于: 1) 原料价格上涨; 2) 公司做了一些复合材料, 毛利较低; 3) 接到出口订单, 产品销售价格相对较低。今年公司仍然面临原材料成本上涨的问题, 公司将通过降低采购价格; 调整产品结构, 多生产高毛利产品等方式维持整体毛利率水平。预计全年毛利率可维持在50%以上。

应用新领域不断增加。1) 未来三年, 风能仍是 PVC 结构泡沫需求的绝对主导。风机叶片大型化的发展趋势明显, 对结构泡沫的需求增加。公司已经开始供应 3MW 风机, 其泡沫材料的需求量是 1.5MW 的 4 倍。公司未来将重点发展 2MW 以上风叶的应用, 市场稳定增长。2) 结构泡沫在高档游艇上已经开始应用, 未来随着豪华船艇的发展, 有望成为新的增长点。3) 结构泡沫材料在高铁和城铁上的应用也逐步增加。

新产品在准备产业化的过程中。结构泡沫材料是系列化产品, 产能扩张跟不上需求。除了现有的 PVC 结构泡沫材料, 公司也陆续研发、中试了一系列产品。从目前市场来看, PP 和 PMI 发展前景最好, 公司正在准备产业化。

风电领域销售采取经销商制。公司顺应国际惯例, 在风叶应用领域采用经销商制, 其他领域采用直销。与 Diab 和 Airex 在国内市场各占一隅, 公司主要供应国电电力, 湘电和金风科技也是客户。

边角料回收变废为宝。在泡沫材料加工的过程中会产生较多的废料。公司将众多废料集中回收, 把剩余块料再发泡, 发泡倍率可达到 90-100, 用于对强度需求相对较低的建筑领域。如 kits 板生产中, 一半是废料, 回收后将产生较大的经济效益。

一季度开始公司的毛利率已经逐步平稳, 部分新产品也在准备产业化的过程中。我们坚持看好公司的长期发展前景, 预计公司2011、2012年EPS为0.97元和1.85元, 对应动态PE为42倍和22倍, 估值偏高; 但公司质地良好, 随着未来新产品推出, 下游应用增长, 增长潜力很大, 给予“买入”的投资评级。

首次

买入

分析师: 王会芹

投资咨询执业证书编号:

S0630511030001

021-50586660-8624

wanghq@longone.com.cn

日期

分析: 2011年04月20日

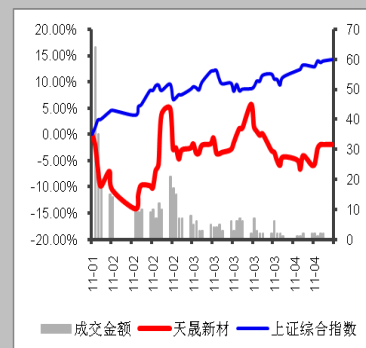
调研: 2011年04月15日

价格

当前市价: 40.83元

半年目标: 48.5元

股价表现



公司估值

	2009	2010	2011E	2012E
EPS	0.38	0.52	0.97	1.85
PE	107.8	78.4	42.1	22.0

注: EPS为最新股本摊薄后数据

表 1 公司在研产品情况

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	

资料来源: 公司年报

表 2 公司盈利预测

资产负债表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	利润表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E
现金及现金等价物	8556	6194	6820	59111	56584	营业收入	23197	25329	35103	44001	71209
应收款项	4637	8892	10274	12055	19509	增长率	15.7%	9.2%	38.6%	25.3%	61.8%
存货净额	2754	4635	8356	6338	9453	营业成本	16721	15958	22564	25020	38031
其他流动资产	700	776	1639	1672	2706	营业税金及附加	168	147	195	264	427
流动资产合计	16647	20497	27089	79177	88252	销售费用	880	1170	1774	2112	3418
固定资产	12563	16635	19695	39542	52821	销售费用/营业收入	3.8%	4.6%	5.1%	4.8%	4.8%
无形资产及其他	2612	6698	6979	6514	6048	管理费用	1631	2789	3637	4620	7477
投资性房地产	1483	1243	1796	1796	1796	管理费用/营业收入	7.0%	11.0%	10.4%	10.5%	10.5%
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	299	551	907	666	219
资产总计	33304	45073	55559	127028	148918	投资收益	0	0	0	0	0
短期借款及交易性金融资产	6200	11700	12996	0	0	资产减值及公允价值	(242)	(306)	(183)	0	0
应付款项	3753	5123	6180	6276	9453	营业利润	3256	4409	5844	11319	21637
其他流动负债	1326	831	1770	1459	2230	营业外净收支	177	248	365	0	0
流动负债合计	11279	17653	20946	7734	11682	利润总额	3433	4657	6208	11319	21637
长期借款及应付债券	4000	4000	5700	5700	5700	增长率	-14.2%	35.6%	33.3%	82.3%	91.2%
其他长期负债	550	2370	2889	3089	3289	所得税费用	599	985	1216	2037	3895
长期负债合计	4550	6370	8589	8789	8989	少数股东损益	154	130	121	221	423
负债合计	15829	24023	29535	16523	20671	归属于母公司净利润	2680	3542	4871	9060	17319
少数股东权益	468	501	603	825	1248	增长率	-9.2%	32.2%	37.5%	86.0%	91.2%
股东权益	17007	20549	25420	109680	126999	现金流量表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E
负债和股东权益总计	33304	45073	55559	127028	148918	净利润	2680	3542	4871	9060	17319
						资产减值准备	259	64	(122)	(183)	0
关键财务与估值指标	2008	2009	2010	2011E	2012E	折旧摊销	770	1086	1738	2579	4336
每股收益	0.38	0.51	0.70	0.97	1.85	公允价值变动损失	242	306	183	0	0
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	299	551	907	666	219
每股净资产	2.43	2.94	3.63	11.73	13.58	营运资本变动	(581)	(3215)	(4125)	4	(7455)
ROS	12%	14%	14%	21%	24%	其它	(104)	66	244	405	423
ROE	16%	17%	19%	8%	14%	经营活动现金流	3265	1848	2789	11865	14623
毛利率	28%	37%	36%	43%	47%	资本开支	(9353)	(4749)	(4233)	(21778)	(17150)
EBIT Margin	15%	20%	19%	27%	31%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	24%	24%	33%	37%	投资活动现金流	(9353)	(4749)	(4233)	(21778)	(17150)
收入增长	16%	9%	39%	25%	62%	权益性融资	0	0	0	75200	0
净利润增长	-9%	32%	38%	86%	91%	负债净变化	4000	0	1700	0	0
资产负债率	49%	54%	54%	14%	15%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
P/E	0.0	0.0	0.0	42.1	22.0	其它融资现金流	5090	538	(1329)	(12996)	0
P/B	0.0	0.0	0.0	3.5	3.0	融资活动现金流	13090	538	2071	62204	0
EV/EBITDA	2.6	3.1	2.6	28.0	15.7	现金净变动	7002	(2362)	626	52291	(2527)

资料来源: 东海证券研究所

作者简介

王会芹：工学学士、管理学硕士，三年化工行业研究经验。

重点跟踪公司——烟台万华、沈阳化工、湖北宜化、浙江龙盛、诺普信、山东海化、德美化工等

；

评级定义

市场指数评级 看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

行业指数评级 超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

公司股票评级 买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897