

调研简报

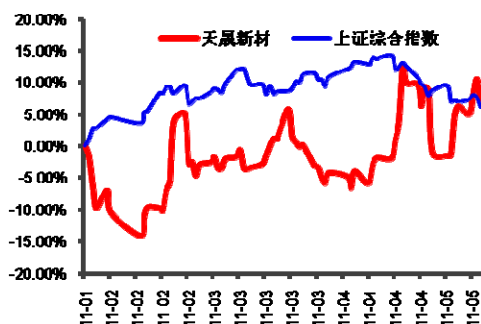
凭借技术垄断，做大做强结构泡沫材料

化工新材料

2011 年 5 月 16 日

评 级： 谨慎推荐(首次)

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者

国联证券研究所新材料小组

张忠

执业证书编号：S0590209030093

联系人：

苏淼

电话： 0510-82833337

Email: sum@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

——天晟新材（300169.SZ）调研简报

投资要点：

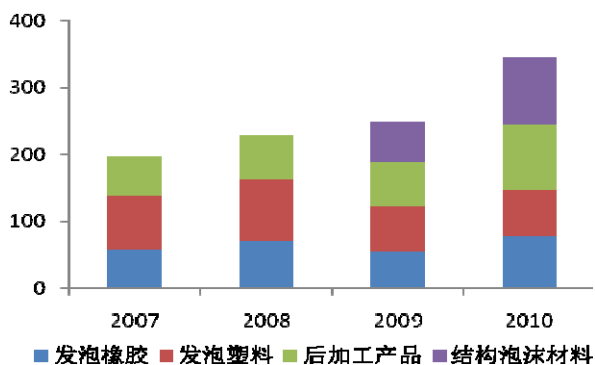
- 结构泡沫材料是公司未来业绩增长的重要驱动力。结构泡沫材料具有低密度和高强度的特性，可以很好满足风力发电、轨道交通和飞机等领域对材料的特殊要求。2011 年，公司结构泡沫材料的产能由 3000 吨上升到 7000 吨，配套产能 6500 吨，未来公司将重点发展结构泡沫材料。
- 全球结构泡沫材料未来年均增速 20% 以上。从世界范围来看，结构泡沫材料的市场规模稳步提升，2011 年，预计全球结构泡沫材料的市场需求量大约为 67550 吨，未来 2 年全球结构泡沫材料的年均复合增速将保持在 20% 以上，预计 2011 年，我国结构泡沫材料的需求量将达到 16199 吨，未来 2 年将保持 25% 以上的增速。
- 风电行业以及轨道交通是结构泡沫材料最大的下游。预计 2010 年预计风电行业对于结构泡沫材料的需要大约为 12000 吨，轨道交通行业对于结构泡沫材料的需要量大约为 1180 吨。目前公司销售收入的 80%~85% 来源于风电行业，其中轨道交通行业是公司未来重要目标市场。
- 结构泡沫材料具有较强的技术壁垒和认证壁垒，呈现全球垄断的格局。高分子结构泡沫材料是一种新型的材料，世界上仅有几家公司拥有此产品的技术，并且对技术进行封锁。因此，结构泡沫材料具有较强的技术壁垒。高分子发泡材料应用领域大多对材料有严格的要求，需要通过认证才能进入相关领域。
- 盈利预测及估值。预计公司 11~13 每股收益为 0.54 元、0.93 元和 1.05 元，对应 11 年的市盈率约为 54.7 倍，考虑到公司的竞争地位，给予“谨慎推荐”的评级。
- 风险提示。1) 公司募投项目建设进度低于预期；2) 新的结构泡沫材料大量替代现有产品的风险

1、国内结构泡沫材料的垄断企业

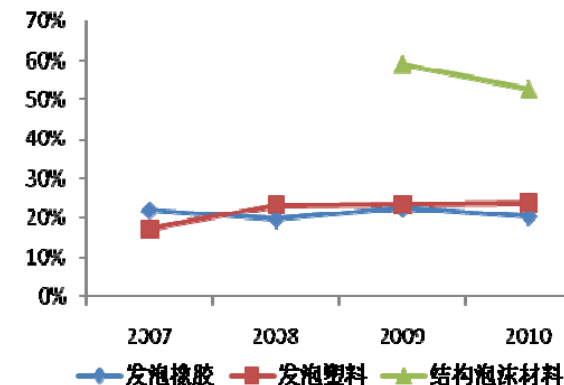
公司主要从事高分子发泡材料的研发、销售和生 产，主要生产发泡塑料、发泡橡胶和结构泡沫材料，对发泡塑料和发泡橡胶等软质发泡材料实施后加工，可以制成手机、空调、电视和汽车配件，通过对结构泡沫材料的后续加工，可以制成复合板已经成套芯材，用于风电叶片、火车车厢以及飞机材料等领域。

目前，公司塑料发泡材料的产能为 60000 平方米，橡胶发泡材料的产能是 18000 平方米，CR 发泡橡胶将由 1500 平方米提升到 4500 平方米，结构泡沫材料的产能由 3000 吨上升到 7000 吨，配套产能 6500 吨，未来公司将重点发展结构泡沫材料。

图表 1：2005 ~ 2012 年全球结构泡沫市场规模（单位:吨）



图表 2：2005 ~ 2012 年中国结构泡沫市场规模（单位：吨）



数据来源：公司公告 国联证券研究所

塑料软质发泡材料包括聚氨酯（PU）、聚苯乙烯（PS）和聚烯烃软质发泡材料三种，天晟新材主要生产聚乙烯（PE）和乙烯-醋酸乙烯（EVA）发泡材料，在橡胶软质发泡材料，公司主要生产丁苯橡胶（CR）和氯丁橡胶（SBR）。近几年，发泡橡胶和发泡塑料的销售收入基本保持稳定，毛利率波动比较小，基本保持在 20% 附近。

结构泡沫材料具有低密度和高强度的特性，可以很好满足风力发电、轨道交通和飞机等领域对材料的特殊要求。结构泡沫材料包括 PVC 结构泡沫材料、PET 结构泡沫材料、PMI 结构泡沫材料以及 SAN 结构泡沫材料等，公司主要生产 PVC 结构泡沫材料和 PET 结构泡沫材料。结构泡沫材料主要作为夹层材料的芯材使用，可以大大增强力学性能，几乎不增加重量，可以很好的满足风力发电、轨道交通和飞机等领域对于材料低密度和高强度的要求。

结构泡沫材料是公司未来重点发展产品，从 2009 年开始生产，销售收入增长幅度比较大，同比增长 68.3%，毛利率出现一定程度的下滑，从 58.92%

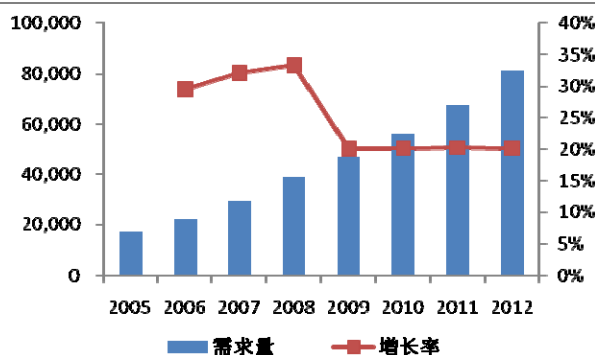
下滑到 52.65%，毛利率下滑的主要原因是 2010 年公司将复合板划入结构泡沫材料板块计算，因此毛利率出现了一定程度的下滑，同时去年出口了一部分结构泡沫，价格相对偏低。

2、结构泡沫材料具有较强的技术壁垒和认证壁垒

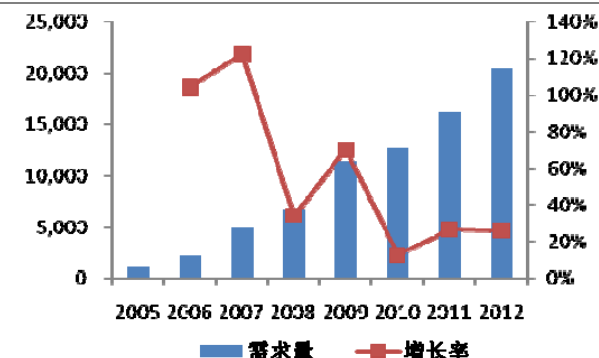
2.1 未来 2 年结构泡沫材料年均复合增速约为 20%以上

从世界范围来看，结构泡沫材料的市场规模稳步提升，2011 年，预计全球结构泡沫材料的市场需求量大约为 67550 吨，未来 2 年全球结构泡沫材料的年均复合增速将保持在 20%以上，预计 2011 年，我国结构泡沫材料的需求量将达到 16199 吨，同比预计增长 26.74%，未来 2 年将保持 25%以上的增速。

图表 3：2005～2012 年全球结构泡沫市场规模（单位：吨）



图表 4：2005～2012 年中国结构泡沫市场规模（单位：吨）



数据来源：公司公告 国联证券研究所

2.2 风电行业以及轨道交通是结构泡沫材料最大的下游

在中国，受下游风电行业、轨道交通以及节能建筑等行业的快速发展的拉动，结构泡沫材料的需求量呈现大幅上升的趋势。

对于风电行业而言，2010 年后，预计我国每年将新增约 1000 万千瓦的新增装机容量，以每台 1.5WM 计算，预计需要 6700 套，每年需要大约 20000 片风电叶片，每个风电叶片需要 0.6 吨，那么 2010 年预计风电行业对于结构泡沫材料的需要大约为 12000 吨。

对于轨道交通而言，以铁路建设为例，2010 年到 2020 年，预计每年需要 250-300 列动车组，每个动车组大约需要结构泡沫材料 0.2 吨，按 8 组编组，1 列车大约需要结构泡沫材料 1.6 吨，因此 2010 年后，预计动车组对于结构泡沫材料的需求量大约为 480 吨。以城市轨道交通而言，每年大约需要 3500 节车厢，以每节车厢 0.2 吨计算，大约需要 700 吨结构泡沫材料。因此，轨道交通对于结构泡沫材料的需要量大约为 1180 吨。

目前公司销售收入的 80%～85%来源于风电行业，其中轨道交通行业是公司未来重要目标市场。

2.3 结构泡沫市场呈现全球寡头垄断的格局

目前，全球结构泡沫材料主要被瑞典 DIAB 公司、瑞士 AIREX 公司、瑞士 Gurit 公司以及德国 Degussa 公司等企业所垄断。其中瑞典 DIAB 公司是全球最大的结构泡沫生产企业，2008 年的全产能大约是 26500 吨，瑞士 AIREX 公司的结构泡沫产能大约是 13000 吨，全球大约 100 个供应商。目前仅有戴铂（DIAB）、阿瑞克思（AIREX）和天晟新材 3 家公司掌握了结构泡沫材料的大规模生产技术。

2008 年，按销售额计算，瑞典 DIAB 公司的市场占有率大约是 64.72%，瑞士 AIREX 的市场占有率大约是 31.33%，其他企业的占有率大约是 3.95%。

2.4 结构泡沫材料具有较强的技术壁垒和认证壁垒

高分子结构泡沫材料是一种新型的材料，世界上仅有几家公司拥有此产品的技术，并且对技术进行封锁。因此，结构泡沫材料具有较强的技术壁垒。

高分子发泡材料应用领域大多对材料有严格的要求，需要通过认证才能进入相关领域。如进入风能领域，必须通过德国劳氏船级社的 GL 风电认证；进入轨道交通领域，必须通过产品的法国 NFF16-101 和德国 DIN5510 等认证。认证过程耗时长、投入较大，因此进入发泡材料行业存在一定的认证壁垒。

3、公司将快速提升结构泡沫产能

3.1 募投新产品第四季度投产，后续产品储备丰富

新产品性价比较高，第四季度将贡献利润。公司成功开发的 PVC 结构泡沫材料“Strucell”产品，性能已达到了国际先进水平，打破了该领域内外资企业的长期垄断，产品通过了德国船级社 GL 认证，新增 4000 吨新产品产能预计第四季度释放产能，产能释放率大约为 15%~25%。

公司后续产品比较丰富，PVC 结构泡沫材料回收利用、PET 结构泡沫材料已经处于中试阶段，PMI 和 PP 结构泡沫材料处于研发阶段，公司后续产品比较丰富，形成了完善的产品序列。

3.2 设立合资公司有助于整合中国市场

天晟新材与思瑞安复合材料（中国）有限公司共同出资设立思强赛复合材料（上海）有限公司，主要从事 X-PVC 泡沫、轻木（Balsa）等复合材料的经销业务，天晟新材占比 50.1%。

对于天晟新材而言，设立子公司主要是实现市场整合的目的，通过控股子公司，公司可以享受思瑞安中国的销售市场，有助于公司新增产能的稳定

释放,但是由于不竞争条款以及合资公司可以选择第二供应源,对于公司产能扩张的进度提供了压力。在合资公司存续期间之内,思瑞安中国将促成其任一关联方不在区域内设立自己的 X-PVC 生产设施,但前提是天晟新材可以保证供应合资公司或思瑞安中国要求的、基于市场需求的合资公司经营产品数量。

对于思瑞安集团而言,获得在中国大陆以外独家经销天晟新材生产的 X-PVC (Strucell-P 斯强赛) 结构泡沫的境外经销协议,该境外经销协议的延展是基于思瑞安集团在约定时间段内销售的天晟新材生产的 X-PVC 结构泡沫的数量。

对于合资公司而言,合资公司销售天晟新材已经投产的和将开发的 X-PVC) 结构泡沫,但不包括后续 PET 等产品。同时销售思瑞安中国或其任一关联方向区域内进口并销售的 X-PVC 结构泡沫及轻木,天晟新材将作为合资公司 X-PVC 的主要供应来源,在天晟新材的 X-PVC 产能不能满足合资公司的需求的情况下,合资公司将以思瑞安中国进口的 X-PVC 作为其第二供应来源

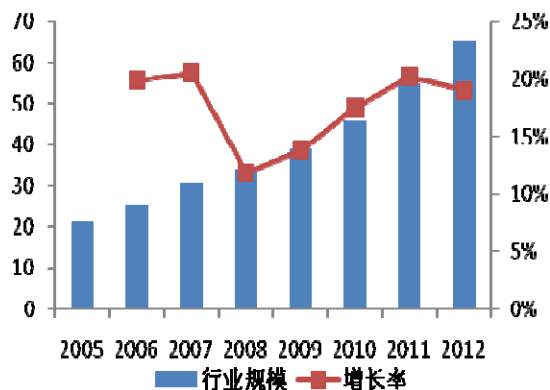
3、软质发泡材料——成熟行业,竞争比较激烈

预计 2011 年,中国塑料软质发泡市场规模大约为 54.8 亿元,同比增长 20%,未来 2 年,年均增速都将超过 15%。

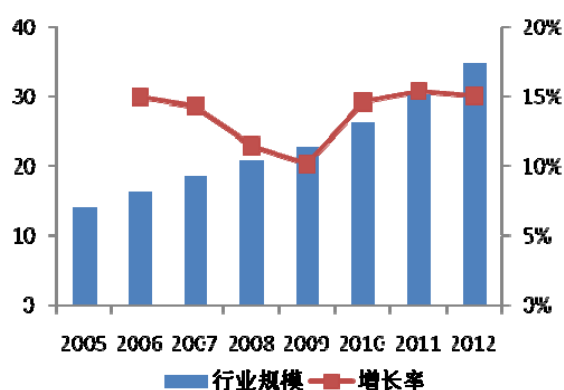
预计 2011 年,中国橡胶软质发泡材料市场规模大约为 30.23 亿元,同比增长 15.22%,未来年均增速大约保持在 15%附近。

软质发泡材料经过百年的发展,目前的生产工艺和技术水平相当都比较稳定,产品的行业毛利率基本保持稳定,从事软质发泡材料的企业比较多,大部分企业的规模比较小,因此市场竞争比较激烈。

图表 5: 2005 ~ 2012 年中国塑料软质发泡材料市场规模(单位:亿元)



图表 6: 2005 ~ 2012 年中国塑料软质发泡材料市场规模(单位:亿元)



数据来源: 国联证券研究所

4、盈利预测

根据行业发展情况及公司发展历史，我们做如下假设：

1) 2011 年结构泡沫材料 PVC 的新增产能利用率为 20%，2011 年新增产能利用率为 85%，吨毛利预计是 33000 元，毛利率约为 55%，

2) 管理费用和销售费用的占比为 10%和 5.05%；

3) 所得税率为 19%；

鉴于以上条件，我们预计公司 11~13 每股收益为 0.54 元、0.93 元和 1.05 元，对应 11 年的市盈率约为 54.7 倍（5 月 16 日），考虑到公司的竞争地位，给予“谨慎推荐”的评级。

5、风险提示

1) 公司新产品募集投资进度低于预期

2) 新的结构泡沫材料大量替代现有产品的风险

财务报表预测与财务指标						单位: 百万	更新日期: 11/05/13				
利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	253.29	351.03	441.64	616.59	680.44	现金	61.94	68.20	430.30	426.47	502.67
YOY(%)	9.2%	38.6%	25.8%	39.6%	10.4%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	159.58	225.64	271.26	353.96	386.61	应收款项净额	88.93	102.74	129.26	180.47	199.15
营业税金及附加	1.47	1.95	2.45	3.43	3.78	存货	46.35	83.56	98.67	128.57	139.99
销售费用	11.70	17.74	22.32	31.16	34.39	其他流动资产	7.75	16.39	20.62	28.79	31.77
占营业收入比(%)	4.6%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%	流动资产总额	204.97	270.89	678.85	764.29	873.59
管理费用	26.21	33.78	44.16	61.66	68.04	固定资产净值	165.90	171.67	339.30	390.04	416.14
占营业收入比(%)	10.3%	9.6%	10.0%	10.0%	10.0%	减: 资产减值准备	(3.06)	(1.83)	(3.62)	(4.16)	(4.44)
EBIT	52.65	69.33	98.65	163.59	184.83	固定资产净额	162.84	169.84	335.69	385.89	411.71
财务费用	5.51	9.07	2.48	(2.14)	(2.32)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	2.2%	2.6%	0.6%	-0.3%	-0.3%	在建工程	3.52	27.11	32.03	27.32	17.35
资产减值损失	(3.06)	(1.83)	0.00	0.00	0.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	166.36	196.95	367.72	413.21	429.05
营业利润	44.09	58.44	96.17	165.73	187.15	无形资产	66.98	69.79	67.00	64.21	61.42
营业外净收入	2.47	3.65	0.40	0.00	0.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	46.57	62.08	96.57	165.73	187.15	其他长期资产	12.42	17.96	17.96	17.96	17.96
所得税	9.85	12.16	18.35	31.49	35.56	资产总额	450.73	555.59	1,131.53	1,259.67	1,382.01
所得税率(%)	21.2%	19.6%	19.0%	19.0%	19.0%	循环贷款	117.00	129.96	0.00	0.00	0.00
净利润	36.72	49.92	78.22	134.24	151.59	应付款项	51.23	61.80	72.97	95.09	103.54
占营业收入比(%)	14.5%	14.2%	17.7%	21.8%	22.3%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(1.30)	(1.21)	(1.88)	(3.23)	(3.65)	其他流动负债	8.30	17.70	21.28	28.14	30.73
归属母公司净利润	35.42	48.71	76.34	131.01	147.94	流动负债	176.53	209.46	94.25	123.23	134.27
YOY(%)	32.2%	37.5%	56.7%	71.6%	12.9%	长期借款	40.00	57.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.25	0.35	0.54	0.93	1.05	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	23.70	28.89	34.08	39.27	44.46
主要财务比率	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	负债总额	240.23	295.35	128.33	162.50	178.73
成长能力						少数股东权益	5.01	6.03	7.35	9.61	12.16
营业收入	9.2%	38.6%	25.8%	39.6%	10.4%	股东权益	205.49	254.20	995.84	1,087.55	1,191.11
营业利润	35.4%	32.5%	64.6%	72.3%	12.9%	负债和股东权益	450.73	555.58	1,131.52	1,259.66	1,382.00
净利润	32.2%	37.5%	56.7%	71.6%	12.9%						
获利能力						现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率(%)	37.0%	35.7%	38.6%	42.6%	43.2%	税后利润	35.42	48.71	76.34	131.01	147.94
净利率(%)	14.5%	14.2%	17.7%	21.8%	22.3%	加: 少数股东损益	1.07	0.98	1.32	2.26	2.55
ROE(%)	17.2%	19.2%	7.7%	12.0%	12.4%	公允价值变动	3.06	1.83	0.00	0.00	0.00
ROA(%)	7.9%	8.8%	6.7%	10.4%	10.7%	折旧和摊销	10.86	17.38	25.24	32.76	36.67
偿债能力						营运资金的变动	-32.13	-41.27	-24.13	-54.57	-16.58
流动比率	1.16	1.29	7.20	6.20	6.51	经营活动现金流	18.28	27.63	78.77	111.47	170.58
速动比率	0.90	0.89	6.16	5.16	5.46	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	53.3%	53.2%	11.3%	12.9%	12.9%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						固定资产投资	0.00	-42.32	-195.00	-76.00	-50.00
总资产周转率	56.2%	63.2%	39.0%	48.9%	49.2%	投资活动现金流	0.00	-42.32	-195.00	-76.00	-50.00
应收账款周转天数	128.15	106.83	106.83	106.83	106.83	股权融资		0.00	688.20	0.00	0.00
存货周转天数	111.40	143.32	143.32	143.32	143.32	长期贷款的增加/	0.00	17.00	-57.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						公司债券发行/ (	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.25	0.35	0.54	0.93	1.05	股利分配	-6.17	-9.38	-22.90	-39.30	-44.38
每股净资产	1.47	1.81	7.10	7.75	8.49	计入循环贷款前融资活动产生自		7.62	608.30	-39.30	-44.38
估值比率						循环贷款的增加(减少)		5.71	-129.96	0.00	0.00
P/E	118.0	85.8	54.7	31.9	28.3	融资活动现金流	-41.90	20.95	478.34	-39.30	-44.38
P/B	20.3	16.4	4.2	3.8	3.5	现金净变动额	-23.62	6.26	362.10	-3.83	76.20

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。