



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次覆盖

证券研究报告

2011年5月17日

化工

研究部

高峰*

分析师, SAC 执业证书编号:

S0080511010038

gaozheng@cicc.com.cn

推荐

天晟新材 (300169.SZ)

高分子发泡材料行业龙头

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	253	351	539	696	900
(+/-)	9%	39%	54%	29%	29%
毛利	92	123	219	293	390
(+/-)	46%	34%	77%	34%	33%
净利润	35	49	104	147	199
每股盈利 (元)	0.51	0.70	0.74	1.05	1.42
(+/-)	32%	38%	7%	41%	35%
市盈率	58.3	42.4	39.6	28.1	20.7
市净率	10.0	8.1	4.3	3.8	3.3
EV/EBITDA	35.0	25.6	23.2	16.8	12.5
净资产收益率	17.2%	19.2%	10.7%	13.5%	15.9%
ROCE	12.9%	14.1%	10.2%	12.9%	15.2%
现金分红收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.5%	0.7%
每股经营现金流 (元)	0.28	0.60	0.72	0.92	1.22
股价/经营现金	106.59	49.29	40.84	31.92	24.19

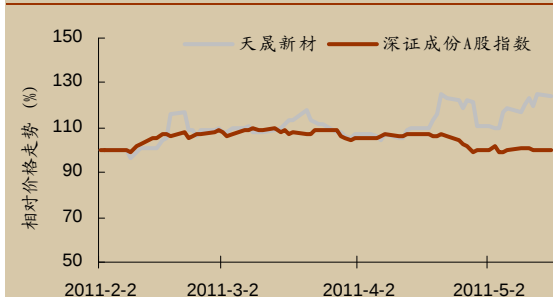
股票信息

A股	
当前股价	人民币29.48
股票代码	300169.SZ
日成交量 (百万股)	1.7
52周最高价/最低价	人民币31/21.33
发行股数 (百万股)	140.25
其中: 流通股 (百万股)	35.25
总市值 (百万元)	4,134.57
主要股东 (持股比例)	吕泽伟、孙剑、吴海宙 (42.67%)

最近估值走势

	上周	过去一月	过去三月
[300169.SZ]	+5.47	+11.53	+17.45
[深证成份A股指数]	-0.34	-6.44	-6.56

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司公告、中金公司研究部

*报告贡献人: 高兵、谢昌旭

投资亮点:

结构泡沫材料定位于高端材料, 而且生产工艺复杂, 具有资金密集和技术密集型的特点, 因此全球结构泡沫材料行业一直处于寡头垄断状态, 主要生产企业 DIAB 公司、AIREX 公司和天晟新材三家产能占全球总产能的 90% 以上。

随着全球经济复苏, 船舶、航空航天以及风电等行业进入黄金增长期, 中国和印度等新兴市场成为全球结构泡沫材料市场消费的主要拉动力量。但由于结构泡沫材料加工工艺的特殊性, 高技术壁垒使得寡头垄断的格局仍然得以维持, 行业主要企业的产能将出现瓶颈, 结构泡沫材料行业供需将处于紧平衡状态。

天晟新材是国内结构泡沫行业龙头, 预计未来三年公司产品结构不断优化, 盈利快速增长。公司强大的技术实力以及市场的快速拓展能力是公司持续发展的重要保障。公司对技术广度和深度的有效把握使得公司产品能够成为成熟行业的中高端产品、新兴行业的新产品, 并能及时对老产品更新换代, 以最快的速度满足市场的需求。

公司公告与思瑞安复合材料有限公司成立合资公司, 思瑞安公司具有完善的全球销售网络和复合材料行业的丰富经验, 这为天晟新材后续的新产品顺利进入全球市场奠定了基础, 也必将保证公司未来持续稳定的增长。

估值与建议:

我们预计公司 2011~2013 年业绩为 0.74 元、1.05 元和 1.42 元, 目前股价对应 PE 为 40、28、21 倍。短期看估值压力较大, 但是考虑到结构泡沫材料巨大的增长空间, 值得长期持有。我们认为公司是高分子发泡行业潜在的全球领导者, 具有“百年老店”的潜质, 买入公司就是买入了行业的龙头。考虑到 12 年公司募投项目达产, 同时公司后续新产品也将逐渐投放市场, 我们给予 12 年 35 倍估值, 首次覆盖给予“推荐”评级, 目标价 36 元。

风险:

- 1、成本上涨过快无法及时向下游转移;
- 2、募投项目进展低于预期;
- 3、宏观经济大幅变动, 下游需求急剧萎缩。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

投资亮点.....	3
公司介绍.....	4
结构泡沫材料.....	5
强大的技术实力以及市场的快速拓展是公司持续发展的重要保障.....	8
财务预测及估值.....	13

图表

图表 1: 天晟新材主要产品销售收入、销售毛利、毛利率预测.....	3
图表 2: 公司业绩主要假设.....	3
图表 3: 公司股权结构图和产业链.....	4
图表 4: 公司分产品销售收入、销售毛利、毛利率.....	4
图表 5: 结构泡沫材料类别、应用及主要生产厂商.....	5
图表 6: 夹层结构示意图（左图）；各种夹层材料的优缺点对比（右图）.....	5
图表 7: 全球结构泡沫材料产能分布（左图）；结构泡沫材料成本拆分（右图）.....	6
图表 8: 行业龙头 DIAB 产能扩张放缓（左图）；全球结构泡沫材料将供不应求（右图）.....	6
图表 9: 我国塑料软质泡沫材料市场规模预测（左图）；我国橡胶软质泡沫材料市场规模预测（右图）.....	7
图表 10: 公司历史研发生产项目情况（左图）；公司在研项目情况（右图）.....	8
图表 11: DIAB 公司销售收入增长过程.....	8
图表 12: DIAB 公司按行业销售收入分布（左图）；按区域收入分布（右图）.....	9
图表 13: 公司 PVC 结构泡沫材料下游应用（左图）；中国风电新增装机容量及其对结构泡沫材料需求量预测（右图）.....	9
图表 14: 城市轨道交通运营里程及对结构泡沫需求预测（左图）；我国每年新增动车组及对结构泡沫需求预测（右图）.....	10
图表 15: 中国结构泡沫需求预测.....	10
图表 16: PMI 泡沫材料和铝蜂窝材料力学性能对比.....	10
图表 17: 全球 PP 泡沫材料需求预测（左图）；PP 泡沫材料下游应用（中图）；PP 泡沫材料全球寡头垄断（右图）.....	11
图表 18: 3A 公司和天晟新材的销售收入对比（左图）；3A 公司 2010 年收入分布（右图）.....	11
图表 19: 天晟新材历史和预测的主要财务和经营数据、主要假设.....	13

投资亮点

结构泡沫材料定位于高端材料，而且生产工艺复杂，具有资金密集型和技术密集型的特点，因此**全球结构泡沫材料行业一直处于寡头垄断状态**，主要生产企业 DIAB 公司、AIREX 公司和天晟新材三家产能占全球总产能的 90% 以上。

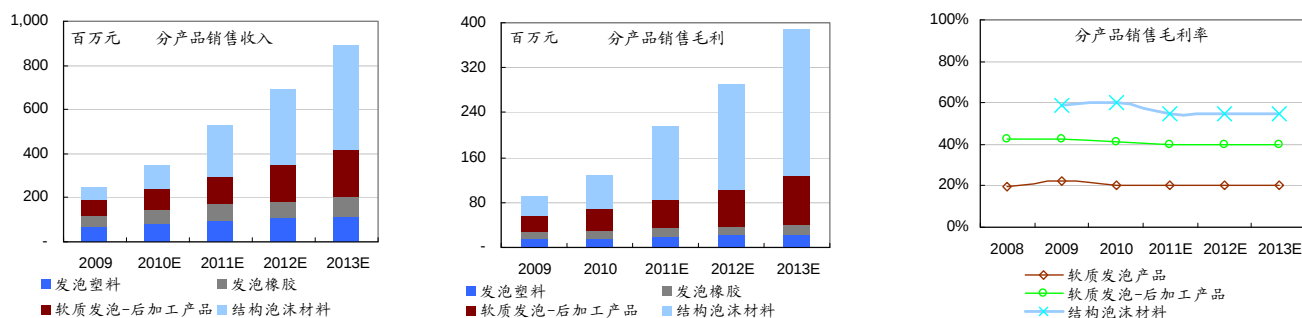
随着全球经济复苏，船舶、航空航天以及风电等行业进入黄金增长期，中国和印度等新兴市场成为全球结构泡沫材料市场消费的主要拉动力量，但由于结构泡沫材料加工工艺的特殊性，行业主要企业的产能将出现瓶颈，我们预计在未来 2-3 年中，结构泡沫材料行业将处于供不应求状态，随后几年中生产企业产能逐步跟上需求，但高技术壁垒使得寡头垄断的格局仍然得以维持，**结构泡沫材料行业供需将处于紧平衡状态**。

公司强大的技术实力以及市场的快速拓展能力是公司持续发展的重要保障。我们详细研究了全球结构发泡材料龙头 DIAB 公司的成长历程，认为天晟新材具有成为高分子发泡材料行业全球领导者的潜质。公司所拥有的强大研发能力，以及对技术广度和深度的有效把握使得其研发的产品能够成为成熟行业的中高端产品、新兴行业的新产品，并能及时对老产品更新换代，以最快的速度满足市场的需求。**目前市场过于关注公司结构化 PVC 发泡产品，而我们认为 PVC 发泡材料只能保证公司中短期成长，公司长期的稳定增长主要在于强大的研发能力以及对研发方向的有效把握，尤其是以 PET、PP 为代表的新型结构泡沫材料在建筑、轨道交通和消费领域的广泛应用将确保公司长期快速成长。**

公司公告与思瑞安复合材料有限公司（简称 3A 公司）成立合资公司，天晟新材持股 50.1%。合资公司成立的意义巨大，保证了公司市场的快速拓展能力。我们认为合作意味着天晟可以通过合资公司，利用 3A 公司目前在中国风能市场结构芯材市场占有率第一的优势，迅速扩大 PVC 发泡材料的市场占有率。**同时我们预计目前注入的 PVC 结构泡沫仅仅是一个开始，我们认为后续研发的一些新产品如 PET 发泡材料等也很有可能继续注入到合资公司中。**3A 公司具有完善的全球销售网络和复合材料行业丰富的经验，这也为天晟后续的新产品顺利进入全球市场奠定了基础。

我们预计公司 2011~2013 年业绩为 0.74 元、1.05 元和 1.42 元，目前股价对应 PE 为 40、28、21 倍。短期看估值压力较大，但是考虑到结构泡沫材料巨大的增长空间，值得长期持有。**我们认为公司是高分子发泡行业潜在的全球领导者，具有“百年老店”的潜质，买入公司就是买入了行业的龙头。**考虑到 12 年公司募投项目达产，同时公司后续新产品也将逐渐投放市场，我们给予 12 年 35 倍估值，首次覆盖给予“推荐”评级，目标价 36 元。

图表 1：天晟新材主要产品销售收入、销售毛利、毛利率预测



资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 2：公司业绩主要假设

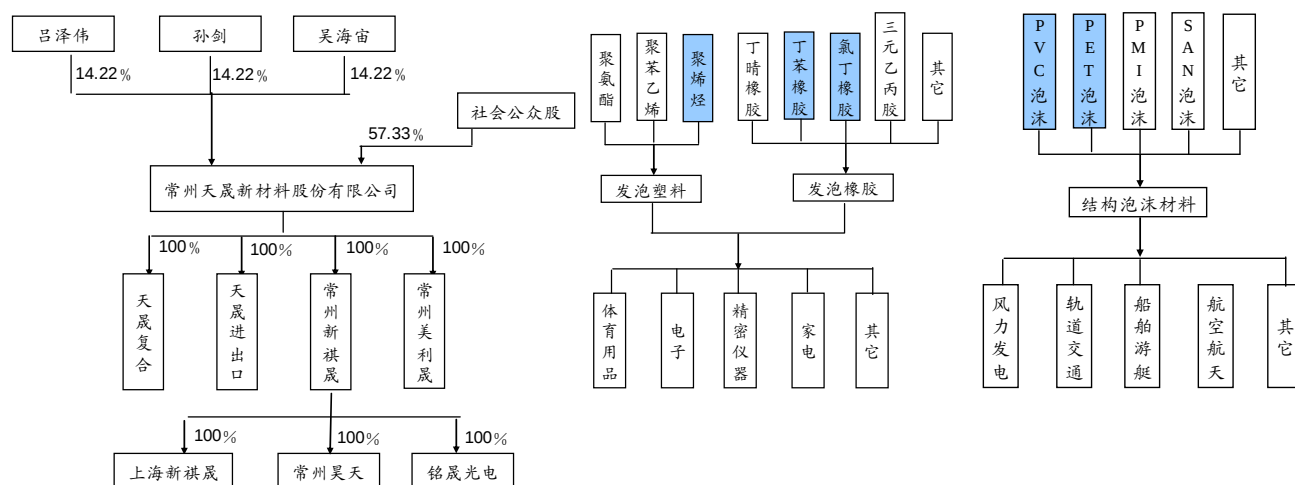
销售量	2011E	2012E	2013E	销售单位含税价	2011E	2012E	2013E
发泡塑料 (立方米)	60,000	60,000	60,000	发泡塑料 (元/立方米)	1,881	2,069	2,276
发泡橡胶 (立方米)	18,000	18,000	18,000	发泡橡胶 (元/立方米)	4,681	5,149	5,663
软质发泡-后加工产品 (百万片)	390	507	659	软质发泡-后加工产品 (元/片)	0.38	0.38	0.38
结构泡沫材料 (吨)	3,500	5,000	7,000	结构泡沫材料 (元/吨)	79,511	79,511	79,511

资料来源：公司数据、中金公司研究部

公司介绍

天晟新材（300169.SZ）是中国结构泡沫材料行业龙头，并首次打破了结构泡沫材料领域国际寡头 DIAB、AIREX 等的垄断，开创了国产结构泡沫材料的先河。公司主营产品分别为软质泡沫材料和结构泡沫材料，软质泡沫材料又分为发泡橡胶和发泡塑料，主要应用于体育用品、电子、精密仪器的等领域，公司产能分别为 18000 立方米和 60000 立方米，软泡材料未来增长相对稳定。结构化泡沫材料以 PVC 泡沫材料为主，拥有产能 3000 吨，预计 2012 年扩大到 7000 吨。公司研发能力强大，技术储备丰厚，其中以 PET、PP 为代表的新型结构泡沫材料未来在建筑、轨道交通和消费领域的广泛应用确保公司长期快速成长。

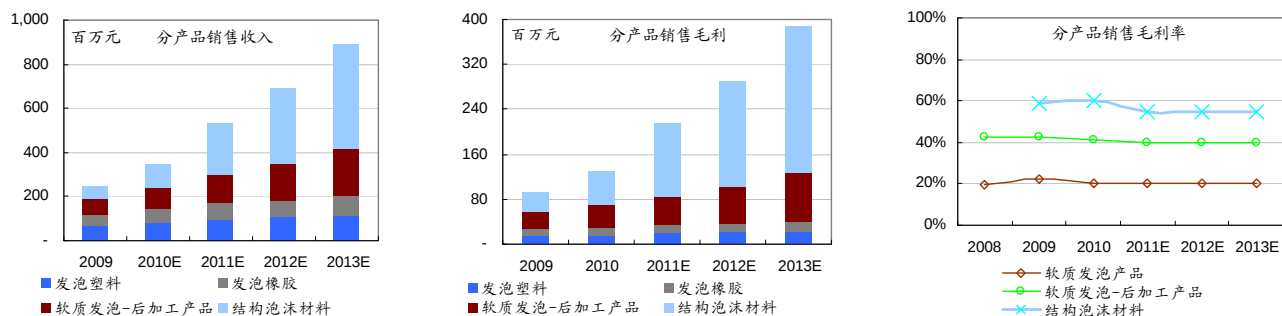
图表 3：公司股权结构图和产业链



资料来源：公司公告、中金公司研究部（蓝色标记的为公司产品）

公司的主营产品软质泡沫材料、结构泡沫材料以及后加工产品 2010 年收入分别为 1.46 亿、1.02 亿以及 0.97 亿。其中结构泡沫材料的收入占比提升较快，随着公司产能扩张，该业务将成为公司主要的收入和盈利来源。

图表 4：公司分产品销售收入、销售毛利、毛利率



资料来源：公司数据、中金公司研究部

结构泡沫材料

结构泡沫材料性能良好，应用广泛

结构泡沫材料是以塑料（PVC、PET 等）等为基础，通过贯穿的芳香酰胺聚合网络修正的发泡材料，具有低密度、高强度、吸水性低、隔音绝热性能好的特点，主要作为夹芯材料达到增加强度但是不增加重量的效果，广泛应用于风电、轨道交通、船舶舰艇以及航空航天领域。

图表 5：结构泡沫材料类别、应用及主要生产厂商

种类	性能特点	缺点	应用领域	生产公司
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、船舶、建筑节能	天晟新材、DIAB公司、AIREX公司、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、DIAB公司、AIREX公司
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	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、中金公司研究部

结构泡沫材料主要作为夹层芯材材料使用于风电叶片、列车及舰艇夹层等，另外常用的夹层材料还有蜂窝芯材（铝蜂窝、Nomex 芳纶蜂窝等）和木质芯材（Balsa 木）。结构泡沫材料有着质量轻、防渗透、耐腐蚀、隔热、吸声、绝缘性好等优点，是更为理想的夹层芯材材料，应用占比也越来越大。

图表 6：夹层结构示意图（左图）；各种夹层材料的优缺点对比（右图）

夹层结构示意图

该图是一个3D透视图，展示了一个典型的夹层结构。它由五层组成：最顶层是红色的“上面板”，其下方是薄层的“粘结层”，接着是较厚的黄色“芯材”，再下方是另一层薄“粘结层”，最底部是绿色的“下面板”。五根细长的黑色箭头从右侧的文字标签指向每一层，准确地标识了结构的各个组成部分。

	优点	缺点
泡沫塑料	质量轻，防渗透，耐腐蚀，隔热、吸声、绝缘性好	强度和刚度较低，而高密泡沫价格偏高。
Balsa木	高的压缩强度，在榫楔连接处有较高载荷，成本相对低	重量较泡沫塑料重，易吸水。
蜂窝芯材	较高强度，高温稳定性好，质量轻	接触面积小，界面是一个难以解决的问题。

资料来源：公司公告、中金公司研究部

全球结构泡沫材料寡头垄断，供需缺口扩大

由于结构泡沫材料定位于高端材料，而且生产工艺复杂，具有资金密集型和技术密集型的特点，因此全球结构泡沫材料行业一直处于寡头垄断状态，主要生产企业为瑞典的 DIAB 公司以及瑞士的 AIREX 公司，产能分别占全球总产能的 57% 和 27%，天晟新材从 2009 年开始生产结构泡沫材料，目前产能为 3000 吨，占全球产能的 13%，另外还有 DEGUSSA 公司（PMI 泡沫）和 GURIT 公司（PVC 泡沫及 SAN 泡沫）也有少量产能。

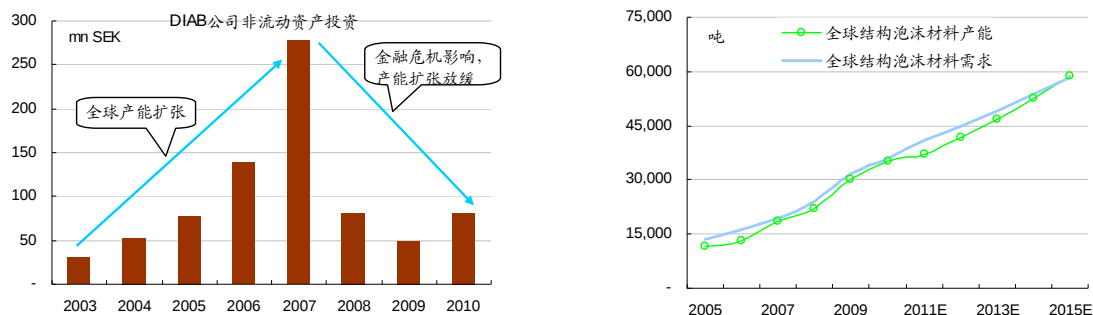
图表 7：全球结构泡沫材料产能分布（左图）；结构泡沫材料成本拆分（右图）



资料来源：公司公告、中金公司研究部

过去十年中，受益于风电行业、舰艇船舶制造业的快速增长，全球结构泡沫材料行业一直处于供不应求的状态，虽然 2007、2008 年行业供求关系有所改善，但由于金融危机影响，DIAB 公司、AIREX 公司等减缓或者停止了产能扩张的步伐，随着全球经济复苏，船舶、航空航天以及风电等行业进入黄金增长期，中国和印度等新兴市场成为全球结构泡沫材料市场消费的主要拉动力量，但由于结构泡沫材料加工工艺的特殊性，行业主要企业的产能将出现瓶颈，我们预计在未来 2-3 年中，结构泡沫材料行业将处于供不应求状态，随后几年中生产企业产能逐步跟上需求，但高技术壁垒使得寡头垄断的格局仍然得以维持，结构泡沫材料行业供需将处于紧平衡状态。

图表 8：行业龙头 DIAB 产能扩张放缓（左图）；全球结构泡沫材料将供不应求（右图）



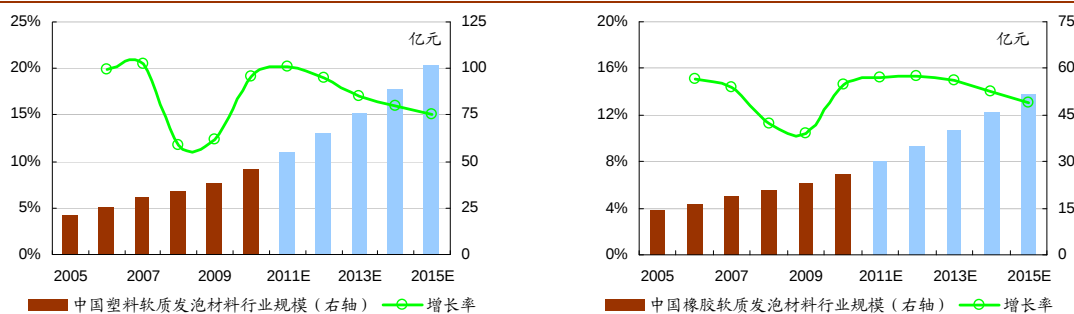
资料来源：Ratos 年报、中金公司研究部

软质发泡材料及后加工产品

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。通过对软质发泡材料的后加工，还可以制成手机、空调、电视、汽车配件，塑胶地板等产品。

软质发泡材料行业厂商较多，竞争激烈，毛利率不高，而后加工产品行业技术壁垒相对较高，天晟新材主动调整发展策略，降低了软质发泡材料产品比重，增加了后加工产品的比重，软泡材料未来增长相对稳定。

图表 9：我国塑料软质泡沫材料市场规模预测（左图）；我国橡胶软质泡沫材料市场规模预测（右图）



资料来源：中国化工信息中心、中金公司研究部

强大的技术实力以及市场的快速拓展是公司持续发展的重要保障

天晟新材的第一大优势在于研发及技术的深度和广度，拥有强大的技术实力。

公司于 2007 年成功开发出结构泡沫材料生产技术，并自主设计生产流程，于 2009 年开始生产结构泡沫产品，打破了该领域 DIAB 公司和 AIREX 公司的垄断。另外自主研发的丁苯橡胶（SBR）发泡材料、氯丁橡胶（CR）发泡材料生产技术也填补国内该领域的空白。公司秉承“预研一代、开发一代、设计一代、生产一代”的产品和技术发展模式，持续开发新产品，目前拥有众多具有良好应用前景的产品如在研项目，为公司长期发展奠定了坚实的基础。

图表 10：公司历史研发生产项目情况（左图）；公司在研项目情况（右图）

项目名称	研发项目立项 (储备一代)	研发成功 (研发一代)	工业化生产 (生产一代)
地板胶	1998年	1999年	1999年
高阻发泡聚乙烯	1999年	2002年	2003年
EVA塑料运动垫技术	2000年	2001年	2001年
SBR、CR橡胶发泡技术	2001年	2001年	2002年
PE发泡材料废料再生利用技术	2003年	2004年	2004年
EVA开孔发泡材料技术	2003年	2004年	2006年
导电EVA发泡材料技术	2005年	2006年	2007年
PVC结构泡沫材料技术	2005年	2007年	2009年

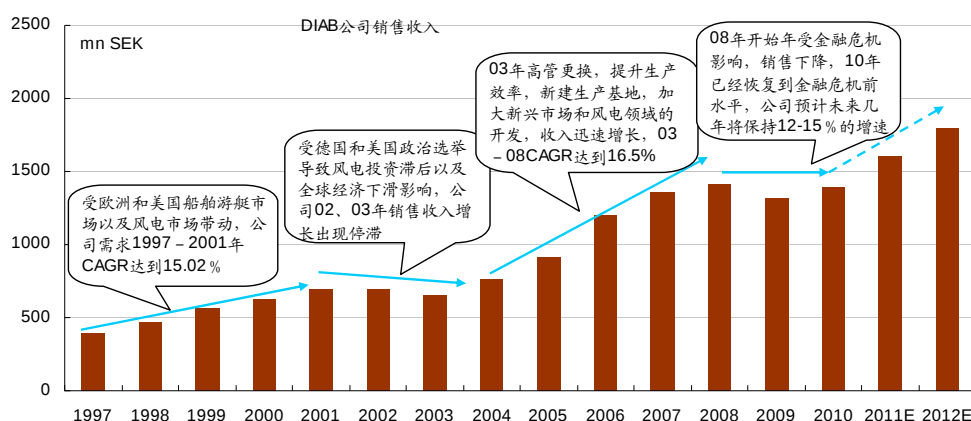
类别	项目名称	研发目标	进展情况
高分子软质发泡材料	Tsponon发泡材料	光电，电子	进行中
	EPDM减震垫	轨道交通	中试
	PVC结构泡沫材料系列产品	风电，船舶等	部分产品生产，部分研发中
高分子结构泡沫材料	PVC结构泡沫材料回收利用	建筑	中试
	PET结构泡沫材料	建筑	中试
	PMI结构泡沫材料	军工，航天	进行中
	PP挤出式泡沫材料	新型包装材料	进行中
	Kits成套芯材	风电，船舶等	中试
	Scrim玻纤布	风电，船舶等	中试
	建筑幕墙开发	绿色节能建筑	部分产品生产，部分研发中

资料来源：公司公告、中金公司研究部

目前市场过于关注公司结构化 PVC 发泡产品，而我们认为公司长期的稳定增长主要在于强大的研发能力以及对研发方向的有效把握，尤其是以 PET、PP 为代表的结构泡沫材料在轨道交通和船舶航天领域的广泛应用将确保公司长期快速成长。参考全球结构化泡沫材料龙头 DIAB 的成长历程，我们发现该公司在不断扩大产品现有领域应用的基础上，大力开发新领域的应用，其中发泡 PVC 产品在风电叶片领域的应用开发最为成功。

DIAB（戴铂）公司是全球夹层结构芯材生产的领军企业，总部位于瑞典，是全球最大的结构芯材供应商。在过去十五年中，除了受经济危机影响的特殊年份，公司的销售收入保持持续的快速增长，CAGR 达到 12%，公司的销售区域也不断扩大，在亚太地区其销售收入占比从 2003 年 13% 提升到 2010 年的 57%。

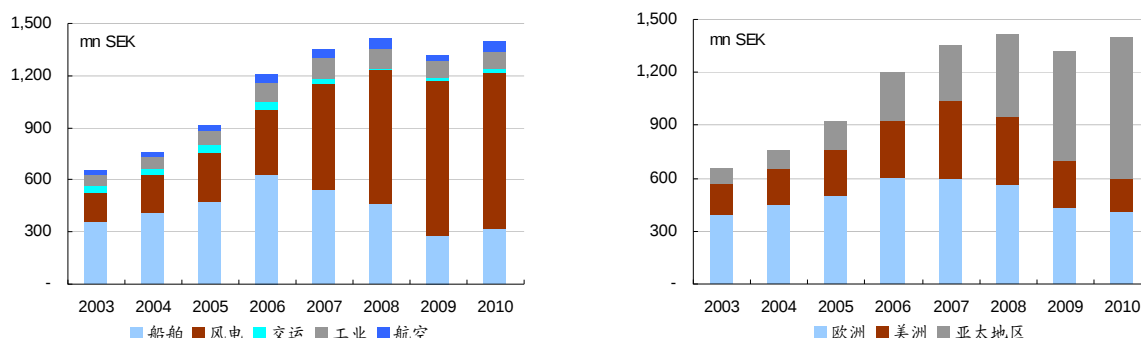
图表 11：DIAB 公司销售收入增长过程



资料来源：Ratos 年报、中金公司研究部

DIAB 公司的快速增长主要是由于风电领域的开发以及新兴市场的大力拓展。DIAB 公司产品最开始主要应用在船舶的外壳和甲板上，公司在不断扩大产品现有领域应用的基础上，大力开发新领域的应用，其中在风电叶片领域的应用开发最为成功，销售收入占比从 2003 年的 25% 提升到 2010 年的 64%。公司同时积极开发新兴市场，先后在中国、泰国、印度等建立生产基地和销售渠道，2010 年亚太地区的收入占比从 2003 年的 13% 提升至 57%。

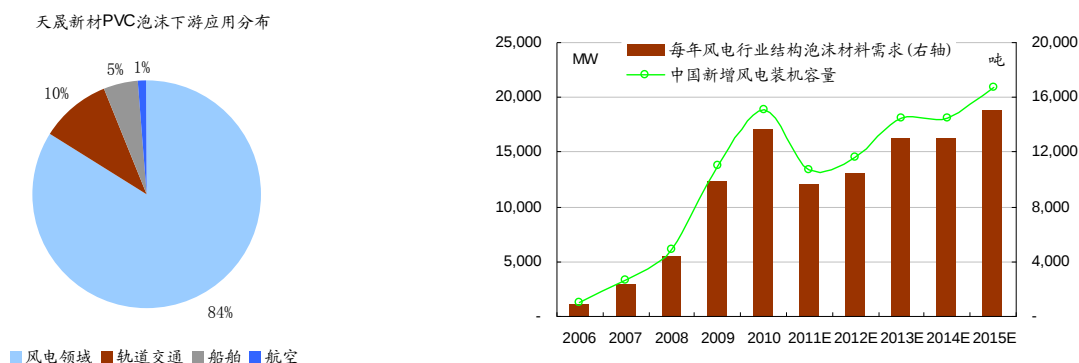
图表 12：DIAB 公司按行业销售收入分布（左图）；按区域收入分布（右图）



资料来源：Ratos 年报、中金公司研究部

相比与 DIAB 的成长历程，我们认为 PVC 发泡材料能够确保天晟新材中短期的快速增长。目前来看，公司的 PVC 泡沫下游主要应用于风电行业，我们认为风电市场未来的发展相对稳定。根据全球风能理事会协会的最新预测和国家能源局的相关规划，中国 2015 年风电累计装机容量将达到 1.3 亿兆瓦，年均需新增风电装机容量达到 1700 万千瓦，按照目前主流 1.5 兆瓦风机叶片每片重 6 吨、结构泡沫芯材占比 6% 计算，每年需要约 12300 吨结构泡沫材料，因此我们认为发泡 PVC 材料能够保证中短期公司的快速增长。

图表 13：公司 PVC 结构泡沫材料下游应用（左图）；中国风电新增装机容量及其对结构泡沫材料需求量预测（右图）



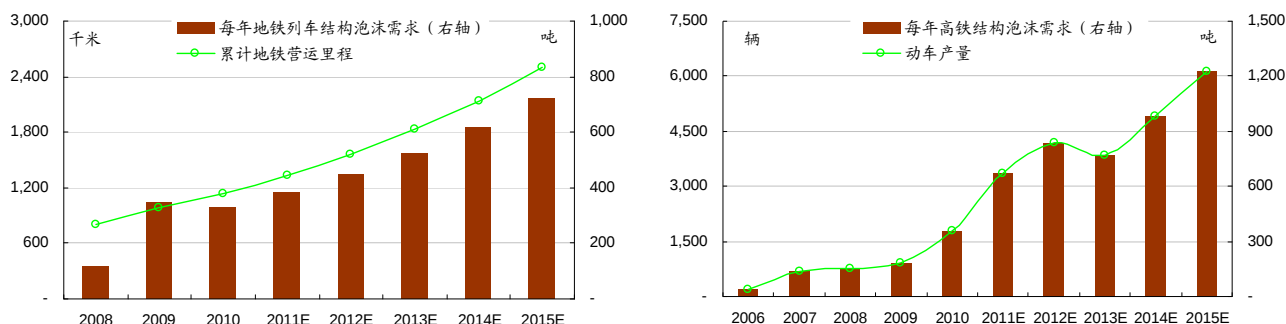
资料来源：GWEC、中金公司研究部

而公司长期的稳定增长主要在于强大的研发能力以及对研发方向的有效把握，尤其是以 PET 和 PP 等结构泡沫材料在建筑、轨道交通和船舶航天领域的广泛应用确保公司长期快速成长。在城市轨道交通领域，根据 2009 年年底住房与城乡建设部批复的全国 22 个城市轨道交通建设计划，到 2015 年底，全国将开通城市轨道交通建设运营线路 87 条，运营里程 2495 公里，总投资将达到 9886 亿元。按照每公里地铁造价 4 亿人民币，其中 15% 购置车辆，每节车厢用结构泡沫材料 0.2 吨计算，未来每年城市轨道交通至少需要结构泡沫材料 500 - 700 吨。

另外随着国家加快高速铁路的建设，不断加大对高速铁路的投入，高铁行业发展迅猛。最近铁道部发言人王勇平表示，铁路在“十二五”期间规划新线投产总规模达 3 万公里，“十二五”末全国快速铁路 4.5 万公里左右。根据最新消息，2011 年我国新增高铁里程 4715 公里外，另外铁道部已经细化了整个“十二五”期间的高铁投资计划，其中，2012 年预计新增高铁里程 3038 公里，2013 年预计新增高铁里程 2667 公里，2014 年预计新增高铁里程为 4421 公里，2015 年预计新增高铁里程 3847 公里，这样到“十二五”末我国高速铁路累计营运里程将达到近 27000 公里。按照 2015 年每公里高速铁路一辆高速列车的密度计算，未来五年我国每年约需新增 500 - 600 列高速列车（按标准列 8 节编组计算），每年至少约需要 800 - 1000 吨结构泡沫夹层材料。

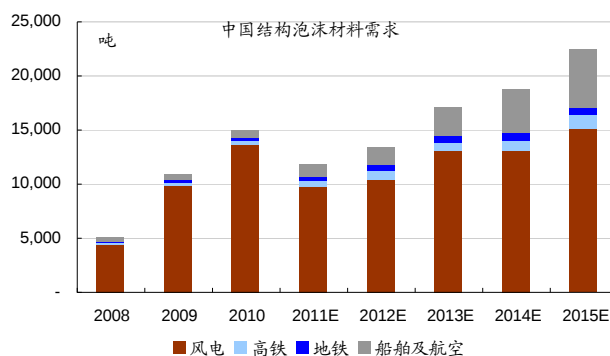
另外结构泡沫在游艇、军舰、船舶以及航空航天方面都有广泛的应用，从 DIAB 公司的历史销售收入分布来看，这一块一度是公司的主要收入来源，随着中国游艇造船工业全球地位的提升、国内大飞机项目上马以及快速增长的军用需求，我们判断这一块需求占比将快速扩大。

图表 14：城市轨道运营里程及对结构泡沫需求预测（左图）；我国每年新增动车组及对结构泡沫需求预测（右图）



资料来源：铁道部、中金公司研究部

图表 15：中国结构泡沫需求预测



资料来源：中金公司研究部

公司后续产品梯队合理，市场空间巨大。公司秉承“预研一代、开发一代、设计一代、生产一代”的产品和技术发展模式，持续开发新产品，目前拥有众多具有良好应用前景的产品如在研项目，其中 PMI 泡沫材料在航空航天领域有着非常良好的应用前景，而 PP 发泡材料在包装材料、绝热材料、汽车内饰、体育材料等方面有着广泛的应用，目前国内都还没有企业能够规模化生产，市场空间巨大。

在众多的泡沫材料中，聚甲基丙烯酸酯亚胺（简称 PMI）是在相同密度的条件下，比强度和比模量最高的泡沫材料，具有优良的介电性能、低的热导率、易于加工复杂外形和可设计性等特点。近年来，欧美已经开始大量使用 PMI 泡沫材料替代传统的铝蜂窝和 Nomex 芳纶蜂窝用于航天器中，主要有多功能结构、变截面结构、杆梁结构和天线结构等

图表 16：PMI 泡沫材料和铝蜂窝材料力学性能对比

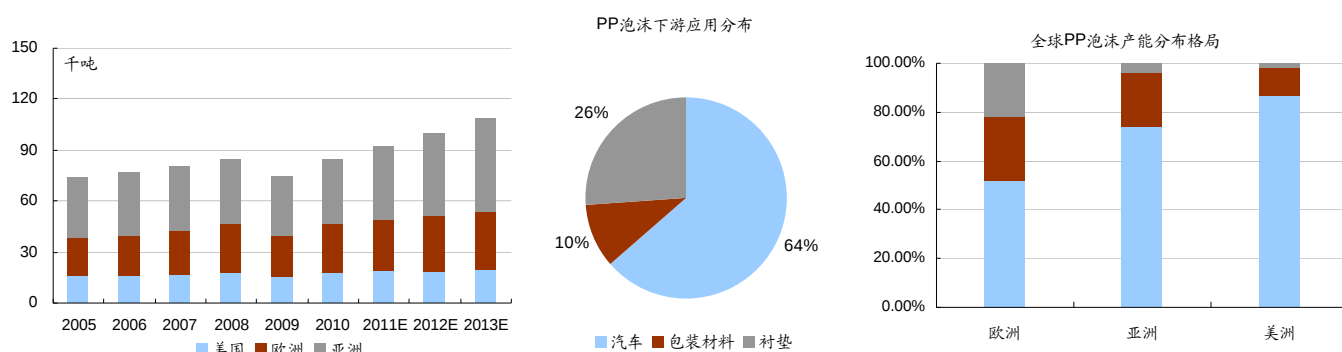
编号	密度	容重	压缩强度	剪切强度（MPa）		
	(kg/m³)	(pcf)	(MPa)	纵向(L)	横向(W)	
铝蜂窝	HC-1	27	1.69	0.45	0.44	0.24
	HC-2	52	3.25	1.5	1.15	0.67
	HC-3	77	4.81	2.88	2.18	1.25
PMI泡沫	51WF	52	3.25	0.8	0.8	
	71XT	75	4.69	1.7	1.4	

资料来源：《航天环境工程》、中金公司研究部

与传统的发泡 PS、发泡 PE 相比，发泡 PP 以其优良的耐热性、力学性能和良好的环境适应性等优点而倍受人们的青睐，而且从挤出发泡到热成型总的加工成本低于发泡 PS。过去十年来美国、日本、德国等发达国家大力发展发泡 PP 以替代发泡 PS。根据全球最大 PP 发泡材料生产商日本 JSP 公司的数据，过去十年全球 PP 发泡材料需求复合增长率为 5% - 6%，其中亚洲增长速度非常最快，复合增速达到 13%。

中国 PP 发泡材料有着广阔的市场空间，产品供不应求。以汽车为例，PP 发泡材料正在逐渐取代 EPS、EPU、EPE 在汽车行业中的使用，以每辆车用塑料 100~130kg 计算，所用的 PP 发泡材料就可达 20kg 左右。即便最保守估计每辆汽车用 1Kg PP 发泡材料，每年也需要 1.3 万吨左右，加上高档包装材料、体育用品、绝热材料、缓冲材料等需求，中国目前每年至少需要 2 万吨左右的 PP 发泡材料，并保持 15% 以上的增速。目前国内只有两家日本厂商 JSP 和 Kaneka 能够大规模生产，其中 JSP 有两处无锡和东莞两处工厂，产能在 9000 吨左右，Kaneka 在 08 年将其在苏州的工厂的产能从 2400 提升到 6000 吨左右（包括 EPE），以满足中国汽车零部件及缓冲材料市场需求的激增。

图表 17：全球 PP 泡沫材料需求预测（左图）；PP 泡沫材料下游应用（中图）；PP 泡沫材料全球寡头垄断（右图）



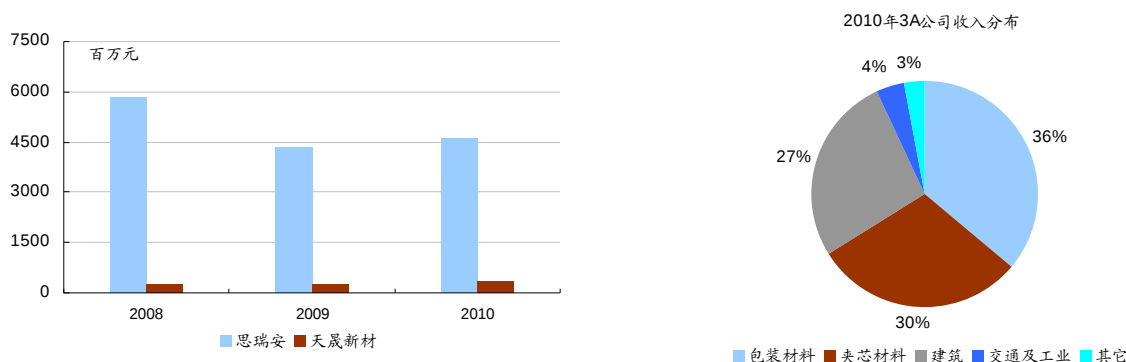
资料来源：JSP 公司公告、中金公司研究部

天晟新材的第二大优势在于快速的市场拓展能力。

2011 年 4 月 19 日，公司公告与思瑞安复合材料有限公司（简称 3A 公司）成立合资公司思强赛复合材料（上海）有限公司，天晟新材持股 50.1%，思瑞安中国持股 49.9%。思瑞安集团作为世界领先的轻质复合材料产品制造商，在轻质复合材料市场占有率全球第一。旗下拥有 AIREX®, ALUCOBOND® 等众多知名品牌，其产品被广泛应用于风能，航海，轨道交通，航空航天，工业和建筑等领域中。

合资公司成立的意义巨大，我们认为天晟新材此举在于充分利用思瑞安集团在轻质复合材料行业丰富的销售管理经验和广泛的市场资源，迅速打开市场。3A 公司致力于轻质复合材料领域已经有 50 多年的历史，是全球轻质复合材料行业的巨头，其优势在于对于全球市场的把握。而天晟新材拥有强大的研发和技术实力，双方的合作是优势互补，能够有效避免恶性竞争。

图表 18：3A 公司和天晟新材的销售收入对比（左图）；3A 公司 2010 年收入分布（右图）



资料来源：施威特技术公司年报、中金公司研究部

合作意味着天晟新材可以通过合资公司，利用 3A 公司目前在中国风能市场结构芯材市场占有率第一的优势，迅速扩大 PVC 发泡材料的市场占有率，同时，授予 3AC 有数量制约的海外市场独家经销权也使各自的 PVC 发泡材料的市场前景变得清晰，对未来产能的投资计划的安全性和合理性提供市场合理的支撑。

同时我们预计目前注入的 PVC 结构泡沫仅仅是一个开始。目前合资公司主要专注于 PVC 结构泡沫等轻质复合材料的销售，但是天晟新材在结构泡沫材料的研发以及生产能力的拓展上有着很强的优势，我们认为后续研发的新产品如 PET 发泡材料等也很有可能继续注入到合资公司中。3A 公司具有完善的全球销售网络和复合材料行业的丰富经验，这为天晟新材后续的新产品顺利进入全球市场奠定了基础，也必将保证公司未来的持续增长。

财务预测及估值

我们预计公司 2011~2013 年业绩为 0.74 元、1.05 元和 1.42 元，目前股价对应 PE 为 40、28、21 倍。短期看估值压力较大，但是考虑到结构泡沫材料巨大的增长空间，值得长期持有。我们认为公司是高分子发泡行业潜在的全球领导者，具有“百年老店”的潜质，买入公司就是买入了行业的龙头。考虑到 12 年公司募投项目达产，同时公司后续新产品也将逐渐投放市场，我们给予 12 年 35 倍估值，首次覆盖给予“推荐”评级，目标价 36 元。

图表 19：天晟新材历史和预测的主要财务和经营数据、主要假设

损益表 (百万元)	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入净额	232	253	351	539	696
主营业务利润	63	92	123	219	293
营业费用	9	12	18	27	35
管理费用	16	28	36	54	70
财务费用	3	6	9	3	-2
营业利润	33	44	58	135	190
所得税	6	10	12	27	38
净利润	27	35	49	104	147
现金流量表 (百万元)					
经营活动现金流净额	34	19	42	101	130
投资活动现金流净额	-114	-95	-54	-205	-104
融资活动现金流净额	149	52	14	443	-23
货币资金增加额	69	-23	2	339	2
资产负债表 (百万元)					
流动资产	166	205	271	703	793
固定资产	125	166	197	378	446
流动负债	113	177	209	124	159
长期负债	46	64	86	40	40
股东权益	170	205	254	972	1,090
总资产	333	451	556	1,146	1,304
财务指标					
主营业务利润率	27.2%	36.4%	35.2%	40.6%	42.1%
息税前利润率	16.4%	20.8%	19.8%	25.6%	27.1%
净利润率	11.6%	14.0%	13.9%	19.4%	21.2%
净资产收益率	15.8%	17.2%	19.2%	10.7%	13.5%
总资产收益率	8.0%	7.9%	8.8%	9.1%	11.3%
总资产负债率	47.5%	53.3%	53.2%	14.3%	15.2%
净资产负债率	93.1%	116.9%	116.2%	16.9%	18.2%
流动比率	1.5	1.16	1.29	5.67	5.00
速动比率	1.2	0.90	0.89	4.87	4.20
应收账款周转期	82.8	137	137	137	137
存货周转期	42.7	66	66	66	66
分红比例	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%

销售量	2011E	2012E	2013E
发泡塑料 (立方米)	60,000	60,000	60,000
发泡橡胶 (立方米)	18,000	18,000	18,000
软质发泡-后加工产品 (百万片)	390	507	659
结构泡沫材料 (吨)	3,500	5,000	7,000
销售单位含税价			
发泡塑料 (元/立方米)	1,881	2,069	2,276
发泡橡胶 (元/立方米)	4,681	5,149	5,663
软质发泡-后加工产品 (元/片)	0.38	0.38	0.38
结构泡沫材料 (元/吨)	79,511	79,511	79,511
毛利率			
发泡塑料	20%	20%	20%
发泡橡胶	20%	20%	20%
软质发泡-后加工产品	40%	40%	40%
结构泡沫材料	55%	55%	55%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~-10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED