

署名人: 王鹏

S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 马衡

S0960110120165

021-52340802

maheng@cjis.cn

6-12个月目标价: 42.00元

当前股价: 21.72元

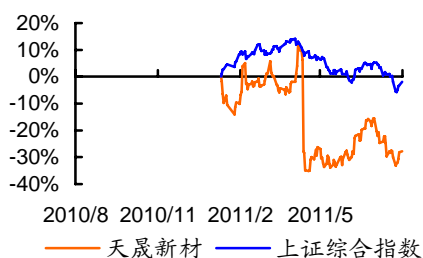
评级调整: 维持

### 基本资料

上证综合指数	2409.67
总股本(百万)	140
流通股本(百万)	35
流通市值(亿)	8
EPS (TTM)	0.38
每股净资产(元)	1.86
资产负债率	53.2%

### 股价表现

(%)	1M	3M	6M
天晟新材	-14.08	-29.02	-25.59
上证综合指数	-0.97	-10.38	-18.73



### 相关报告

《天晟新材 300169-中报符合预期, 结构泡沫收入增长较快, 储备项目即将可研》  
《天晟新材-以结构发泡技术为基石, 成就新材料领域的国际领跑者》2011-5-11  
《天晟新材-合作获双赢, 国内外渠道得拓展, 国际化迈出坚实步子》2011-4-19

天晟新材

300169

强烈推荐

盈利水平保持, 储备项目即将大中试, 技术实力展露峥嵘

公司发布三季报, 实现总营收 2.85 亿元, 同比增长 13.55%; 净利润 0.44 亿元, 同比增长 29.41%; 摊薄每股收益 0.31 元。并公告了 4 千万运营资金分别用于超临界微孔 PP 发泡材料大中试项目建设和 PMI 结构泡沫材料大中试项目建设。

#### 投资要点:

- **三季报符合预期, 毛利率水平保持。**公司前三季度营收 2.85 亿, 同比增 13.55%, 单季收入环比降 9.26%; 净利润 0.44 亿元, 同比增 29.41%, 单季净利环比降 20%; 非经损益 316 万, 摊薄每股收益 0.31 元。销售毛利率 33.82%, 基本保持; 净利率 15.39%, 同比环比均上升, 主要是由于三项费用率的下降。应收账款 1.56 亿, 存货 1.92 亿, 同比环比均增, 一方面由于行业回款周期长, 另一方面也说明下游需求仍不振。
- 合资公司十月开始对外销售, 预计四季度并表可大幅提高营收和利润。PVC 募投项目顺利进行, 加快轨交项目建设, 形成结构泡沫生产、复合材料生产、部品部件生产的全系列产业链。公司公告降适时推出股权激励计划, 有利于人才引进和吸引, 为公司经营管理打下坚实基础。
- **PMI 结构泡沫和超临界微孔 PP 泡沫材料公告大中试可研, 储备项目量产预期提振。**公司公告将各投入 2000 万元进行 PMI 结构泡沫材料和超临界微孔 PP 泡沫材料建设, 我们认为储备项目开始具备量产条件的概率提升。发泡 PMI 和 PP 的量产, 可能带来同比目前公司市值的新市场(见深度报告)。公司可研提供的试样实验数据和国外第一梯队竞争对手产品比较看, 产品质量完全达标甚至更优。PMI 结构材料在航空航天国产化或可为公司再创建一个国内第一。超临界 PP 在国际上量产仍属难题, 如果突破不仅是下游应用空间广阔, 上游原料亦十分可观。我们认为从公司与思瑞安合作、储备项目的推进等均体现了公司迅速有效的执行力, 作为一家具备核心技术、未来潜力巨大的新材料公司, 长期成长性可期。
- **维持公司强烈推荐的投资评级。**我们预计公司 11-13 年 EPS 为 0.50、0.84、1.48 元, 维持对公司强烈推荐的投资评级, 未来 6-12 月的目标价格为 29.4-42.0 元。
- **风险提示:** 风电行业开工率继续下滑, 公司产能消化缓慢, 产品利润下滑。储备项目进度低于预期, 无法获得突破, 市场开拓缓慢。核心技术人员流失风险。

#### 主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	351	548	905	1395
同比(%)	39%	56%	65%	54%
归属母公司净利润(百万元)	49	70	118	207
同比(%)	38%	44%	69%	75%
毛利率(%)	35.7%	34.7%	36.4%	38.3%
ROE(%)	19.2%	8.0%	11.9%	17.3%
每股收益(元)	0.35	0.50	0.84	1.48
P/E	83.95	58.39	34.54	19.74
P/B	16.09	4.67	4.12	3.41
EV/EBITDA	49	39	21	13

资料来源: 中投证券研究所

表 1 公司分业务盈利预测

项目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总的芯材收入, 万元			6055.4	10194.0	27260.0	58265.0	97448.1
毛利率, %			58.92%	52.65%	39.55%	39.50%	40.31%
收入增长率, %				68.35%	167.41%	113.74%	67.25%
软质泡沫材料收入, 万元	13735.1	16204.2	12075.7	14584.4	13966.0	14319.7	15050.3
毛利率, %	19.12%	21.72%	22.89%	21.87%	21.00%	20.00%	19.00%
收入增长率, %		17.98%	-25.48%	20.78%	-4.24%	2.53%	5.10%
后加工品收入, 万元	5852.8	6523.6	6721.7	9765.9	12972.5	16755.0	20090.5
毛利率, %	50.16%	42.23%	42.58%	38.30%	39.77%	39.26%	38.94%
收入增长率, %		11.46%	3.04%	45.29%	32.84%	29.16%	19.91%
其他收入, 万元	455.2	468.94	476.61	559.00	564.59	1170.24	6925.94
毛利率, %	30.10%	43.10%	37.30%	43.43%	20.00%	40.51%	50.47%
收入增长率, %		3%	2%	17%	1%	107%	492%
总收入, 万元	20043.0	23196.7	25329.4	35103.3	54763.1	90510.0	139514.8
毛利率, %	28.43%	27.92%	37.00%	35.72%	34.67%	36.38%	38.32%
收入增长率, %		15.73%	9.19%	38.59%	56.01%	65.28%	54.14%

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	271	847	881	1200
现金	68	550	385	466
应收账款	90	143	228	337
其它应收款	5	8	13	21
预付账款	16	21	36	54
存货	84	106	185	269
其他	8	18	34	53
<b>非流动资产</b>	285	389	586	616
长期投资	0	0	0	0
固定资产	170	243	387	436
无形资产	70	84	98	110
其他	45	62	101	70
<b>资产总计</b>	556	1236	1466	1816
<b>流动负债</b>	209	249	320	410
短期借款	130	126	127	127
应付账款	51	85	139	207
其他	28	39	53	76
<b>非流动负债</b>	86	101	119	135
长期借款	57	74	91	108
其他	29	27	28	27
<b>负债合计</b>	295	350	438	545
少数股东权益	6	11	35	70
股本	140	140	140	140
资本公积	73	694	694	694
留存收益	111	41	159	366
归属母公司股东权益	254	875	993	1200
<b>负债和股东权益</b>	556	1236	1466	1816

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	42	38	30	119
净利润	50	75	143	242
折旧摊销	18	13	20	25
财务费用	9	2	-3	-0
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-37	-55	-138	-159
其它	2	3	9	10
<b>投资活动现金流</b>	-54	-118	-217	-55
资本支出	54	100	200	40
长期投资	0	0	0	0
其他	0	-18	-17	-15
<b>筹资活动现金流</b>	14	561	22	17
短期借款	13	-4	1	-0
长期借款	17	17	17	17
普通股增加	70	0	0	0
资本公积增加	0	621	0	0
其他	-86	-72	3	0
<b>现金净增加额</b>	1	482	-165	81

利润表				
会计年度	2010	2011	2012	2013
<b>营业收入</b>	351	548	905	1395
营业成本	226	358	576	861
营业税金及附加	2	3	5	8
营业费用	18	28	46	70
管理费用	36	63	100	146
财务费用	9	2	-3	-0
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	58	92	180	308
营业外收入	5	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	62	94	183	311
所得税	12	20	40	68
<b>净利润</b>	50	75	143	242
少数股东损益	1	5	24	35
<b>归属母公司净利润</b>	49	70	118	207
EBITDA	85	107	196	333
EPS (元)	0.35	0.50	0.84	1.48

主要财务比率				
会计年度	2010	2011	2012	2013
<b>成长能力</b>				
营业收入	38.6	56.0	65.3	54.1
营业利润	32.5	56.6	96.7	71.0
归属于母公司净利润	37.5	43.8	69.1	75.0
<b>获利能力</b>				
毛利率	35.7	34.7	36.4	38.3
净利率	13.9	12.8	13.1	14.8
ROE	19.2	8.0%	11.9%	17.3
ROIC	13.3	13.1	15.5	22.4
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	53.2	28.3	29.9	30.0
净负债比率	63.30	57.02	49.77	43.05
流动比率	1.29	3.40	2.76	2.93
速动比率	0.89	2.97	2.17	2.27
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.70	0.61	0.67	0.85
应收账款周转率	4	4	5	5
应付账款周转率	4.53	5.28	5.14	4.96
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.50	0.84	1.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.27	0.21	0.85
每股净资产(最新摊薄)	1.81	6.24	7.08	8.56
<b>估值比率</b>				
P/E	83.95	58.39	34.54	19.74
P/B	16.09	4.67	4.12	3.41
EV/EBITDA	49	39	21	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

王鹏, 中投证券研究所副所长, 研究主管。

马蘅, 中投证券研究所新能源行业研究员。

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意,本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434