

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: 42.0元

当前股价: 29.16元

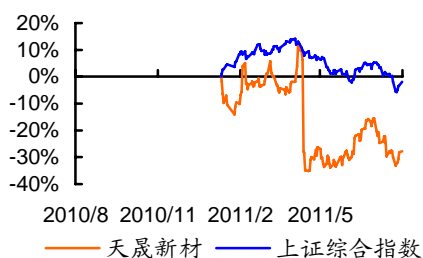
评级调整: 维持

### 基本资料

上证综合指数	2626.77
总股本(百万)	140
流通股本(百万)	35
流通市值(亿)	10
EPS (TTM)	
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	-14.64	-2.15	21.85
上证综合指数	-6.86	-8.51	-9.40



### 相关报告

《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

中报符合预期, 结构泡沫收入增长较快, 储备项目即将可研

### 投资要点:

- **公司上半年盈利符合预期, 财务费用下降显著。**公司上半年收入 1.87 亿, 同比增 10.94%, 环比增 2.74%; 净利润 2890 万元, 同比增 20.06%, 环比增 10.98%; 基本每股收益 0.20 元。销售毛利率 34.44%, 同比环比均略有下滑; 净利率 15%, 同比环比均上升, 主要是由于三项费用率的下降, 其中主要来自财务费用的大幅下降。由于主业中风电行业回款帐期有 3-6 月滞后, 收入增长同时, 应收帐款也有所增长。存货增加主要来自公司的市场策略, 在行业底部增加低成本库存所致。
- **结构泡沫业务同比增 50.92%, 毛利下滑主要由于新产能投产及 Kits 加工业务并入。**上半年公司结构泡沫业务同比增 50.92%, 环比增 28.83%, 毛利率下滑 8.71 个百分点, 主要由于募投产能的投产而销售还未体现; 此外募投的 Kits 成套加工业务并入, 相对毛利率较低, 从而带动整体毛利率的下降。我们认为虽然风电行业上半年开工不足, 但行业每年新增 15GW 左右的装机容量不会改变。除了天晟的新增产能, 并无其他供需面的变化。目前风电行业正处于的底部, 公司的盈利水平仍得以维持, 我们判断未来几年公司产能消化和盈利水平保持问题不大。但由于今年风电行业受政策影响, 整体开工进度滞后, 我们对于今年公司的订单完成情况下调预期, 对明年产能消化作相对保守测算, 下调结构泡沫业务的收入和盈利。
- **软质发泡收入下降, 主要受到需求影响; 后加工业务毛利率下降, 因新事业部产生的成本费用较高。**
- **新轨交业务值得期待, 储备项目之一即将进入可研。**公司半年报披露新成立轨交事业部, 主要从事轨交内饰配套, 利于扩展公司发泡材料的应用领域, 提高产品毛利率。PET 结构泡沫的产业化可研提上日程, 体现了公司储备项目进入量产的信号。PET 结构泡沫的量产, 可能带来同比目前公司市值的新市场(见深度报告)。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。
- **下调盈利预测, 维持公司强烈推荐的投资评级。**出于对风电行业景气度回升缓慢的谨慎考虑, 我们对公司盈利预测作出调整(见表 1), 下调公司 11-13 年 EPS 为 0.50、0.84、1.48 元。考虑到公司储备项目可能带来的巨大潜力, 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

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011	2012	2013
<b>流动资产</b>	271	847	881	1200	<b>营业收入</b>	351	548	905	1395
现金	68	550	385	466	营业成本	226	358	576	861
应收账款	90	143	228	337	营业税金及附加	2	3	5	8
其它应收款	5	8	13	21	营业费用	18	28	46	70
预付账款	16	21	36	54	管理费用	36	63	100	146
存货	84	106	185	269	财务费用	9	2	-3	-0
其他	8	18	34	53	资产减值损失	2	2	2	2
<b>非流动资产</b>	285	389	586	616	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	170	243	387	436	<b>营业利润</b>	58	92	180	308
无形资产	70	84	98	110	营业外收入	5	4	4	4
其他	45	62	101	70	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	556	1236	1466	1816	<b>利润总额</b>	62	94	183	311
<b>流动负债</b>	209	249	320	410	所得税	12	20	40	68
短期借款	130	126	127	127	<b>净利润</b>	50	75	143	242
应付账款	51	85	139	207	少数股东损益	1	5	24	35
其他	28	39	53	76	<b>归属母公司净利润</b>	49	70	118	207
<b>非流动负债</b>	86	101	119	135	EBITDA	85	107	196	333
长期借款	57	74	91	108	<b>EPS (元)</b>	0.35	0.50	0.84	1.48
其他	29	27	28	27					
<b>负债合计</b>	295	350	438	545	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	6	11	35	70	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
股本	140	140	140	140	<b>成长能力</b>				
资本公积	73	694	694	694	营业收入	38.6	56.0	65.3	54.1
留存收益	111	41	159	366	营业利润	32.5	56.6	96.7	71.0
归属母公司股东权益	254	875	993	1200	归属于母公司净利润	37.5	43.8	69.1	75.0
<b>负债和股东权益</b>	556	1236	1466	1816	<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。

马箭, 中投证券研究所新能源行业研究员。曾就职于陶氏化学, 多年产品开发经验。2009 年加入中投证券。

## 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