

原材料 - 化工

2012 年 3 月 19 日

市场数据	2012 年 3 月 16 日
当前价格 (元)	20.19
52 周价格区间 (元)	15.10-45.30
总市值 (百万)	2831.65
流通市值 (百万)	1595.11
总股本 (百万股)	140.25
流通股 (百万股)	79.01
日均成交额 (百万)	35.52
近一月换手 (%)	73.75%
公司网址	http://www.tschina.com

一年期行情走势比较



相关报告

《天辰新材 (300169) 深度研究报告》2011.8
 《天辰新材 (300169) 3 季报点评》2011.10

顾静

执业证书号: S1030510120007
 (0755)83199599-8206
 gujing@csc.com.cn
 本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，顾静，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

产品结构改善，业绩增长低于预期

一天辰新材 (300169) 2011 年年报点评

评级：增持

预测指标	2011A	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	413.38	500.74	578.01
净利润 (百万元)	54.82	65.06	85.31
每股收益 (元)	0.40	0.46	0.61
净利润增长率 %	12.53%	21.65%	23.57%
市盈率	50.48	43.52	33.19

资料来源：世纪证券研究所

- **业绩增长低于预期。**公司 2011 年营业收入为 413.38 百万元，同比增长 17.76%；实现归属于母公司所有者的净利润 53.73 百万元，同比增长 12.53%，每股收益为 0.4 元。分红预案为现有总股本 14,025 万股为基数，按每 10 股派发现金股利人民币 2.5 元(含税)，每 10 股转增 10 股。
- **产品成本上涨，结构改善。**报告期公司毛利率同比下滑 2.28 个百分点，其中软质泡沫材料销售增长小幅下降 5.66%，由于原材料、用工成本上涨等因素的影响，毛利率同比下降 4.38%；2011 年公司结构泡沫材料产能增加 1500 吨，营业收入增长 43.80%，毛利率虽小幅下降，但仍保持较高水平，为 50.39%；营业收入和营业利润占比为 35.53% 和 53.58%，同比分别提高 6.02 和约 10 个百分点。
- **高端产品项目将陆续进入产能释放期。**1) 2012 年公司将加快募集资金投资项目建设，将 PVC 结构泡沫产能由目前的年产 4,500 吨扩至年产 7,000 吨；2) PET 结构泡沫材料的产业化，该项目计划 2013 年建成达产；3) CIM 车辆部件生产能力的进一步扩建，该扩能项目计划在 2012 年 10 月建成达产；4) PMI 结构泡沫大中试 200 立方米级生产线计划 2012 年 8 月底建成。
- **盈利预测及评级。**根据我们的盈利预测，2012-2013 年公司每股收益分别为 0.46 元、0.61 元，对应 3 月 16 日收盘价的市盈率分别为 43.52 倍、33.19 倍。考虑公司产品结构改善，结构泡沫材料技术优势明显，给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**结构泡沫材料项目产能释放低于预期；下游客户需求增速存在一定波动。

产品成本上涨，结构改善

业绩增长低于预期。公司 2011 年营业收入为 413.38 百万元，同比增长 17.76%；实现归属于母公司所有者的净利润 53.73 百万元，同比增长 12.53%；每股收益为 0.4 元，业绩增长低于预期。分红预案为现有总股本 14,025 万股为基数，按每 10 股派发现金股利人民币 2.5 元（含税），每 10 股转增 10 股。

产品成本上涨，结构改善。报告期公司毛利率同比下滑 2.28 个百分点，主要是公司新增结构泡沫加工产能的达成需要有逐渐释放的过程及人力成本的上升以及软质泡沫材料受原材料成本上涨所致。其中软质泡沫材料销售增长小幅下降 5.66%，由于原材料、用工成本上涨等因素的影响，毛利率同比下降 4.38%；后加工产品报告期内营业收入增长 19.70%，由于原材料、用工成本上涨等因素的影响，以及新建 CIM 车辆配件部门等因素，本期毛利率同比下降 5.83%。

2011 年公司结构泡沫材料产能增加 1500 吨，营业收入增长 43.80%，毛利率虽小幅下降，但仍保持较高水平，为 50.39%；营业收入和营业利润占比为 35.53% 和 53.58%，同比分别提高 6.02 和约 10 个百分点。

另外公司 2011 年净利润增长还得益于募集资金存款利息增加，财务费用同比减少 103.01%；政府补助增加，营业外收入同比增长 85.49%。

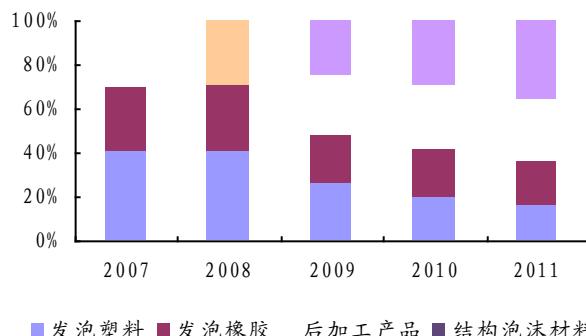
Figure 1 公司 2011 年利润表同比 单位：百万元

财务指标	2010 年	2011 年	同比
一、营业收入	351.03	413.38	17.76%
二、营业总成本	292.60	355.06	21.35%
营业成本	225.64	275.14	21.94%
毛利率	35.72%	33.44%	-2.28%
营业税金及附加	1.95	2.08	6.91%
销售费用	17.74	24.35	37.29%
管理费用	36.37	50.13	37.83%
财务费用	9.07	-0.27	-103.01%
期间费用率	18.00%	17.95%	-0.05%
资产减值损失	1.83	3.63	98.06%
三、其他经营收益			
投资净收益	0.00	0.00	#DIV/0!
四、营业利润	58.44	58.32	-0.20%
加：营业外收入	4.51	8.36	85.49%
减：营业外支出	0.86	1.29	50.24%
营业外收支净额	3.65	7.07	93.78%

五、利润总额	62.08	65.39	5.32%
减：所得税	12.16	11.66	-4.12%
六、净利润	49.93	53.73	7.62%
减：少数股东损益	1.21	-1.09	-189.40%
归属于母公司所有者的净利润	48.71	54.82	12.53%
七、每股收益：			
稀释每股收益(元)	0.35	0.40	15.16%

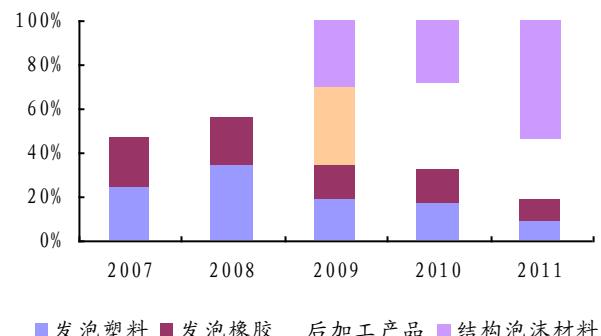
资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 2 主营业务收入占比



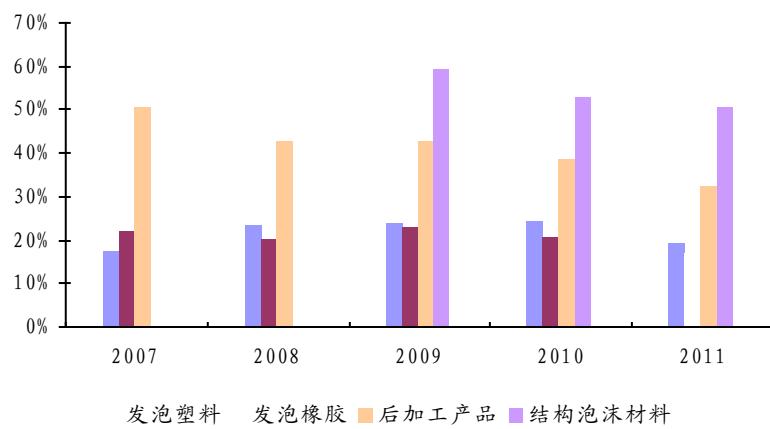
资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 3 主营业务利润占比



资料来源：wind、世纪证券研究所

Figure 4 主营业务毛利率指标



资料来源：wind、世纪证券研究所

高端产品项目将陆续进入产能释放期

1、2012年公司将加快募集资金投资项目建设，将PVC结构泡沫产能由目前的年产4,500吨扩至年产7,000吨。2011公司与3A中国合资设立合资企业，整合两家企业的优势，加大成套芯材的销售比重。公司在2012年度已分别取得中材科技及广东明阳年度份额合同，经销售部门测算，中材科技及广东明阳在2012年度对公司成套芯材的合计采购

金额预计为 16000 万元至 18000 万元，对中复连众及国电联合动力也正进行紧密的合作，2012 年度力争完成国内风电叶片成套芯材 50% 的市场占有率。

2、PET 结构泡沫材料的产业化，目前该项目用地正在公示阶段，一旦建设条件具备，即履行相关建设程序，该项目计划 2013 年建成达产。

3、CIM 车辆部件生产能力的进一步扩建，目前城市轨道交通的建设正处于快速增长期，为使公司从材料制造商向成套解决方案商延伸，抓住该行业的发展机遇，有必要提升车辆成套部件的生产能力，该扩能项目计划在 2012 年 10 月建成达产。

4、PMI 结构泡沫大中试 200 立方米级生产线计划 2012 年 8 月底建成。

盈利预测与投资评级

公司主营业务关键假设如下：

Figure 5 公司盈利预测关键假设 单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入				
发泡塑料	69.59	70.06	77.20	81.00
发泡橡胶	76.26	73.33	77.41	79.04
后加工产品	97.66	112.31	125.79	140.88
结构泡沫材料	101.94	164.61	282.58	349.75
毛利率				
发泡塑料	23.74%	21.00%	21.00%	21.00%
发泡橡胶	20.31%	19.00%	19.00%	19.00%
后加工产品	38.30%	32.00%	33.00%	33.00%
结构泡沫材料	52.66%	50.50%	50.00%	50.00%

资料来源：wind、世纪证券研究所

根据我们的盈利预测，2012 – 2013 年公司每股收益分别为 0.46 元、0.61 元，对应 3 月 16 日收盘价的市盈率分别为 43.52 倍、33.19 倍。考虑公司产品结构改善，结构泡沫材料技术优势明显，给予公司“增持”评级。

Figure 6

项目	2011	2012E	2013E
一、营业总收入	413.38	500.74	578.01
二、营业总成本	355.06	415.09	472.66
营业成本	275.14	324.45	369.40
营业税金及附加	2.08	2.46	2.89
销售费用	24.35	29.07	31.79
管理费用	50.13	54.19	63.58
财务费用	-0.27	4.93	2.31
期间费用合计	74.21	88.18	97.68
资产减值损失	3.63	0.00	0.00
三、其他经营收益			
投资净收益	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	58.32	81.32	105.35
加：营业外收入	8.36		
减：营业外支出	1.29		
营业外净收支	7.07	0.00	0.00
五、利润总额	62.08	81.32	105.35
减：所得税	11.66	14.64	17.91
六、净利润	53.73	66.69	87.44
减：少数股东损益	-1.09	1.62	2.13
归属于母公司所有者的净利润	54.82	65.06	85.31
总股本(百万股)	140.25	140.25	140.25
七、每股收益：	0.40	0.46	0.61

风险因素分析

- 1) 结构泡沫材料项目产能释放低于预期;
- 2) 下游客户需求增速存在一定波动。

世纪证券投资评级标准:**股票投资评级**

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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或征价。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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.