

国内高端阳光面料的领航者

先锋新材

300163

公司简介

公司主要从事高分子复合遮阳材料（阳光面料）产品的研发、生产和销售。公司的主要产品是由高强度涤纶丝或者玻璃纤维丝外部均匀包覆高分子复合材料后织造而成，具有节能、环保、耐久、阻燃等优点，广泛应用于建筑工程行业以及其他工业用纺织品。公司主营产品阳光面料具有高质量低价格的优势，产品大量出口，出口比例达70%。

建筑遮阳市场潜力巨大

建筑遮阳在我国还处于一个新兴市场，市场还未完全开发，随着我国“建设节约型社会”的提出，节能效应明显的智能建筑也将迎来前所未有的发展机遇。预计2010-2012年我国建筑智能市场规模将保持每年25%左右的速度增长，这也将带动高分子复合遮阳材料的需求增长。

国内遮阳面料的领导者

公司不断整合化工、单丝复合、织造、材料热处理等领域的技术，独立开发出众多高分子复合遮阳新材料，拥有独立的核心技术和专利，产品技术达到国际先进水平。公司凭借新进入者、以及技术、生产规模的优势在国内占绝了重要位置，目前在国内处于行业领导地位。高分子复合材料行业具有较高的资金、技术壁垒，随着公司新增产能的建设，未来高增长路径逐渐打开。

盈利预测

公司目前产能严重不足，募投项目将缓解公司产品供不应求的局面。面对下游强劲的需求，公司未来几年将通过产能扩张以及新产品PVDF膜材料等的开发来满足下游需求以及企业自身的发展。我们预计公司2010年、2011年和2012年EPS分别为0.35元、0.76元和1.17元，考虑到遮阳节能广阔的市场空间以及公司细分行业领先的地位优势，我们给予公司2011年35-40倍PE较为合理，对应询价区间26.6-30.4元。

附表 公司业绩预测表

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	107	161	295	487
营业收入同比（%）	32%	50%	83%	65%
净利润（万元）	19	28	60	92
净利润同比（%）	57%	45%	114%	54%

首次

不评级

分析师：袁舰波

投资咨询执业证书编号：

S0630208010052

联系人：胡昂

021-50586660-8626

ha@longone.com.cn

日期

分析：2010年12月29日

调研：无

价格

预测发行价：28.88元

预测上市价：40.00元

公司估值

	2009	2010E	2011E	2012E
EPS	0.24	0.35	0.76	1.17
PE	120.3	82.5	38.0	24.7

注：EPS为最新股本摊薄后数据，PE、以预测上市价为基础

一、公司概况

1、公司简介

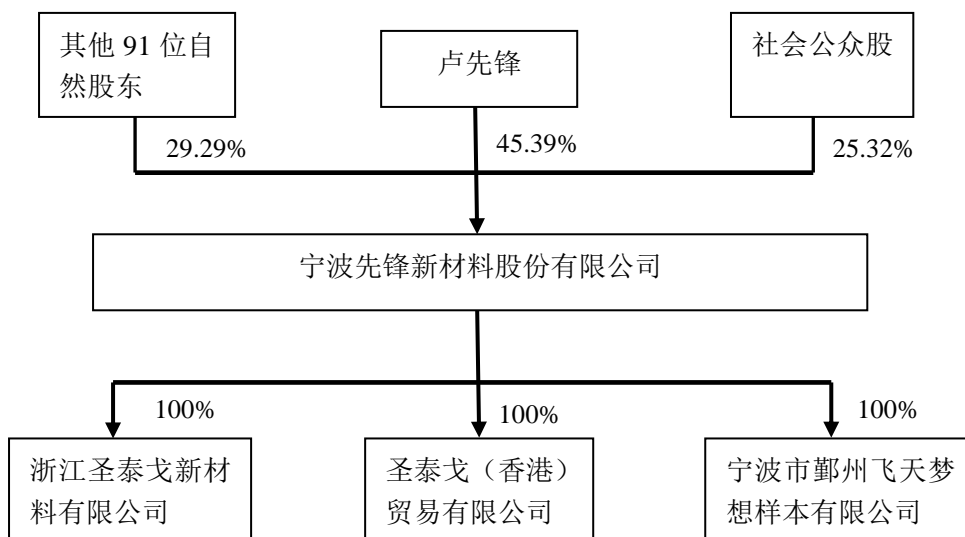
公司主要从事高分子复合遮阳材料（阳光面料）产品的研发、生产和销售。公司的主要产品是由高强度涤纶丝或者玻璃纤维丝外部均匀包覆高分子复合材料后织造而成，具有节能、环保、耐久、阻燃等优点，广泛应用于建筑工程行业以及其他工业用纺织品。高分子复合遮阳材料符合国家战略性新兴产业发展方向，属于国家大力鼓励发展的新材料行业，其产品用于建筑遮阳，具有双效节能效果，可以大幅降低空调用电和照明用电。

公司不断整合化工、单丝复合、织造、材料热处理等领域的技术，独立开发出众多高分子复合遮阳新材料，拥有独立的核心技术和专利，产品技术达到国际先进水平，并大量出口。公司具有持续的创新能力，保证了公司持续的高速成长，公司产品市场容量巨大，可以保证公司的持续成长空间。公司在我国高分子复合遮阳材料的制造行业中具有较为突出的行业地位，目前在国内尚没有真正的竞争对手。

2、公司股权结构

本次 IPO 拟发行 2000 万股，发行后总股本 7900 万股，其中董事长卢峰先生占股 45.39%，是公司的实际控制人。其他 91 位自然股东包括大多数公司的技术骨干，公司的股权结构保证了利益的一致性和激励效应。

图 1 公司发行后股权结构



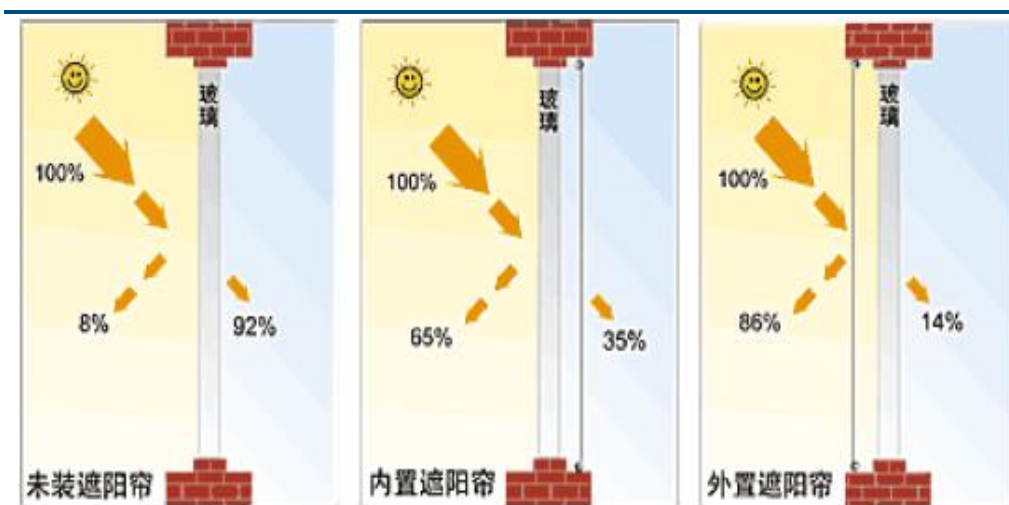
资料来源：招股说明书，东海证券研究所

二、建筑遮阳市场容量巨大，行业处于成长期

1、阳光材料性能优良占得遮阳市场先机

高分子复合遮阳材料（阳光面料）主要是由高强度涤纶丝或者玻璃纤维丝外部均匀包覆高分子复合材料 PVC 后织造而成，具有节能、环保、耐久、阻燃等优点。PVC 导热系数低的特性决定了阳光面料夏天隔热冬天保温的性能，可以保持室内的恒温，进而降低室内空调的耗能，达到节能的效果。实验表明，阳光面料可以阻挡 65% 以上的热辐射和 95% 以上的紫外线。

图 2 建筑节能效果图



资料来源：中国遮阳网

更值得一提的是阳光面料具有双效节能的优性，能遮阳隔热，有效降低空调负荷，能过滤眩光，提高视觉舒适度。2005 年 12 月“欧洲遮阳组织”（The European Solar Shading Organization）发表了研究报告《欧盟 25 国遮阳系统节能及 CO2 减排》，指出在欧洲采用遮阳可以节约空调用能约 25%，节约采暖用能约 10%。

表 1 阳光面料性能优良

	阳光面料	一般办公卷帘面料
原材料	玻纤或涤纶丝上包覆 PVC 隔膜 电绝缘 遮光隔热	化纤 容易起静电招灰尘 只遮光
特性	经过改性处理，定形好，阻燃性强 色牢性好 抗菌，不易腐烂，至少可保证 5 年	无后期改性处理，易变形，易燃烧 易褪色 不具有抗菌性，易出黑点变烂

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

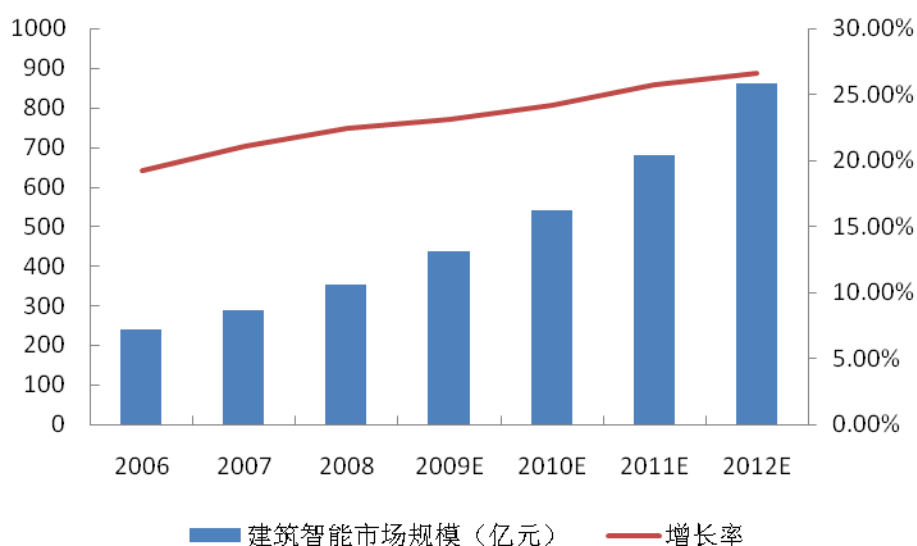
地理位置上，中国相比欧洲国家处于更低纬度，太阳辐射比欧洲更为强烈，中国夏天比欧洲要热得多；欧洲冬天有大西洋暖流的增温，中国则不断遭受来自西伯利亚寒流的侵袭，中国冬天还比较寒冷。中国目前

房屋保温隔热质量总体上要比欧盟国家为差；现在中国南方空调的采用比欧洲更为普遍，所以中国采用建筑遮阳的节能效果会比欧洲国家更为良好。阳光面料优良的性能将有利于在遮阳节能市场上占得先机。

2、行业处于成长期，未来前景广阔

随着“建设节约型社会”的提出，节能效应明显的智能建筑也将迎来前所未有的发展机遇。中国建筑智能化领域市场规模在 2005 年首次突破 200 亿元，2006 年达到 238.5 亿元，预计 2010 年前将维持 20% 以上的增长态势，到 2012 年市场规模将达到 861 亿元。智能建筑必然需要应用智能遮阳，智能遮阳必然用到高分子复合遮阳材料。

图 3 建筑智能市场规模预测 单位：亿元，%



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

建筑遮阳作为建筑节能的重要手段，高分子复合遮阳材料所特有的轻质的、长寿命和显著的隔热效果使户外遮阳在国外已被普遍采用，处于产业发展阶段的成长期。在国内，建筑遮阳则处于产业发展的导入期，是一个朝阳产业。我国地大物博，人口众多，建筑节能遮阳产品在我国有非常广阔的市场，未来国内阳光面料市场潜力巨大。

三、领航国内高端遮阳面料，成长空间广阔

1、主营业务快速增长，产品以外销为主

2007 年、2008 年、2009 年及 2010 上半年度，公司营业收入分别为 4,797.87 万元、8,066.45 万元、10,681.89 万元及 7,907.10 万元，近三年公司营业收入持续大幅度上升。2010 上半年度即实现了 2009 全年营业收入的 74.02%，随着建筑节能行业的不断发展，公司生产销售规模同步实现了快速增长，随着募集资金到位和投资项目的建成所带来的生产规模扩大，公司营业收入将实现更快增长。

遮阳节能面料市场，国外比国内更加成熟。国外遮阳用户需要质量上乘、价格适中的高分子复合遮阳材料，公司的产品质量达到国际大厂的质量标准、但价格仅为同行定价的 3-5 成，因此在国际市场具有强大的竞争力，公司获得大量国际订单，外销比例相应增加。在内外销毛利率上，外销毛利率也要大大高于国内水平。

图 4 营业收入快速增长

单位：百万元

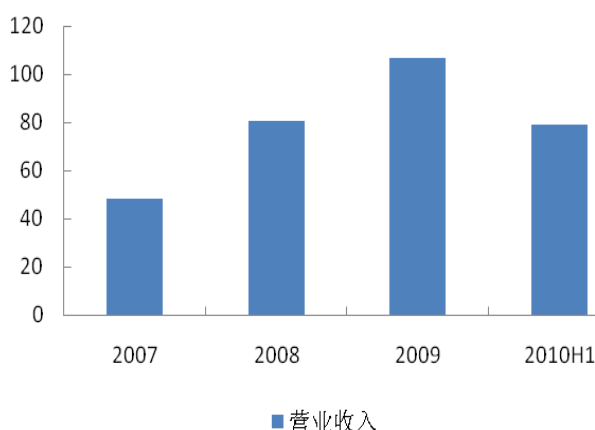
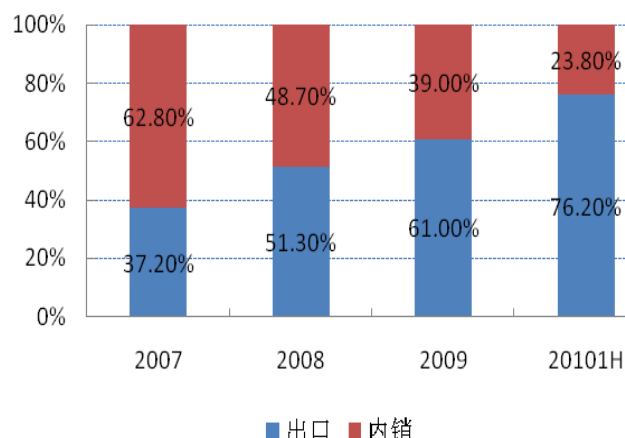


图 5 出口比例逐年提高

单位：%



资料来源：招股说明书，东海证券研究所

2、领先优势明显，毛利率维持较高水平

公司产品具有节能、环保、耐久、阻燃等优点，在高分子复合遮阳材料细分行业处于国内行业领先地位。公司产品质量指标与国际大厂同类产品指标数据类似，另有三个产品居于全球领先地位，而定价则约为国际大厂类似产品价格的一半左右，市场对本公司的产品认可度极高。

公司在发展过程中逐渐掌握了涵盖化工、单丝复合、纤维、织造、热处理等跨领域技术，技术水平在国内处于领先水平，达到了国际技术标准。公司是国内高端阳光面料的龙头企业，毛利率远高于行业内其他公司。

表 2 国内竞争对手毛利率比较

公司名称	毛利率	
	2008 年	2007 年
宁波先锋新材料股份有限公司	41.02%	31.25%
常州霸狮腾特种纺织品有限公司	44.03%	41.42%
盖尔太平洋特种纺织品（宁波）有限公司	7.82%	10.56%
绍兴市西大门纺织装饰有限公司	7.94%	7.63%
常州依丽雅斯纺织品有限公司	7.73%	5.54%
飞佛种纺织品（宁波）有限公司	13.56%	6.40%
亨特建材（深圳）有限公司	25.99%	26.34%
平均值	21.16%	18.45%

资料来源：招股说明书，东海证券研究所

公司不断整合化工、单丝复合、织造、材料热处理等领域的技术，独立开发出众多高分子复合遮阳新材料，拥有独立的核心技术和专利，产品技术达到国际先进水平。公司通过不断的技术摸索和创新，逐渐形成了业内领头羊地位，在技术上大大领先国内同行业公司，在国内市场逐渐打开的情况下，公司将最先分享遮阳节能的蛋糕。

四、募投项目解决产能瓶颈

目前公司阳光面料产品供不应求，产能面临严重不足，新增产能将缓解公司产能压力。公司拟融资 1.86 亿元，在子公司圣泰戈新增 600 万平方米的阳光面料产能，投产后，公司可形成年产 1250 万平方米阳光面料的总产能。预计募投项目将在 2012 年全部达产，2011 年达产 90%。

高分子复合遮阳材料属于国家政策鼓励的建筑节能行业，应用范围广泛，包括办公楼、住宅以及建筑工程和其他工业用材料领域。在国内，阳光面料行业还是新兴行业，市场尚未完全开发。面对国内、国外巨大的市场容量，新增产能有助于公司在国内外市场抢占先机。

五、盈利预测及投资建议

按招股说明书披露的信息，我们预计 2011 年公司阳光面料产量为 1135 万平方米。假设 PVDF 膜材料以及真空镀铝箔层在 2012 年前不贡献业绩，我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 分别为 0.35 元、0.76 元和 1.17 元，考虑到遮阳节能广阔的市场空间以及公司细分行业领先的地位优势，我们给予公司 2011 年 35-40 倍 PE 较为合理，对应询价区间 26.6-30.4 元。

表3 公司业绩预测表

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	107	161	295	487
营业收入同比（%）	32%	50%	83%	65%
净利润（万元）	19	28	60	92
净利润同比（%）	57%	45%	114%	54%
EPS（元）	0.24	0.35	0.76	1.17

资料来源：东海证券研究所

六、风险提示

原材料涨价的风险。公司原材料 PVC、涤纶丝等占产品成本的 30%，价格上涨将会影响公司毛利率。

汇率波动的风险。公司产品 70% 外销，人民币大幅波动将直接影响公司产品竞争力。

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897