

评级: 强烈推荐**基础化工****公司点评报告**

第一创业研究所

分析师: 巨国贤 S1080209110062

联系人: 景殿英 S1080110110018

电 话: 0755-82485036

邮 件: jingdianying@fcsc.cn

天晟新材 (300169)**——业绩符合预期, 结构泡沫将受益风电增长****交易数据**

52周内股价区间(元)	33.81-43.00
总市值(百万元)	3374
流通股本(百万股)	18.80
流通股比率(%)	20.1%

资产负债表摘要(12/10)

股东权益	254.20
每股净资产	3.63
市净率	11.11
资产负债率	53.2%

相关报告

《技术壁垒与广阔市场成就长期高成长》

事件:

- 天晟新材发布2010年报,公司2010年度实现营业收入35,103.32万元,同比增长38.59%;营业利润5,843.56万元,同比增长32.53%;归属于母公司净利润4,871.31万元,同比增长37.53%。公司业绩增长的主要原因是公司积极调整产品结构,提高高毛利产品的比重,加大市场开拓,并合理地控制成本和费用。公司拟以现有总股本9350万股为基数,按每10股派发现金股利人民币5元(含税),共计派发现金4675万元(含税);拟以现有总股本9350万股为基数,以资本公积金转增股本,每10股转增5股,共计转增股本4675万股。

点评:

- **结构泡沫寡头垄断格局将继续维持** 结构泡沫的研发与生产具有较高的技术壁垒,目前世界上仅有戴铂、阿瑞克斯和天晟新材等少数几家公司拥有此产品的生产技术,并且对技术进行封锁。因此,结构泡沫呈现出寡头垄断的格局,由于高技术壁垒这种寡头垄断的格局在未来几年内有望继续保持。
- **风电行业的发展增加结构泡沫需求** 由于日本地震引起人们对核电放射性泄漏的担忧,从而更倾向于发展如风电、太阳能等其他可再生能源的开发。其中,欧盟已于日本震后发表公报表示计划今后20年投资4000亿欧元,以实施风电工业计划。其他国家或地区虽然没有立刻出台相关政策,但我们认为随着人们对核能开发的担忧,必然会转而开发风能等其他可再生能源,风能的行业增速有望超出人们之前的预期,这将增加对结构泡沫的需求。另一方面,随着风电叶片大型化和海上风电的发展,结构泡沫在风机叶片中的用量随着发电功率的提升呈几何级的增长,带来结构泡沫在风电设备制造过程中需求的大量增长,结构泡沫供不应求的局面将更加明显。
- **产能扩增提升公司盈利能力** 未来2年将是公司产能快速扩增的时期,其中,1)将PVC结构泡沫产能由目前的年产3,000吨扩至年产7,000吨,此扩产计划目标在2012年完成;2)将PVC结构泡沫的加工能力由目前的年加工1,500吨扩至年加工6,500吨,此扩产计划目标在2011年完成;3)CR橡胶发泡产能由目前1,500立方米扩产至4,500立方米,满足高端客户的需求,此扩产计划目标在2011年底完成;4)扩建无尘



车间 2,500 平方米,提升后加工产品的加工能力,此扩产计划目标在 2012 年上半年实施完毕;5) 新增无尘涂胶线已建成,全部达产后胶带自给率将提升至 60%,2011 年上半年力争全面达产。公司产能的扩增一方面将使公司相关产品的销量增加,另一方面,也将提升公司产品的毛利率水平。

- **储备项目将是公司长期增长的动力** 公司的长期投资价值不仅仅局限于 PVC 结构泡沫,而是公司丰富的技术储备和在多个新领域的潜在市场。公司一直将技术创新和新产品开发作为公司发展战略的核心,采取了“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。这种运作模式使公司多次填补国内空白,被证明为一种非常有效的模式,我们认为公司仍将不断的推出新产品,创造利润新的增长点。同时公司拟推出股权激励计划,这将进一步激励包括公司核心技术人员在内的主要骨干成员。
- **维持“强烈推荐”投资评级** 公司是寡头垄断的结构泡沫生产商,随着结构泡沫产能的增加、软质泡沫后加工品发展及新产品的不断推出,公司业绩有望持续高速增长。我们预计公司 11 年、12 年和 13 年 EPS 分别为 0.89 元、1.70 元和 2.32 元,对应 24 日收盘价 40.41 元动态 PE 分别 45 倍、24 倍和 17 倍,维持“强烈推荐”投资评级。



附：财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	271	848	769	950	营业收入	351	466	681	953
现金	68	623	420	469	营业成本	226	284	374	527
应收账款	90	106	172	233	营业税金及附加	2	3	4	5
其他应收款	5	7	10	14	营业费用	18	24	34	48
预付账款	16	15	22	33	管理费用	36	48	71	99
存货	84	78	117	168	财务费用	9	2	-3	-1
其他流动资产	8	18	28	33	资产减值损失	2	2	2	2
非流动资产	285	426	705	791	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	295	453	543	营业利润	58	103	199	273
无形资产	70	88	109	123	营业外收入	5	5	5	5
其他非流动资产	45	43	143	125	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	556	1274	1474	1741	利润总额	62	106	203	276
流动负债	209	223	256	300	所得税	12	21	40	54
短期借款	130	130	130	130	净利润	50	85	163	222
应付账款	51	69	97	128	少数股东损益	1	2	4	5
其他流动负债	28	24	29	42	归属母公司净利润	49	83	159	217
非流动负债	86	26	31	31	EBITDA	85	129	238	331
长期借款	57	7	7	7	EPS (元)	0.70	0.89	1.70	2.32
其他非流动负债	29	19	24	24					
负债合计	295	249	286	331	主要财务比率				
少数股东权益	6	8	12	17	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	70	94	94	94	成长能力				
资本公积	73	764	764	764	营业收入	38.6%	32.6%	46.4%	39.8%
留存收益	111	159	318	535	营业利润	32.5%	75.5%	94.1%	37.1%
归属母公司股东权益	254	1017	1176	1393	归属于母公司净利润	37.5%	71.1%	90.8%	36.4%
负债和股东权益	556	1274	1474	1741	获利能力				
					毛利率(%)	35.7%	39.0%	45.1%	44.7%
					净利率(%)	13.9%	17.9%	23.3%	22.8%
					ROE(%)	19.2%	8.2%	13.5%	15.6%
					ROIC(%)	13.3%	15.0%	17.0%	19.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	53.2%	19.5%	19.4%	19.0%
					净负债比率(%)	63.30%	55.03%	47.86%	41.43%
					流动比率	1.29	3.80	3.01	3.17
					速动比率	0.89	3.45	2.55	2.60
					营运能力				
					总资产周转率	0.70	0.51	0.50	0.59
					应收账款周转率	4	4	5	4
					应付账款周转率	4.53	4.72	4.51	4.69
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.52	0.89	1.70	2.32
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	1.00	1.23	2.06
					每股净资产(最新摊薄)	2.72	10.88	12.58	14.90
					估值比率				
					P/E	77.56	45.34	23.75	17.42
					P/B	14.86	3.72	3.21	2.71
					EV/EBITDA	46	30	16	12

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	42	94	115	193
净利润	50	85	163	222
折旧摊销	18	25	42	60
财务费用	9	2	-3	-1
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-37	-11	-97	-94
其他经营现金流	2	-7	10	6
投资活动现金流	-54	-166	-321	-145
资本支出	54	150	300	130
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	0	-16	-21	-15
筹资活动现金流	14	627	3	1
短期借款	13	0	0	0
长期借款	17	-50	0	0
普通股增加	0	24	0	0
资本公积增加	0	691	0	0
其他筹资现金流	-16	-37	3	1
现金净增加额	1	555	-203	49

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120