

上市公司动态报告

铁路设备

09 年仍将保持高增长

09 年预计有 3 亿元的桥梁支座订单

公司桥梁支座产品市场占有率约为 20%。在 08 年的京沪高铁桥梁支座总额约 6.2 亿元的招标中，公司中标 1.31 亿。虽然由于竞争加剧，毛利率有所下降，但桥梁支座毛利率仍有 20% 左右。未来随着高铁建设的推进，桥梁支座订单将继续增长，预计明年有 3 亿元左右的订单。

车辆弹性元件业务增长较快

公司是国内弹性元件子行业的龙头企业，车辆弹性元件产品主要应用在机车、客车、动车组和货车上，市场份额较大，其中在机车领域的市场占有率在 80% 以上，而未来几年正是机车和动车组的大规模采购期（我们预计 09 年我国铁路机车车辆购置费约为 900 亿元，2010 年和 2011 年购置费均超过 1000 亿元），我们预计明年车载弹性元件业务的增长将在 40% 以上。

公司将进军叶片市场

风电叶片明年可实现小批量生产，销售额预计在 5000 万~1 亿之间。未来将研制兆瓦级风电叶片。由于南车自己生产主机，所以公司叶片的销售不成问题。

未来业绩增长迅速

公司具有强大的研究实力，不断研发新产品，使产品保持领先地位。尽管国内市场竞争日趋激烈，但公司通过推出新产品的方式保持产品的高毛利率。另外，原材料价格的回落也有利于公司提高毛利率。

预计 2008~2010 年收入 10.25、13.45、17.67 亿，净利润 5455、8029、11578 万元，EPS 分别为 0.27、0.39、0.57 元，目标价 15 元，买入评级。

预测和比率

	2007A	2008E	2009E	2010E
主营收入（百万）	712.75	1,025	1,345	1,767
主营收入增长率	24.0%	43.8%	31.3%	31.4%
净利润（百万）	34.84	54.55	80.29	115.78
净利润增长率	15.5%	56.6%	47.2%	44.2%
EPS（元）	0.170	0.267	0.393	0.567
P/E	60.29	38.39	26.08	18.08

时代新材（600458）

维持

买入

冯福章

fengfuzhang@csc.com.cn
010-85,130,969

高晓春

gaoxiaochun@csc.com.cn
010-85,130,639

分析日期：2009 年 01 月 12 日

当前股价：10.25 元

目标价格 6 个月：15.00 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-12.7/-4.9	23.1/32.6	-44.6/20.9
12 月最高/最低价（元）		18.68/0
总股本（万股）		20,436
流通 A 股（万股）		10,920
总市值（亿元）		20.29
流通市值（亿元）		10.84
近 3 月日均成交量（万）		452
主要股东		
中国工商银行 - 中银收益混合型		2.22%
证券投资基金		

股价表现



相关研究报告

07.12.11	主业迅速扩张，产业链配套发展
08.02.28	08 年仍将保持高增长
08.08.01	净利润较去年同期增长 178.5%

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

做强主业，产业链配套发展

高分子减振降噪弹性元件是公司的最重要业务，占主营业务收入的 65%，该业务毛利率较高，近三年一直保持在 31% 以上。弹性元件市场需求比较广阔，主要应用在机车车辆和客运专线上，公司生产的车用弹性元件在机车、客车、货车市场上的占有率分别是 80%、50%、10%。预计未来三年弹性元件业务可保持 30% 左右的增速。

桥梁支座是公司 2006 年新开发的项目，公司对该业务进行了大规模的扩能建设，新基地目前已建成，产能约为 4~5 亿元（收入）。桥梁支座毛利率高达 37%，位居公司所有产品之首，但 08 年以来由于国内竞争加剧，现在毛利率已下滑到 20% 左右。公司该产品在高铁市场上的市场占有率为 18%~20%，其中在京沪高铁项目中中标 1.3 亿元。预计今后桥梁支座将会获得更多的高铁订单，保守估计 09 年招标额可达到 3 亿元。

随着桥梁支座项目的顺利推进，公司在其它领域也实现了扩张，其中对弹性元件生产扩能投入 3500 万元，对技术中心投入约 850 万元，以保证公司的持续、稳定、健康发展。此外，公司在 CA 砂浆、铁路扣件、道岔弹性铁垫板等方面发展也十分迅速，其中 CA 砂浆已在京津线试用，预计将来在高铁上大规模推广。

公司制定了做强做大主业的发展思路，转让了时代高科的全部股权，剥离了低附加值的业务，主动从房地产业退出，集中资金投入桥梁支座项目，明确了以主业同心扩张为主、产业链配套发展的思路。随着铁路和城市轨道交通的迅猛发展，公司作为铁路运输装备和线路配件生产商，在未来五年将面临诸多机遇，必将在弹性元件、桥梁支座、CA 砂浆等产品的铁路招标中获得更多份额，特别是客运专线市场。

图 1：弹性元件收入及毛利率情况

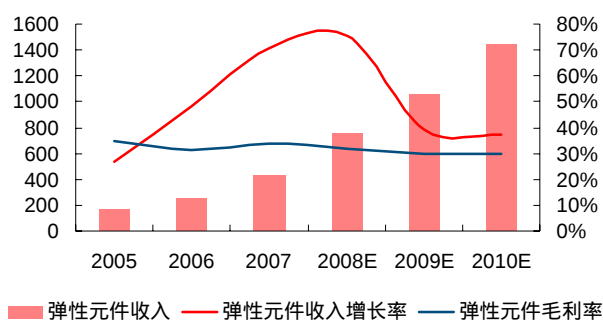
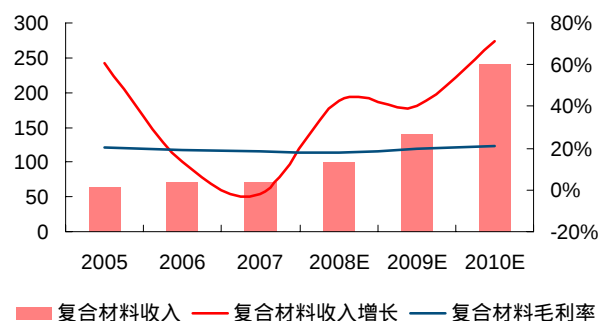


图 2：复合材料收入及毛利率情况



资料来源：公司公告 中信建投研究发展部

而另一种占收入比重较大的产品——电磁线的收入反而下降了 26%，主要原因是电磁线毛利率较低，公司主动控制了业务规模。

高弹弹性元件：公司在行业中处于领先地位

随着轨道交通的高速化，列车运行所引起的振动噪声会更加剧烈。高速轨道交通线路要穿越许多城市，其振动与噪声不仅给车厢内旅客带来不适，而且还严重干扰沿线居民的正常生活。应用减振降噪产品，不仅可减轻车辆、轨道、电气设备的疲劳、磨损，减少维修费用，而且还可减少振动与噪声对沿线居民、建筑物的影响。

公司生产的减振降噪高弹弹性元件目前主要用于铁路装备业，主要是用在机车车辆的吊挂、牵引和驱动装置的柔性传动关节等关键部位，用来提高运行的平稳性、舒适性和安全性。产品呈现品种多，批量小，不适用于自动化生产的特点。

目前从事铁路系统弹性元件生产的企业主要是本公司、铁道部科学研究院金化研究所、四方车辆研究所有限公司等，但各个企业的产品系列、开发能力、管理水平等差异较大，其中时代新材的规模和研究实力处于领先水平，产品使用寿命一般比行业产品的平均使用寿命长 3 年左右。

表 1：从事铁路弹性元件制作的厂家产品系列差异较大

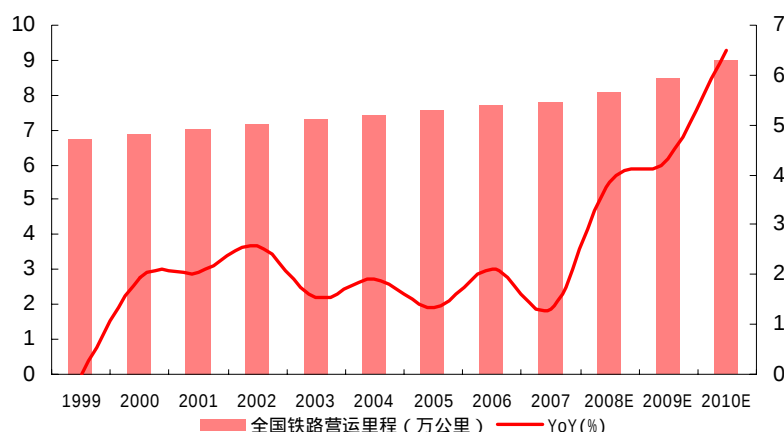
厂家名称	产品系列
铁道部科学研究院金化研究所	内燃机车用防滑脱螺纹连接可曲挠球体橡胶接头、橡胶密封件、制动机新型橡胶膜板、货车用含油尼龙心盘衬垫等
四方车辆研究所有限公司	空气弹簧和转向架
时代新材	橡胶球关节、橡皮垫、8K 车变压器支座、缓冲档、上橡胶垫、大领圈封条、领圈封条、二系上橡胶垫、弹簧座、橡胶关节、橡胶软管、联轴器垫等共约 200 种铁路弹性元件产品

资料来源：各公司网站 中信建投研究发展部

铁道部对铁路系统的减振降噪弹性元件实行生产许可证制度，行业壁垒较高，若没有较强的技术保障，很难进入。公司生产的弹性元件主要应用在机车车辆和客运专线上。机车、客车、货车市场占有率分别是 80%、50%、10%，市场需求广阔，增速约为 30%。铁路建设的大提速为公司弹性元件业务带来了良好的发展机遇。

图 3：铁路营运里程及其同比增长率

单位：万公里，%



资料来源：铁道部历年统计公报 中信建投证券研究发展部

工程塑料：处于调整转型期，争取叶片量产

在铁路建设和铁路设备中，工程塑料主要用来制作挡板座、钢轨绝缘轨距块、钢轨绝缘件槽型和混凝土岔枕套管、机车车辆内部装饰等。铁道部对应用于铁路系统的工程塑料制品实行生产许可证制度，行业壁垒较高，若没有较强的技术保障，很难进入。

该产品的特点是批量小、品种多。主要市场领域有铁路基建、铁路机车车辆和民用产品等。铁路基建方面，国铁、地方铁路和城轨地铁铺轨未来三年每年需用 2800 万块左右，粒料总用量为 2240 吨左右，每年的需求约 0.56 亿元。此外，每年对挡板座或者绝缘轨距块维修所需量约为 6000 块，价值量也有 0.5 亿元左右。两者合计，线路上的市场需求约为 1 亿元/年。机车车辆装饰用材方面，每台机车大约用工程塑料 0.85 吨，每年新造和改造约 5000 台，则全国机车需要工程塑料 4250 吨，再加上机车车辆中轴承保持架等新替代品，合计产值 2 亿元左右。而货车每年新修和改造约 5 万辆，按每辆需用工程塑料 800 元计算，则年需求额为 4000 万元。所以机车车辆装饰板材市场大约每年有 2.4 亿元。民用等其它领域的市场规模大约为 0.6 亿元。这样，工程塑料的国内市场规模大约在 4 亿元左右。

公司在铁路器材方面的市场占有率约为 50%，毛利率较高；民用市场属于市场充分竞争行业，毛利率较低。

目前该业务处于调整转型期，成长速度低于弹性元件的成长速度。

表 2：工程塑料市场分析

单位：亿元

分类	子类	国内市场
铁路建设所需工程塑料	铁路建设带来的需求	0.56
	挡板座或者绝缘轨距块维修	0.5
机车车辆所需工程塑料	机车用工程塑料	2.0
	货车用工程塑料	0.4
其它	其它领域	0.6
合计		4.06

资料来源：调研数据 中信建投研究发展部

公司 09 年将进军风力发电机叶片等产业，争取在大功率叶片上实现批量生产。目前 0.75 兆瓦风电叶片已研制成功，3 月份即可实现销售，预计风电叶片的 09 年收入约为 8000 万元。公司未来还计划研制兆瓦级以上叶片，并投资进行 2 万平米风机叶片厂房建设，09 年年底可建成，达产后风电叶片收入可达 10 亿元。

特种涂料和绝缘材料：服务于风电和机车两大领域

涂料是一种保护材料，一般用来防止被涂体发生腐蚀。目前铁路行业每年约使用涂料 6 万吨，产值 24 亿元。目前机车车辆采用高防腐底漆和高耐候面漆等特种涂料，铁路客车上使用的涂料是丙烯酸聚氨酯和重防腐涂料。公司生产的绝缘材料主要是电气绝缘材料，这种材料对于制造变压器和电机来说非常重要，其质量直接影响到电气设备的绝缘性、耐电晕性和可靠性。

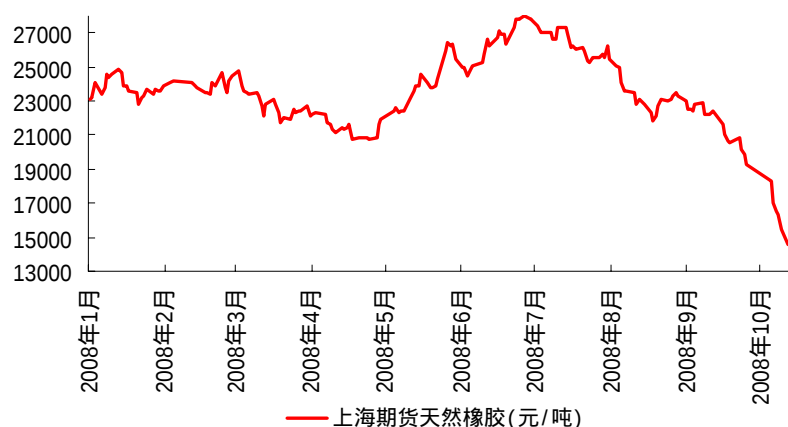
公司的涂料和绝缘材料产品主要服务于风力发电设备和大功率牵引电力机车两方面，目前收入 1 亿元左右，公司计划在 3~4 年后该业务的收入规模达到 7~8 亿元。

原材料价格下滑将提升综合毛利率

产品的主要成本里包括原材料，工资成本和制造费用等，其中原材料成本占 80%以上。其中原材料主要是中厚板（约占原材料总成本的 62%）和天然橡胶（约占原材料总成本的 16%），虽然天然橡胶价格比较稳定，但中厚板的市场价格一直上涨，给公司的成本控制造成了压力。

尽管如此，公司产品提价空间尚大，而且在不断地研发附加值高的新产品，基本上抵消了原材料上涨的不良影响。

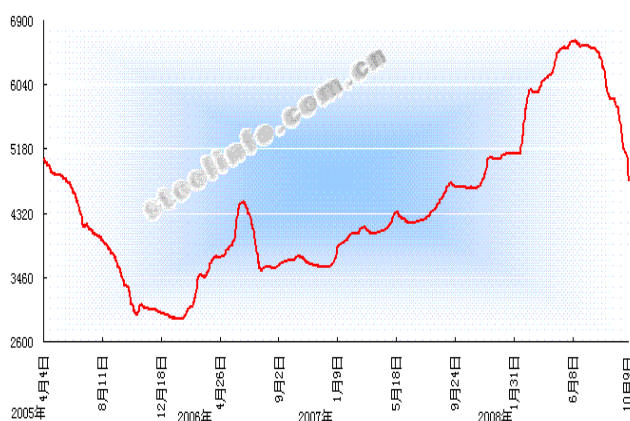
图 4：四季度以来天然橡胶价格明显回落



资料来源：中国化工在线 中信建投研究发展部

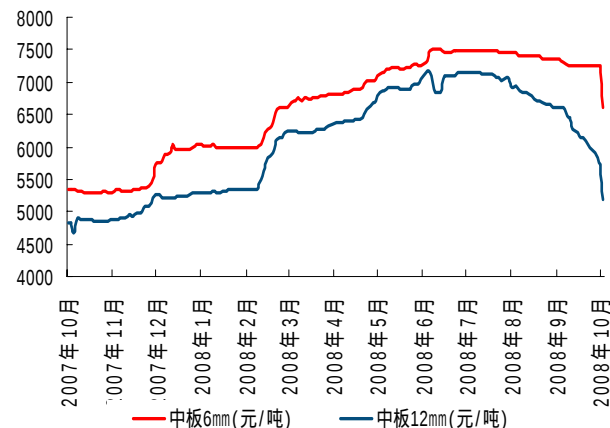
我们预计钢价在 09 年仍将处于下降通道；另外，08 年 7 月以来，天然橡胶的价格已经从高位上有所回落，这为公司进一步提高产品毛利率提供了较好的机会。

图 5：全国主要城市 20mm 中板平均价格（元/吨）



资料来源：意达钢材信息 中信建投研究发展部

图 6：上海地区中板价格（元/吨）



盈利预测及投资评价

公司投资 3300 万元建设的桥梁支座产能扩张项目,09 年将给公司带来 3 亿元以上的收入,此外,CA 砂浆、弹性垫板、轨道减振产品、风电叶片等业务单元也将继续获得市场突破。

由于部分产品国内市场竞争日趋激烈,公司 08 年主要产品的毛利率均有所下滑,但公司调整了产品结构,加大了高毛利率产品的销售力度,而且公司的研发实力较为雄厚,不断研发新产品,产品的技术含量较高,在售产品的 90%以上为近四年开发的产品,新产品因为技术先进而享有较高的毛利率水平所以综合毛利率仍然保持高位,我们预计 09 年收入和净利润仍将保持高增长。

表 3: 公司收入及毛利率预测表

单位: 百万元

	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
弹性元件							
弹性元件收入	252.53	430.38	670.35	900.16	1189.46	1,500.00	1,850.00
弹性元件收入增长率	47.99%	60.52%	55.76%	34.28%	32.14%	26.11%	23.33%
弹性元件毛利率	31.46%	33.58%	27.00%	26.00%	26.00%	25.00%	24.00%
弹性元件收入占总收入比重	49.11%	60.38%	65.41%	66.92%	67.30%	67.57%	67.89%
涂料及绝缘材料							
涂料绝缘材料收入	38.34	66.69	110	160	230	300.00	380.00
涂料绝缘材料收入增长	-14.30%	73.96%	64.94%	45.45%	43.75%	30.43%	26.67%
涂料绝缘材料毛利率	28.13%	19.29%	22.00%	23.00%	24.00%	24.00%	23.00%
复合材料							
复合材料收入	71.53	70.01	84.52	110	150	190.00	235.00
复合材料收入增长	13.63%	-2.12%	20.73%	30.15%	36.36%	26.67%	23.68%
复合材料毛利率	19.41%	18.60%	15.80%	16.80%	17.20%	18.00%	18.00%
电磁线							
电磁线收入	151.82	145.66	160	175	198	230.00	260.00
电磁线收入增长	72.99%	-25.97%	9.84%	9.38%	13.14%	16.16%	13.04%
电磁线毛利率	8.80%	5.99%	6.30%	6.60%	7.00%	7.30%	7.50%
收入合计(百万元)	514.22	712.74	1,024.87	1,345.16	1,767.46	2,220.00	2,725.00
主营收入增长率%	32.4%	38.6%	43.8%	31.3%	31.4%	25.6%	22.7%
毛利率	22.85%	25.05%	22.31%	22.37%	22.86%	22.43%	21.77%

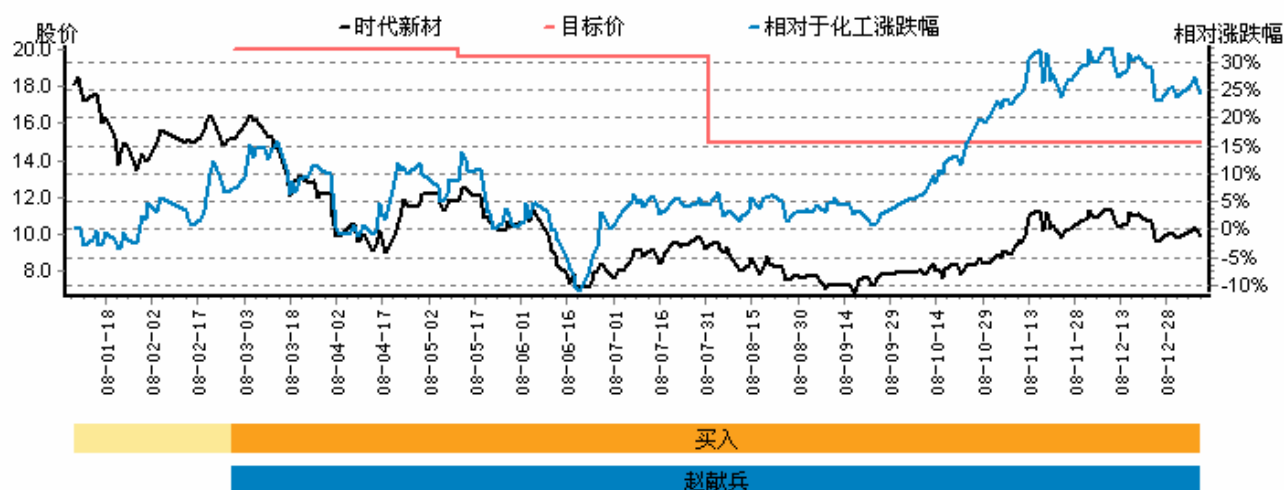
资料来源: 中信建投研究发展部

我们预计 2008~2010 年收入 10.25、13.45、17.67 亿,净利润 5455、8029、11578 万元, EPS 分别为 0.27、0.39、0.57 元,目标价 15 元,对应 09 年 PE 为 38 倍,维持“买入”评级。

报表预测

	2006A	2007A	2008F	增长率	2009F	增长率	2010F	增长率
利润表 (万元)								
营业收入	574.76	712.75	1,024.88	43.79%	1,345.18	31.25%	1,767.48	31.39%
营业成本	456.74	534.20	796.25	49.06%	1,044.30	31.15%	1,363.36	30.55%
营业费用	36.93	44.82	64.57	44.07%	87.44	35.42%	114.89	31.39%
管理费用	44.63	76.73	92.24	20.21%	118.38	28.34%	152.00	28.41%
财务费用	7.77	15.76	5.45	-65.43%	(2.14)	N/A	(1.61)	N/A
投资收益	2.52	1.39	0.80	-42.47%	0.50	-37.50%	1.00	100.00%
营业利润	27.38	36.68	60.96	66.20%	89.63	47.04%	129.24	44.19%
利润总额	27.02	37.10	60.94	64.23%	89.63	47.09%	129.24	44.19%
所得税	2.58	2.08	6.15	196.16%	9.04	47.09%	13.04	44.19%
净利润	24.45	35.03	54.79	56.41%	80.59	47.09%	116.20	44.19%
净利润	23.76	34.84	54.55	56.55%	80.29	47.19%	115.78	44.21%
NOPLAT	31.80	49.50	59.70	20.62%	78.66	31.76%	114.75	45.88%
资产负债表 (万元)								
货币资金	86.40	135.95	721.20	430.48%	669.61	-7.15%	632.82	-5.49%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	169.85	138.06	266.75	93.21%	324.32	21.58%	401.92	23.93%
预付款项	21.31	37.12	61.01	64.35%	81.90	34.23%	109.16	33.30%
存货	134.79	187.72	257.42	37.13%	329.03	27.82%	410.87	24.88%
流动资产合计	433.96	540.92	1,371.39	153.53%	1,486.50	8.39%	1,657.22	11.48%
非流动资产	286.21	313.60	352.47	12.39%	388.01	10.08%	410.89	5.90%
资产总计	720.17	854.52	1,723.86	101.73%	1,874.51	8.74%	2,068.11	10.33%
短期借款	128.20	196.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	87.34	122.04	189.79	55.51%	248.92	31.15%	324.96	30.55%
预收款项	8.24	14.25	22.45	57.53%	33.21	47.93%	47.35	42.57%
流动负债合计	296.13	406.22	322.54	-20.60%	414.71	28.58%	532.63	28.44%
非流动负债	36.40	34.36	37.86	10.19%	43.86	15.85%	43.86	0.00%
少数股东权益	6.70	8.37	8.61	2.87%	8.91	3.49%	9.33	4.72%
母公司股东权益	380.94	405.57	1,354.85	234.06%	1,407.04	3.85%	1,482.30	5.35%
净营运资本	137.83	134.70	1,048.85	678.68%	1,071.79	2.19%	1,124.59	4.93%
投入资本 IC	455.63	498.69	670.12	34.38%	780.19	16.43%	892.66	14.42%
现金流量表 (万元)								
折旧摊销	14.52	22.10	0.00	N/A	24.60	N/A	27.32	11.07%
净营运资金增加	(31.23)	(3.14)	914.16	N/A	22.94	-97.49%	52.80	130.11%
经营活动产生现金流	510.38	538.21	(52.00)	N/A	27.88	N/A	51.12	83.35%
投资活动产生现金流	(153.07)	(283.70)	(59.54)	N/A	(59.50)	N/A	(49.00)	N/A
融资活动产生现金流	(233.28)	27.13	696.79	2468.35%	(19.96)	N/A	(38.91)	N/A
现金净增 (减)	124.03	281.64	585.24	107.80%	(51.58)	N/A	(36.79)	N/A

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我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、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

高晓春、冯福章，机械行业分析师。

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8610) 8513-0588	电话：(8621) 6880-5588
传真：(8610) 6518-0322	传真：(8621) 6880-5010