

刘荣
 0755-82943203
 liur@cmschina.com.cn
 葛岩
 gey@cmschina.com.cn

2009年7月8日

时代新材(600458.SH)/16.25元

围绕集团战略 构筑新产业格局

机械·铁路设备

目标估值: 17-20元

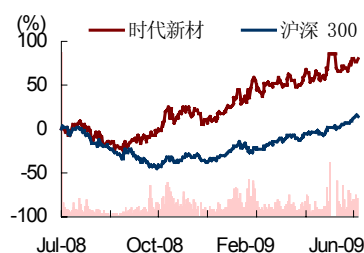
审慎推荐-A(首次)

基础数据

上证综指	3089
总股本(万股)	20436
已上市流通股(万股)	14695
总市值(亿元)	33
流通市值(亿元)	24
每股净资产(MRQ)	2.3
ROE(TTM)	12.5
资产负债率	62.1%
主要股东	株洲电力机车研究所
主要股东持股比例	16.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	57	102
相对表现	-17	-16	86



相关报告

本文从时代新材的实际控制人南车集团的战略转变入手,分析和预测了未来收入和利润结构的变化趋势。对于此次非公开增发 6000 万股,建议适当参加。

- **顺应集团战略转变,利润结构将发生变化。**南车集团正在形成贯穿电机产品、叶片、电磁线等关键部件配套生产及风电整机生产的产业链条,从而形成由株洲电力机车所、南车电机、时代新材组成的三位一体的研发格局。2008 年时代新材收入构成中,弹性元件占 61%;预测 2010 年风电叶片对收入的贡献率达到 12%-15%,形成时代新材新的利润点。
- **公司拥有弹性元件自主知识产权,核心技术居国内领先水平。**机车产品的弹性元件市场占有率达到 80、90%;客车弹性元件的占有率 40、50%;动车组弹性元件进口替代刚开始。
- **弹性元件的需求可以分为路内、路外和海外三大市场。**路内的客户主要包括南车、北车和中铁、中建。预计 2009 年对路内客户的销售总额达到 6 亿元左右(扣除电磁线),占比为 67%左右,其中桥梁支座的销售收入有望达到 3-4 亿,同比增长 33%。
- **预计风电叶片 2010 年开始盈利。**时代新材风机叶片目前已经进入批量生产状态,预计年内兆瓦级叶片可实现销售 60-70 台套,2010 年计划销售 200 套,毛利率在 25-30%。
- **增发项目已开始建设,盈利前景确定。**此次增发主要用于扩大弹性元件、风电叶片和特种电磁线的生产能力,满足快速增长的市场需求。
- **风险因素:**1、三年后铁路投资下滑,弹性元件需求增速下降;2、风电叶片产能扩张过快,行业竞争激烈导致毛利率下降;3、如果增发不成功,财务费用将明显上升。
- **给予“审慎推荐-A”的评级。**2009 年由于高毛利率产品增加,净利润增长将加快。预计 2009-2011 年 EPS(增发摊薄)为 0.33、0.49、0.69 元。公司未来三年成长确定,以 2010 年 35-40 倍 PE 估算,长期目标价 17-20 元左右。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	713	1046	1458	2008	2612
同比增长	24%	47%	39%	38%	30%
营业利润(百万元)	37	47	93	138	196
同比增长	34%	28%	98%	48%	42%
净利润(百万元)	35	47	87	128	182
同比增长	47%	36%	83%	48%	42%
每股收益(元)	0.17	0.23	0.42	0.63	0.89
PE	95.3	70.3	38.3	25.9	18.2
PB	8.2	7.5	6.6	5.6	4.6

资料来源:招商证券

注:未来三年业绩预测未考虑增发摊薄

正文目录

一、战略转变，利润结构将发生变化	3
1、顺应南车集团的战略转变	3
2、2010 年后路外产品销售比例将提高	3
二、弹性元件业务仍保持高速增长	4
1、公司在弹性元件领域具有研发优势	4
2、细分市场占有率先分析	4
3、弹性元件下游需求分析	5
(1) 弹性元件下游需求分布	5
(2) 弹性元件的市场空间分析	6
三、风电叶片投产将形成公司新的增长点	7
1、风电叶片行业需求分析	7
2、国内风电叶片市场竞争格局	8
3、风电叶片成本和盈利水平分析	10
4、预计时代新材风电叶片 2010 年开始盈利	10
(1) 风电叶片技术引进	10
(2) 开始批量生产	10
四、增发项目建设周期短盈利前景确定	11
五、盈利预测及投资建议	12
1、盈利预测假设	12
2、盈利预测及投资建议	12
3、风险因素分析	12

图表目录

图 1: 时代新材 2008 年营业收入构成	3
图 2: 时代新材弹性元件收入及增长示意图	3
图 3: 时代新材国内外销售比例示意图	5
图 4: 未来三年 350 公里等级铁路竣工里程	6
图 5: 未来三年 250 公里等级铁路竣工里程	6
图 6: 我国风电装机容量高速增长	7
图 7: 我国风电投资比例	7
图 8: 2008 年国内风机叶片市场份额示意图	9
图 9: 风电主机结构示意图	9
图 10: 风电叶片直径与输出功率示意图	9
图 11: 时代新材历史 PE Band	13
图 12: 时代新材历史 PB Band	13
表 1: 我国运营及建设中的城轨铁路统计	6
表 2: 中国主要的风机叶片企业情况一览表	8
表 3: 此次增发募集资金投向	11
表 4: 时代新材收入及毛利率预测表	12
表 5: 铁路与风电设备相关公司估值	13

一、战略转变，利润结构将发生变化

1、顺应南车集团的战略转变

政府加快铁路建设应对金融危机，随之而来的是 2012 年铁路机车需求可能面临饱和。未雨绸缪，时代新材的实际控制人南车集团将风电产业作为战略转移重点。目前南车集团已形成贯穿电机产品、叶片、电磁线等关键部件配套生产及风电整机生产的产业链条，从而形成由株洲电力机车所、南车电机、时代新材组成的三位一体的研发格局。

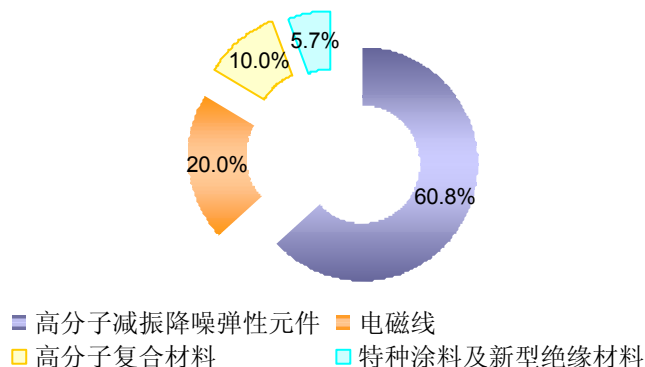
2008 年南车集团株洲电力机车有限公司投资 33.5 亿在株洲高新区新建南车时代工业园，这是南车集团在完成风电电机与叶片生产基地后的又一重大产业布局，标志着集团将形成关键部件配套生产及风电整机生产的产业链条。南车时代工业园征地 1100 亩，用于建设风电整机制造、工业变流装置制造、新材料生产等项目。其中风电整机制造项目投资 21 亿元，固定资产投资 6 亿元，预计形成 500 套/年的风电机组和 1000 台/年变流器的生产能力。上市公司时代新材此次增发 8 亿元将重点投资新材料生产项目。

2、2010 年后路外产品销售比例将提高

2008 年时代新材收入构成中，弹性元件占 61%。电磁线和高分子材料的营业收入来自于控股子公司株洲时代电气绝缘有限责任公司、株洲时代工程塑料制品有限公司，这两家公司均已对外销售为主，2008 年的净利润为 510 万元和 222 万元，我们预测弹性元件对上市公司的利润贡献在 80%以上。

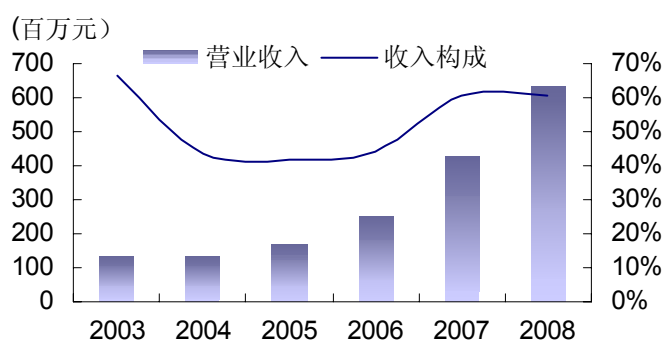
预测 2010 年风电叶片对收入的贡献率达到 12%-15%。2009 年时代新材风电叶片正式投产，计划生产 60-70 套，达到盈亏平衡点；2010 年批量投产后，生产目标是 300 套，预计实现净利润 2000 万元，对净利润的贡献率达到 15%左右。风电叶片将成为新的利润点。

图 1：时代新材 2008 年营业收入构成



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图 2：时代新材弹性元件收入及增长示意图



资料来源：公司公告，招商证券研发中心

二、弹性元件业务仍保持高速增长

1、公司在弹性元件领域具有研发优势

随着我国铁路运输朝着高速、重载方向快速发展，机车车辆的振动和噪声问题越来越突出，为此要大量应用高品质减振弹性元件来有效减少轮轨作用力和改善系统走行性能。

时代新材主要从事高分子复合改性材料、减振降噪产品和特种涂料及新型绝缘材料三大系列产品的研制开发、生产销售和服务，致力于创造人类舒适、安全、高速的运动空间。公司所生产的橡胶弹性元件广泛应用于机车、客车、货车、线路以及各类工程机械装置上，主要起悬挂、牵引、隔振、缓冲的作用，共有 500 多个品种。

公司建立了集材料技术基础性研究和新技术应用研究与新项目孵化器于一体的国家级企业技术中心，拥有国内唯一的国家级弹性元件检测中心，已经形成了高分子复合改性材料、系统与结构、成型技术、检测四大核心技术，并已取得近 30 项国家专利。公司技术中心已经向国家专利局申请专利共计 47 项，其中 30 项专利已授权，实用新型 27 项，外观专利 2 项。

公司逐渐形成了拥有自主知识产权的、居国内领先水平的核心技术优势：

- 高分子材料—金属复合弹性元件的结构分析和设计技术；
- 高分子材料多元复合成型工艺及装备技术；
- 适用不同性能需求的高分子材料配方技术；
- 减振性能检测和可靠性研究技术。

2、细分市场占有率先分析

机车产品的弹性元件市场占有率达到 80、90%。

动车组弹性元件进口替代刚开始。“减振降噪阻尼材料在高速客车车辆中的应用”是时代新材 2006 年承接的南车集团科技计划项目。经过两年的研发，该项目已累计实现销售 2500 万元，其中沥青/橡胶阻尼片材和 PVC 隔音材料已替代进口，并成功应用于 CRH2 型动车组；环保型水性阻尼涂料也已在地铁车辆中成功试用。随着中国铁路大规模建设的深入，铁路客车用减振降噪阻尼材料技术及相关产品有望在高速动车组、地铁、城轨等领域获得更为广阔的市场空间。

客车弹性元件的占有率 40、50%。

货车弹性元件市场占有率 15%，行业集中度较低，产品定位低端。

3、弹性元件下游需求分析

(1) 弹性元件下游需求分布

弹性元件的需求可以分为路内、路外和海外三大市场。

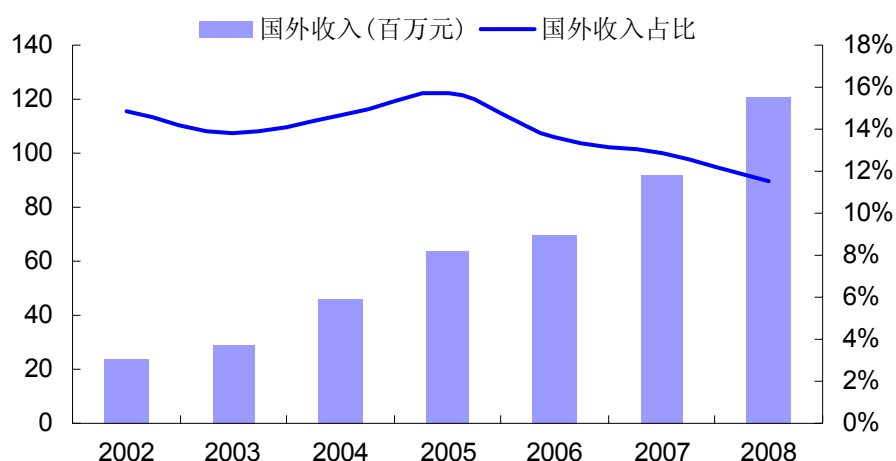
路内的客户主要包括中国南车、中国北车和中铁、中建，中铁、中建的需求主要集中在线路产品，如桥梁支座、轨道减震器。预计 2009 年对路内客户的销售总额达到 6 亿元左右（扣除电磁线），营业收入占比为 67% 左右。

- 2008 年时代新材及控股子公司向中国南车销售产品金额在 1.68 亿元，其中弹性元件销售接近 1 亿元，2009 年预计向南车销售规模将达到 3 亿元（包括电磁线），同比增长 78.5%；向北车销售收入为 2400 万元，2009 年预计为 2500 万元。
- 2008 年桥梁支座的销售收入为 2.26 亿元，主要供货武广客运专线，2008 年还新增海南东环线、京沪线等桥梁支座 2 亿元合同订单，从 2009 年已公告的中标金额来看，时代新材 2009 年 6 月又中标厦深铁路 1.19 亿元桥梁支座订单，并且未来京沪高铁总的桥梁支座仍有 1、2 亿的桥梁支座订单合同；因此我们预测 2009 年桥梁支座的销售收入有望达到 3-4 亿，同比增长 33%。

路外市场包括地铁、轻轨、风力发电、工程机械行业配套，增发项目实施后路外市场的销售比例将提高。

海外市场近年一直保持平稳增长，占比在 12%-16%。主要是为全球大型轨道交通制造商供货，目前时代新材是全球唯一一家同时为世界前 4 家最大的机车车辆制造商美国通用电气、庞巴迪、阿尔斯通、西门子提供橡胶弹性元件的供应商。

图3：时代新材国内外销售比例示意图



数据来源：公司财务报告，招商证券

(2) 弹性元件的市场空间分析

2005 年以来,我国铁路基本建设投资年复合投资增长率达 30%以上,其中 2006 年和 2007 年铁路行业完成投资 4500 亿元,2008 年一年完成投资超过 3000 亿元,预计 2009 年新增投资将超过 6000 亿元。

“十一五”期间,我国拟建新线 17000 公里,其中客运专线 7000 公里;既有线增建二线 8000 公里,既有线电气化改造 15000 公里。铁道部在 2004 年编制的《2004 年-2020 年铁路建设的投资规划》,投资总额 1.5 万亿;2008 年底,调整的国家中长期铁路建设投资总额为 5 万亿元,比 2004 年规划增加了 3.5 万亿。5 万亿投资将以中长期路网调整为主,经过调整的规划将新增 4.5 万公里的铁路建设项目。

下面的图表显示,2009、2010 年我国的高速铁路及城市铁路仍处于建设高峰期。

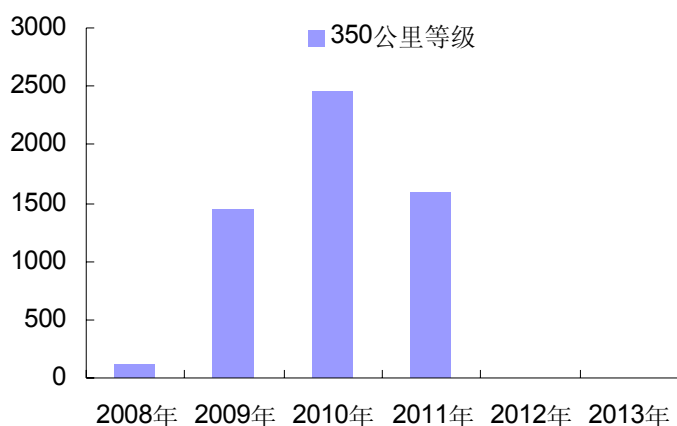
另一方面,随着城市化进程的加快及城市人口的不断增长,城市轨道交通的优势不断显现,使得城轨、地铁有了广阔的发展空间。按照城市轨道交通建设“十一五”规划,国家将投资 6000 亿元计划于 2015 年前在 15 个城市建造总里程达 1600 公里的 64 条城市轨道交通线路。

表 1: 我国运营及建设中的城轨铁路统计

状态	城轨铁路统计
营运中	北京地铁、长春轻轨、重庆轨道交通、大连轨道交通、抚顺地铁、广州地铁、香港铁路、南京地铁、上海轨道交通、深圳地铁、天津轨道交通、武汉轨道交通
兴建中	成都地铁、佛山轨道交通、哈尔滨地铁、杭州轨道交通、沈阳地铁、苏州轨道交通、西安地铁、郑州地铁、无锡轨道交通
计划中	长沙轨道交通、东莞轨道交通、合肥轨道交通、昆明轨道交通、南昌轨道交通、青岛轨道交通、乌鲁木齐轨道交通

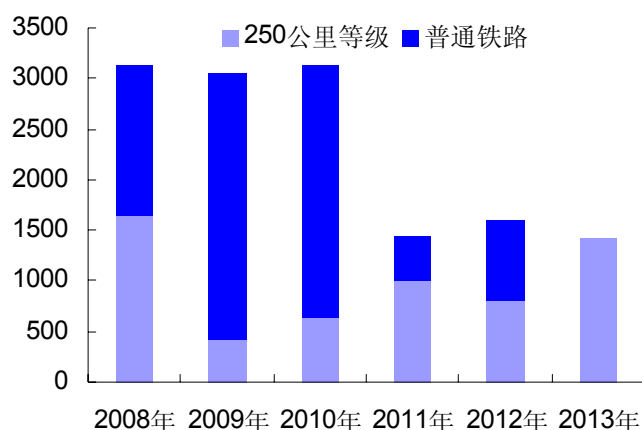
数据来源:招商证券研发中心整理

图 4: 未来三年 350 公里等级铁路竣工里程



资料来源:招商证券研发中心整理

图 5: 未来三年 250 公里等级铁路竣工里程



资料来源:招商证券研发中心整理

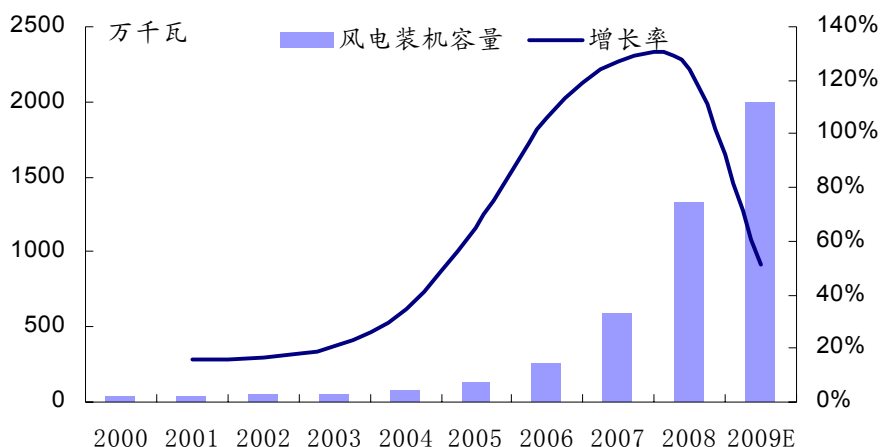
三、风电叶片投产将形成公司新的增长点

1、风电叶片行业需求分析

风电装机容量快速增长。从 2003 年到 2008 年，中国风电装机容量快速增长，累计装机容量从 2003 年末的 56.7 万千瓦增加到了 2008 年末的 1215 万千瓦，增加了 22.3 倍。

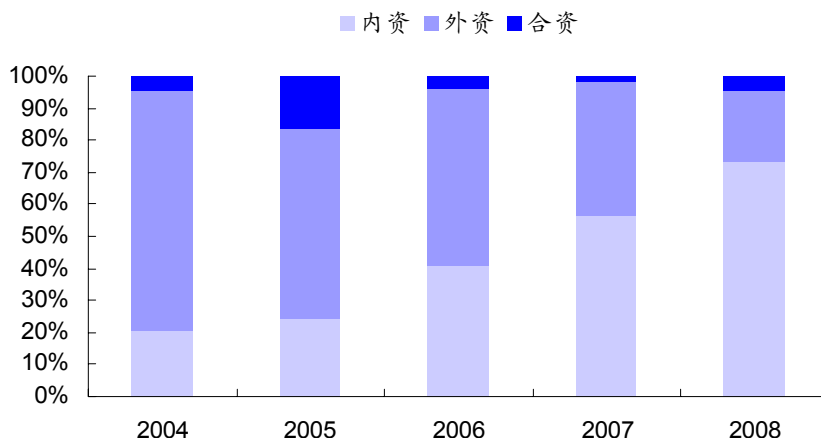
《可再生能源法》实施以来，国家加大了风电发展力度，“十一五”期间拟建成 30 个 10 万千瓦级的风电项目，在内蒙古、河北、江苏、甘肃等地形成 4 个百万千瓦级的风电场。根据目前的增长趋势，预计到 2010 年即可提前十年实现 3000 万千瓦的中长期发展目标，按每台风机 1.5 兆瓦估算，2009-2010 年年均风电新增装机约 6000 台，叶片年需求量 1.8 万片。

图6：我国风电装机容量高速增长



数据来源：中国风能协会，招商证券研发中心

图7：我国风电投资比例



数据来源：CCM，招商证券研发中心

2、国内风电叶片市场竞争格局

我国风电叶片生产能力快速扩张。风机叶片是风能技术进步的关键部件，占风机成本的20%左右。截至2008年，中国境内的风电机组叶片厂商共有34家。其中，已经进入批量生产阶段的公司有14家，批量生产能力达到460万千瓦，预计到2010年，这些叶片公司全部进入批量生产阶段后，综合生产能力将达到900万千瓦，将达到供需平衡。

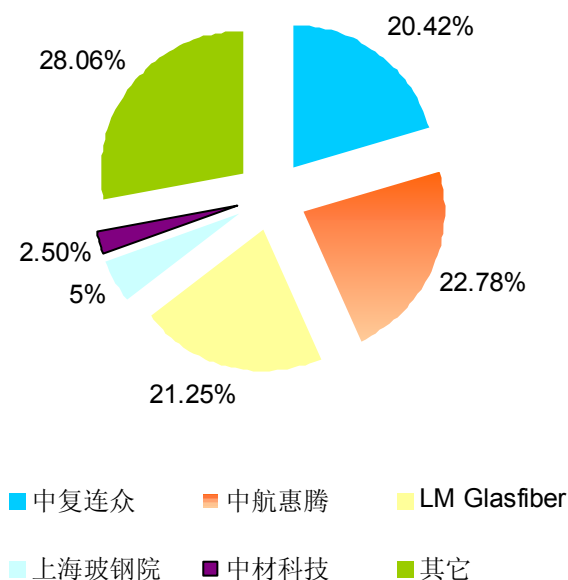
国内风机叶片以1.5MW以下为主，投资主体多元化。目前国内以生产1.5MW级以下的叶片为主，风机叶片市场已经形成外资企业、民营企业、科研院所、上市公司等多元化的主体投资形式。外资企业主要有GE、LM、GAMESA、VESTAS等，国内企业以中航惠腾、上海玻璃钢院、中材科技为代表。2008年国内前三大风机叶片制造商中航惠腾、LM、中复连众市场份额为23%、21%和20%。新的进入者还在增加，例如时代新材已成功通过挂机实验。

表2：中国主要的风机叶片企业情况一览表

厂商	技术来源	主要产品(KW)	产能(MW)	产能介绍	客户
中航惠腾	独立研发	600	600	600kw叶片1000副/年，750kw叶片2400副/年；1500kw叶片2000副/年；其余Mw叶片：500副/年。在研产品有：HT25.5(高原型)	金风科技、东方汽轮机、华仪风能、运达、湘电、上电
		750	1500	1500750kW)；HT26(加强型1mW)；HT37.5(1.5MW)；HT40.5(低风速型1.5MW)；HT34(2MW)；HT45.5(2MW)；HT45(2.5MW)；HT48.8(2.5MW)HT45(3MW)HT48.8(3MW)。	
		1500	1500		
		其它	500		
连云港中复连众	德国 Aerodyn	1250	625	2008年完成生产兆瓦级叶片近1000套，成为国内最大的兆瓦级叶片制造商，批量出口阿根廷，成为国内第一家产品批量出口的叶片制造商。2009年将形成年产3000套兆瓦级风力机叶片的能力。	金风、华锐
		1500	2250		
		2000	800		
LM Glasfiber	独立研发	1500	2700		金风、华锐、东方汽轮机、Repower、湘电、航天安迅能、GE
		2000/2500	1125		
中材科技叶片公司	N/A	750			华锐、金风
		850			
		1500	450	目前具有年产300套1.5MW叶片及12套模具的生产能力。	
		2000			
上海玻璃钢院	德国 Aerodyn	1500	900		东方汽轮机、华创风能、华仪风能
天津鑫茂集团		750		公司目前有750KW叶片和1.5MW叶片两大项多系列产品。其中750KW叶片已具备批生产能力，年产能300套；1.5MW叶片年产能可达300套。	
		1500			

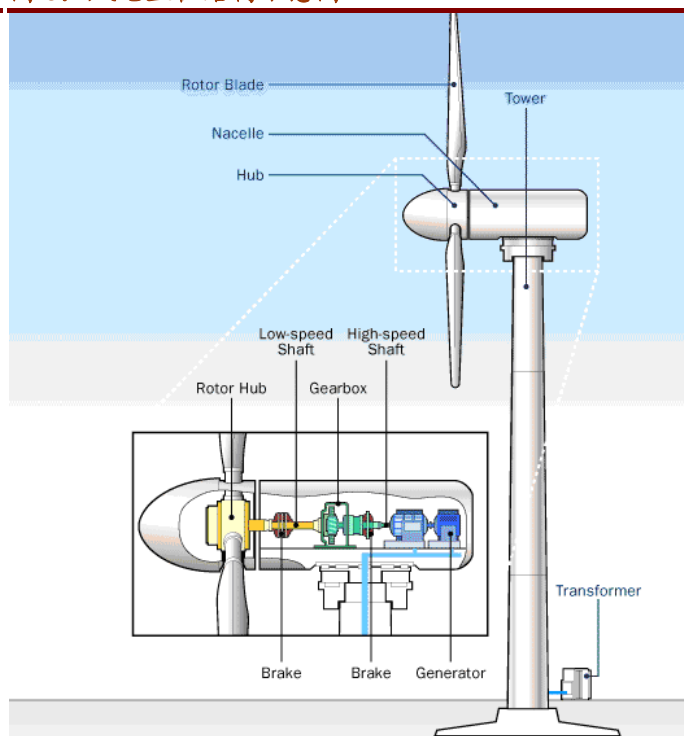
资料来源：CCM，公司网站，招商证券研发中心整理

图8：2008年国内风机叶片市场份额示意图



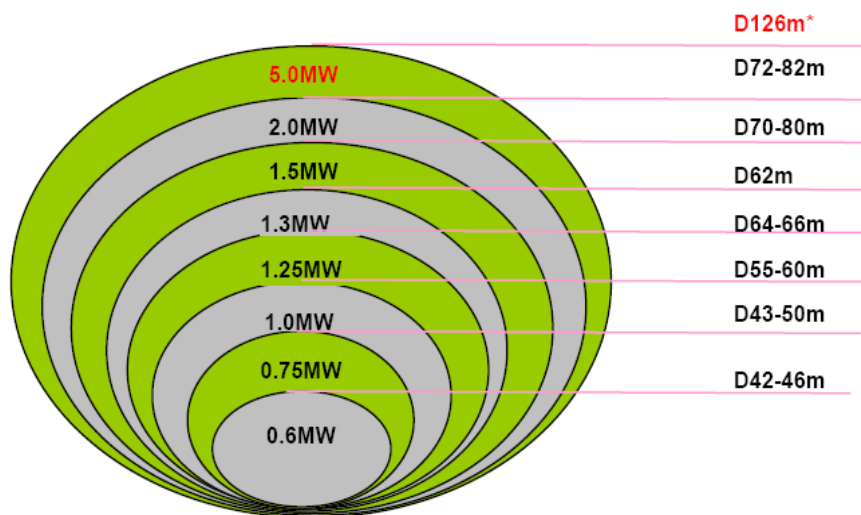
资料来源：CCM，招商证券研发中心

图9：风电主机结构示意图



资料来源：招商证券研发中心

图10：风电叶片直径与输出功率示意图



资料来源：CCM，招商证券研发中心 注：D=126 无法在中国生产。

3、风电叶片成本和盈利水平分析

风电叶片价格 2009 年出现回落。根据金风科技的合同公告，与中材科技于 2008 年 4 月签订的风力发电机叶片合同金额由 6.3 亿元下调到 5.9 亿元，下调幅度为 6.3%。不过我们估计由于 1.5MW 级以上的产品国内生产能力依然不足，因此价格下调以 1.5MW 级以下的叶片为主。

风电叶片成本受到石油价格的影响。目前使用的材料大多为热固性复合材料，不易降解，使用寿命约为 20、30 年。目前的风力发电机叶片基本上是由聚酯树脂、乙烯基树脂和环氧树脂等热固性基体树脂与 E-玻璃纤维、S-玻璃纤维、碳纤维等增强材料，通过手工铺放或树脂注入等成型工艺复合而成。风电叶片中，树脂和玻璃纤维布占原料成本 60%以上，而这两者上游原料又都是石油。对于同一种基体树脂来讲，采用玻璃纤维增强的复合材料制造的叶片的强度和刚度的性能要差于采用碳纤维增强的复合材料制造的叶片的性能。但是，碳纤维的价格目前是玻璃纤维的 10 倍左右。由于价格的因素，目前的叶片制造采用的增强材料主要以玻璃纤维为主。

国内风电叶片产能投放过快，行业竞争加剧，毛利率可能出现回落。

4、预计时代新材风电叶片 2010 年开始盈利

(1) 风电叶片技术引进

2008 年公司与德国 Aerodyn 公司签订协议引进风力发电机叶片生产技术（一次性支付技术转让费），与国防科技大学合作，成功试制出 750KW24 米和 1.5MW40.3 米两款叶片，并与南车株洲电力机车研究所有限公司、浙江华仪、浙江运达、金风科技等整机制造商完成叶片校核，分别签署了战略合作协议或叶片装机考核意向。首套叶片长度 40.3 米，重 6 吨多，通过了德国 GL 认可的静力试验考核。TMT、40.3 型号叶片于 2009 年 3 月 27 日在河北某风场实现挂机，已成功通过挂机考核。公司还在自主研发 2-3MW 级的叶片。

(2) 开始批量生产

时代新材风机叶片目前已经进入批量生产状态，预计年内兆瓦级叶片可实现销售 60、70 台套，预计毛利率在 25-30%，2010 年计划销售 200 套。公司计划通过增发扩大生产能力，募投资金将用于建设叶片生产厂房、辅助楼生产性建筑及生产设备，建设锅炉房、危险品库、变配电站、空压站等生产辅助设施。项目新增建设总投资为 4.2 亿元，其中固定资产投资 3.56 亿元，项目建成后达产后，公司兆瓦级风电叶片的年生产规模将达到 900 套，年销售收入达 10 亿元。公司计划将新的风机叶片产能设在风场旁边，以节省高昂的运输费用。

四、增发项目建设周期短、盈利前景确定

表3：此次增发募集资金投向

项目名称	项目投资总额 (亿元)	募集资金投资额 (亿元)
高分子减振降噪弹性元件产品扩能项目	2.5	2.5
增资时代绝缘并用于电磁线提质扩能项目	1.5	1.5
兆瓦级风电叶片产业化项目	4.2	3.5
建筑工程抗震减隔振（震）产品产业化项目	0.65	0.5
合计	8.85	8

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

公司计划向特定对象非公开发行股票数量不超过 6,000 万股，增发价格 13.55 元。

大股东参加增发提升市场信心。大股东南车株洲电力机车研究所有限公司，将认购股票数量的 40%，锁定三年。

此次增发主要用于扩大弹性元件、风电叶片和特种电磁线的生产能力，满足快速增长的市场需求。时代新材是全国交通机械装备行业经营规模最大、整体科技实力最强的高分子复合材料减振降噪技术专业研究开发基地，在分子减振降噪弹性元件产品应用的各个主要领域均处于主导地位。但是主营产品需求缺口进一步加大，此次增发将扩大高分子减振降噪弹性元件产能，巩固在国内市场的领先地位。公司主导产品薄膜烧结电磁线是大功率牵引电机系统及风力发电机系统中的关键材料，而铁路建设高标准、高速度的发展模式增加了对大功率牵引电机的需求，风电行业增加对风力发电机的需求，使得公司 Kapton 薄膜烧结电磁线及聚酰亚胺薄膜绕包烧结电磁线具有广阔的发展空间。

募投项目投资期较短为 1-1.5 年，大部分项目已经开始建设。2008 年公司已开始了弹性元件生产扩能、2 万平米风机叶片厂房建设、万吨级改性工程塑料生产线、1.5 万吨风电及大功率牵引电机用高性能电磁线提质扩能等项目的筹建。其中，2008 年 8 月时代新材在渌口高新技术区投资兴建风电特种材料达 1.5 吨的高科技产业基地，初期投资 2.8 亿元，将形成生产电磁线 1.2 万吨、各种绝缘材料 3000 吨的产值将超过 10 亿元。

大股东参加增发提升市场信心，保证增发顺利实施。大股东南车株洲电力机车研究所有限公司，将认购股票数量的 40%，锁定三年。

五、盈利预测及投资建议

1、盈利预测假设

盈利预测主要基于以下几点假设：2009 年桥梁支座高毛利率产品比例将提高；考虑到风电叶片产能扩张过快，我们对其毛利率预测相对保守，在 25%-30%之间；高分子减振降噪弹性元件需求与高速铁路和机车的需求相关，预计未来三年仍维持高速增长。

表4：时代新材收入及毛利率预测表

营业收入（百万元）	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
高分子减振降噪弹性元件	253	430	636	903	1173	1525
电磁线	152	146	210	272	354	460
高分子复合材料	72	70	105	115	127	140
特种涂料及新型绝缘材料	38	67	59	65	72	79
风电叶片				72	252	378
合计	575	713	1046	1458	2008	2612
毛利率	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
高分子减振降噪弹性元件(%)	31.5%	33.6%	34.3%	34.8%	34.8%	34.8%
电磁线(%)	8.8%	5.6%	7.5%	8.0%	8.0%	8.0%
高分子复合材料(%)	19.4%	18.6%	18.1%	18.0%	18.0%	18.0%
特种涂料及新型绝缘材料(%)	28.1%	19.3%	29.2%	25.0%	25.0%	25.0%
风电叶片(%)				25.0%	26.0%	28.0%
综合毛利率	20.5%	25.1%	25.8%	26.8%	27.0%	27.5%
收入增长率	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
高分子减振降噪弹性元件	48.0%	70.4%	47.7%	42.0%	30.0%	30.0%
电磁线	73.0%	-4.1%	43.8%	30.0%	30.0%	30.0%
高分子复合材料	13.6%	-2.1%	49.9%	10.0%	10.0%	10.0%
特种涂料及新型绝缘材料	-14.3%	73.9%	-11.1%	10.0%	10.0%	10.0%
风电叶片					250.0%	50.0%
综合增长率	41.6%	24.0%	46.7%	39.4%	37.8%	30.1%

资料来源：WIND，招商证券研发中心

2、盈利预测及投资建议

我们预测 2009-2011 年时代新材 EPS 为 0.42、0.63、0.89 元，目前的动态 PE 为 38 倍、26 倍和 18 倍；考虑增发摊薄 EPS 预测分别为 0.33、0.49、0.69 元。与时代新材估值具有可比性的行业是铁路设备和风电力设备，这两个子行业 2009 年平均 PE 为 30-35 倍。时代新材历史 PE 一直在 30 倍以上，中值在 40 倍左右。由于公司未来三年成长确定，我们用摊薄后的 EPS 和 2010 年 35-40 倍 PE 估算，长期目标价 17-20 元左右。

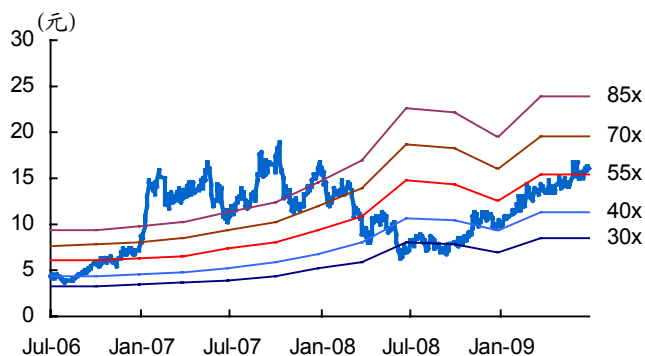
3、风险因素分析

虽然未来三年时代新材净利润将保持 40%左右的高成长，所属行业（高分子材料研发）附加值较高，盈利稳定，但是仍存在风险因素。其一，三年后铁路投资下滑，弹性元件需求下降；其二，风电叶片产能扩张过快，行业竞争激烈导致毛利率下降；其三，如果增发不成功，财务费用将明显上升。

表5: 铁路与风电设备相关公司估值

	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (09/7/7)	EPS			PE			PS	PB
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E		
铁路设备	中国南车	528	5.38	0.12	0.16	0.21	46	34	25	1.8	3.9
	晋西车轴	32	19.24	0.45	0.64	0.81	43	30	24	2.1	2.5
	平均	280	12.31	0.28	0.40	0.51	44	32	25	1.9	3.2
风电设备	中材科技	41	27.56	0.63	0.85	1.20	44	32	23	3.8	6.1
	金风科技	430	30.70	0.65	0.96	1.24	47	32	25	6.7	11.8
	华仪电气	49	17.78	0.27	0.49	0.69	65	36	26	6.3	7.0
	上海电气	1064	11.16	0.21	0.20	0.23	53	55	49	2.4	6.6
	东方电气	295	41.50	0.20	1.97	2.41	208	21	17	1.3	14.3
	天威保变	400	34.26	0.81	1.01	1.31	42	34	26	9.2	10.7
	平均	380	27.16	0.46	0.91	1.18	77	35	28	4.9	9.4

资料来源: WIND, 招商证券研发中心 注: 09-11 年 EPS 为一致预期

图 11: 时代新材历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 12: 时代新材历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

近两年的机械行业报告准确地判断了行业的发展趋势，具有前瞻性。

1、《重工业化及产业结构升级打造中国装备制造业——机械行业 2007 年投资策略》2006.12.15

本报告从全球工业化进程的角度分析中国装备制造业未来的发展趋势，并更注重国际比较，深度挖掘成长中的中国装备制造业上市公司的投资机会。

2、《寻求国际定价，化解成本压力——机械行业 2008 年度策略报告》2008.1.3

本报告从产品价格、盈利能力、成本压力、内外需求的变化四个方面分析，指出了 2008 年制造业的困惑。

3、《钢价暴涨将影响机械行业盈利水平》2008.2.27

本报告预见性地提出了钢材价格上涨将影响行业盈利水平并抑制需求，在行业内率先下调机械行业评级至“中性”。

4、《机械行业 2009 年度投资策略——危机中孕育的国家优势》2008.12.15

报告引用了迈克尔·波特国家竞争优势理论中的“钻石体系”，从“政府”和“机会”两个方面分析 2009 年机械行业的投资机会。在经历了过去两年人民币升值、原材料价格暴涨的洗礼后，中国装备制造业将面临国内乃至全球产业整合的机遇，中国政府实施扩张的财政政策将缓解经济衰退对装备制造业的冲击。

5、《工程机械行业点评——扩张性财政政策下的局部复苏》2009.2.16

虽然中国工程机械行业高增长时代或将结束，但是扩张性财政政策下，行业将会出现局部复苏，投资策略上我们认为未来 6 个月，行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数行业，上调工程机械（机械子行业之一）评级至“推荐”。

6、《三一重工——品质改变世界 创新铸就成功》2009.2.27

我们在 2008 年《机械行业 2009 年度投资策略——危机中孕育的国家优势》报告中，上调了三一重工的投资评级至“强烈推荐-A”，此深度报告从研发能力、激励机制、服务网络、扩张模式等几个方面来分析三一重工的长期竞争优势，并针对市场分歧阐述我们对其长期价值的认识。

7、《中国南车——需求拉动和技术升级驱动五年高增长》2009.3.4:

通过构建一个三阶段的盈利改善模型，系统阐述中国南车未来的盈利改善空间及其投资价值。

8、《机械行业 2009 年中期投资策略——景气度震荡回升酝酿投资机会》2009.6.15

在不同的景气复苏路径假设下，机械行业的投资机会将不同，本文借鉴日本 80-90 年代机械行业的成长经验，回顾中国工程机械过去十年历程，论证政府投资、民间投资对机械行业的影响，并认为出口竞争力决定机械行业中长期投资价值。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	541	741	984	1353	1754
现金	136	116	146	201	261
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	32	42	58	80	104
应收款项	138	148	199	274	357
其它应收款	10	12	22	30	39
存货	188	320	420	577	746
其他	37	103	139	190	246
非流动资产	314	372	389	407	405
长期股权投资	10	10	10	10	10
固定资产	235	268	337	359	361
无形资产	44	44	39	35	32
其他	25	50	2	2	2
资产总计	855	1113	1373	1760	2159
流动负债	406	658	863	1149	1418
短期借款	196	280	395	512	599
应付账款	122	215	267	366	473
预收账款	14	20	27	37	47
其他	74	142	174	234	298
长期负债	34	6	0	10	10
长期借款	34	0	0	10	10
其他	0	6	0	0	0
负债合计	441	664	863	1159	1428
股本	204	204	204	204	204
资本公积金	86	86	86	86	86
留存收益	115	150	211	301	428
少数股东权益	8	8	9	10	12
母公司所有者权益	406	440	501	591	718
负债及权益合计	855	1113	1373	1760	2159

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	71	71	45	46	92
净利润			87	128	182
折旧摊销			29	32	32
财务费用			22	30	34
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(103)	(155)	(169)
其它			11	11	13
投资活动现金流	(58)	(141)	(50)	(50)	(30)
资本支出			(50)	(50)	(30)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	36	50	34	59	(2)
借款变动			89	127	87
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(26)	(38)	(55)
其他			(29)	(30)	(34)
现金净增加额	49	(20)	30	55	60

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	713	1046	1458	2008	2612
营业成本	534	776	1067	1465	1894
营业税金及附加	3	6	7	10	13
营业费用	45	63	90	124	162
管理费用	77	123	178	241	313
财务费用	16	19	22	30	34
资产减值损失	3	12	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	1	1	0	0	0
营业利润	37	47	93	138	196
营业外收入	1	3	0	0	0
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	37	49	93	138	196
所得税	2	1	6	8	12
净利润	35	48	87	130	184
少数股东损益	0	0	1	1	2
母公司所有者净利润	35	47	87	128	182
EPS (元)	0.17	0.23	0.42	0.63	0.89

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	24%	47%	39%	38%	30%
营业利润	34%	28%	98%	48%	42%
净利润	47%	36%	83%	48%	42%
获利能力					
毛利率	25.1%	25.8%	26.8%	27.0%	27.5%
净利率	4.9%	4.5%	5.9%	6.4%	7.0%
ROE	8.6%	10.7%	17.3%	21.7%	25.3%
ROIC	7.7%	8.6%	12.0%	14.0%	16.1%
偿债能力					
资产负债率	51.6%	59.7%	62.8%	65.8%	66.2%
净负债比率	27.0%	27.5%	28.8%	29.7%	28.2%
流动比率	1.3	1.1	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.9	0.6	0.7	0.7	0.7
营运能力					
资产周转率	0.8	0.9	1.1	1.1	1.2
存货周转率	3.3	3.1	2.9	2.9	2.9
应收帐款周转率	4.6	7.3	8.4	8.5	8.3
应付帐款周转率	5.1	4.6	4.4	4.6	4.5
每股资料(元)					
每股收益	0.17	0.23	0.42	0.63	0.89
每股经营现金	0.35	0.35	0.22	0.23	0.45
每股净资产	1.98	2.15	2.45	2.89	3.51
每股股利	0.06	0.08	0.13	0.19	0.27
估值比率					
PE	95.3	70.3	38.3	25.9	18.2
PB	8.2	7.5	6.6	5.6	4.6
EV/EBITDA	36.9	30.4	18.4	13.3	10.1

分析师简介

刘荣，管理工程专业硕士、机械工程专业学士，五年机械行业研究经验，现任招商证券研发中心研究副董事，曾获新财富机械行业最佳分析师 2007 年第二名，2008 年第五名。

葛岩，北京大学概率统计学学士，研究助理。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5、20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

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

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。