

时代新材(600458.sh)

受益于高铁建设，未来着眼于风电配套

惠毓伦 首席研究员
 电话: 020-87555888-323
 Email: hyl6@gf.com.cn

王磊 机械行业研究助理
 电话: 020-87555888-667
 Email: wl15@gf.com.cn

线上线下产品线齐全，受益于铁路建设

弹性元件线上产品目标是高铁配套高端市场，动车组弹性减振元件业务将成为公司增长亮点。目前国内动车组业务还处于高速增长的起步阶段，未来进一步国产化空间广阔；线下产品获益已开始明显体现，桥梁减振产品、城轨减振产品、高铁道岔减振产品销售大幅增长，铁路配件新增和更换需求市场空间巨大。

未来增长着眼于风电配套

切入风电叶片和风机用电磁线，布局风电配套领域。风电减速器项目、兆瓦级风机叶片、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是公司未来增长的保障。公司的风电项目与大股东中国南车的风电发展趋势同步，生产的叶片为南车株机所提供配套，下游有稳定保障。

盈利预测与估值

预计公司 2009、2010、2011 年的营业收入分别为 15.2、21.7、27.5 亿元。EPS 分别为 0.455、0.631、0.714 元。合理估值 18.9 元。

风险提示

1、单一买家风险；2、较差议价能力；3、业绩波动风险

预测及评估

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	712.75	1,045.81	1,490.73	2,172.42	2,753.18
EBITDA(百万元)	55.77	70.59	137.00	186.66	222.29
净利润(百万元)	34.84	47.22	92.98	129.01	145.86
净利润增长率	48.39%	35.53%	65.20%	38.75%	13.05%
每股收益(元)	0.170	0.230	0.455	0.631	0.714
市盈率	99.47	42.61	35.54	25.61	22.65
市净率	8.54	4.56	6.48	5.50	4.70
EV/EBITDA	79.19	32.12	23.83	17.56	16.67
每股红利(元)	0.06	0.08	0.14	0.19	0.21
股息率(%)	0.35	0.82	0.84%	1.17%	1.32%

来源: 株洲时代新材料科技股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	16.17
目标价格(元)	18.90
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	6.66%	15.54%	79.82%
上证综指	11.77%	27.39%	14.81%

股票数据

总股本(万股)	20,435.52
流通 A 股(万股)	14,694.75
主要股东:	
南车株洲电力机车研究所有限公司	
主要股东持股比例	16.79%
流通 A 股比例	71.91%

财务比率

ROE	10.72%
ROA	4.24%
资产负债率	59.69%
每股净资产(元)	2.15

2008 年报数据。

产品结构以高铁减振弹性元件为主

巩固原有优势路内业务，积极开拓路外领域

公司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。拥有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、国内唯一的国家级弹性元件检测中心。

目前公司的主要产品策略为继续巩固弹性元件中高端高铁产品如大功率机车、动车组弹性元件的市场地位，积极开展路外产品如重型汽车减振元件、风机叶片的研发及生产。未来风电配套产品将是发展的重点。

图 1：弹性元件占比逐年递增

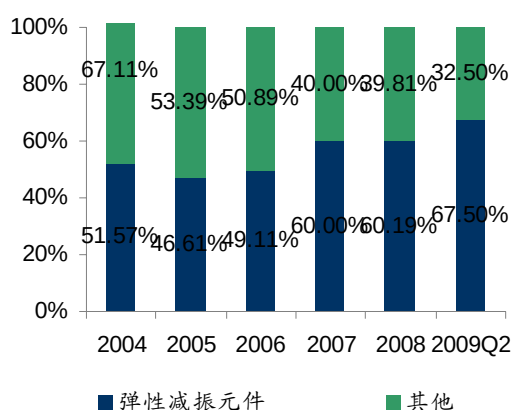


图 2：主营业务收入、利润、毛利率近年的变动状况

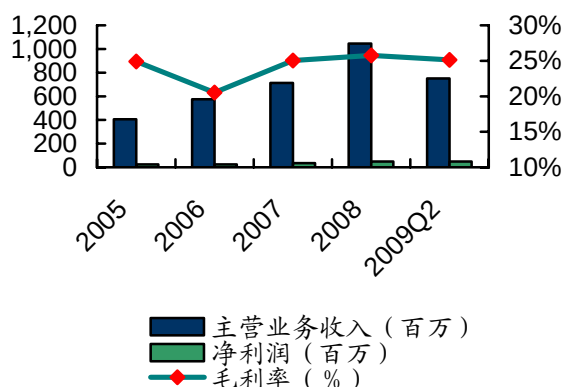


图 3：2009 年中期营业收入结构

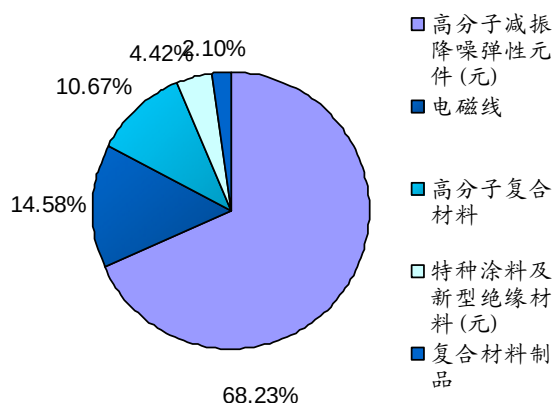
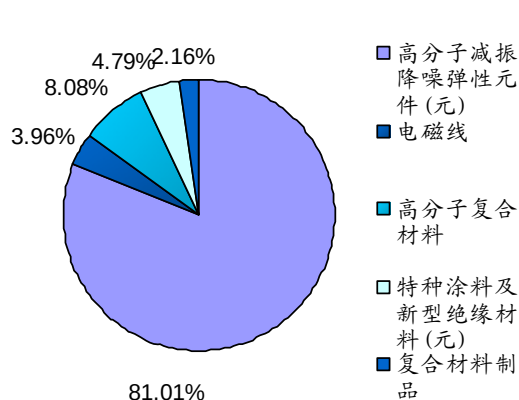


图 4：2009 年中期毛利构成



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

弹性元件产品结构优化，单价显著上升

弹性元件国内龙头：公司主营产品减振降噪弹性元件有利于提高车辆行车安全和舒适性，是国内生产新型轨道减震器龙头公司，主营产品减振

降噪弹性元件市场占有率超过50%，随着经济的发展，人们对出行的舒适度要求不断提高，对弹性元件的需求也逐步增加。目前公司高端的减震弹性元件产能不断增加，新产品不断推出，未来行业中领先的地位将更加稳固。

表 1：弹性元件价格有显著提升

传统型号	价格	新型号	价格
普通客车弹性元件	4-5 万/套	动车组弹性元件	10-13 万/套
普通机车弹性元件	5 万/套	大功率机车	10-20 万/套
地铁车辆弹性元件	3-4 万/套	新型地铁	6-7 万/套
高铁道岔弹性元件		硫化铁弹性垫板	280 万/套
风电主机减速器			4 万/套

数据来源：广发证券发展研究中心

产品档次提高：快速化、重载化、电气化是铁路运输发展的方向，技术升级带来的是铁路运输车辆需求结构转向高端产品。快速客运使需求向动车组全面倾斜；重载化加大了大功率牵引机车的需求；舒适度的要求加大了弹性元件配件的需求，而产品价格也有了比较大的提升。

图 5：大功率机车未来交付量

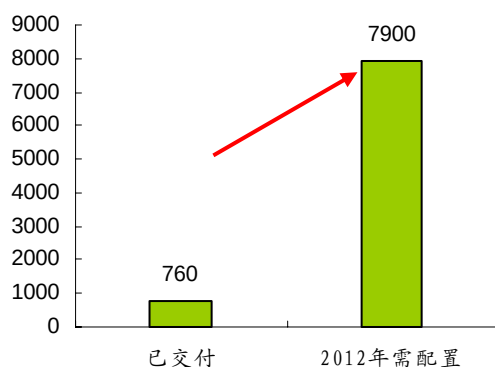
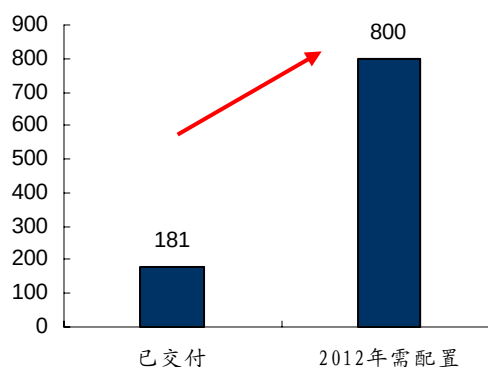


图 6：动车组未来交付量



数据来源：广发证券发展研究中心

线上线下产品线齐全，受益于铁路建设

技术优势促其成为铁路减震产品龙头

产品品质优势：公司独立开发的高速铁路机车、客车系列高分子减振降噪弹性元件，经过不断改进设计、工艺可靠性研究，已将高分子减振降噪弹性元件产品的安全使用寿命从国内同行企业产品的平均安全使用寿命 3-5 年提高到 6-8 年，公司与国内同行相比，在产品品质、市场影响及技术水平等方面居国内领先水平。在国际市场中，公司产品的各项性能指标完全达到甚至超过国外知名厂商的同类产品性能。

公司具有从结构设计到原材料开发和产品生产以及专业服务的所有能力，现为铁道部运输局铁道器材中心的开发基地和生产基地，并参与了铁道部二项减振弹性元件标准、一项工程塑料制品的产品标准的制定，承

担了青藏线三个工程塑料制品方面的科研开发项目。

线上线下产品齐全，全方位获益于客运线建设

线上产品目标高端：公司的路内产品主要包括铁路机车减振产品、客车减振产品和货车减振产品三大类。未来两年铁路机车、客车等装备的需求仍将稳步增长。同时大功率电力机车、动车组对普通客车的替代将产生高端的需求。公司路内产品的营收将稳步增长，预计此类的产品的销售收入增长超过40%。动车组弹性减振元件业务将成为公司增长亮点。目前国内动车组业务还处于高速增长起步阶段。根据铁道部采购配置，到2012年将有800列动车组投入运行。目前的国产化率及国产化进程还才刚刚开始，未来进一步提升国产化空间广阔。

线下产品获益已开始明显体现：线下产品主要有桥梁减振产品、城轨减振产品、高铁道岔减振产品。桥梁支座主要用于高铁建设，08年此类产品收入将近2个亿，而在2009年公司预计此类产品收入将达到3个亿。城轨减震产品主要用于地铁车辆在进入车站前的减震降噪，随着各地的地铁建设的兴起，预计2009年此类产品收入将达到3000万元。高铁道岔公司是公司与铁科院合作研制的硫化铁弹性垫板产品，用于高速列车变道时的减振。目前国内仅公司一家能够生产该类产品。高铁道岔的需求由高速客车经过的站的数量来决定的，另外铁路的提速业产生此类产品的需求，理论上是高于160公里/小时的换道都需要此类产品，未来几年是高铁的大规模建设期，对高铁道岔的需求也将相应增长。

图 7：2006-2012 铁路设备投资增长

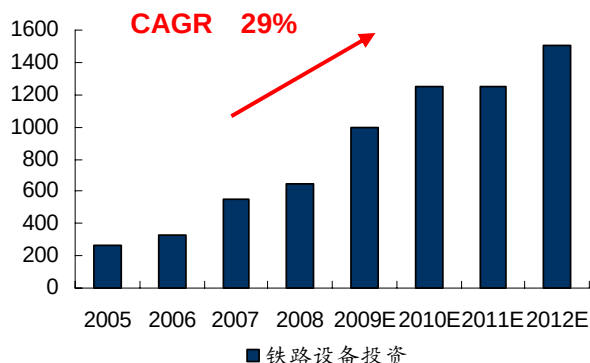
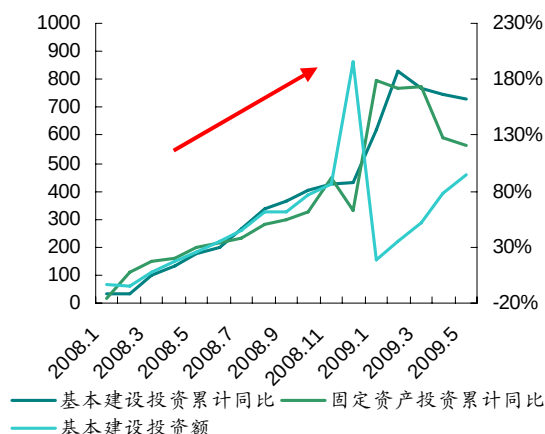


图 8：2008 年初至今铁路基本建设投资



数据来源：铁道部统计中心，广发证券发展研究中心

铁路产品市场潜力巨大，带动业绩提升

市场空间巨大：根据我国的铁路建设规划，2020年前，客运专线及城际铁路建设目标为1.6万公里以上。而根据我们研究2020年铁路营业里程达到12万公里，依然不能满足铁路运输日益增长的需求。2020年实际需求可能达到17万公里，其中2.2万公里的客运专线。这将产生旺盛的设备及配件需求。

成熟后维护市场巨大：未来铁路投资爆发式增长之后，应该进入一个平缓的持续增长的阶段。那么铁路投资将会给铁路设备制造业带来10年左右的繁荣期，而在未来铁路设备的相对于今日的高保有量带来的更新和换

代需求将会保证铁路设备制造企业的稳定增长。

表 2: 铁路设备需求以高档产品为主

设备	2007 需求量	保有量 (07)	保有量 (10E)	2020 需求/更新量 (12 万公里)	2020 需求/更新 量 (17 万公里)	更 换 需 求 /2007 年购置
动车组	90 列	105 列	800 列	2400 列/100 列	3000 列/150 列	166.67%
客车	622	44300	45000	54000/2700	76056/3800	610.93%
大功率机车	405	550	7900	3000 辆/150 辆	4225 辆/210 辆	370.37%
机车		18300	19000	19000	26761 辆/1300 辆	
货车	29854	568500	700000	700000/35000	990000/49500	165.81%
城轨	900	3875	18000	25000 辆/1250 辆	25000 辆/1250 辆	138.89%

注: 2020 货车静载重 70 吨计, 2007 年数据为 61.3 吨

数据来源: 铁道部, 中国统计年鉴, 广发证券发展研究中心

未来增长着眼于风电配套

切入风电叶片和风机用电磁线, 布局风电配套

2008 年公司进行的风电减速器项目、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在 2009 年已经开始取得部分效益。

表 3: 非公开增发项目介绍

项目	投资总额 (万元)	募集资金 使用 (万)	增加收入 (万元)	建设周期	达产后增加 利润 (万元)
高分子减振降噪					
弹性产品扩能	25,009	25,009	74,940	2008-2009	8,260
电磁线提质扩能	15,006	15,006	69,280	2008-2009	4,596
兆瓦级风电叶片	42,009	35,009	74,940	2009-2010	12,793
建筑工程抗震减					
隔振 (震) 产品	6,515	5,015	17,106	2009-2010	2,616

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

风电减振器: 目前国内只有公司独家能够生产风电减振器产品。国内 25 家风电厂商有 16 家正在使用公司产品。公司风电减振器产品的价格大概为 3-4 万元/套。2008 全年营收可达 5000-6000 万元, 而 2009 年预计将有 1 亿元的营业收入。风电市场的巨大需求使公司风电减振器产品的市场前景十分看好。

叶片: 目前 0.75 兆瓦风电叶片已研制成功, 预计 2009 年销售 60 套。公司正在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, 2010 上半年二期完成达产后其中 750kw 风电叶片的设计产能为 300 套/年, 1650KW 风电叶片的设计产能为 900 套/年。技术合作是与国防科大复合材料联合研究开发 1.5 兆瓦级。与国防科大签订的五年的排他性协议, 主要材料系技术研发力量常驻公司。与国内顶级风电整机制造商完成叶片校核, 并分别签署了战略合作协议或叶片装机考核意向, 成功切入新能源领域。

电磁线：大功率牵引电机用高性能电磁线提质扩能项目的使公司在满足大功率机车用电磁线的基础上开发风电市场，达产后公司的电磁线产能达到1.5万吨。用于大功率电机的电磁线的毛利率较高，比普通产品高出50%，毛利率达到10%，未来产品主要配套南车电机、北车永济，湘电股份，2009年收入预计2.5亿元，未来争取达到7-8亿元的年收入。

配套大股东风电项目，下游有稳定保障

公司的风电项目与大股东中国南车的风电发展趋势同步，生产的叶片可以为南车集团提供配套。南车株机所已经与华电集团签订14亿元的风电机组合同签署了意向性协议，南车株洲所在株洲市田心高科技园区兴建的风电制造基地年产能可达200台兆瓦级风电机组。因此公司风电叶片的销售比较有保障。南车株洲电力机车还与国内最大的风电企业新疆金风科技股份有限公司签订了19亿元的风电设备合同。株洲电力机车研究所与2003年开始介入发电机、逆变器等风机部件的研制，南车株洲所长期从事机车电传动的电气和控制技术应用研究和工程化研究，形成了交传系统集成、大功率变流、网络与电子控制等多项核心技术，为风电发展奠定了坚实的基础。

盈利预测与估值

我们预计公司2009、2010、2011年的营业收入分别为15.2、21.7、27.5亿元。EPS分别为0.455、0.631、0.714元。

鉴于所处细分行业的成长性、以及其产品结构调整带来稳定的盈利能力，并且为受益于铁路客运专线建设的上市公司，我们认为给予10年30倍市盈率是合适的，合理的估值**18.9元**。

风险提示

（一）单一买家的风险

铁路设备行业高度依赖于铁道部的装备采购计划，计划的波动给铁路设备行业公司的业绩也带来了比较大的波动，同时也对其业绩预测带来了较大的难度。

（二）较差的议价能力

铁道部是铁路设备的最大而且是唯一的买家，通常情况下铁路设备制造商与铁道部的合同中往往基本没有议价能力。

（三）业绩波动风险

交货及销售收入确认受铁路建设的项目进展程度和其他因素影响较多，可能带来业绩波动的风险。

表 6: 财务报表预测与业绩指标

利润表 (万元)	2009E	2010E	2011E	现金流量表	2009E	2010E	2011E
营业收入	149072.51	217241.78	275318.23	净利润	9298.35	12901.70	14585.92
营业成本	111259.26	163349.60	208033.46	折旧摊销	2153.03	2449.04	2628.24
营业税金及附加	857.19	1086.34	0.00	净营运资金增加	(1649.99)	5959.16	9351.86
营业费用	9475.17	13808.06	17499.44	经营活动产生现			
管理费用	15652.61	22810.39	28908.41	金流净额	11560.30	8479.18	(32938.90)
财务费用	569.20	999.26	2460.49	投资活动产生现			
资产减值损失	500.00	200.00	190.17	金流净额	(10000.00)	(5000.00)	(3000.00)
投资收益	0.00	0.00	0.00	融资活动产生现			
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	金流净额	7312.54	7736.84	46831.67
营业利润	10978.06	15217.29	17139.90	现金净增加额	8872.84	11216.01	10892.77
营业外收入	100.00	100.00	100.00	期初现金及现金			
营业外支出	80.00	80.00	80.00	等价物余额	18,054.85	26,927.70	38,143.71
利润总额	10998.06	15237.29	17159.90	期末现金及现金			
所得税	1649.71	2285.59	2573.99	等价物余额	26,927.70	38,143.71	49,036.48
少数股东权益	50.00	50.00	0.00	业绩表现	2009E	2010E	2011E
归属母公司净利润	9298.35	12901.70	14585.92	营业收入增长率	40.80%	45.73%	26.73%
资产负债表	2009E	2010E	2011E	净利润增长率	65.20%	38.75%	13.05%
货币资金	26927.70	38143.71	49036.48	EBIT 增长率	57.69%	40.44%	20.87%
短期投资	0.00	0.00	0.00	营业利润率	25.37%	24.81%	24.44%
应收帐款	32627.70	48007.64	61120.61	ROE	18.23%	21.49%	20.76%
其他应收款	2105.34	3068.09	3888.30	ROIC	20.90%	24.00%	15.09%
存货	33056.68	48533.44	61809.64	每股指标	2009E	2010E	2011E
流动资产	98744.44	141217.42	178019.22	EPS	0.46	0.63	0.71
长期投资	965.55	965.55	965.55	每股红利	0.14	0.19	0.21
固定资产	39864.00	42513.34	42983.48	每股经营现金流	0.57	0.41	(1.61)
无形资产	4230.26	4131.89	4033.51	每股净资产	2.50	2.94	3.44
资产总计	144920.66	190515.67	228175.75	价值比率	2009E	2010E	2011E
短期借款	19477.82	32084.42	85752.36	P/E	27.08	19.51	17.26
应付账款	24048.84	34558.36	44489.22	EV/收入	1.66	1.15	1.06
预收账款	32586.27	41297.73	0.00	EV/EBITDA	18.08	13.35	13.13
长期借款	3435.67	3435.67	3435.67	EV/EBIT	21.46	15.36	14.89
负债合计	92978.25	129492.07	156942.01	EV/NOPLAT	25.24	18.07	17.52
少数股东权益	936.58	986.58	986.58	EV/IC	5.28	4.34	2.64
股东权益	51005.83	60037.01	70247.16	P/B	4.94	4.19	3.58
负债和所有者权益	144920.66	190515.67	228175.75	股息率(%)	1.11%	1.54%	1.74%
				流动性	2009E	2010E	2011E
				净负债/权益	(0.08)	(0.04)	0.57
				资产负债率	64.16%	67.97%	68.78%
				流动比率	1.10	1.12	1.16
				速动比率	0.73	0.74	0.76

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。



相关研究报告

	广州	上海
地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn	
服务热线	020-87555888-390	

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。