

公司研究

评级：推荐

2009年9月18日

2009年9月18日

市场数据 2009年9月18日

当前价格（元）	14.58
52 周价格区间（元）	6.36 ~ 16.2
总市值（百万）	2979
流通市值（百万）	2142
总股本（万股）	20435
流通股（万股）	14695
近一月换手（%）	37.29%
第一大股东	南车株洲电力机车研究 所有限公司
公司网址	www.trp.com.cn

主要观点：

- 时代新材凭借高分子复合材料领域的研发技术优势，在轨道交通上进行成功应用，开发出一系列弹性元件产品，是该领域的龙头企业，目前主要业务来源于弹性元件，充分分享铁路建设高峰带来的利润增长，同时公司开始涉足风电叶片领域，并在短短时间内迅速发展，二者将构成支撑未来公司持续增长的主要业务。
- 弹性元件业务供不应求。**公司的弹性元件产品主要包括轨道线路弹性元件、轨道车辆弹性元件和其他弹性元件，特别是轨道车辆弹性元件产品市场占有率较高。同时由于具备领先的技术研发实力，公司此块业务将充分享受铁路建设高峰带来的利润快速增长。
- 风电业务一年内快速增长。**公司风电叶片目前产能300套/年，2009年预计可销售80套风电叶片，销售收入预计在1亿元左右。目前主要订单来自于华仪电气和南车研究所的订单。2010年预计产能可以完全释放，销售收入预计3.5亿元左右，未来几年公司将继续扩大产能，最终实现年产1000套的目标。
- 定向增发——大股东认购40%彰显对公司的信心。**公司已于8月10日上报证监会拟发行不超过6000万股，发行价不低于13.55元，募集资金约8亿元，其中大股东株洲所认购数量不低于40%，锁定三年。募集资金主要投向需求旺盛的部分产品的产能扩张四个项目，这些项目建设期都是1~2年，并且大部分项目已经开始建设。
- 盈利预测与投资评级：**（1）如果09年增发未完成，09年~11年EPS分别为0.52元、0.78元、1.06元；（2）如果09年增发获批，09年~11年EPS分别为0.42元（摊薄后）、0.69元（摊薄后）、0.97元（摊薄后）；截至2009年9月18日，公司股价14.58元，考虑到公司中长期发展较好、业绩增长确定，特给予公司“推荐”评级。

财富证券研究发展中心**研究员：王璇****+86 755 82575658****wangxuan@cfzq.com**

目 录

第一部分：公司的发展路径分析

一、核心优势——股东背景 + 科研实力.....	3
1、雄厚的股东背景支持公司长期发展.....	3
2、公司围绕自身科研技术应用发展主业.....	3
3、高分子复合材料的广泛应用决定公司业务方向.....	4

第二部分：公司主要业务分析

二、弹性元件业务分析.....	5
1、公司弹性元件业务分析.....	5
2、公司弹性元件产品订单饱满.....	5
3、我国弹性元件行业格局.....	6
4、弹性元件市场容量逐年上升但总量有限.....	6
三、风电叶片业务分析.....	7
1、风电装机容量大幅增长带动下游零部件行业.....	7
2、我国风电叶片行业格局.....	7
3、公司在风电叶片业务上的发展优势与劣势.....	8
4、公司风电叶片具体发展情况.....	8
四、其他配套业务介绍.....	10
1、工程塑料.....	10
2、涂料及绝缘材料.....	11
3、电磁线.....	11

第三部分：公司中长期成长性分析

五、定向增发项目为公司中长期发展提供动力.....	12
---------------------------	----

第四部分：公司估值分析及投资建议

六、盈利预测及投资评级.....	13
1、盈利预测.....	13
2、投资评级.....	16
七、风险提示.....	17

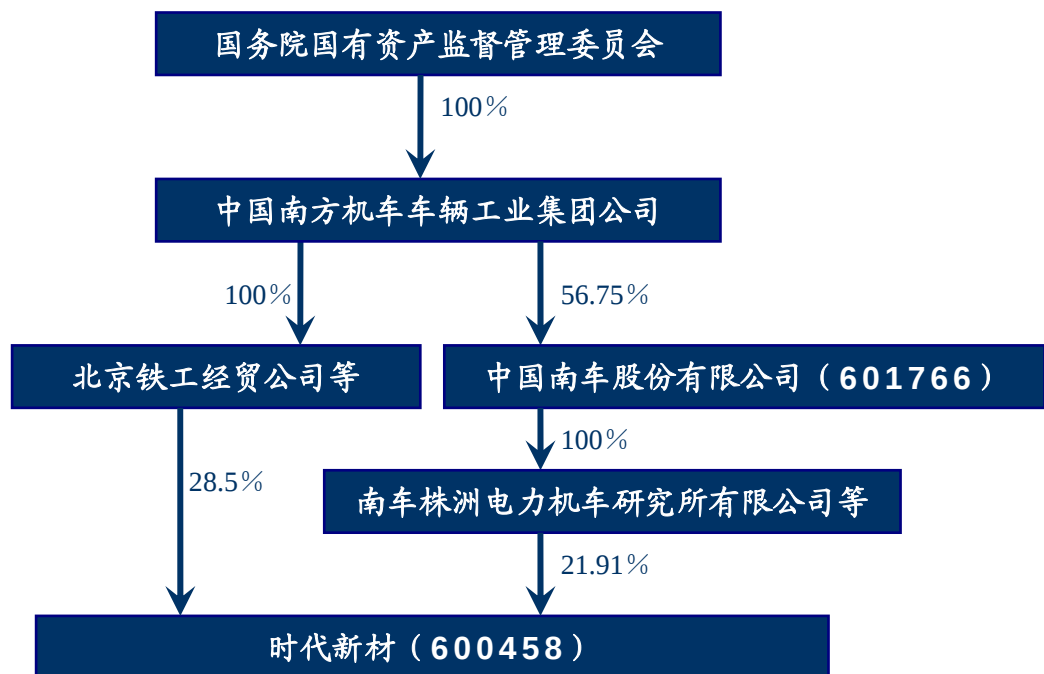
第一部分：公司的发展路径分析

一、核心优势——股东背景 + 科研实力

时代新材前身为“株洲电力机车研究所的机械事业部橡胶试验室”，1989年，改制成独立核算、自负盈亏的橡胶技术开发部，1994年5月，改制成立株洲时代橡塑有限责任公司，1998年5月，改制成立株洲时代橡塑股份有限公司，2001年11月，公司更名为株洲时代新材料科技股份有限公司，2002年12月公司正式在上海证券交易所发行3500万A股股票。

1、雄厚的股东背景支持公司长期发展

图 1：公司主要股权结构



资料来源：财富证券，公司年报

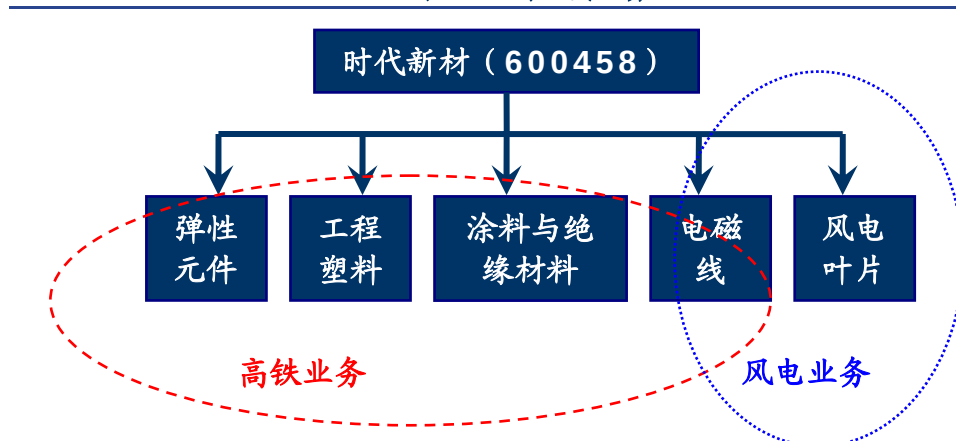
2、公司围绕自身科研技术应用发展主业

由于公司前身为“株洲电力机车研究所的机械事业部橡胶试验室”，因此公司一贯重视科研技术的投入。公司的技术中心具备较高技术实力和行业竞争力，于2004年获批升级为国家认定企业技术中心，主要对高分子复合改性材料、弹性元件及系统结构技术、新型绝缘材料与特种涂料的进行研究与推广，在国内橡塑弹性元件行业的具有领先地位。

公司技术中心集聚了一批高素质科技人才，承担了多项国家重大科研项目和‘863’计划。由于公司在高分子复合改性材料领域具有较强的技术领先优势，因此公司未来主营业务方向也

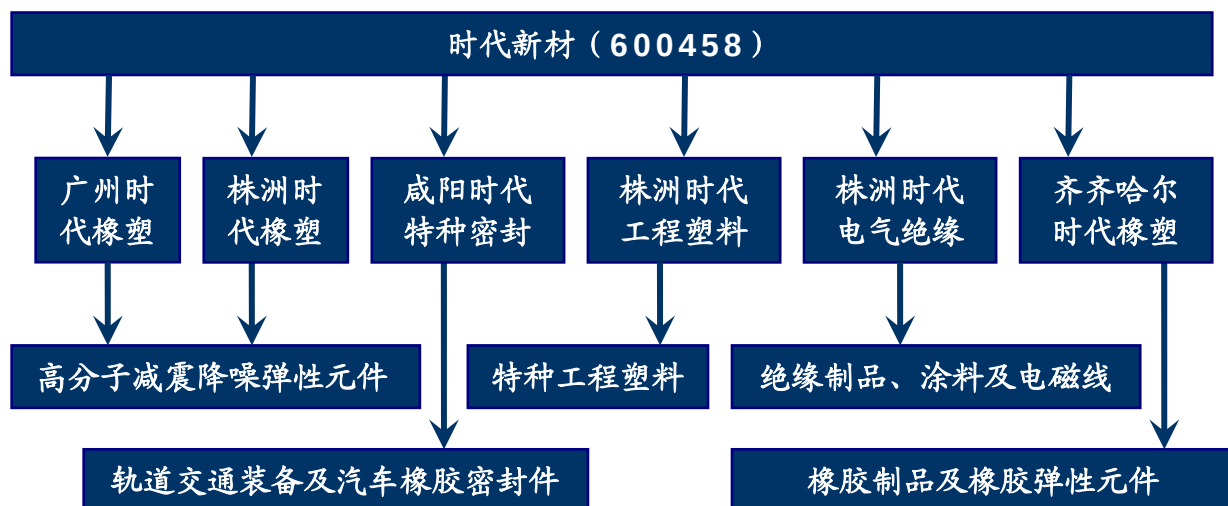
将是围绕高分子复合改性材料的应用来进行开展。

图 2：公司主要业务



资料来源：财富证券，公司年报

图 3：公司主要控股子公司



资料来源：财富证券，公司年报

3、高分子复合材料的广泛应用决定公司业务方向

公司凭借高分子复合材料在轨道交通上的成功应用，开发出一系列弹性元件产品，主要用于铁路建设、铁路车辆和其它行业，目前这一块业务公司已做到绝对龙头地位，市场占有率超过 50%。但是由于弹性元件产品整体市场规模有限，且使用寿命较长，更新换代周期较长，多为一次性投入，因此近几年受益于铁路大规模建设，需求能够持续增长，但未来建设高峰过去将面临需求急剧下降的风险，为此，从公司发展战略考虑，继续扩大高分子复合材料的应用领域，开发新的产品将成为公司未来持续发展的关键。

为此，公司利用高分子材料技术优势，开始涉及新的应用领域，即风电叶片。

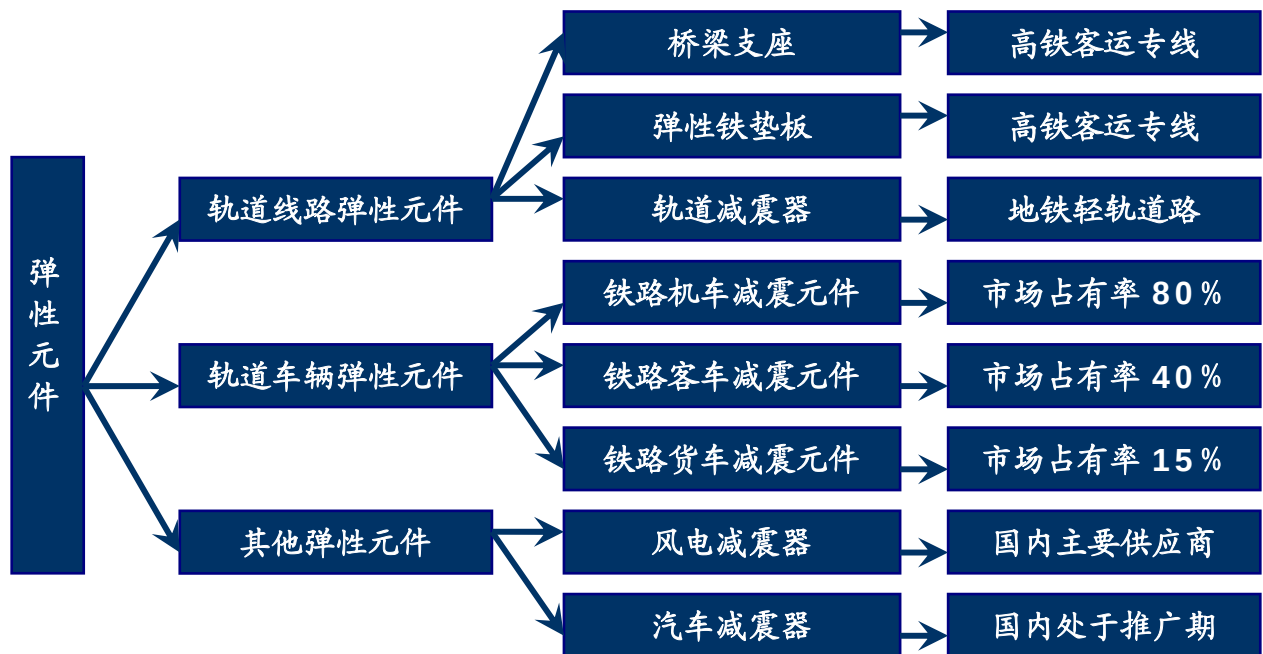
第二部分：公司主要业务分析

二、弹性元件业务分析

1、公司弹性元件业务分析

公司的弹性元件产品主要包括轨道线路弹性元件、轨道车辆弹性元件和其他弹性元件，特别是轨道车辆弹性元件产品市场占有率较高。同时由于具备领先的技术研发实力，公司此块业务未来增长将保持稳定。

图 4：公司弹性元件主要类别



资料来源：财富证券

2、公司弹性元件产品订单饱满

目前，公司弹性元件产品订单非常饱满，产品出于供不应求的状况。

- 桥梁支座目前在手订单 2 亿元，下半年多条线路招标。
- 弹性铁垫板主要用在高铁上，09 年可实现收入 1 亿元。
- 轨道减振器主要用在地铁城轨上，预计 09 年收入 0.5 亿元。

3、我国弹性元件行业格局

目前在铁路弹性元件方面国内各细分产品主要的生产商如下：

- 桥梁支座生产企业国内主要有以下 6 家企业，其中公司的市场份额大概在 15% ~ 20% 左右。
- 铁路车辆用弹性元件公司占据绝对龙头地位，其机车、客车和货车的市场占有率分别为 80%、40% 和 15%；动车组的弹性元件目前正在国产化，预计公司将最先受益
- 风电减震器公司是国内独家生产的，已有近 20 家风电公司采用公司产品。

表 1：桥梁支座主要生产商

序号	桥梁支座主要生产商
1	成都市新筑路桥机械股份有限公司
2	衡水中铁建工程橡胶有限责任公司
3	株洲时代新材科技股份有限公司
4	武汉船用机械有限责任公司
5	衡水宝力工程橡胶有限公司
6	衡水橡胶股份有限公司

资料来源：财富证券

4、弹性元件市场容量逐年上升但总量有限

近几年，随着我国铁路建设投资力度加大，铁路弹性元件产品市场容量呈逐年上升趋势，但是市场总量仍然有限。

表 2：我国高铁客运专线桥梁支座第一次大规模集中采购招标情况

序号	招标项目名称	数量（个）	金额（万元）	均价（元）
1	郑州～西安客运专线	56666	70139	1.24
2	广深港客运专线	6869	12149	1.77
3	广州～珠海城际轨道工程	24768	25671	1.04
4	福厦段客运专线工程	10442	13285	1.27
5	新广州站客运专线工程	5398	9910	1.84
6	武汉～广州客运专线工程	45885	70787	1.54
总计		150028	201941	1.35

资料来源：财富证券

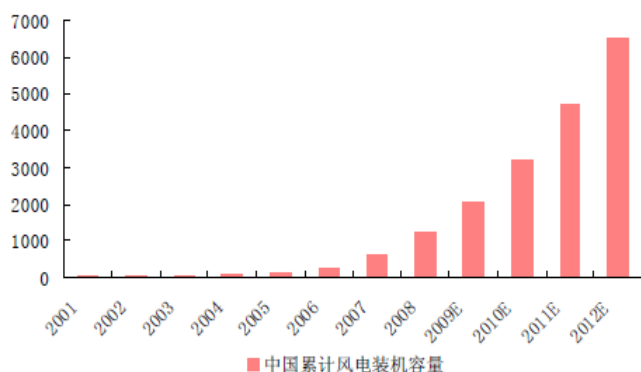
三、风电叶片业务分析

1、风电装机容量大幅增长带动下游零部件行业

在新能源发电行业里，风力发电是最成熟的，也是产业化程度最高的新能源发电行业，风电设备已基本具备全面国产化的条件，风电设备已由前些年的紧缺到目前的供需平衡局面，因此风电设备面临着重新洗牌，行业将面临整合，行业集中度将进一步提高，综合实力较强的风电设备制造商将提高市场占有率。

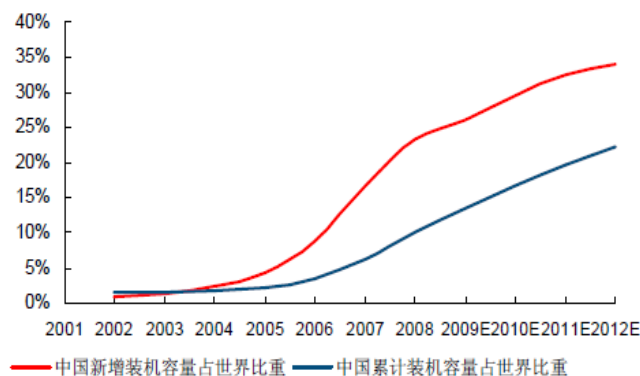
而对于新进入风电叶片制造商行列的时代新材来说，这既是机遇也是挑战。

图 5：中国累计风电装机容量



资料来源：财富证券、公司年报

图 6：中国风电装机容量占世界比重



资料来源：财富证券、公司年报

2、我国风电叶片行业格局

目前我国风电叶片生产企业总共有接近 80 家，这主要源于前几年风电装机容量的极具扩张使得众多企业纷纷上马和扩建下游零部件所造成的。

虽然企业众多，但是行业集中度较高，主要产能集中在行业前十家叶片制造企业。

表 3：我国国内生产风电叶片的主要厂家一览表

公司名称	主要产品	产能	市场占有率	实际控制人
中航惠腾	0.6MW~3.0MW10 个系列27 个型号	0.6MW 叶片1000 副/年； 0.75MW 叶片2400 副/年； 1.5MW叶片2000 副/年；其它系列500 副/年	总体来说目前约占国内市场的47%。	中国航空工业集团
中复连众	主要实力在兆瓦级上，国内最大的45.3米2MW叶片在公司下线	现有 产能1400 套，2010 年扩产至3000 套，将成为亚洲最大的风电叶片生产基地。	占据目前全国兆瓦级叶片市场的一半市场	中国建筑材料集团公司

中材科技	未来主产兆瓦级风机叶片	现有 300 套产能，未来扩展到 1300套		中国中材集团
鑫茂科技	未来主产1.5MW 叶片	已有年产300 套750KW 叶片，1.5MW风电叶片已完成试制	较小	天津鑫茂科技投资集团有限公司
上玻院	主产1.5MW 叶片	年产 170 套1.5MW 叶片,拟扩产至550 套	较小	上海建材集团
天津东汽风电	已研制成2.5MW 叶片	08 年200 套1.5MW 叶片，09 年600套1.5MW叶片	较小	东方电气集团
天威叶片	主产1.5MW 叶片	一期建设期1.5 年，2011年达产，年产1.5 兆瓦级以上叶片 400 套；二期再增400 套	尚未规模化生产	保定天威集团有限公司
时代新材	主产1.65 兆瓦叶片	09 年100余套，目前产能300套，未来将逐步达到1000套产能	尚未规模化生产	中国南车

资料来源：财富证券

3、公司在风电叶片业务上的发展优势与劣势

从目前的情况来看，公司在发展风电叶片业务上也许会使入有些许担忧，因为风电叶片行业产能已由以前的供不应求转变为供需平衡，在未来出现产能相对过剩的可能性也较大，公司在这种背景下进入该行业确实使人对未来业务发展前景和回报质疑。

下面就这种对这块业务进行分析：

表 4：风电叶片优劣势分析

优势	劣势
1、大股东中国南车发展风电整机制造，公司风电叶片可优先配套； 2、公司凭借风电减震器产品积累大量的风电整机制造商客户资源，风电叶片业务发展迅速； 3、公司具有研发技术优势，与国防科技大学合作，具有独立的研发技术平台。	1、国内风电叶片行业企业较多，竞争激烈； 2、我国风电叶片行业已由前几年的供不应求到目前的供需平衡，未来有相对过剩的趋势； 3、公司进入风电叶片行业较晚，需要时间超越行业领先企业

资料来源：财富证券

4、公司风电叶片具体发展情况

➤ 公司的风电技术源于德国

2008 年，公司从德国 Aerodyn 公司引进风力发电机叶片生产技术，并与国防科技大学合作，试制出 37.5 米和 40.3 米两款叶片。目前这两款产品在河北挂机试验后已在公司新建的 2 万平方米叶片厂房进行批量生产。

➤ **公司风电叶片原材料主要是玻璃布和树脂，主流制造工艺是真空辅助灌注法**

风电叶片由早期的木制叶片、钢梁叶片、铝合金叶片发展到现在的玻璃钢复合叶片，以及碳纤维复合叶片。

从技术工艺上看，玻璃钢兼具技术性和经济性要求，成为目前 3MW 以下风电叶片市场的主流材料，3MW 以上风机叶片则要加入碳纤维材料以增加强度。

玻璃纤维针织复合织物（玻璃布）和树脂是玻璃钢复合叶片的两种主要原材料。目前这两种材料均可从国内市场购得，供应较为充足。

在风电叶片生产工艺上，过去采用手糊，现在大多采用真空辅助灌注法。公司风电叶片生产工艺即是采取真空辅助灌注法

➤ **公司风电叶片毛利率与行业平均毛利率相当**

一般来说，风电叶片占风电整机的成本比例大约为 20%。目前 1.5MW 级叶片每套约 140~150 万元（含税，每套 3 片，每片约 45~50 万元）。公司风电叶片毛利率目前与当前国内叶片产品平均毛利率相当，在 20~30% 之间。

表 5：风电各零部件成本占比情况

零部件	成本占比	性能描述
塔架	26.3%	通常由卷钢制成，格状结构；或用混凝土代替降低成本
叶片	22.2%	采用复合材料，经特殊制造的模具制造加工
齿轮箱	12.91%	提高风轮轴的低转速发电机所需的高转速
变频器	5.01%	将发电机的直流电转为交流电
变压器	3.59%	将来自单机的电力转为电网所需的高电压
发电机	3.44%	将机械能转换为电能，采用同步电机或异步电机
偏航环	2.8%	采用钢材制成，需十分强韧，以支撑整个动力传动系统
变桨距系统	2.66%	调整叶片角度，使风能利用最大化
主轴	1.91%	将风能转向力传递到齿轮箱

资料来源：财富证券

➤ **公司风电叶片 09 年预计销售 80 套，收入贡献 1 亿元**

公司风电叶片目前产能 300 套/年，2009 年预计可销售 80 套风电叶片，销售收入预计在 1 亿元左右。目前主要订单来自于华仪电气和南车研究所的订单。2010 年预计产能可以完全释放，销售收入预计 3.5 亿元左右，未来几年公司将继续扩大产能，最终实现年产 1000 套的目标。

四、 其他配套业务介绍

公司其他三块业务工程塑料、电磁线和涂料与绝缘材料主要是为上述两项主业进行配套，从而形成较完整的产业群。

1、工程塑料

➤ 工程塑料行业情况

中国工程塑料工业历经 10 年发展，已逐步形成了具有树脂合成、塑料改性与合金、加工应用等相关配套能力的完整产业链。目前，我国的工程塑料树脂均能在国内生产，聚合能力已经达到每年 60 万吨左右，改性树脂材料年产量也有 200 多万吨，在工程塑料合成方面已有中蓝集团、云天化集团、神马集团、仪征化纤、德阳科技等上规模的企业，但总体来看规模小、生产分散、缺乏大型领军企业。

由于工程塑料具有特别优异的性能，其技术发展水平受到政府层面的重视，已被列入国家中长期科技发展纲要中高新技术的重点选项。在改性材料与树脂合金方面，部分产品技术、质量指标也已接近国外先进水平。一些特种工程塑料产品的工艺技术已经进入到国际先进行列。

受全球的金融风暴影响，工程塑料市场面临着市场需求的疲软和新增产能不断增加，原材料成本大幅波动的多重压力。在这种困境下，工程塑料市场仍保持增长，只是增速放缓。随着国家四万亿投资的逐步到位，2009 年上半年工程塑料市场需求也开始逐步回暖，其价格也开始回升。

➤ 公司工程塑料业务情况

公司拥有造粒生产线六条，同时具有与之配套的塑料配色、模具制造和维修能力。可根据用户需求开发、生产 pa、pp、abs、pbt、pet、pc、pvc 等改性工程塑料复合材料，具备年产改性工程塑料复合材料 8000 吨的生产能力。公司计划投入 742 万元建设 10000 吨级改性工程塑料项目。

目前公司开发的工程塑料、改性材料及塑料制品已广泛应用于铁道器材、机车车辆、摩托车、家电、IT 业、日用品、纺织器材、军工业等行业，产品主要有绝缘轨距块、铁路扣件、电工电气产品、两极电源插座、三极电源插座等等，客户遍及欧洲、北美洲、东南亚及亚洲各国。

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。

2、涂料与绝缘材料

➤ 涂料

涂料是一种保护材料，一般用来防止被涂体发生腐蚀。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。

此外，公司研制的用于客运专线上的防水涂料可能会在今年新修客运专线上展开应用。

目前铁路行业每年约使用涂料 6 万吨，产值 24 亿元。

➤ CA 砂浆

板式无碴轨道是由长钢轨、扣件系统、轨道板、水泥沥青砂浆、混凝土底座及凸形挡台组成的一种新型轨道结构。为了使板式轨道具有一定的弹性，并固定轨道结构的位置，在混凝土底座和轨道板之间，以及凸形挡台周围填充缓冲材料层，同时消除混凝土构件施工误差。作为缓冲充填材料，应既有一定的弹性，又有一定的强度，水泥砂浆强度足够高，但弹性不足，沥青弹性好，但强度低，受温度影响大，因此采用了将二者结合的水泥沥青砂浆，一般采用水泥、乳化沥青、砂及各种掺和料混合而成，通称 CA 砂浆。

➤ 绝缘材料

公司新建了 3000 吨绝缘材料产业基地。将来该业务主要服务于风力发电设备和大功率牵引电力机车两方面，目前涂料和绝缘材料收入 1 亿元左右。

3、电磁线

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、高速度的发展模式对大功率牵引电机的需求，以及迅速发展的风电行业中对风力发电机的需求，使得公司具有技术优势的 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。

以往公司生产的电磁线主要用于普通民品，毛利率只有 5% 左右。公司在株洲渌口新建了 1.2 万吨的电磁线产业基地，主要生产风电电机和牵引电机所需电磁线，预计将于今年底、明年初投产。主要客户包括南车电机、北车电机和湘潭电机等。

2008 年，公司电磁线收入为 2.1 亿，毛利率为 7.52%。预计 2009 年收入可达 3 亿。

第三部分：公司中长期成长性分析

五、 定向增发项目为公司中长期发展提供动力

公司 2009 年 6 月 12 日发布公告，拟发行不超过 6000 万股，发行价不低于 13.55 元，募集资金约 8 亿元，其中大股东株洲所认购数量不低于 40%，锁定三年，其余股份发行面向基金公司、证券公司、信托公司等特定对象，大股东大比例认购先是对公司长期发展的信心。

募集资金主要投向需求旺盛的部分产品的产能扩张四个项目，这些项目建设期都是 1~2 年，并且大部分项目已经开始建设。

表 6：非公开募集资金投资规划

项目名称	项目投资 (亿元)	拟投入募集 资金(万元)	建设期	新增产能
兆瓦级风电叶片产业化项目	4.2	2.5	2 年	900 套
高分子减震降噪弹性元件扩能项目	2.5	2.5	1.5 年	扩至当前 2 倍左右
增资时代绝缘用于高性能特种电磁线提质扩能项目	1.5	2.5	1.5 年	1.2 万吨
建筑工程抗震产品产业化项目	0.65	0.5	1 年	1.1 万套

资料来源：财富证券，公司公告

从上述增发项目的具体投向可以清晰的看出公司未来中长期发展目标和方向，就是要继续发展壮大已有的弹性元件主业，解决目前产能不足、供不应求的问题，充分分享近几年铁路建设高峰的盛宴。

同时确定了未来铁路建设高峰过后，公司发展的方向就是新能源产业，以风电叶片为切入点，立足风电产业，凭借公司在新材料领域的研发技术优势，不断拓展新的业务。

第四部分：公司估值分析及投资建议

六、 盈利预测及投资评级

1、盈利预测

公司未来主要收入和利润将来源于弹性元件、风电叶片、工程塑料、电磁线和涂料与绝缘材料，根据上述各项业务分析，我们对公司未来 EPS 进行了分业务预测，由于考虑到增发项目情况，因此盈利预测分两种情况：**（1）09 年增发未完成**，但由于公司增发项目已经开始建设，资金来源将以自有资金和银行贷款为主，这种情况下财务费用将大幅增加，同时增发项目带来的产能释放预计将晚于预期；**（2）09 年内增发成功**，总股本将由 2.04 亿股增至 2.64 亿股。

（1） 09 年增发未完成情况下的盈利预测（不考虑摊薄）

表 7：公司分业务销售收入及毛利率预测

单位：百万元		2007	2008A	2009E	2010E	2011E
弹性元件	销售收入	430.38	635.6	1012.15	1214.56	1474.98
	销售成本	285.86	417.85	668.24	799.63	972.43
	销售利润	144.52	217.75	343.91	414.93	502.55
	毛利率	33.58%	34.26%	33.98%	34.16%	34.07%
	收入占比	60%	61%	62%	61%	59%
	毛利占比	81%	81%	79%	76%	74%
风电叶片	销售收入			105	200	300
	销售成本			78	148.14	223.89
	销售利润			27	51.86	76.11
	毛利率			25.71%	25.93%	25.37%
	收入占比			6%	10%	12%
	毛利占比			6%	9%	11%
工程塑料	销售收入	70.01	104.92	145	182	255.54
	销售成本	56.99	85.92	118.78	148.97	207.68
	销售利润	13.02	19	26.22	33.03	47.86
	毛利率	18.60%	18.11%	18.08%	18.15%	18.73%
	收入占比	9.82%	10.03%	8.93%	9.13%	10.28%
	毛利占比	7.29%	7.04%	6.00%	6.02%	7.01%
电磁线	销售收入	145.66	209.5	300	310	351.2
	销售成本	137.52	193.75	277.59	285.87	325.27
	销售利润	8.14	15.75	22.41	24.13	25.93
	毛利率	5.59%	7.52%	7.47%	7.78%	7.38%

	收入占比	20.44%	20.03%	18.47%	15.55%	14.12%
	毛利占比	4.56%	5.84%	5.13%	4.40%	3.80%
涂料及绝缘材料	销售收入	66.69	59.27	62.3	86.5	105.2
	销售成本	53.82	41.97	44.59	61.87	75.27
	销售利润	12.87	17.3	17.71	24.63	29.93
	毛利率	19.30%	29.19%	28.43%	28.47%	28.45%
	收入占比	9.36%	5.67%	3.84%	4.34%	4.23%
	毛利占比	7.21%	5.84%	5.13%	4.40%	3.80%
合计	销售收入	712.74	1045.8	1624.45	1993.06	2486.92
	销售成本	534.19	776.27	1187.2	1444.48	1804.54
	销售利润	178.55	269.8	437.25	548.58	682.38
	毛利率	25.05%	25.80%	26.92%	27.52%	27.44%

资料来源：财富证券

表 8: 公司盈利预测 (不考虑摊薄)

单位: 百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	712.74	1045.8	1624.45	1993.06	2486.92
收入增长率		46.73%	55.33%	22.69%	24.78%
- 主营业务成本	534.19	776.27	1187.2	1444.48	1804.54
毛利率	25.05%	25.77%	26.92%	27.52%	27.44%
- 主营税金及附加	3.26	6.33	11.74	16.64	23.15
主营业务利润	175.29	263.2	425.51	531.94	659.23
+ 其他业务利润	0	0	0	0	0
- 营业费用	44.82	63	95.76	114.58	142.28
管理费用	76.73	122.94	148.29	189.89	214.92
财务费用	15.76	19.49	29.63	34.65	39.34
- 资产减值损失	2.7	11.82	17.77	24.65	29.34
营业利润	36.67	47.08	134.05	202.82	272.69
+ 投资收益	1.39	1.11	-0.42	0	0
营业外收入	0.69	2.82	0.87	0.5	0.5
- 营业外支出	0.26	0.86	0.44	0.2	0.2
利润总额	37.1	49.04	134.06	203.12	272.99
- 所得税	2.08	1.48	27.32	42.66	54.60
少数股东损益	0.18	0.34	0.33	0.85	0.98
净利润	35.03	47.22	106.41	159.62	217.41
EPS	0.17	0.23	0.52	0.78	1.06

资料来源：财富证券

（2） 09 年定向增发成功情况下的盈利预测（考虑摊薄）
表 9：公司分业务销售收入及毛利率预测

单位：百万元		2007	2008A	2009E	2010E	2011E
弹性元件	销售收入	430.38	635.6	1032.15	1232.56	1574.98
	销售成本	285.86	417.85	688.24	831.33	1072.43
	销售利润	144.52	217.75	343.91	401.23	502.55
	毛利率	33.58%	34.26%	33.32%	32.55%	31.91%
	收入占比	60%	61%	62%	56%	53%
	毛利占比	81%	81%	77%	70%	67%
风电叶片	销售收入			105	300	450
	销售成本			75	221.14	343.89
	销售利润			30	78.86	106.11
	毛利率			28.57%	26.29%	23.58%
	收入占比			6%	14%	15%
	毛利占比			7%	14%	14%
工程塑料	销售收入	70.01	104.92	150	200	300
	销售成本	56.99	85.92	122.78	165.97	247.98
	销售利润	13.02	19	27.22	34.03	52.02
	毛利率	18.60%	18.11%	18.15%	17.02%	17.34%
	收入占比	9.82%	10.03%	9.06%	9.04%	10.17%
	毛利占比	7.29%	7.04%	6.13%	5.93%	6.97%
电磁线	销售收入	145.66	209.5	300	380	460
	销售成本	137.52	193.75	277.59	348.87	419.27
	销售利润	8.14	15.75	22.41	31.13	40.73
	毛利率	5.59%	7.52%	7.47%	8.19%	8.85%
	收入占比	20.44%	20.03%	18.12%	17.17%	15.59%
	毛利占比	4.56%	5.84%	5.04%	5.42%	5.46%
涂料及绝缘材料	销售收入	66.69	59.27	68.3	100.5	165.2
	销售成本	53.82	41.97	47.59	71.87	120.27
	销售利润	12.87	17.3	20.71	28.63	44.93
	毛利率	19.30%	29.19%	30.32%	28.49%	27.20%
	收入占比	9.36%	5.67%	4.13%	4.54%	5.60%
	毛利占比	7.21%	5.84%	5.04%	5.42%	5.46%
合计	销售收入	712.74	1045.8	1655.45	2213.06	2950.18
	销售成本	534.19	776.27	1211.2	1639.18	2203.84
	销售利润	178.55	269.8	444.25	573.88	746.34
	毛利率	25.05%	25.80%	26.84%	25.93%	25.30%

资料来源：财富证券

表 10: 公司盈利预测（09 年定向增发 6000 万股后摊薄）

单位: 百万元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	712.74	1045.8	1655.45	2213.06	2950.18
收入增长率		46.73%	58.30%	33.68%	33.31%
- 主营业务成本	534.19	776.27	1211.2	1639.18	2203.84
毛利率	25.05%	25.77%	26.84%	25.93%	25.30%
- 主营税金及附加	3.26	6.33	11.74	16.64	23.15
主营业务利润	175.29	263.2	432.51	557.24	723.19
+ 其他业务利润	0	0	0	0	0
- 营业费用	44.82	63	95.76	118.58	142.28
管理费用	76.73	122.94	158.29	189.89	244.92
财务费用	15.76	19.49	25.63	28.65	29.16
- 资产减值损失	2.7	11.82	17.77	24.65	28.34
营业利润	36.67	47.08	135.05	224.12	307.65
+ 投资收益	1.39	1.11	-0.42	0	0
营业外收入	0.69	2.82	0.87	0.5	0.5
- 营业外支出	0.26	0.86	0.44	0.2	0.2
利润总额	37.1	49.04	135.06	224.42	307.95
- 所得税	2.08	1.48	23.32	41.12	48.59
少数股东损益	0.18	0.34	0.33	0.85	2.98
净利润	35.03	47.22	111.41	182.45	256.38
EPS	0.17	0.23	0.42 (摊薄后)	0.69 (摊薄后)	0.97 (摊薄后)

资料来源: 财富证券

2、投资评级

如果 09 年增发未完成, 09 年~11 年 EPS 分别为 0.52 元、0.78 元、1.06 元; 如果 09 年增发获批, 09 年~11 年 EPS 分别为 0.42 元 (摊薄后)、0.69 元 (摊薄后)、0.97 元 (摊薄后);

截至 2009 年 9 月 18 日, 公司股价 14.58 元, 考虑到公司中长期发展较好、业绩增长确定, 特给予公司“推荐”评级。

七、 风险提示

1、行业竞争加剧的风险。

由于风电行业竞争加剧，产能相对过剩，毛利率水平下降的风险。

2、定向增发项目的投产时间和收益低于预期。

公司定向增发 6000 万股所投入的四个项目因为增发获批时间晚于预期，因此影响项目进展和效益释放。

● 投资评级系统说明：

以报告发布日后的 6 - 12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5% - 10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为-5% - 5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上；

本报告是财富证券研发中心的分析师通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表财富证券研发中心的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。财富证券研发中心无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属财富证券有限责任公司所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by Fortune R & D Center and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and Fortune Securities R & D Center is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of Fortune Securities Co. Ltd.

八、