

分析师： 刘元瑞

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 吕越超 (8621)68751765 lvyuechao.cjsc@gmail.com

增发助力，同心多元化铸就成功

事件描述

时代新材 2010 年 5 月 20 日发布公告,公司以 27.18 元/股的价格向包括大股东株洲电力机车研究所有限公司在内的 6 家机构定向发行股票 3,080 万股,募集资金净额 80,029.40 万元,其中,大股东株洲所以现金认购 1,240 万股,占本次发行股本数的 40%。对此我们主要有如下几点评论:

- 本次增发将大幅度提升目前主导产品的产能,同时拓展建筑减震这一新市场领域,产能提升将为公司未来 2-3 年的高速增长提供保障;
- 研发优势是公司充分享受本轮高铁建设景气周期的关键因素,近几年每年新产品销售收入占公司当年销售收入的 40%左右,新产品的不断推出是公司业绩快速增长的重要驱动力;
- 根据我们的统计,未来三年是我国高速铁路建设的高潮,与此同时,城市轨道交通建设将更具持续性,公司未来在城轨市场的拓展值得关注;
- 公司在集团公司内部的定位是新材料的研发和生产中心,公司在年报中提出了“同心多元化”战略,我们认为公司未来将坚持以高分子改性材料为核心,在保持轨道交通和风电业务快速发展的同时,逐步向建筑减震、汽车、水务等领域拓展;
- 实际发行股份 3,080 万股,低于我们模型假设的 6,000 万股,我们上调 2010—2012 年摊薄后的 EPS 至 0.91、1.34 和 1.82,对应 PE 为 30.3、20.5 和 15.1 倍,维持“推荐”评级。

相关系列报告:

2009 年 10 月 9 日深度报告:《高铁业务快速增长,风机叶片超出预期》

2009 年 10 月 23 日点评报告:《收入快速增长,结构不断优化》

2009 年 11 月 5 日跟踪报告:《出口市场前景看好,风机叶片再超预期》

事件评论

第一,募投项目将大幅度提升公司产能,降低财务费用

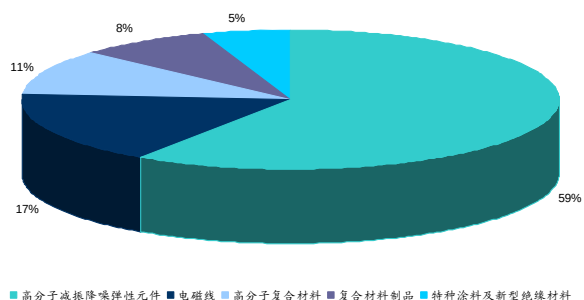
此次增发资金主要用于扩大弹性元件、风电叶片和特种电磁线的生产能力,同时拓展建筑减震这一新市场领域,解决了下游需求快速增长导致的潜在的产能瓶颈问题,为未来2-3年的高速增长提供了保障。

表 1: 募投项目建设情况

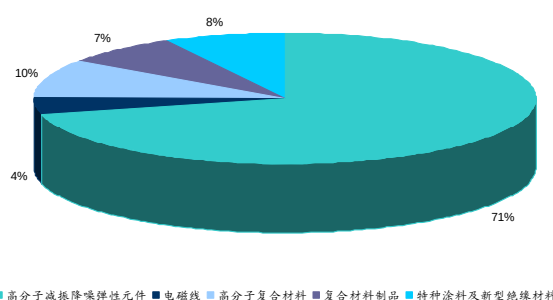
项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投资额 (万元)	完成全部投 资时间计划	新增收入 (亿/年)	新增利润 (亿/年)
高分子减震降噪弹性元件产品 扩能项目	25,009	25,009	2010.12	7.49	0.826
增资时代绝缘并用于电磁线提 质扩能项目	15,006	15,006	2010.7	6.93	0.46
兆瓦级风电叶片产业化项目	42,009	35,009	2010.12	9.91	1.28
建筑工程抗震隔振产品产业化 项目	6,515	5,015	2010.4	1.71	0.26
合计	88,539	80,039			

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

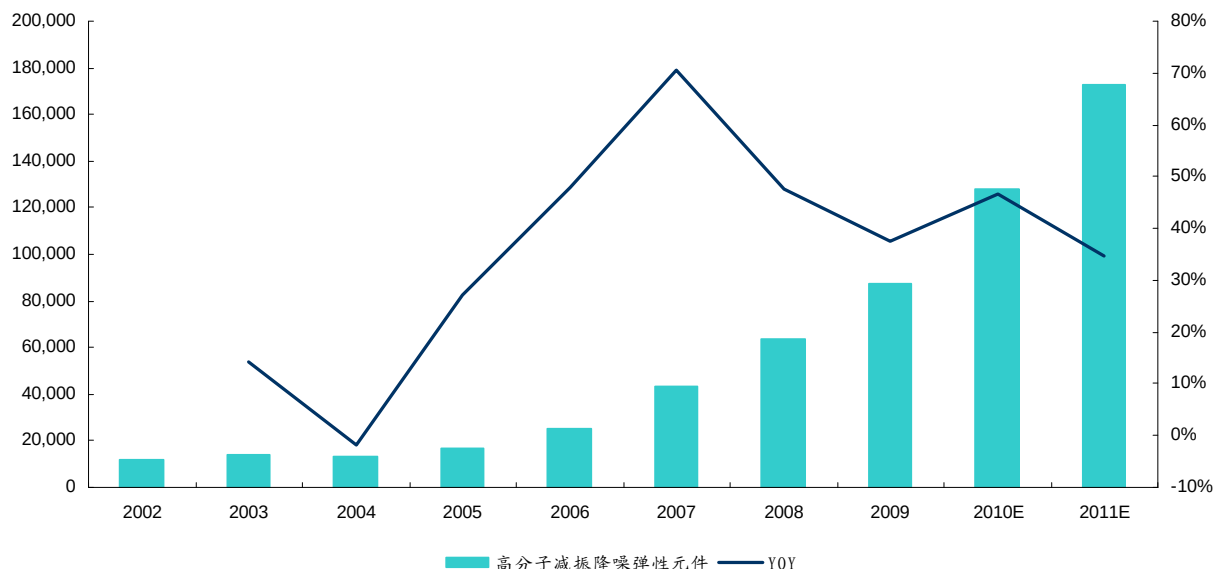
弹性元件产能得到明显提升。弹性元件是公司目前主要的收入和利润来源, 公司在轨道交通抗震减震弹性元件领域居于国内领先地位, 拥有国内唯一的国家级轨道交通抗震减震企业技术中心, 本次募投项目将新增弹性元件销售收入7.49 亿/年, 满足下游铁路及城市轨道交通投资快速增长带来的需求, 巩固公司在这一领域的优势地位。

图 1: 主营业务收入构成 (2009 年报)


资料来源: 长江证券研究所

图 2: 主营业务毛利构成 (2009 年报)


资料来源: 长江证券研究所

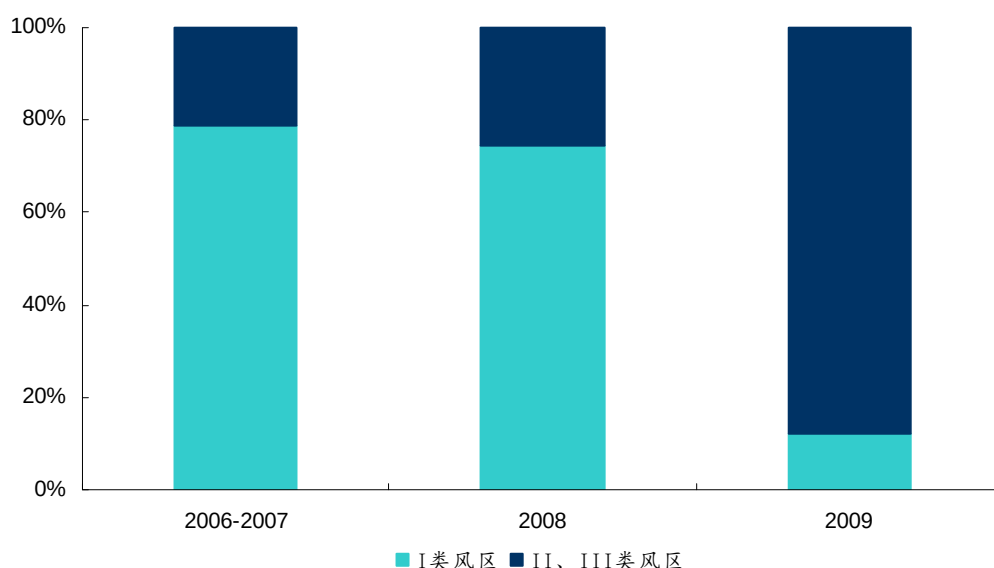
图 3: 弹性元件业务将保持快速增长


资料来源：Wind，长江证券研究部

作为风机叶片行业的后进入者，公司在这一领域的拓展持续超出市场预期。募投项目 I 期已经于 2009 年底达产，形成 300 套/年的产能，II 期 300 套产能将于 2010 年中期达产。2009 年我国各类风区招标出现了明显的结构性变化，II、III 类风区占比从 20%提升到 80%，公司生产的适用于 II、III 类风区的 40.3 米 1.5MW 级风机叶片属于市场紧缺产品，产品一度出现供不应求的情况，2010 年公司集团外在手订单 300 套，我们预计还有望获得 200 套来自集团公司内部的订单，2010 年风机叶片的产量将达到 500 套。

此外，募投项目 III 期适用于海上风场的 2MW 以上级风机叶片正在研制，预计 2010 年底产品下线，项目完全达产后公司的风机叶片产能将达到 900 套，届时公司将步入国内风机叶片供应商的第一梯队。

图 4：历年各类风区招标装机容量占比



资料来源：长江证券研究部

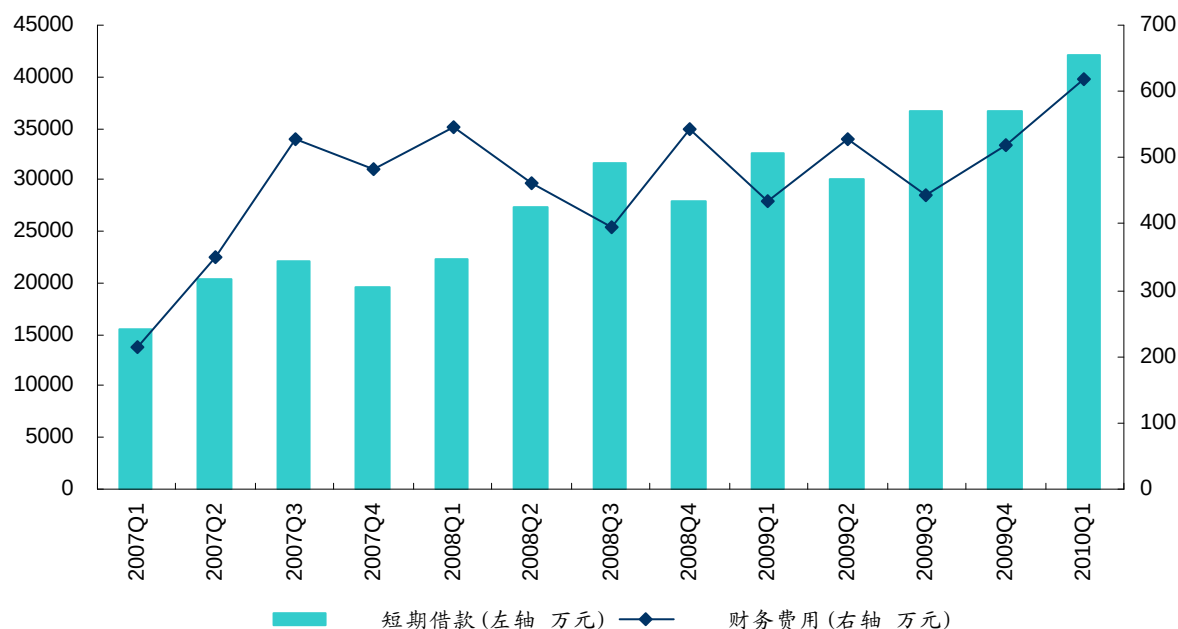
电磁线业务有望保持稳定增长。公司生产的薄膜烧结电磁线是大功率牵引电机系统及风力发电机系统中的关键材料，一方面，未来铁路的重载化、客货分线运输的发展趋势将增加对大功率牵引电机的需求，另一方面，未来十年风电行业装机规模的不断增长，使得公司的电磁线产品具有广阔的发展空间，我们预计产能扩张后公司的电磁线业务有望保持30%左右的增速。

建筑减震器在国内仍处于市场导入期，未来成长空间巨大。我国是世界上地震活动最强烈和地震灾害最严重的国家之一，20世纪全球大陆35%的7.0级以上地震发生在我国，我国50%的国土面积位于VII度以上的地震高烈度区域，包括23个省会城市和2/3的百万人以上的大城市。但是，我国防震减灾能力仍与经济社会发展不相适应，近年来，随着国家陆续颁布了多项鼓励建筑工程隔震、减震产业的法规，以及各种媒体对抗震隔震等新技术的传播报道，建筑物防震工作成为了全社会关注的焦点。建筑抗震减隔振产品目前在国内仍处于市场导入期，未来的成长空间巨大，公司建筑减震项目已于2010年4月份建设完毕并已获得数千万的订单，我们认为进入这一领域对公司未来的发展有着重要的战略意义。

此次增发将明显改善公司财务状况，增厚公司EPS。自2007年以来公司一直处在快速扩张的过程中，产能投资的增加

带来了资金的需求。公司相当部分的投资资金来源于银行贷款，短期借款已经逐渐成为公司日常经营的负担。2010年一季报显示，公司短期借款高达4.2亿元，一季度财务费用达619.3万元，资产负债率达69%，流动比率仅为1.008。增发完成后，公司将可以使用募集资金归还短期借款，节省2010年财务费用约2000万元。

图 5：短期借款及财务费用持续攀升

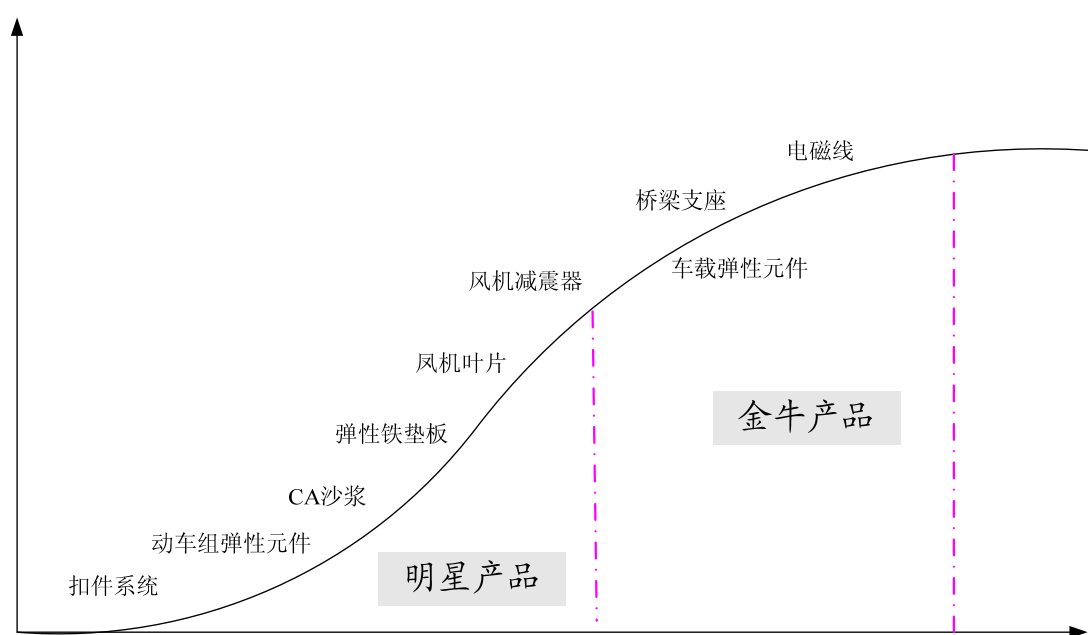


资料来源：Wind，长江证券研究部

第二，研发优势是公司充分受益高铁建设的关键

持续的前瞻性研究保证了公司充分受益于本轮高铁建设高潮，事实上，目前的明星产品 CA 砂浆公司从 2004 年就已经开始研发，弹性铁垫板 2006 年就开始了研发，目前公司已经成功开发出了 300 多项达到世界先进水平的产品，近几年每年新产品销售收入占公司当年销售收入的 40%，新产品的不断推出推动了公司滚动式的良性发展。2009 年公司成功开发出了 700 余种新产品，其中，**动车组弹性元件**、聚酯胶黏剂、超高分子量聚乙烯耐磨板等新产品未来的销售情况值得期待。

图 6：主营产品生命周期



资料来源：长江证券研究部

研发优势也使得公司产品面临较好的市场竞争格局。公司的产品均在细分市场中处于主导地位，部分为国内唯一供应商，部分为主要供应商。由于相当一部分产品是公司率先完成了国产化并在国内保持垄断地位，因此大部分产品均保持着较高的毛利率。

表 2：公司主营产品市场竞争格局

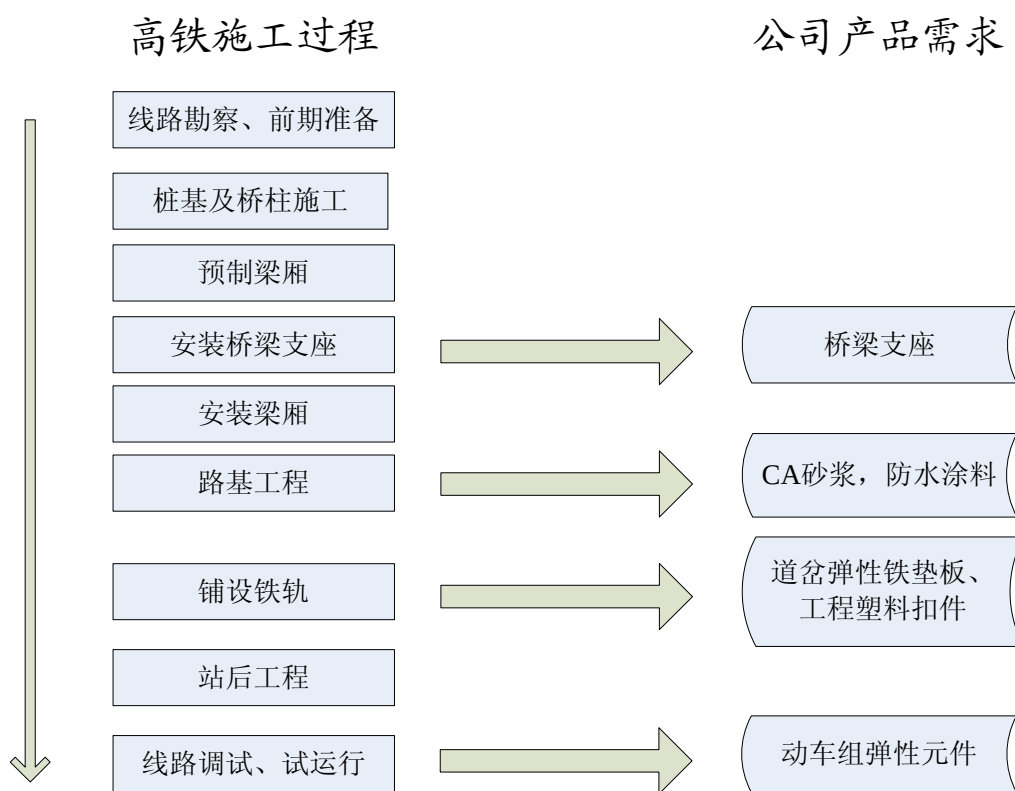
产品	成长性	市场竞争格局
车载弹性元件	稳定增长	主要供应商，机车、客车、货车市场占有率分别为 80%、40%和 15%
桥梁支座	快速增长	市场占有率稳定在 15%-20%之间
道岔弹性铁垫板	爆发式增长	国内唯一生产商
CA 砂浆	爆发式增长	国内唯一供应商
道扣系统	爆发式增长	国内唯一供应商
风机减震器	快速增长	国内唯一供应商
风机叶片	快速增长	竞争比较激烈，但 40.3 米 1.5MW 叶片严重供不应求
电磁线	稳定增长	供应商多、竞争激烈
动车组弹性元件	爆发式增长	国内唯一供应商

资料来源：长江证券研究所

第三，高铁建设逐步步入景气高峰，城轨地铁需求更具持续性

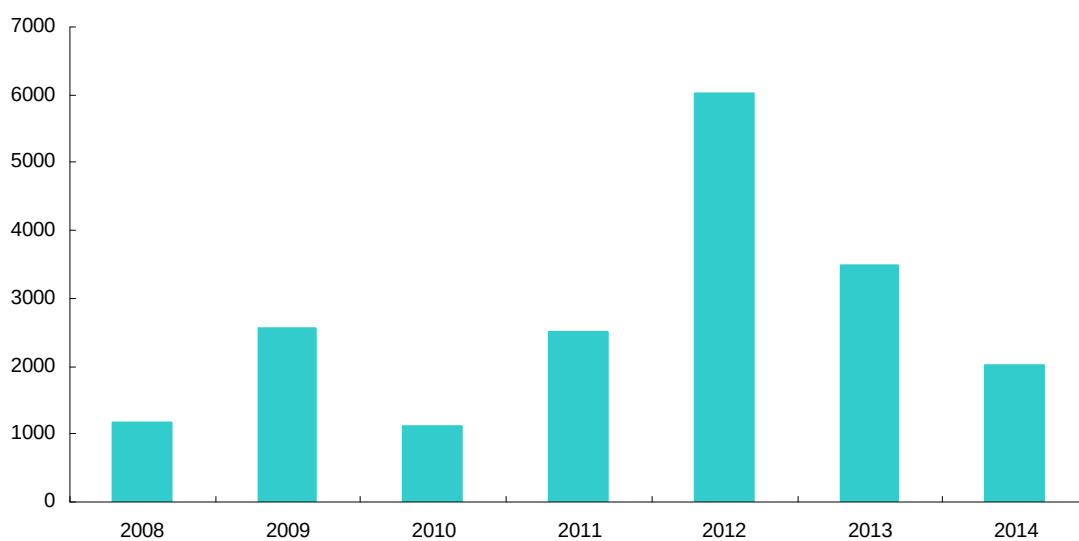
未来三年是我国高铁建设的高潮，根据我们对已开工项目的跟踪统计，2010—2013年高速铁路每年的竣工量分别为1119公里、2519公里、5901公里和3492公里。保守估计到2013年我国新建高速铁路的营运里程将达到2.3万公里，客运专线竣工里程达到1.1万公里，分别是2008年底规模的3.1倍和7.3倍。由于公司的产品基本覆盖了高速铁路建设的全过程，我们预计未来三年公司各类产品需求仍将保持快速增长。

图 7：高铁建设过程与公司产品需求



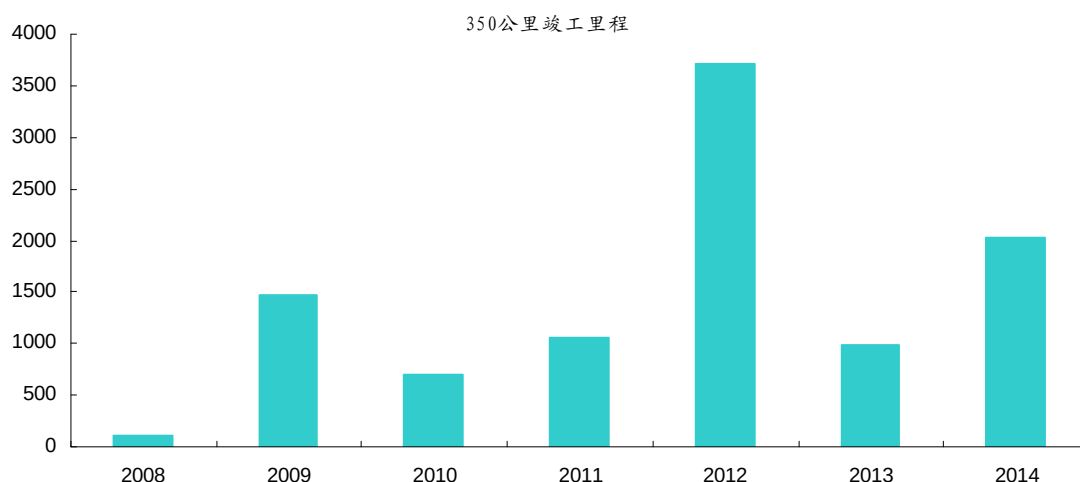
资料来源：长江证券研究部

图 3：未来几年高速铁路竣工里程预计（时速>200 公里）



资料来源：长江证券研究部

图 9：未来五年 350 公里等级客运专线竣工里程统计



资料来源：长江证券研究部

与此同时，城轨地铁的需求将更具可持续性。未来十年城市轨道交通投资将保持持续的增长，目前发改委已经批复了 28 个城市总投资额达 11500 亿的轨道交通建设项目，2015 年之前新建里程达 3500 公里，除此之外还有 25 个人口在 100 万以上的大城市在进行轨道交通建设的规划，规划里程达 5000 公里以上。城市轨道交通对减震和降噪的要求都比较高，因此单价较高，预计未来城市轨道交通领域的市场空间可能不亚于高速铁路。

基于谨慎原则，我们保守预计单辆地铁车辆所需的弹性元件价值与客车相当，约 6 万/辆，根据国内已建成线路的经验数据，车辆保有量密度约为 6.7 辆/公里，2015 年以前我国将新建 3500 公里城市轨道交通，则地铁车载弹性元件的市场空间可达 14.07 亿。

另以轨道减震器为例，一组轨道减震器约 300—500 元左右，若以每公里约需 1000 组轨道减震器计算，2015 年前我国将新建 3500 公里城市轨道交通，则轨道减震器的市场空间可达 6.3—10.5 亿。

表 3：现有的国内地铁建设规划

城市	2008 已建成	2009E	2010E	2011E	2012E	2013-2020E
上海	262	150	104		90	567
北京	200	28	92	69	127	273
广州	116	39	87		70	145
深圳	22		54	92		245
天津	72	7	23	30		134
重庆	19		21	36	44	229
南京	22		56			91
武汉	10	20	28		16	178
杭州				52		61
大连	49					121
长春	31		16			74
沈阳		28	19			86
成都			16		23	108
苏州				26		115
哈尔滨					14	31

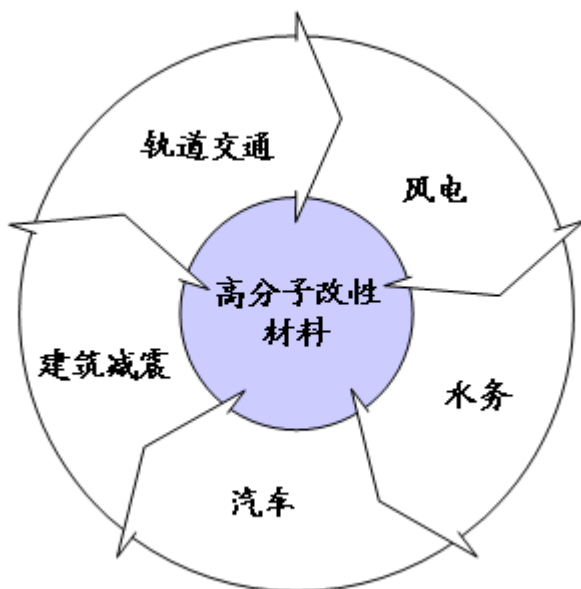
宁波						230
合肥						181
郑州						138
厦门						97
西安						96
青岛						87
昆明						63
东莞						59
无锡						56
南昌						51
福州						55
长沙						53
乌鲁木齐						53
南宁						44
石家庄						18
总计	803	272	516	304	385	3738

资料来源：长江证券研究所

第四，同心多元化战略培育新的利润增长点

公司在集团公司内部的定位是新材料的研发和生产中心，公司在年报中提出了“同心多元化”战略，我们认为公司未来将坚持以高分子改性材料为核心，在保持轨道交通和风电业务快速发展的同时，逐步向建筑减震、汽车、水务等领域拓展，形成新的利润增长点。

图 10：公司的同心多元化战略布局



资料来源：Wind，长江证券研究部

第五，上调摊薄后每股收益，维持“推荐评级”

由于发行价格27.18元远高于增发底价13.55，本次实际发行股份3,080万股即完成募集8亿资金，低于我们模型假设的6,000万股，我们上调2010—2012年摊薄后的EPS至0.91、1.34和1.82，对应PE为30.3、20.5和15.1倍，维持“推荐”评级。

表 4：分项业务盈利预测

单位 万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
高分子减振降噪弹性元件	43038.25	63560.1	87,326.68	127,995.00	172,394.30	233,603.00
收入增长率	N.A	47.68%	37.39%	46.57%	34.69%	35.51%
成本	28,586.39	41,784.73	59,207.49	87,036.60	117,228.12	158,850.04
毛利率	33.58%	34.26%	32.20%	32.00%	32.00%	32.00%
电磁线	14566	20949.62	24,557.05	31,924.17	41,501.41	53,951.84
收入增长率	N.A	43.83%	17.22%	30.00%	30.00%	30.00%
成本	13,752.00	19,375.21	22,911.73	29,529.85	38,388.81	49,905.45
毛利率	5.59%	7.52%	6.70%	7.50%	7.50%	7.50%
高分子复合材料	7001.3	10491.98	15,837.05	23,755.58	33,257.81	46,560.93
收入增长率	N.A	49.86%	50.94%	50.00%	40.00%	40.00%
成本	5,698.88	8,591.63	12,053.58	18,291.79	25,608.51	35,851.91
毛利率	18.60%	18.11%	23.89%	23.00%	23.00%	23.00%
特种涂料及新型绝缘材料	6669.36	5927.46	7810.6	23372	36246.4	48,495.68
收入增长率	N.A	-11.12%	31.77%	199.23%	55.08%	33.79%
成本	5,382.64	4,197.10	4,696.51	13,336.06	20,511.84	27,366.11
毛利率	19.29%	29.19%	39.87%	42.94%	43.41%	43.57%
复合材料制品(风机叶片)			11,630.77	60,000.00	78,000.00	101,400.00
收入增长率			N.A	415.87%	30.00%	30.00%
成本			8,759.13	46,200.00	60,060.00	78,078.00
毛利率			24.69%	23.00%	23.00%	23.00%

资料来源：长江证券研究所

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1522	2763	3739	5007	货币资金	155	504	424	524
营业成本	1123	2011	2708	3621	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	399	752	1030	1386	应收账款	211	382	516	692
% 营业收入	26.2%	27.2%	27.6%	27.7%	存货	472	845	1138	1522
营业税金及附加	4	8	11	14	预付账款	135	242	326	436
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	28	0	0	0
销售费用	91	166	224	300	流动资产合计	1143	2230	2752	3639
% 营业收入	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	166	301	408	546	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.9%	10.9%	10.9%	10.9%	长期股权投资	10	10	10	10
财务费用	19	7	-2	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.3%	0.3%	0.0%	0.0%	固定资产合计	347	547	597	652
资产减值损失	17	15	12	15	无形资产	62	59	56	53
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	2	2	2	2
投资收益	1	0	0	0	递延所得税资产	9	2	2	2
营业利润	103	255	378	511	其他非流动资产	102	102	102	102
% 营业收入	6.8%	9.2%	10.1%	10.2%	资产总计	1676	2952	3521	4462
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	367	0	0	0
利润总额	103	255	378	511	应付款项	653	1170	1576	2107
% 营业收入	6.7%	9.2%	10.1%	10.2%	预收账款	29	52	71	95
所得税费用	9	38	57	77	应付职工薪酬	7	12	11	14
净利润	94	217	321	435	应交税费	5	19	3	4
归属于母公司所有者的净利润	95.5	213.2	316.0	428.1	其他流动负债	78	141	30	40
少数股东损益	-1	3	5	7	流动负债合计	1140	1395	1690	2260
EPS (元/股)	0.41	0.91	1.34	1.82	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	174	146	53	263	其他非流动负债	9	9	9	9
取得投资收益	1	0	0	0	负债合计	1150	1404	1700	2270
收回现金					归属于母公司	520	1538	1806	2170
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	7	10	15	22
固定资产投资	-175	-228	-87	-100	股东权益	526	1548	1822	2192
其他	2	0	0	0	负债及股东权益	1676	2952	3521	4462
投资活动现金流净额	-173	-228	-87	-100	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	837	0	0	EPS	0.406	0.907	1.344	1.820
银行贷款增加 (减少)	61	-367	0	0	BVPS	2.54	7.53	8.84	10.62
筹资成本	34	-39	-46	-63	PE	67.73	30.33	20.46	15.11
其他	-68	0	0	0	PEG	1.04	0.47	0.32	0.23
筹资活动现金流净额	27	431	-46	-63	PB	10.82	3.65	3.11	2.59
现金净流量	28	349	-80	100	EV/EBITDA	45.19	20.33	14.51	10.67
					ROE	18.4%	13.9%	17.5%	19.7%

分析师介绍

吕越超，上海交通大学机械与动力工程学院工学学士，上海财经大学金融学硕士，目前在长江证券从事机械行业研究

刘元瑞，长江证券行业研究员

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。