

湘财证券研究所

电力设备与新能源小组

侯文涛

Tel: 021-68634518-8007

E-Mail: hwt2894@xcsc.com

冯舜

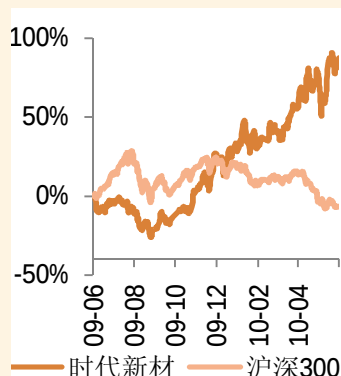
Tel: 021-68634518-8020

E-Mail: fs2855@xcsc.com

巢枫

Tel: 021-68634518-8528

E-Mail: cf2255@xcsc.com



基本数据(06.07)

收盘价(元)	31.35
总股本(百万股)	235.16
流通股本(百万股)	146.95
总市值(亿元)	73.72
流通市值(亿元)	46.07
PE TM	62.54
每股净资产	2.75
评级:	增持
目标价:	35元

投资要点

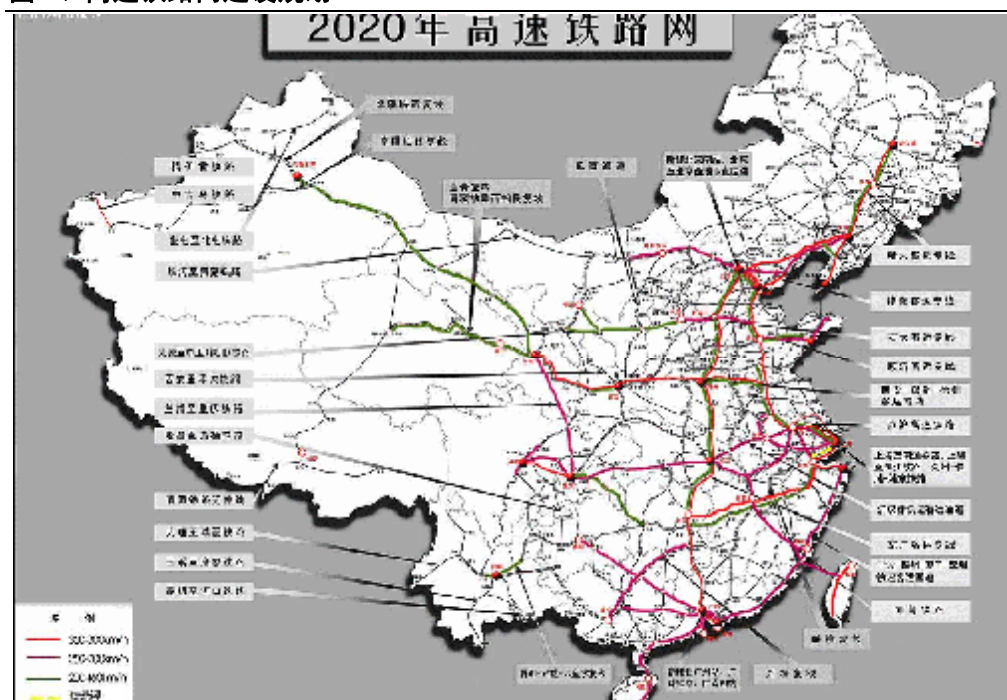
- 高铁建设如火如荼，弹性元件前景良好。**铁路固定资产投资将保持较快增长，年内可达 7000 亿元以上，2020 年前合计投入金额约为 4 万亿，其中弹性元件占比在 1% 左右。近三年是高铁主干网的建设高峰，60-70% 的路段需要使用高架的方式，这对公司桥梁支架及其他弹性元件业务均构成强烈的利好。随着公司在建项目产能的释放，预计近三年的年均增长速度在 30% 以上。
- 机车及线路用减震器的进口替代将是公司长期成长点。**高铁机车及线路用的减震器尚未实现大规模国产化，公司的产品预计两年后将可通过铁道部的认证，替代进口产品。未来随着高铁线路建设的完毕，增加机车运营数量将成为提升运载能力的主要方向，因此我们认为公司的车用减震器业绩将在两年后实现高速增长。
- 风电叶片订单饱满，后续产能将逐步释放。**公司已在株洲形成了 300 套的风电叶片产能，目前订单已满，主要供给东汽、华仪、运达、国电联合和南车。公司叶片产品的销售进度超过预期，我们认为后续天津 600 套的产能也将实现较快的释放速度，乐观预期 2012 年可实现 900 套产能的全部释放。
- 工程塑料长期着眼汽车配套。**湖南正规划打造长株潭汽车工业基地，计划在 2015 年达到 120 万辆的汽车生产能力。公司的工程塑料业务今年收入可超 3 亿元，长期规划将主要面向汽车配套市场，未来收入预期为 8 亿元。
- 给予增持评级。**我们经过分业务盈利预测后，认为公司未来三年的 EPS 分别为 0.76、1.13、1.49 元，对应的 PE 为 42、28、22 倍。公司基本面良好，业绩成长比较确定，考虑到当前估值也比较合理，我们给予增持评级，建议择机介入。

主要财务指标(06.05)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1522	2449	3407	4502
收入同比(%)	46%	61%	39%	32%
归属母公司净利润	95	179	265	350
净利润同比(%)	102%	87%	48%	32%
毛利率(%)	26.2%	26.6%	26.4%	26.2%
ROE(%)	18.4%	12.2%	15.8%	18.1%
每股收益(元)	0.41	0.76	1.13	1.49
P/E	78.79	42.08	28.41	21.51
P/B	14.48	5.12	4.49	3.88
EV/EBITDA	52	31	22	17

弹性元件受益于高铁建设

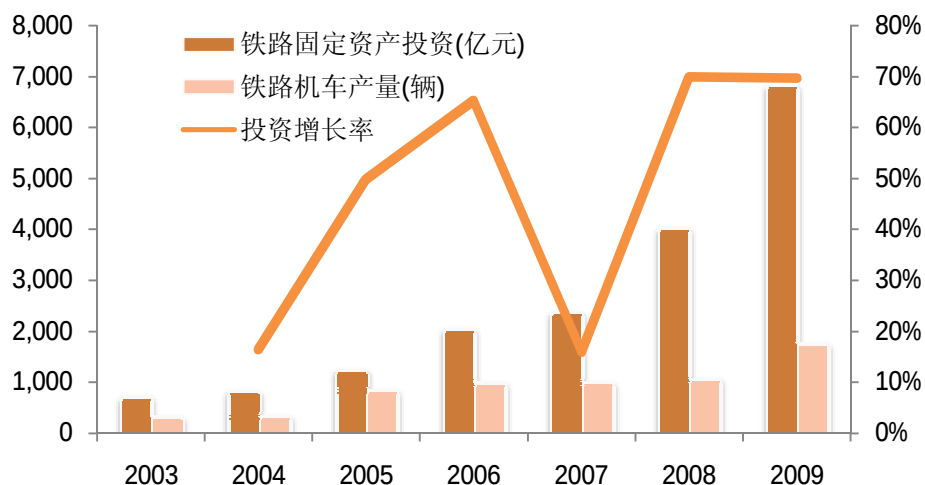
Ø **高铁建设如火如荼。**2009年我国的铁路投资为6000亿元，2010年铁路投资将达8235亿元，其中基建投资在7000亿元。根据国家规划，2012年我国将建设完成“四横四纵”高速铁路客运网骨架，2012-2020年间继续完善支干网，到2020年可实现铁路运营里程12万公里，十年间投资总额将达到4万亿元以上。

图 1、高速铁路网建设规划



数据来源：湘财证券研究所

- Ø **桥梁支架业务受益。**以桥梁支架在高铁建设中的投资比例1%计算，未来十年市场容量可达400亿元。而公司在桥梁支架细分市场中的市占率约为20%，预计总计可获得80亿元的收入；2010-2012年间，公司的桥梁支架业务预计可实现收入30亿元，后期订单量将逐步下降。
- Ø **铁路线路及列车用弹性减震器的进口替代是远期成长点。**目前线路及高铁列车用的减震器基本依赖进口，尚未实现国产化。公司目前的车用减震产品经过了内部测试，已少量供给整车进行性能测试，后期还需较长时间的实际运行测试后，才可通过铁道部的认证，实现大规模供货。公司预计2012年后，线路及列车减震器的进口替代将成为公司弹性元件业务的远期成长点。
- Ø **风电用减震器市场规模较小，成长空间不大。**风电电机减震器市场上，公司已占据了70%的市场份额，09年收入在5千多万元。我们认为此业务较小，随着风电装机的放缓，增速有限。

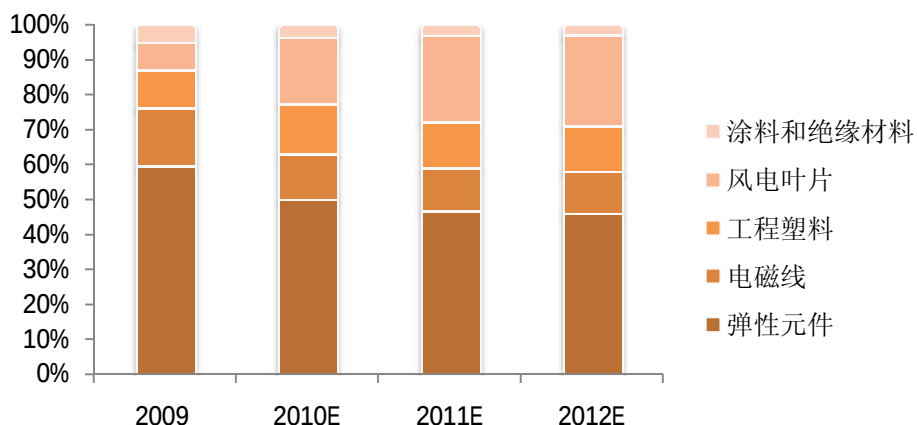
图 2、铁路固定资产投资及机车生产均保持快速增长


数据来源：Wind、湘财证券研究所

Ø 弹性元件业务占公司收入的一半，今年增速将在40%左右。公司已将募投项目中的弹性元件投资从2.5亿元调整为2.99亿元，2011年底达产后，可新增收入约9亿元，增加净利润1亿元。预计今年随着产能的初步释放，整个弹性元件业务可实现40%的增长速度。

风电叶片产能逐步释放

Ø 风电叶片今年预计可实现300套销售，收入4亿元，天津新增的600套产能将在2011年底达产。公司在株洲的1.5MW叶片产能为300套，主要供给东汽、华仪、运达、国电联合和南车，今年订单已满，销售价格在130-140万，预计全年可实现收入4亿元以上，业务增速在300%。公司对募投项目地点进行了变更，将600套叶片的生产地点放到了天津，主要考虑是临近北方的风电场，项目将逐步释放产能，在2011年底实现全面达产。

图 3、公司各产品单元的收入占比预计


数据来源：湘财证券研究所

Ø **叶片价格长期趋降。**目前I、II类风电场已经基本建设完成，市场需求以针对III类风电场的40.3米风电叶片为主，而随着中复联众和中材科技的产能释放，40.3米叶片的供给预期将在下半年集中投放市场，因此届时叶片价格可能会有适当下降。我们认为其价格将在2012年达到120万元/套。

Ø **2MW叶片项目在研，年内可实现下线，预计明年可开始挂网试运行。**

其他业务

Ø **电磁线毛利率较低，募投项目进行了减资。**电磁线产品的主要下游为风电和铁路机车领域，业务的毛利率很低，仅赚取少量的加工费用。公司认为电磁线产能已可满足市场需求，因此对募投项目进行了减资，预计2011年底产能全部释放后，收入可以达到5亿元左右。

图 4、已入驻长株潭的汽车企业



数据来源：湘财证券研究所

Ø **工程塑料长期着眼汽车配套。**去年11月公布的《长沙汽车产业发展报告（白皮书）》中，规划打造长株潭汽车工业基地，计划在2015年达到120万辆的汽车生产能力，目前已有多家汽车企业入驻。公司的工程塑料业务目前主要面向铁路和民用市场，今年收入可超3亿元，长期规划将主要面向汽车配套市场，未来收入预期为8亿元。

Ø **特种涂料及新型绝缘材料尚无扩张计划。**CA砂浆和机车绝缘装置市场容量不大，且竞争激烈，公司目前尚无针对此业务的具体规划。

财务预测

Ø **税率水平较低，未来可维持。**公司所属所有子公司均享受15%的税率优惠，再计入部分退税以及科研项目的税费优惠，总税率水平在10%以下，预计公司在未来三年内仍将维持较低的税率水平。

Ø **全年收入22亿的目标可顺利完成。**公司的业务不具有明显的季节性，从第一季度近7亿元的收入水平和目前的经营状况来看，全年完成22亿元的目标不成问题。

具体分业务预测见表1。

Ø **给予增持评级。**我们给予公司未来三年的EPS分别为0.76、1.13、1.49元，对应的PE为42、28、22倍。公司基本面良好，业绩成长比较确定，考虑到当前估值也比较合理，我们给予增持评级，建议择机介入。

表 1、公司分业务业绩预测(百万元)

业务单元		2009	2010E	2011E	2012E
高分子减振降噪弹性元件	收入	873.27	1,222.57	1,589.35	2,066.15
	YOY	37.89%	40.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	32.20%	32.20%	32.20%	32.20%
电磁线	收入	245.57	319.24	415.01	539.52
	YOY	17.22%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	6.70%	6.70%	6.70%	6.70%
高分子复合材料(工程塑料)	收入	158.37	348.42	452.94	588.82
	YOY	49.69%	120.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	23.89%	24.00%	24.00%	24.00%
复合材料制品(风电叶片)	收入	116.31	465.23	837.42	1,172.38
	YOY	/	300.00%	80.00%	40.00%
	毛利率	24.69%	25.00%	24.50%	24.00%
特种涂料及新型绝缘材料	收入	78.11	93.73	112.47	134.97
	YOY	28.71%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	39.87%	39.87%	39.87%	39.87%
合计收入		1,471.62	2,449.19	3,407.19	4,501.84
合计成本		1,076.28	1,796.83	2,508.90	3,323.89

数据来源：湘财证券研究所

表 2、6 月 4 日公告调整后的公司募投项目情况

项目名称	投资总额	募投资金投入 金额	预计达产时间	新增收入	新增利润
高分子减振降噪弹性元件产品扩能项目	29,909	29,909	2011.12	78,500	10,180
增资时代绝缘并用于高性能特种电磁线提质扩能项目	10,106	10,106	2011.12	45,800	3,060
兆瓦级风电叶片产业化项目	42,009	35,009	2011.12	99,145	12,793
建筑工程抗震减隔振(震)产品产业化项目	6,515	5,105	2011.12	17,106	2,616
合计	88,539	80,039		240,551	28,649

数据来源：湘财证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1143	1872	2071	2832	营业收入	1522	2449	3407	4502
现金	155	439	673	688	营业成本	1123	1797	2509	3324
应收账款	190	695	429	948	营业税金及附加	4	10	12	17
其他应收款	22	33	46	61	营业费用	91	147	204	269
预付账款	135	224	309	411	管理费用	166	274	377	500
存货	472	278	314	346	财务费用	19	14	1	-4
其他流动资产	170	204	299	379	资产减值损失	17	15	16	15
非流动资产	533	1006	1462	1397	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	406	643	972	1090	营业利润	103	195	289	382
无形资产	62	71	83	93	营业外收入	3	3	3	3
其他非流动资产	54	282	396	203	营业外支出	4	3	3	3
资产总计	1676	2878	3533	4229	利润总额	103	195	289	382
流动负债	1140	1407	1862	2305	所得税	9	16	24	32
短期借款	367	338	348	345	净利润	94	179	265	350
应付账款	277	461	635	845	少数股东损益	-1	0	0	0
其他流动负债	496	608	880	1115	归属母公司净利润	95	179	265	350
非流动负债	9	-3	-10	-19	EBITDA	148	246	350	456
长期借款	0	-11	-19	-28	EPS (元)	0.47	0.76	1.13	1.49
其他非流动负债	9	8	9	9	主要财务比率				
负债合计	1150	1404	1852	2286	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	7	7	7	7	成长能力				
股本	204	235	235	235	营业收入	45.6%	60.9%	39.1%	32.1%
资本公积	86	855	855	855	营业利润	118.8%	89.0%	48.3%	32.1%
留存收益	229	378	583	847	归属于母公司净利润	102.2%	87.2%	48.1%	32.1%
归属母公司股东权益	520	1468	1674	1937	获利能力				
负债和股东权益	1676	2878	3533	4229	毛利率(%)	26.2%	26.6%	26.4%	26.2%
现金流量表					净利率(%)	6.3%	7.3%	7.8%	7.8%
单位:百万元					ROE(%)	18.4%	12.2%	15.8%	18.1%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	15.4%	14.0%	19.9%	22.0%
经营活动现金流	174	72	809	120	偿债能力				
净利润	94	179	265	350	资产负债率(%)	68.6%	48.8%	52.4%	54.0%
折旧摊销	26	38	59	78	净负债比率(%)	31.95%	23.90%	18.07%	14.15%
财务费用	19	14	1	-4	流动比率	1.00	1.33	1.11	1.23
投资损失	-1	-1	-1	-1	速动比率	0.58	1.13	0.94	1.08
营运资金变动	22	-201	507	-352	营运能力				
其他经营现金流	14	43	-23	50	总资产周转率	1.09	1.08	1.06	1.16
投资活动现金流	-173	-511	-513	-13	应收账款周转率	8	5	6	6
资本支出	178	500	500	0	应付账款周转率	4.57	4.87	4.58	4.49
长期投资	0	-0	0	-0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	4	-11	-13	-13	每股收益(最新摊薄)	0.41	0.76	1.13	1.49
筹资活动现金流	27	724	-61	-93	每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	0.31	3.44	0.51
短期借款	87	-29	10	-3	每股净资产(最新摊薄)	2.21	6.24	7.12	8.24
长期借款	0	-11	-8	-9	估值比率				
普通股增加	0	31	0	0	P/E	78.79	42.08	28.41	21.51
资本公积增加	0	769	0	0	P/B	14.48	5.12	4.49	3.88
其他筹资现金流	-60	-35	-63	-81	EV/EBITDA	52	31	22	17
现金净增加额	29	285	234	14					

q 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

q 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。