

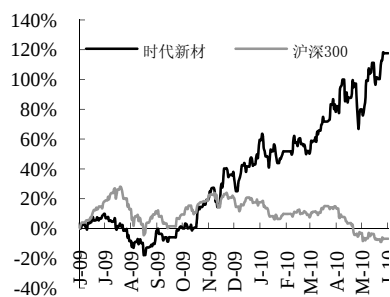


化工
Chemistry

2010 年 6 月 22 日

市场数据	2010 年 6 月 21 日
当前价格 (元)	31.53
52 周价格区间 (元)	12.13-33.69
总市值 (百万)	7731.90
流通市值 (百万)	4831.63
总股本 (万股)	23516
流通股 (万股)	14695
日均成交额 (百万)	94
近一月换手 (%)	41.28
Beta (2 年)	0.65
第一大股东	南车株洲电力机车研究 有限公司
公司网址	www.trp.com.cn

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
时代新材	21.0	37.7	117.6
沪深 300	-3.8	-15.6	-6.8

王昕 杨杰 (协助)
+86 755 83025935
yangjie@jyzq.cn

执业证书编号

王昕: S0370209020074

杨杰: S0370109090685

时代新材 (600458) 调研报告

——受益铁路和风电高景气度，未来公司业绩快速增长

评级: 买入

目标价: 42.7 元

赢利预测	2009 年	2010E	2011E	2012E
主营收入 (百万元)	1522	2421	3658	5107
主营收入增长率 (%)	45.6%	59.0%	51.1%	39.6%
净利润 (百万元)	95	202	322	482
净利润增长率 (%)	102.2%	111.1%	59.8%	49.6%
每股收益 (元)	0.41	0.86	1.37	2.05
PE	77.8	36.8	23.1	15.4

资料来源: 金元证券研究所

● 公司产品的主要市场为铁路线路、铁路车辆和风电。受益于我国铁路投资快速增长，公司铁路线路用产品销售将快速增长，铁路车辆用产品将稳步增长。由于铁路市场的特殊性，市场参与者较少、竞争环境较好。公司部分产品市场占有率较高，如公司车载弹性元件在机车、客车和货车市场的占有率分别为 80%、50%和 10%。

● 公司风机叶片快速放量。09 年公司风机叶片出货量为 100 套，预计 10-12 年出货量分别为 400 套、800 套和 1000 套。公司风机叶片业务的目标是销售额 10 亿元以上，同时进入国内前三强。

● 未来增长点颇多。公司近期业绩增长点主要是铁路建设拉动和风机叶片的放量，长期增长点为高铁用弹性元件出口、汽车用工程塑料和弹性元件、建筑减震器和污水处理用膜元件等。我们认为，公司有望保持长期较快增长。

● 非公开发行缓解产能约束，改善财务状况。10 年 5 月，公司通过非公开发行募集了 8.37 亿元，投入弹性元件、电磁线、风机叶片和建筑抗震隔震产品四个项目，目前项目均陆续完工，产能明显提升。募集资金将显著降低公司财务杠杆，减少财务费用支出。

● 预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.86/1.37/2.05 元，对应 PE 为 36.8/23.1/15.4 倍。10 年和 11 年公司 PEG 为 0.62 和 0.46，同期新材料行业 PEG 分别为 0.83 和 0.67。我们给予公司 10 年 PEG0.83 的估值，对应 PE 为 49.6 倍，目标价为 42.7 元。

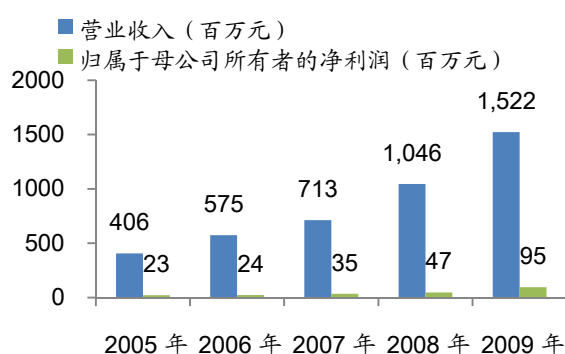
定位于高分子复合材料工程化应用的高科技企业

公司主要从事高分子减震降噪弹性元件、电磁线、特种工程塑料制品、复合材料制品、减震工程抗震减隔（震）产品、绝缘制品和涂料等的生产和销售。尽管公司产品种类繁多，但主要面对轨道交通（铁路线路和铁路车辆）和风电市场。

公司技术优势突出。公司前身为株洲电力机车研究所橡胶实验室，是南车集团旗下唯一从事弹性元件和高分子复合材料研发的企业。公司拥有国家级企业技术中心，以及新材料、系统结构领域博士后科研工作站，在高分子复合材料领域具有显著的技术优势。

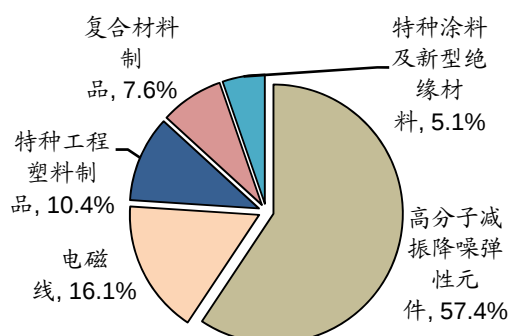
公司成长性强。05-09 年，公司收入和归属于母公司所有者的净利润复合增长率分别为 39.17%和 43.42%。在我国铁路行业和风电行业快速发展的拉动下，预计公司未来 3 年收入复合增长率在 50%左右。

图表 1 05-09 年收入和利润复合增速分别为 39%和 43.4%



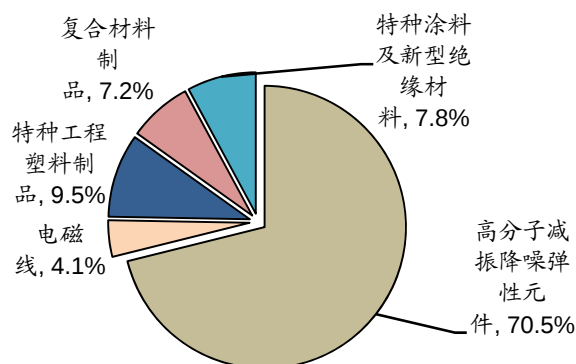
资料来源: wind

图表 2 公司主要收入来源为高分子减震降噪弹性元件



资料来源: 公司 09 年报

图表 3 公司 09 年毛利占比



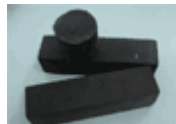
资料来源: wind

图表 4 公司主要产品分类和主要应用领域

产品分类	产品名称	应用领域
弹性元件	桥梁支座	铁路线路
	高铁道岔弹性铁垫板	铁路线路
	轨道减震器	铁路线路
	车辆弹性元件	铁路车辆
	风机减震器	风电
特种涂料及新型绝缘材料	CA 砂浆	铁路线路
	客运专线防水涂料	铁路线路
工程塑料	耐磨板、阻力材料	铁路等
复合材料制品	风机叶片	风电
电磁线	电磁线	铁路车辆、风电

资料来源: 金元证券研究所

图表 5 公司部分产品图示

桥梁橡胶支座(桥梁用)	轨道减震器(铁路轨道用)	减震件(铁路机车用)	弹条 III 型绝缘轨距块(工程塑料)	薄膜绕包绕组线(电磁线)
				
无溶剂漆(绝缘漆)	CA 砂浆及专用沥青乳液(高铁用)	聚氨酯粘胶剂(高铁用)	房屋减震垫(房屋用)	推力杆(客车和载重汽车用)
				

资料来源: 公司网站

铁路建设是推动公司主要业务快速增长的关键

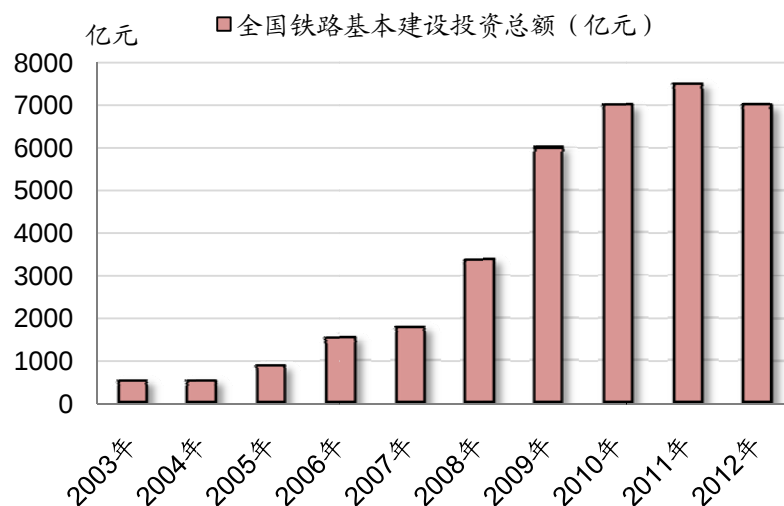
1、未来 3 年我国铁路投资规模巨大, 将推动公司铁路用产品销量的快速增长

我国铁路网密度很低，发展空间巨大。我国铁路里程 7.8 万公里，仅占世界铁路的 6%。按国土面积的路网密度计算，中国是德国的 1/12，日本的 1/4，印度的 1/3，美国的 1/2。按人口密度算，则是美国的 1/17，俄罗斯的 1/10，法国的 1/8，日本的 1/3。铁路建设相对滞后已成为制约我国经济发展的因素之一。

未来 3 年我国铁路投资规模巨大。根据我国铁路建设规划，我国 10-12 年新建铁路运营线路分别为 6000 公里、8000 公里、10000 公里。10-12 年投资额分为高达 7000 亿、7500 亿和 7000 亿。到 2012 年，我国铁路运营总里程达到 11 万公里，其中高铁（时速 200 公里以上）为 1.3 万公里。

乐观预计铁路景气周期持续至 2020 年。待 11 万公里目标达到后，我国铁路网密度仍远低于其他国家水平，存在大量铁路投资的必要。我们认为，到 2020 年，我国高铁运营里程或达到 2 万公里，远期有望达到 5 万公里。我们乐观预计本轮铁路景气周期或持续至 2020 年。公司绝大部分收入来自于铁路市场，巨大的铁路投资规模将拉动公司业绩快速增长。

图表 6 我国铁路建设进入快速增长阶段



资料来源：铁道部 金元证券研究所

2、铁路线路用弹性元件业务将快速增长

桥梁支座较快增长，盈利能力回稳

高铁投资是拉动桥梁支座需求的主导因素。一般来说，出于对安全 and 保护耕地的要求，高铁的桥梁长度占线路长度的比例远高于普通铁路。根据不完全统计，京津城际桥梁累计长度占全线正线总长的比例为 86.6%，京沪高铁为 80.5%，广珠城际铁路为 94%，哈大客运专线为 74.3%，武广客运专线也达到 48.5%。巨大的高铁建设规模加上大量使用桥梁，将拉动桥梁支座市场的快速增长。根据高铁开工进度，未来 3 年是桥梁支座需求的高峰期。

桥梁支座是公司主要产品之一，销售额居行业内第二位。09 年公司桥梁支座收入约 4 亿，市场占有率约为 20%。预计未来 3 年内，公司桥梁支座收入增速在 30%以上。

国内高铁道岔弹性铁垫板的核心供应商，高铁建设规模扩大和国产化率提升拉动销售增长

高铁道岔主要用于时速 200 公里/小时以上的高铁车站。我国高铁道岔仅有中铁山桥集团有限公司、中铁宝桥集团有限公司和中国轨道系统集团有限公司道岔分公司三家；三家公司占国内高铁道岔市场的 40-50%，其他由国外企业占有。高铁道岔弹性铁垫板是高铁道岔的主要元件之一，一般价格占高铁道岔售价的 20%左右。09 年之前公司是国内道岔企业的独家供应商，目前有家民营企业进入。

未来我国高铁建设规模扩大，将拉动对公司道岔铁垫板的销售增长；另一方面，我国高铁道岔国产化率将不断提升，也将对道岔铁垫板需求启动一定的拉动作用。09 年公司道岔垫板收入 1 亿元，比 08 年增长了 100%，预计未来 3 年内道岔垫板收入增速在 50%以上。

3、铁路车辆用弹性元件稳步增长，动车组车辆用弹性元件将实现进口替代

铁路车辆用弹性元件主要用于机车车辆的吊挂、牵引和驱动装置的柔性传动关节的关键部位。车辆弹性元件具有品种多、批量小的特点，无法进行规模生产。

铁道部对铁路系统的弹性元件实现生产许可证制度，行业壁垒较高，呈寡头垄断的市场格局。我国车载弹性元件主要生产企业为时代新材、国安金海和江苏溧阳三家。目前公司车辆弹性元件在机车、客车、货车市场上的占有率分别为 80%、50%、10%。

未来公司铁路车辆用弹性元件将稳步增长。以和谐号大功率机车为例，铁道部要求 12 年保有量达到 9600 量，目前下达 3940 量，未来还有 5700 量需求。按每台机车对弹性元件需求 14 万元计算，未来需求在 5.5 亿元左右，按公司占机车市场 80% 计算，年均销售在 2 亿元以上。

动车组弹性元件进口替代在即，公司作为国内唯一的动车组弹性元件生产企业，未来有望在该领域实现突破。目前，我国动车组弹性元件正处于国产替代进口的试点阶段。铁道部规划 10 年动车组保有量达 700 列。在 1.3 万公里规划的前提下，预计 11 年和 12 年共下线 1300 列。按每列动车组（8 节）需弹性元件 100 万元计算，市场空间为 13 亿元。假设公司在动车市场占有 30% 的市场份额，年均销售可达到 2 亿元左右。

此外，我国铁路客车和货车对弹性元件需求也有上升趋势。从长期看，未来铁路轨道和车辆存在周期性检修，存在弹性元件的更换需求。

风机叶片出货量猛增、风机减震器稳定增长

1、我国风电装机容量四年连续翻番，未来仍将保持快速增长

截止 2009 年，全球风电装机容量达 1579 亿千瓦，10 年复合增速近 30%，美国、中国和德国位居前三。2009 年，我国风电总装机容量 2510 万千瓦，占全球总装机容量的 15.9%。我国风电装机容量已经实现连续四年翻番。

10 年 1 月，中央新批准河北、内蒙古、甘肃、新疆、吉林、江苏沿海 6 个省建成 7 个千万千瓦级风电基地，装机容量达到 1.26 亿千瓦。再考虑到我国海上风电特许权招标开始启动，以及电网接入问题的逐步解决，未来我国风电产业有望继续保持快速增长。

2、公司风机叶片产品技术优势明显、成本优势突出

公司风机叶片生产技术是 08 年公司联合国防科技大学从德国 Aerodyn 公司引进的，当年即成功试制出 750KW24 米和 1.5MW40.3 米两款叶片。其中，40.3 米叶片是 09 年的市场紧缺产品，取得了良好的经济效益。公司具备了与风电叶片相关的高分子

复合改性技术、系统与结构技术、工艺装备技术、检测分析技术等四大核心技术，具备了一定的自主研发和产品升级能力。公司 45.3 米和 48.8 米已实现出货，50 米以上叶片预计今年底实现挂机。

公司叶片生产速度从原来的 3 天生产 1 片叶片提高至目前的 2 天 1 片。生产速度加快以及原材料国产化率提高，使得公司生产成本比行业平均水平低 15% 左右。

3、公司风机叶片迅速放量，业绩呈爆发式增长

09 年，公司风机叶片出货量在 100 套左右。10 年订单数量超过 400 套，其中前五个月已经出货 130 套。目前公司在株洲 1.5MW 产能为 300 套，主要供应南车、华仪、东汽、运达等公司。公司已将 600 套叶片的募投项目变更至天津，并在租用厂房中实现部分投产，预计全部投产要到 2011 年底。

我们预计 10-12 年，公司叶片出货量分别为 400 套、800 套、1000 套。公司 40.3 米叶片价格总体呈下降趋势，目前价格为 130 万元/套。未来公司叶片产品将向超强、超大方向发展，产品价格有提升空间。预计到 12 年，公司风机叶片销售额在 10 亿元以上。

4、风电用减震弹性元件市场占有率高，未来有望实现出口

公司是国内风电减震弹性元件的唯一供应商，国内市场占有率约 70%，09 年收入约 5000 万元。公司目前正与维斯塔斯协议出口，预计 11 年可实现出口。

工程塑料 10 年收入增速将在 100% 以上

公司工程塑料在铁路上用于制造挡板、钢轨绝缘轨距块、钢轨绝缘件槽件和混凝土岔枕套管、机车车辆内部装饰等。铁道部实行了生产许可证制度，行业壁垒较高。公司铁路用工程塑料的市场占有率约 50%，毛利率较高。而民用工程塑料的毛利率较低。

公司目前有改性塑料产能 8000 吨，未来将新建 10000 吨产能。09 年公司工程塑料销售 1.58 亿元，10 年 1-4 月工程塑料销售额为 1.5 亿左右，预计 10 年全年增速在 100% 以上。

电磁线盈利稳定，可带动特种涂料和绝缘材料的销售

公司电磁线主要用于风电和铁路机车领域。公司采取收加工费的方式销售电磁线，转移了原材料铜的价格波动风险。相应地，毛利率也偏低，一般在 6%-7% 的水平。

公司电磁线产能 2575 吨，09 年实现收入 2.46 亿元。公司拟投入 1.01 亿元开展高性能特种电磁线提质扩能项目，项目建成后可新增收入 4.58 亿元。

公司每销售 1 吨电磁线，可捆绑销售 1.7-2 万元的特种涂料和绝缘材料。09 年公司特种涂料和新型绝缘材料收入 7811 万元，预计未来 3 年内增速在 40% 以上。

从长期看，高铁用弹性元件出口、建筑减震器、汽车和环保将成为公司新的增长点

公司是唯一同时向西门子、GE、庞巴迪、阿尔斯通、EMD 五大轨道交通装备制造商供应弹性元件的企业。目前国外正兴起高铁建设热潮，并有几十个国家希望与我国进行合作。预计随着国外高铁建设的逐步启动，有望拉动公司高铁用弹性元件的出口。

公司是我国建筑减震器的主要生产企业，可抗 8 级以上地震，在茂县政府办公大楼和映秀小学都有使用。公司该产品尚处于推广阶段，销售额较小。公司投入 6515 万元实施建筑工程抗震减隔振（震）产品产业化项目，预计可新增收入 1.7 亿元。我们认为，随着我国地震灾害的不断发生，未来国家对减震的立法将不断加强，建筑减震产品有望成为公司重要增长点。

目前长沙规划打造长株潭汽车工业基地，将在 2015 年形成 120 万辆汽车产能。目前已有比亚迪、广汽菲亚特、北汽福田等多家汽车企业入驻。未来公司将把握当地发展汽车产业的契机，大力发展汽车配套用工程塑料和弹性元件。

公司规划进入环保领域，主要集中在污水处理的膜元件上。我们看好污水处理市场发展前景，如成功进入该市场，公司成长性将大幅提升。

募投项目陆续投产，保障了公司未来业绩的快速增长

2010 年 5 月 18 日，公司非公开发行 3080 万股，募集资金 8.37 亿元。公司募集资金投入了高分子减震降噪弹性元件产品扩能项目、增资时代绝缘并用于电磁线提质扩能项目、兆瓦级风电叶片产业化项目、建筑工程抗震隔振产品产业化项目等四个项目。

募投项目正陆续投产。公司减震降噪弹性元件项目按增加投入后计算，大约完成了一半左右。增资时代绝缘并用于电磁线提质扩能项目经削减投入后，目前已接近完成；公司电磁线产能将从 2575 吨增长至 10000 吨左右。公司风电叶片项目规划产能 600 套，部分已在天津租用的厂房内投产，预计 2011 年叶片产能可达到 900 套。减震抗震减隔振产品建设完成后，每年可形成 10750 套产能，新增收入 1.7 亿元，目前该项目已基本完成。

公司募投项目产能的释放，对公司未来业绩的快速增长，起到了良好的支撑作用。

图表 7 公司非公开发行情况

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	2.99	2.99	2010.12	7.85	1.01
增资时代绝缘并用于电磁线提质扩能项目	1.01	1.01	2010.7	4.58	0.31
兆瓦级风电叶片产业化项目	4.20	3.5	2010.12	9.91	1.28
建筑工程抗震隔振产品产业化项目	0.65	0.5	2010.4	1.71	0.26
合计	8.85	8			

资料来源：公司公告

注：高分子减震降噪弹性元件产品扩能项目、增资时代绝缘并用于电磁线提质扩能项目为变更投入后数据

估值

根据测算，公司 10-12 年每股收益为 0.86/1.37/2.10 元，对应 6 月 21 日 31.58 元的收盘价，相应 PE 分别为 36.8/23.1/15.4 倍。10 年和 11 年公司 PEG 为 0.62 和 0.46，同期新材料行业 PEG 分别为 0.83 和 0.67。我们给予公司 10 年 PEG0.83 的估值，对应 PE 为 49.6 倍，目标价为 42.7 元。

风险

- 1、技术风险。未来公司面对风机叶片、高铁弹性元件和汽车弹性元件等领域存在一定的技术风险。
- 2、市场风险。未来高铁国产化进度和铁路规划存在一定的不确定性。
- 3、估值风险。由于采用相对估值，如市场出现大幅下滑，则目标价可能会调低。

图表 8 公司估值假设

产品	2009	2010E	2011E	2012E
高分子减振降噪弹性元件				
收入（万元）	87,327	117,891.02	159,152.87	222,814.02
收入增速（%）	37%	35%	35%	40%
成本（万元）	59,211	79,576.44	107,428.19	149,285.40
毛利率（%）	32.20%	32.50%	32.50%	33.00%
电磁线				
收入（万元）	24,557	36,835.58	51,569.81	72,197.73
收入增速（%）	17%	50%	40%	40%
成本（万元）	22,911	34,257.08	47,959.92	67,143.89
毛利率（%）	6.70%	7.00%	7.00%	7.00%
特种涂料及新型绝缘材料				
收入（万元）	7,811	11,715.90	16,402.26	24,603.39
收入增速（%）	32%	50%	40%	50%
成本（万元）	4,697	7,029.54	9,841.36	14,762.03
毛利率（%）	39.87%	40%	40%	40%
特种工程塑料				
收入（万元）	15,837	31,674.10	50,678.56	81,085.70
收入增速（%）	51%	100%	60%	60%
成本（万元）	12,053	24,072.32	37,502.13	60,003.42
毛利率（%）	24%	24.00%	26.00%	26.00%
复合材料				
收入（万元）	11,631	44,000.00	88,000.00	110,000.00
收入增速（%）		278%	100%	25%
成本（万元）	8,759	33,880.00	67,760.00	84,700.00
毛利率（%）	24.70%	23%	23%	23%

资料来源：金元证券研究所

图表 9 公司利润表预测

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1522	2421	3658	5107
营业成本	1123	1788	2705	3759
营业税金及附加	4	7	11	15
销售费用	91	143	212	291
管理费用	166	242	348	460
财务费用	19	4	4	15
资产减值损失	17	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	103	237	379	567
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	103	237	379	567
所得税	9	36	57	85
净利润	94	202	322	482
少数股东损益	-1	0	0	0
归属于母公司净利润	95	202	322	482
EBIT	122	241	383	582
EPS (元)	0.41	0.86	1.37	2.05

资料来源：金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,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。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。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 GSCO Comprehensive Research Institute 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 GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or

distributed in any manner without the written permission of GSCO.