

联系人： 吕越超 (8621)68751765 lvyc@cjsc.com.cn

分析师： 刘元瑞

执业证书编号：

S0490209080266

持续高增长可期

事件描述

2010年7月30日时代新材公布了2010年半年报，公司中期主要经营业绩如下：

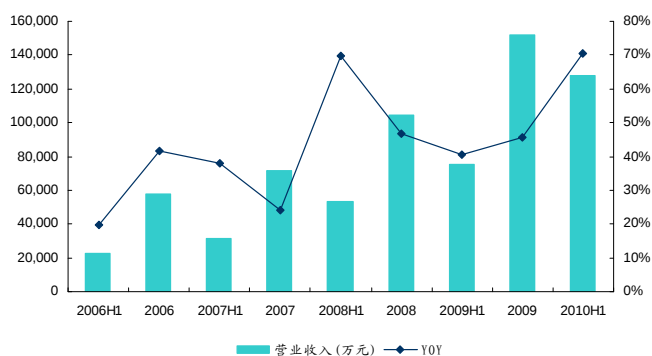
实现营业收入 12.8 亿元，同比增长 70%；实现归属上市公司股东净利润 9802 万元，同比增长 101.76%，折合基本每股收益 0.47 元，业绩符合我们的预期。

事件评论

第一，收入、利润同比大幅增长，毛利率上升，期间费用率保持稳定

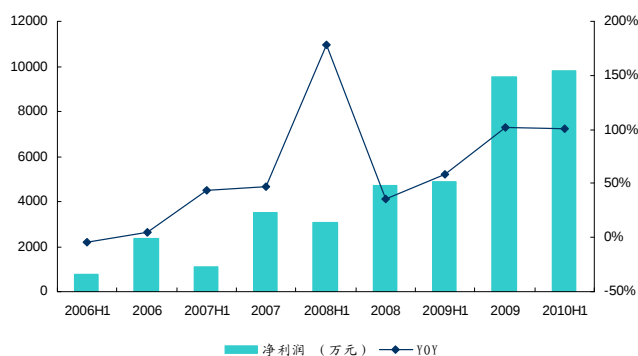
受益于高铁建设的景气以及风机市场的拓展，2010年上半年公司主营业务收入及利润均实现了大幅度增长，上半年实现营业收入 12.8 亿元，同比增长 70%；实现归属上市公司股东净利润 9802 万元，同比增长 101.76%，净利润增速持续高于收入增速。

图 1：公司营业收入及同比增速



资料来源：长江证券研究所

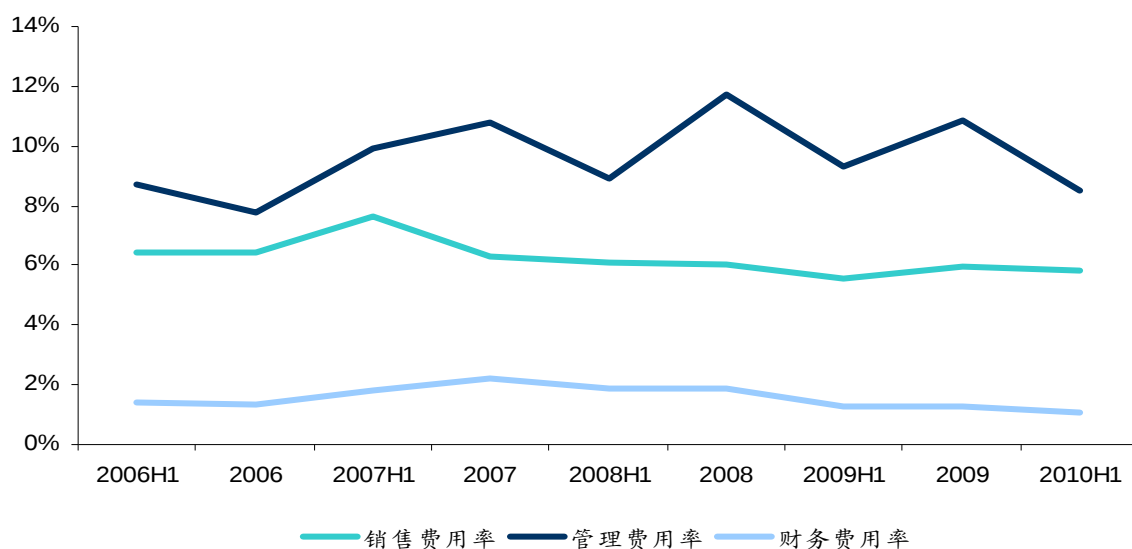
图 2：公司净利润及同比增速



资料来源：长江证券研究所

公司上半年综合毛利率 25.79%，高于去年同期的 25.14%；销售费用率 5.83%，与去年同期基本持平，管理费用率 8.57%，较去年同期下滑 0.72%，财务费用率 1.05%，较去年同期小幅下滑，随着 5 月份增发募集资金的到账，我们预计下半年财务费用率将有比较明显的下降。

图 3：期间费用率保持稳定



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，各项业务均取得高速增长

上半年各项产品收入快速增长的同时，毛利率也随着产品交付结构的变化而有所提升：

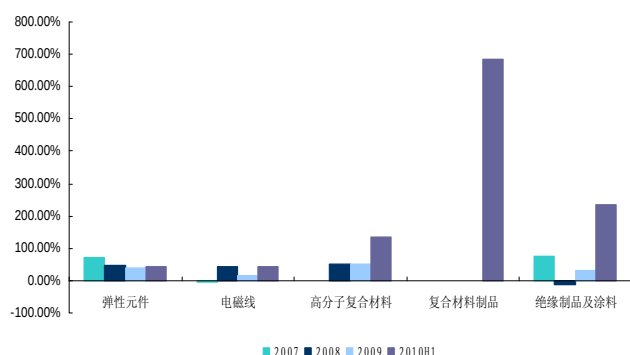
- 高分子减震降噪弹性元件：上半年弹性元件销售收入同比增长 43.31%，增长主要由高铁桥梁支座及城轨线路系列产品销售增长所致，由于城轨线路产品的单价较高，因此弹性元件业务毛利率有所提升；我们预计桥梁支座 2010 年将实现 5 亿左右的销售收入，城轨弹性元件未来的市场空间可能不亚于高铁市场；
- 绝缘制品及涂料业务：由于毛利较高的 C A 砂浆及风力发电绝缘漆实现了批量销售，该项业务的销售收入同比大幅度增加 236.46%，毛利率也提升了 1.47 个百分点，预计 2010 年 C A 砂浆将实现 1 亿以上的销售；
- 特种工程塑料制品：2010 年上半年收入同比增速 134.66%，主要得益于铁道器材和改性材料销售增长所致，由于原材料成本上涨以及毛利较低的改性材料销售增长，工塑产品毛利率较 09 年同期有所下滑；
- 电磁线：销售收入同比增长 41.72%，主要得益于风电电磁线销售增长，同时毛利率维持稳定；
- 风电叶片（复合材料制品）：2010 年上半年风电叶片实现销售收入 1.19 亿元，毛利率较 09 年小幅提升至 26.95%，随着公司风电叶片募投项目 I 期的达产，结合目前公司的在手订单，我们预计下半年风电叶片的销售规模将远超过上半年。

表 1: 公司 2010 年上半年分产品收入和毛利率变动

分产品	营业收入	营业收入 YOY	毛利率	毛利率同比增减
高分子减振降噪弹性元件	70,569.96	43.31%	31.44%	+0.53%
绝缘制品及涂料	10,736.52	236.46%	29.36%	+1.14%
特种工程塑料制品	18,067.19	134.66%	18.35%	-1.37%
电磁线	14,908.01	41.72%	6.36%	-0.72%
复合材料制品	11,885.13	682.53%	26.95%	+0.24%

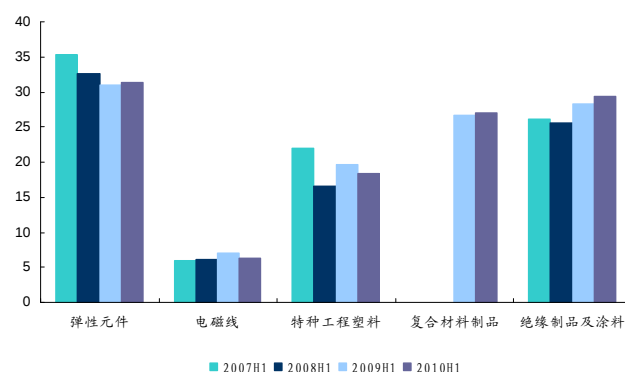
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4: 公司分产品收入同比增长率变动



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 5: 公司分产品毛利率变动



资料来源：公司公告，长江证券研究所

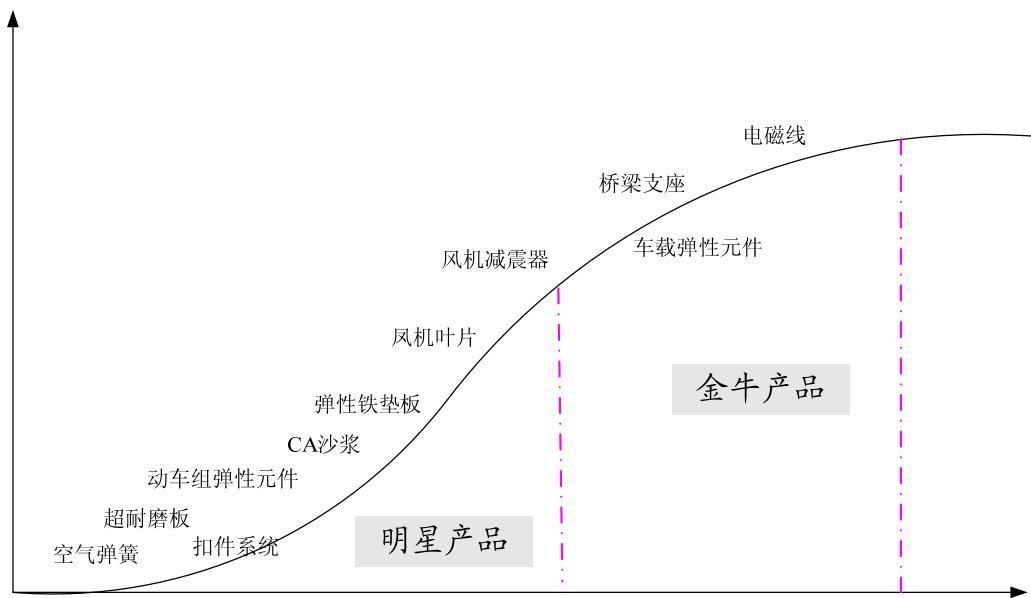
第三，新产品、新项目开拓加速，同心多元化战略隐现

正如我们在前述报告中提到的，新产品、新项目的开拓能力是公司的核心竞争力之一。报告期内，公司在新产品、新项目的开拓上去的良好的业绩：

动车组市场取得实质性进展，弹性元件、抗侧滚扭杆、喷涂阻尼涂料、空气弹簧、风挡等产品均实现与客户签订开发协议或供货合同；与高铁基建相关的聚酯胶黏剂、超高分子量聚乙烯耐磨板等新产品已开发成功并获得了订单；自主设计的 1.5 MW 加强型、加长型（42.8m）叶片已进入模具开发阶段，预计年内下线。新产品、新项目的开拓在报告期内为公司收入和利润水平的提升做出了积极贡献，也为公司业绩的持续增长提供了新动力。

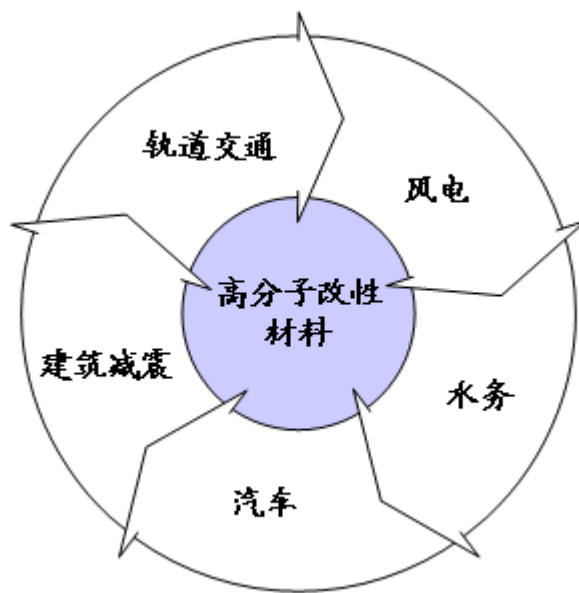
与此同时，公司在集团公司内部的定位是新材料的研发和生产中心，我们认为，新产品、新项目的开拓，将使公司未来在保持轨道交通和风电业务快速发展的同时，逐步向建筑减震、汽车、水务等领域拓展，形成新的利润增长点。

图 6: 公司主要产品生命周期



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 7: 公司的同心多元化战略布局



资料来源：Wind，长江证券研究部

第四，维持“推荐”评级

预计 2010—2012 年公司 EPS 分别为 0.92、1.35 和 1.83，结合 7 月 28 日收盘价对应的 PE 分别为 36.0、24.5 和 18.1 倍，在充分受益于高铁及风电投资增长的同时，新产品、新项目的开拓能力确保了公司业绩的爆发性和持续性，维持“推荐”评级。

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	435	374	501
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	51	69	92
销售费用	91	166	224	300	流动资产合计	1143	2212	2771	3708
% 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	1	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	596	791	838
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	375	507	其他非流动资产	102	102	102	102
% 营业收入	6.8%	9.2%	10.0%	10.1%	资产总计	1676	2984	3734	4716
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	367	0	106	75
利润总额	103	255	375	507	应付款项	653	1170	1576	2107
% 营业收入	6.7%	9.2%	10.0%	10.1%	预收账款	29	52	71	95
所得税费用	9	38	56	76	应付职工薪酬	7	12	16	22
净利润	94	216	319	431	应交税费	5	19	28	38
归属于母公司所有者					其他流动负债	78	141	30	40
的净利润	95.5	216.4	318.7	431.2	流动负债合计	1140	1395	1826	2377
少数股东损益	-1	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.41	0.92	1.36	1.83	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	9	9	9	9
经营活动现金流净额	174	96	71	260	负债合计	1150	1404	1836	2386
取得投资收益	1	0	0	0	归属于母公司	520	1573	1892	2323
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	7	7	7	7
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	526	1580	1899	2330
固定资产投资	-175	-278	-237	-100	负债及股东权益	1676	2984	3734	4716
其他	2	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-173	-278	-237	-100		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.406	0.920	1.355	1.834
股权融资	0	837	0	0	BVPS	2.54	7.70	9.26	11.37
银行贷款增加（减少）	61	-367	106	-30	PE	81.62	36.01	24.45	18.07
筹资成本	34	-7	-1	-2	PEG	1.25	0.55	0.37	0.28
其他	-68	0	0	0	PB	13.04	4.31	3.58	2.92
筹资活动现金流净额	27	463	105	-33	EV/EBITDA	54.17	25.04	17.86	13.02
现金净流量	28	281	-62	127	ROE	18.4%	13.8%	16.8%	18.6%

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

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。