



时代新材 (600458):

高铁风电双轮驱动业绩高速增长

轨道交通主题研究报告

维持评级: 买入

分析师: 鄢祝兵

SAC 执业证书编号: S0350210050001

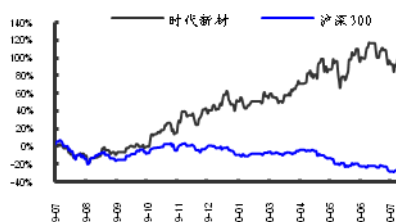
电话: 0755-83704850

邮件: yanzb@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

相对沪深 300 表现



市场数据

2010. 07. 30

当前价格 (元)	33.16
52 周价格区间 (元)	12.13-33.69
总市值 (百万)	7797.75
流通市值 (百万)	4872.78
总股本 (万股)	23515.52
流通股 (万股)	14694.75

财务数据

FYE

毛利率	25.8%
净利率	7.7%
净资产收益率	10.1%
总资产收益率	4.63%
资产负债率	45.1%
现金分红收益率	0.0

事件

- 公司公告2010年上半年实现营业收入12.8亿元, 较上年同期增长70%, 实现净利润9882万元, 较上年同期增长104%, 经营性现金流量净额为9610万元, 较上年同期增长162%。同时公司公告随着营业收入继续快速增长, 规模效益显现, 预计公司2010年前三季度净利润与上年同期相比增长100%以上。同时, 公司2010年上半年利润分配的预案为: 拟以公司2010年6月30日总股本235,155,200股为基数, 向全体股东每10股派发现金红利2元 (含税)。
- 2010年上半年公司高分子减震降噪弹性元件业务收入较去年同期增长43.31%, 毛利率为31.44%, 较去年同期略微上升, 高分子减振降噪弹性元件营业收入及营业成本增加主要系城轨线路产品和桥梁支座产品生产增长所致; 营业利润率较上年增加主要是由于毛利较高的城轨线路产品销量增加所致。
- 2010年上半年公司绝缘制品及涂料业务收入较去年同期增长236.46%, 毛利率也同比略有上升达到29.36%, 绝缘制品及涂料营业收入及营业成本增加主要系风力发电绝缘漆以及客运专线产品的销售增长所致; 营业利润率较上年增加主要是盈利能力较强的绝缘漆销量较去年同期上升所致。
- 2010年上半年公司特种工程塑料制品业务收入较去年同期增长134.66%, 特种工程塑料制品营业收入及营业成本增加主要系铁道器材和改性材料销售增长所致。
- 2010年上半年公司复合材料制品业务收入较去年同期增长682.53%, 复合材料制品目前主要为风电叶片产品,

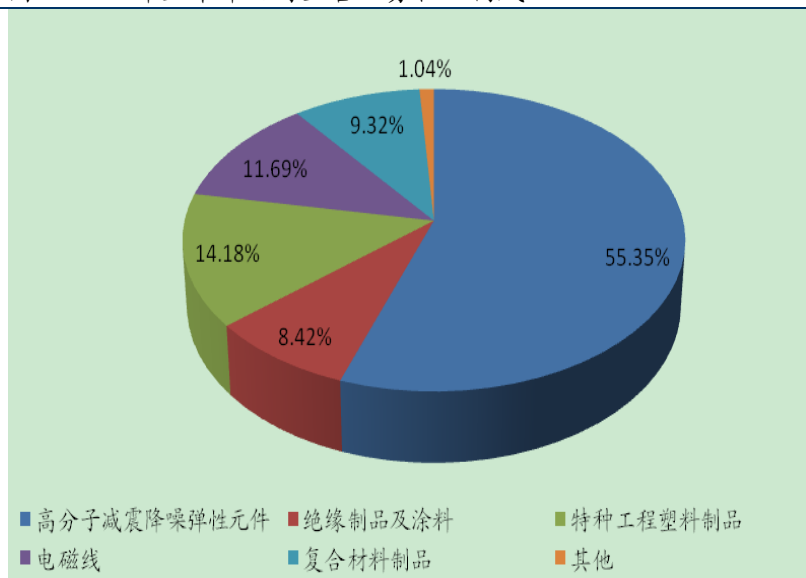
该产品2010年已经形成稳定收入，因此营业收入和营业成本较去年均有大幅度增长。

点评

公司 2010 年上半年营业收入和净利润高速增长

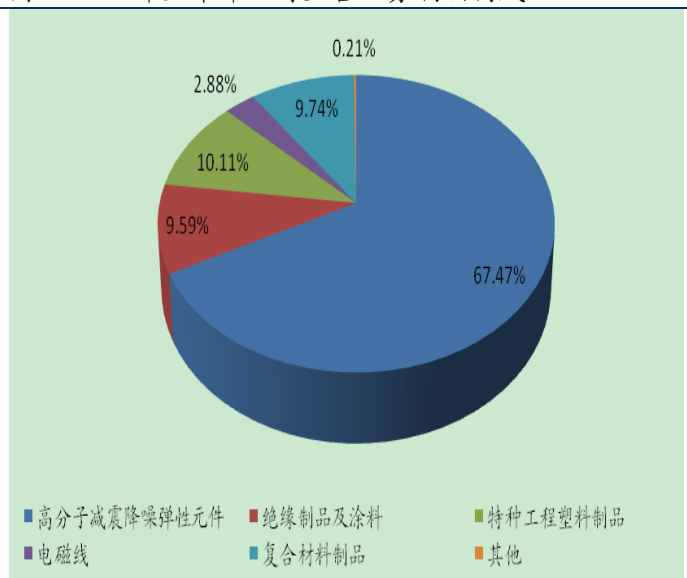
公司公告2010年上半年实现营业收入12.8亿元，较上年同期增长70%，实现净利润9882万元，较上年同期增长104%，经营性现金流量净额为9610万元，较上年同期增长162%。同时公司公告随着营业收入继续快速增长，规模效益显现，预计公司2010年前三季度净利润与上年同期相比增长100%以上。公司2010年上半年业绩符合我们预期。公司高分子减震降噪弹性元件业务、绝缘制品及涂料业务、特种工程塑料制品业务、复合材料制品业务营业收入分别同比增长43.31%、236.46%、134.66%、682.53%，公司2010年上半年综合毛利率为25.79%，净利润率为7.76%，较上年同期均有一定幅度提升。高铁和风电下游强劲需求带动公司业绩持续高速增长。

图 1 2010 年上半年公司主营业务收入构成



资料来源：国海证券研究所

图 2 2010 年上半年公司主营业务利润构成



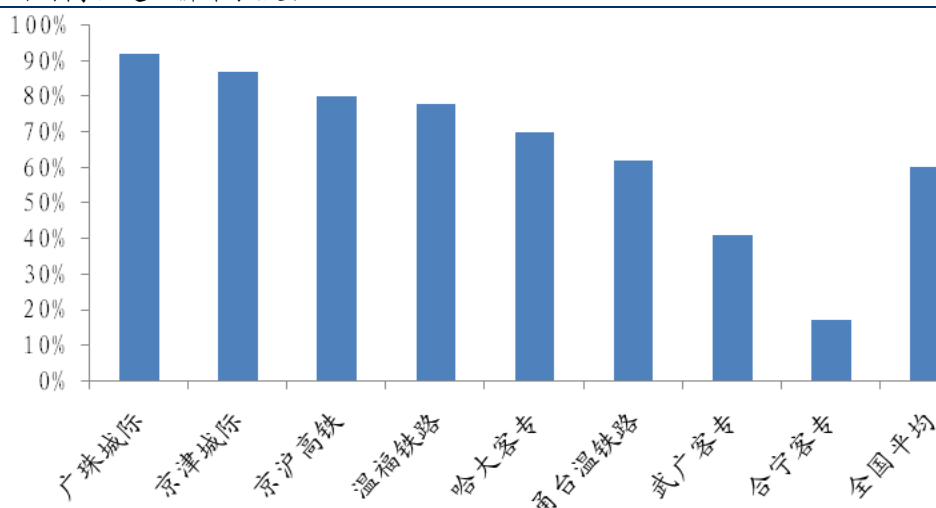
资料来源：国海证券研究所

公司高分子减振降噪弹性元件业务未来几年仍将高速增长

铁路线路弹性元件业务需求旺盛，桥梁支座毛利率恢复到合理水平

由于高速铁路对于路基的要求较高，同时也为了节省土地资源、减少对沿线城市规划的影响，国内高速铁路建设大都采用了较高的桥梁占比，如广珠城际铁路桥梁占比达到 92%，哈大客运专线的桥梁比例也达到了 70%，国内平均水平为 60% 左右。

图 3 国内高铁建设桥梁长度占比



资料来源：国海证券研究所

桥梁支座是公司 2006 年开发的产品，公司对该业务进行了大规模的扩能建设，新基地项目已建成，产能约 5 亿元（按收入）。公司桥梁支座毛利率曾高达 40% 左右，位居公司所有产品之首，但 2008 年以来由于国内竞争加剧，现在毛利率已下滑到 20% 左右。公司桥梁支座在高铁市场上的占有率为 18%~20% 左右，2009 年销售规模在全行业中名列第二位，毛利率也恢复到 25% 左右水平。公司桥梁支座竞争对手主要是成都市新筑路桥机械股份有限公司、衡水中铁建工程橡胶有限责任公司、武汉船用机械有限责任公司、衡水宝力工程橡胶有限公司和衡水橡胶股份有限公司 5 家。2010 年上半年公司桥梁支座产品销售收入迎来较快增长带动公司弹性元件业务收入增速超过 40% 以上，我们预计 2011 年和 2012 年公司桥梁支座产品销售收入将有望达到 8 亿元和 10.5 亿元。

城轨地铁减震器逐步打开市场，受益于国内城市轨道交通大规模发展

轨道减震器主要应用于城市地铁和轻轨道路，随着我国地铁和轻轨的大规模建设，伴随着必然是地铁配件行业的景气和繁荣，对轨道减振器的需求也越来越大。公司的轨道减振器产品的生产工艺是从澳大利亚 DELKOR 公司引进并经国产化研究与开发而形成的，预计城轨减震器产品 2010 年收入为有望突破 1 亿元，未来随着国内城市轨道交通大规模发展，公司轨道减振器未来几年内将快速增长。

公司铁路车辆用弹性元件业务稳定增长，期待动车组弹性元件需求启动

铁路车辆是公司生产的减振降噪高分子弹性元件的另外一个重要领域。主要用在机车车辆的吊挂、牵引和驱动装置的柔性传动关节等关键部位，用来提高运行的平稳性、舒适性和安全性。车载弹性元件产品的品种多、批量小，不适合自动化生产。铁道部对于铁路系统的弹性元件实行生产许可证制度，行业壁垒较高。车载弹性元件领域市场竞争格局相对稳定，主要是时代新材料、国安金海、江苏溧阳三分天下。目前公司生产的车用弹性元件在机车、客车、货车市场上占有率分别是 80%、50%、10%。特别是电力机车弹性元件，基本被公司垄断了市场。

表 1 关于车载弹性元件国内企业竞争力对比

企业名称	机车	客车	货车	动车组
时代新材	☆☆☆	☆☆	☆☆	☆☆

江苏溧阳	☆☆	☆☆	☆
固安金海	☆	☆☆	

资料来源：国海证券研究所

✓ 动车组弹性元件进口替代有望带来大量新增需求

目前，我国国产动车组弹性元件尚处于国产试点配套等待替代进口的阶段，未来动车组和地铁城轨车辆减震元件将成为公司铁路车辆减震弹性元件的新亮点，目前公司是动车组国产减震弹性元件的唯一生产商，根据公开资料披露，2008 年上半年公司动车组阻尼材料在时速 200~250 公里 16 编组卧车动车组项目签订合同金额为 1300 万元，加快推进了动车组阻尼材料项目的产业化进程。从目前铁道部对南北车的订单情况来看，南车共拥有订单 200 列高速铁路动车组，北车拥有 120 列高速动车组（按 8 节/列计算），合计 320 列，我国铁道部十一五规划确认到 2010 年将达到下线 700 列的目标，根据我们调研了解到的情况，目前动车组每标准列（8 节）需要各种减震降噪弹性元件 100 万元，意味着动车组在未来三年中总共需要约 7 亿元左右的弹性元件。如果未来三年内动车组弹性元件逐步完成进口替代，保守估计国产化后，时代新材在该领域占有 50% 市场份额，平均每年收入将有望超过 1 亿元。

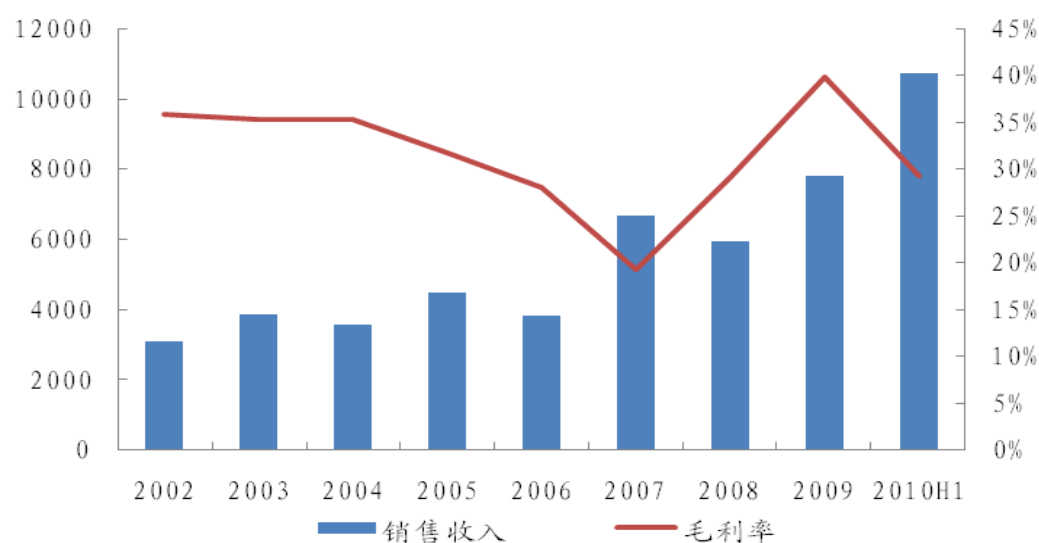
✓ 机车车载弹性元件将保持稳定增长

目前公司车载弹性元件业务中机车弹性元件占比最大。未来大功率交流传动机已经替代传统直-交流传统机车成为需求的主流，按照铁道部十一五规划和南北车集团大功率机车在手订单情况的分析，我们预计 2009~2012 年我国机车的交付量为 1400 台、1700 台和 2090 台，假设每台机车需要弹性元件为 14 万元左右，时代新材占据 80% 市场份额，我们初步估计未来三年公司机车弹性元件业务将分别实现 1.6 亿元、2.1 亿元和 2.5 亿元。随着国家加大对于高铁领域的投资力度，我们认为时代新材未来几年内高分子减震降噪弹性元件业务将保持 50% 以上的年均增速。

公司轨道交通其它相关材料拓展迅速：绝缘制品及涂料业务营业收入高速增长

在电绝缘材料方面，公司生产的电绝缘材料主要是电气绝缘材料，这种材料对于制造变压器和电机来说非常重要。其质量直接影响到电气设备的绝缘性、耐电性和可靠性。公司未来将对涂料和电绝缘材料业务进行提质扩能，新建 3000 吨绝缘材料产业基地。将来该业务主要服务于大功率牵引机车和风力发电设备。2010 年上半年公司绝缘制品及涂料业务实现营业收入超过 1 亿元，同比增速超过 200% 以上，公司计划在未来 3 年内该项业务收入规模达到 3~5 亿元以上。

图 4 公司特种涂料和绝缘材料收入和毛利率情况



资料来源：国海证券研究所

公司特种工程塑料业务有望迎来爆发式增长

公司工程塑料业务实施主体是株洲时代工程塑料公司。公司目前拥有 6 条造粒生产线，拥有先进水平的注塑机 20 多台。包括奥地利 engel 大、中型液压电脑闭环控制注塑机 8 台及全套加拿大伯格公司的塑料辅机，可加工 10Kg 以下各种复杂、精密塑料制品，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 PP、ABS 等改性工程塑料复合材料，具备年产改性塑料 8000 吨的生产能力。公司计划未来新建 1 万吨改性塑料项目。公司未来改性塑料主要应用于铁路建设及设备 and 汽车领域。在铁路建设和铁路设备中，工程塑料主要用来制作挡板、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。铁道部对于提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。

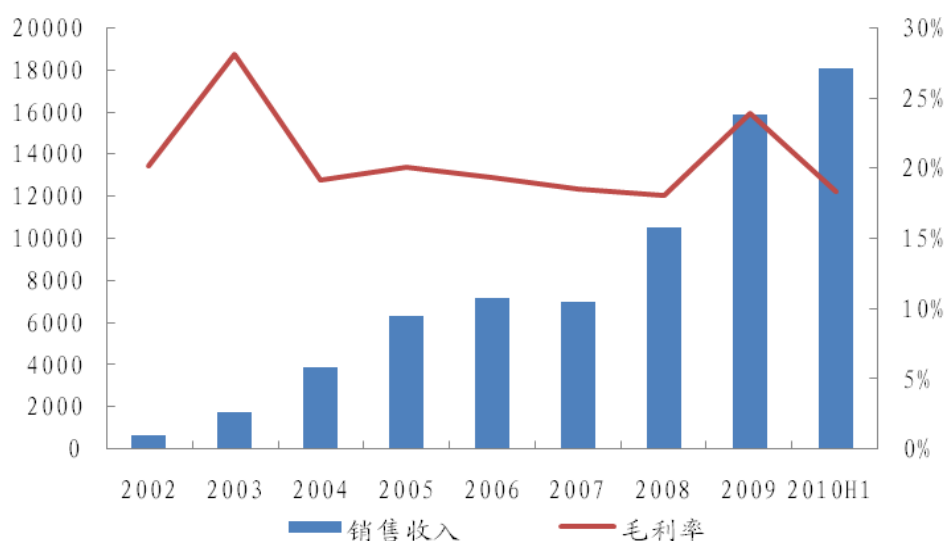
表 2 公司工程塑料业务基本情况

实施主体	子公司株洲时代工程塑料公司
业务特点	批量小、品种多
生产能力	可加工 10Kg 以下各种复杂、精密塑料制品。目前生产规模为 8000 吨/年，未来准备新增 1 万吨/年项目
典型产品	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
产品应用领域	轨道器材、机车车辆、汽车等
客户所在地	中国、亚洲、欧洲、北美洲

资料来源：国海证券研究所

公司产品工程塑料在铁路器材领域的市场占有率约为 50%，毛利率较高，而在民用领域属于充分竞争的行业，毛利率较低，公司改性塑料业务未来将逐步退出民用领域。2010 上半年公司工程塑料业务销售收入达到 1.8 亿元，同比增长 130%以上，未来公司工程塑料业务有望拓展到汽车领域，迎来新的增长，预计到 2015 年公司工程塑料业务收入有望突破 10 亿元。

图 5 公司工程塑料（高分子复合材料）收入和毛利率

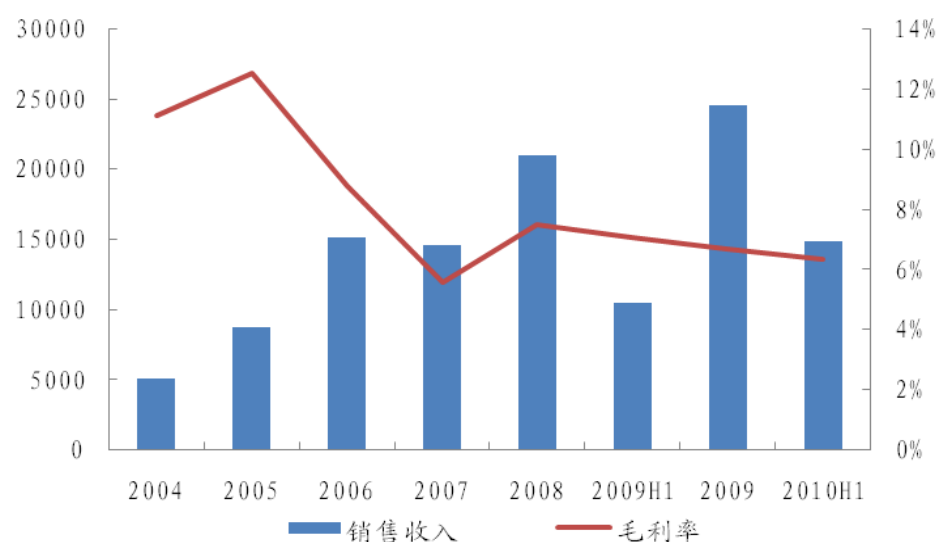


资料来源：国海证券研究所

公司电磁线未来主要是给铁路机车和风电电机配套

公司 2004 年公司介入电磁线产品的经营，经营模式为代加工收取加工费，产品档次较低，导致该项业务毛利率一直较低，只有 5% 左右。公司在株洲禄扣新建了 1.2 万吨的电磁线产业基地，主要生产风电特种材料。预计在明年年初达产。投产后，公司电磁线产品将主用应用于风电和铁路机车领域，毛利率有望达到 8% ~ 10%。薄膜烧结电磁线是大功率牵引电机系统及风力发电系统中的关键材料，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，以及国家大力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亚胺薄膜绕包烧结电磁线具有广阔的发展空间。2010 上半年公司电磁线实现销售收入 1.5 亿元，同比增长 40% 以上。

图 6 公司电磁线收入和毛利率



资料来源：国海证券研究所

公司风电叶片依托技术积淀和集团背景后来居上

2009 年 9 月 14 日公司发布公告称，公司兆瓦级风电叶片项目建设和市场拓展顺利。将公司向大股东株洲电力机车研究所销售兆瓦级风电叶片预计金额为 4000 万元调整 15000 万元。按照 150 万元/套的价格估算，公司向株洲所销售的风电叶片达到 100 套，大大超出之前市场预期。目前公司年产 300 套叶片的时代风电工业园已经初步建成，且公司用增发募集 4.2 亿元用于兆瓦级风电叶片产业化项目，预计公司风电叶片 2010 年产能达到 600 套，2011 年产能达到 1000 套，公司目前计划实现 1000 套风电叶片的生产规模，达产后收入达到 10 亿元以上，跻身行业前 3，公司风电类产品的收入比重将有可能超过轨道交通类产品的收入比重。公司目前除株洲所外，还与浙江华仪、浙江运达、东方电气、金风科技等国内第一和第二梯队风电整机制造商签署了战略合作协议。公司近期公布在天津成立风电叶片子公司，未来风电叶片将成为公司新的利润增长来源。

表 3 时代新材叶片业务情况

已研制产品	0.75KW、1.65MW
原材料	塑料树脂和玻璃纤维布
销售时间	2009 年下半年
制作工艺	VARI 工艺，即真空辅助灌注成型工艺
产品毛利率	20% - 25%
叶片的 转化率	50%，高于国家标准要求和其它厂商
2010 年销售	400-500 套
叶片业务最终发展目标	达到 1000 套销售规模，位居行业前三名

资料来源：国海证券研究所

盈利预测及投资建议

我们预测公司 2010 年~2012 年的 EPS 分别为 1.035 元、1.725 元和 2.568 元（按照最新股本计算），目前股价对应于 2010 年~2012 年的动态 PE 分别为 32、19 和 13 左右，公司未来三年内的年均增长率超过 60%，随着募投项目的陆续投产，未来三年内风电类产品有望成为与轨道交通类产品并驾齐驱的产品，公司将成为横跨轨道交通、风电两个产业的高新技术企业，通过对比轨道交通、风电行业上市公司的估值，公司目前估值处于较低水平，考虑到行业发展前景和公司的竞争优势，我们维持公司买入评级。

表 4 利润表预测（百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,522	3,131	4,991	7,373
减：				
营业成本	1,123	2,254	3,581	5,294
营业税金及附加	4	9	14	21
销售费用	91	188	299	442
管理费用	166	369	589	870
财务费用	19	25	42	57
资产减值损失	17	19	23	29
加：				
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	103	266	443	660
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	103	266	443	660
所得税费用	9	22	37	55
净利润	94	244	406	604
归属于母公司所有者的净利润	95	243	406	604
少数股东损益	-1	0	0	1
EPS（元/股）	0.41	1.04	1.73	2.57

资料来源：国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。