



时代新材 (600458): 立足轨道交通, 同心多元化促增长

轨道交通主题

维持评级: 买入

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
时代新材	h	-31.4	21.4
沪深 300	-6.8	-10.9	4.6

市场数据 2011/6/22

当前价格 (元)	17.28
52 周价格区间 (元)	16.81-68.98
总市值 (百万)	8939.66
流通市值 (百万)	7062.73
总股本 (万股)	51734.14
流通股 (万股)	40872.27
日均成交额 (百万)	145.85
近一月换手 (%)	24.26

相关报告

《时代新材 (600458) 研究报告: 轨道交通宽儿也分风电一杯羹》
《时代新材 (600458) 研究报告: 分享风电高铁盛宴, 未来几年持续高速增长》

分析师

鄢祝兵

SAC 执业证书编号: S0350210050001
电话: 0755-83704850
邮件: yanzb@ghzq.com.cn

翟卢琼

电话: 0755-83709401
邮件: zhailq@ghzq.com.cn

合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%?

☒ 是 ☐ 否

- **公司营业收入和净利润连续数年实现高速增长。**公司 2010 年实现营业收入和净利润分别同比增长 55.45% 和 108.86%。2011 年 1 季度, 公司实现净利润同比 102.9%, 自上市以来, 公司营业收入和净利润已实现连续数年高速增长。目前, 高分子减震降噪弹性元件为公司主要收入和利润来源。
- **公司高分子减震降噪弹性元件未来几年稳健增长。**“十二五”期间将安排基建投资 2.8 万亿, “十二五”期间高铁累计投资大约下降 25%, 我们认为市场对于“十二五”期间高铁投资不必过分悲观。未来减震降噪弹性元件公司主要增长来自于城轨建设和动车组车用弹性元件。2010 年公司出口额达到 0.83 亿元, 我们预计到 2015 年公司出口收入将超过 6 亿元。
- **绝缘制品及涂料业务营业收入高速增长。**绝缘材料主要应用于大功率牵引机车和风力发电设备。2010 年公司绝缘制品及涂料业务实现营业收入超过 2.4 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超过 5 亿元以上。
- **工程塑料业务重点发展汽车领域。**2010 年公司工程塑料业务销售收入达到 2.8 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, 随着长株潭汽车工业基地建成, 公司汽车用改性塑料将迎来爆发式增长, 公司在汽车领域的拓展将有效缓解高铁领域需求放缓的压力, 我们预计到 2015 年公司工程塑料业务收入将突破 10 亿元。
- **公司电磁线未来主要给机车和电机配套。**2010 年公司电磁线实现销售收入 2.8 亿元, 同比增长 13% 以上。
- **公司风电叶片后来居上, 行业有望走出低谷。**我们认为风电行业经过一轮洗牌后, 行业毛利率也将恢复到合理水平, 届时公司风电叶片利润占比将显著提升。
- **盈利预测与投资建议。**我们预测公司 2011 年~2013 年的 EPS 分别为 0.52 元、0.89 元和 1.12 元, 公司未来三年内的年均增长率超过 50%, 公司在十二五期间积极布局汽车、环保、军工等新型领域, 作为一个长期成长股, 公司目前估值处于较低水平, 我们维持公司买入评级。

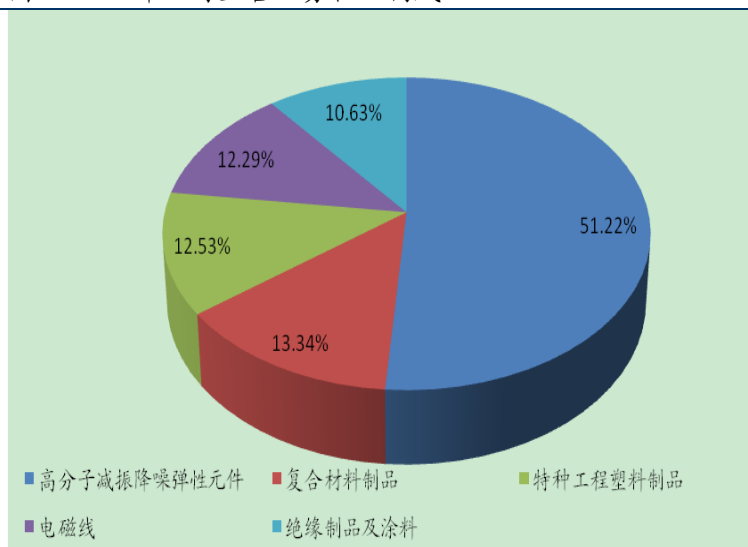
预测指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入 (百万元)	2,321	3,753	5,830	8,105
营业利润 (百万元)	226	313	533	668
净利润 (百万元)	199	271	461	578
摊薄每股收益 (元)	0.39	0.52	0.89	1.12
摊薄每股净资产 (元)	6.26	7.07	8.44	10.16
加权平均 ROE (%)	13.5%	16.3%	23.2%	24.2%

公司营业收入和净利润连续数年实现高速增长

公司2010年实现营业收入23.21亿元，同比增长55.45%，净利润1.99亿元，同比增长108.86%，每股收益0.85元，摊薄后每股收益为0.38元。2011年1季度，公司实现营业收入11.91亿元，同比增长70.45%，净利润0.85亿元，同比102.9%，每股收益按最新股本摊薄后为0.16元。自上市以来，公司营业收入和净利润已实现连续数年高速增长。

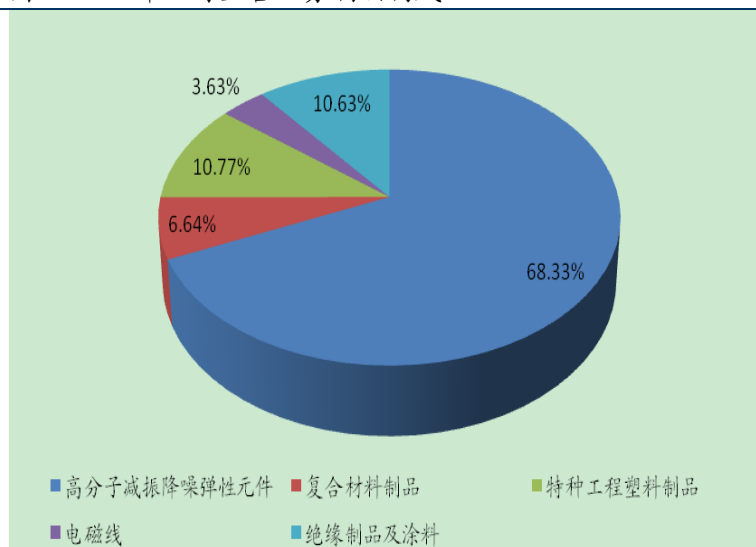
从公司2010年主营业务收入和利润构成结构来看，高分子减震降噪弹性元件为公司主要收入和利润来源。公司目前下游主要领域主要为高铁和风电，未来公司将积极步入汽车、环保和军工等领域，我们预计未来减震降噪弹性元件在公司收入和利润比重将逐步降低。

图 1 2010 年公司主营业务收入构成



资料来源：公司公告 国海证券研究所

图 2 2010 年公司主营业务利润构成



资料来源：公司公告 国海证券研究所

公司高分子减震降噪弹性元件未来几年稳健增长

铁道部部长2011年4月接受专访时表示：铁路“十二五”规划的发展目标是：铁路新线投产总规模控制在3万公里，“十二五”末全国铁路运营里程将由现在的9.1万公里增加到12万公里左右。其中，快速铁路4.5万公里左右，西部地区铁路5万公里左右，复线率和电化率分别达到50%和60%以上。

按照这个规模，“十二五”期间将安排基建投资2.8万亿，市场之前预期“十二五”期间投资总额为3.5万亿，现在看来，“十二五”期间高铁累计投资大约下降25%，在铁路建设安排上也会“保在建、上必需、重配

套”，我们认为市场对于“十二五”期间高铁投资不必过分悲观。

（一）公司铁路线路业务：桥梁支座毛利率恢复到合理水平，未来稳步发展

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 20% 左右，2010 年销售规模在全行业中名列第一位，毛利率也恢复到 25% 左右水平。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 7 亿元和 8.5 亿元。

（二）公司铁路线路业务：城轨地铁减震器逐步打开市场

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 0.6 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。

（三）公司铁路车辆业务：铁路车辆用弹性元件稳定迅速，动车组也将启动

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		☆☆	☆☆	☆
国安金海	☆		☆☆	

资料来源：国海证券研究所

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，我们预计未来2011年和2012年公司机车弹性元件业务将分别实现2.0亿元和2.5亿元。

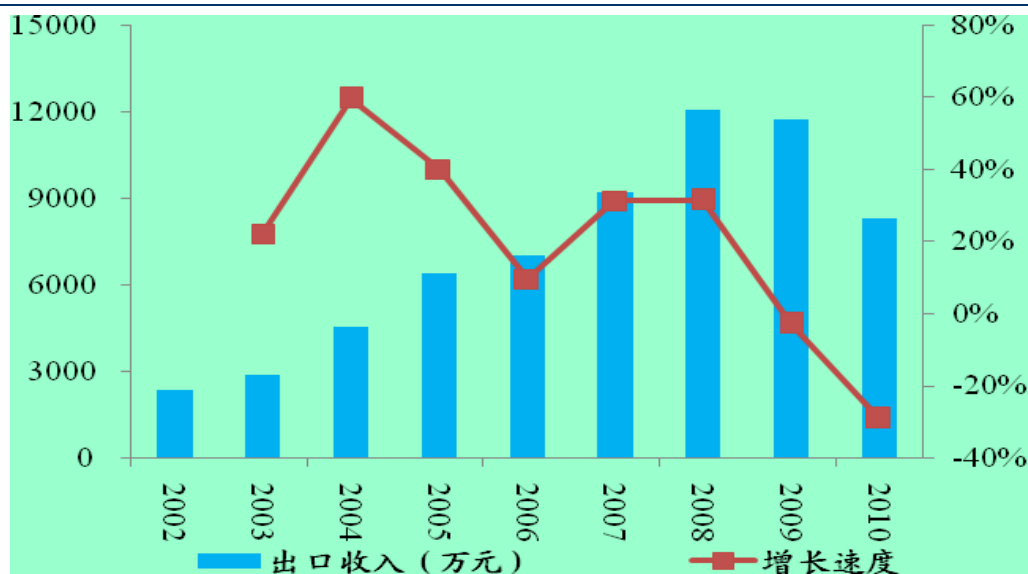
我国国产动车组弹性元件尚处于国产试点配套等待替代进口的阶段，未来动车组和地铁城轨车辆减震元件将成为公司铁路车辆减震弹性元件的新亮点，目前公司是动车组国产减震弹性元件的唯一生产商，根据我们调研了解到的情况，目前动车组每标准列（8节）需要各种减震降噪弹性元件100万元，意味着动车组在未来三年中总共需要约7亿元左右的弹性元件。如果未来三年内动车组弹性元件逐步完成进口替代，保守估计国产化后，时代新材在该领域占有50%市场份额，平均每年收入将有望超过1.2亿元。

（四）公司弹性元件出口业务：市场前景看好

目前，随着全球宏观经济逐步走出低谷步入复苏，世界正进行新一轮的高铁建设高潮，近年来，随着世界范围内能源、环境等问题日趋严峻，依赖航空、公路运输等交通方式的国家遭到了前所未有的压力，纷纷寻求新的高效、环保、节能的运输方式。相对于其他交通运输方式，高速铁路具有速度快、运能高、环保节能、安全舒适等优点，目前日益受到各主要工业国家的青睐。时代新材的减震降噪弹性元件将充分受益于世界范围内新一轮的高速铁路投资。

目前公司是世界上唯一一家同时向西门子、GE、庞巴迪、阿尔斯通、EMD等五大轨道交通装备制造制造商供应弹性元件的供应商，公司在橡胶改性材料领域有着多年的技术积淀，研发实力突出，且产品相对于国外竞争对手有着明显的成本优势，未来三年将有望成为世界上最大的轨道交通弹性元件生产企业。2011年1月，公司和福斯罗澳洲公司在悉尼签署了《股权购买协议》，依据该协议，公司将以283.5万澳元购买代尔克公司100%的股权，公司积极进行全球布局。2010年公司出口额达到0.83亿元（实际公司出口实现收入超过1.5亿元），我们预计到2015年公司出口收入将超过6亿元。

图 3 公司历年出口额及增长率

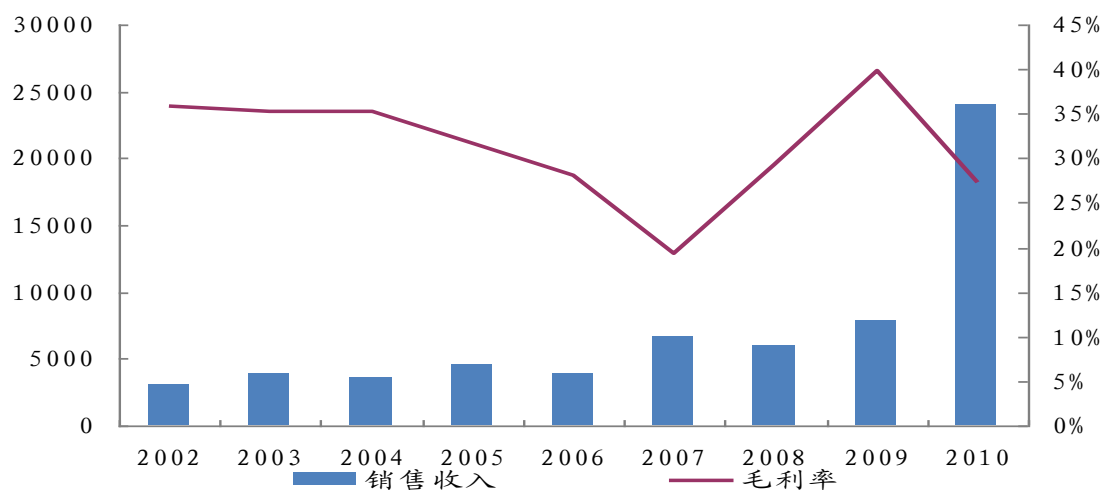


资料来源：国海证券研究所

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。绝缘材料主要应用于大功率牵引机车和风力发电设备。2010 年公司绝缘制品及涂料业务实现营业收入超过 2.4 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超过 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

工程塑料业务重点发展汽车领域

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。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，公司将新建 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与汽车领域。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。

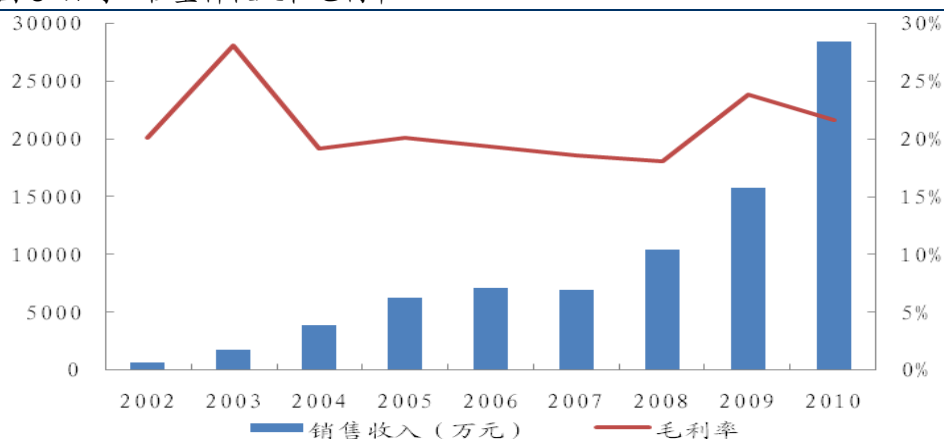
表 2 公司工程塑料业务基本情况

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 年公司工程塑料业务销售收入达到 2.8 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，随着长株潭汽车工业基地建成，公司汽车用改性塑料将迎来爆发式增长，公司在汽车领域的拓展将有效缓解高铁领域需求放缓的压力，我们预计到 2015 年公司工程塑料业务收入将突破 10 亿元。

图 5 公司工程塑料收入和毛利率

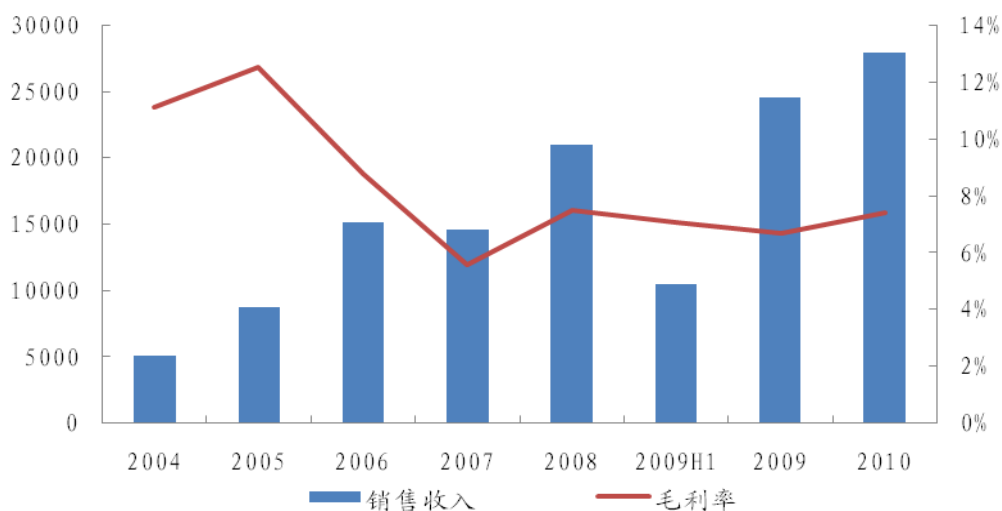


资料来源：国海证券研究所

公司电磁线未来主要给机车和电机配套

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，公司电磁线产品目前应用于风电电机和铁路机车领域，毛利率逐年提升。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 公司电磁线实现销售收入 2.8 亿元，同比增长 13% 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

公司风电叶片后来居上，行业有望走出低谷

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，公司风电叶片 2010 年产能达到 600 套，2011 年产能达到 1000 套，公司 2010 年风电叶片实现销售量 300 套，预计 2011 年销售风电叶片 600 套，到 2012 年风电叶片销售规模有望超过 1000 套，有望跻身风电叶片行业前 5。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。

表 3 时代新材叶片业务情况

已研制产品	0.75KW、1.65MW、2.5MW
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	10% - 30%
叶片的转化率	50%，高于国家标准要求和其它厂商
2010 年销售	300 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

根据公司公布的数据来看，公司 2010 年风电叶片实现销售收入 3 亿元，2010 年毛利率下滑到 12.51%，而公司 2010 年上半年风电叶片毛利率高达 26.95%，意味着公司 2010 年下半年风电叶片毛利率低于 10%，整个风电叶片和风电整机在 2010 年下半年均遭遇行业低谷，公司在行业低谷期，通过降低原材料成本和运输成本能够维持微利，我们认为风电行业经过一轮洗牌后，行业毛利率也将恢复到合理水平，届时公司风电叶片利润占比将显著提升。

盈利预测与投资建议

我们盈利预测主要基于以下假设：公司目前的主导产品可分为：高分子减震降噪弹性元件、电磁线、高分子复合材料、特种涂料及新型绝缘材料、风电叶片五类产品。

1) 弹性元件：预计该项业务 2011 年实现 19 亿元收入，2012 年和 2013 年销售收入增速在 30% 左右，毛利率均为 33%。

2) 电磁线：未来三年内保持 25% 左右的收入增速，毛利率均为 7.5%。

3) 高分子复合材料：该业务未来增长主要是来自于来自于汽车领域，我们预计 2011 年、2012 年、2013 年销售收入分别为 3.5 亿元、5 亿元、7 亿元，毛利率均为 20% 左右。

4) 特种涂料及新型绝缘材料：未来增长主要来自于绝缘材料，我们预计 2011 年、2012 年、2013 年销售收入分别为 3 亿元、4 亿元、5 亿元，毛利率均为 30% 左右。

5) 风电叶片：预计 2011 年、2012 年、2013 年实现销售分别为 600 套/900 套、1050 套，毛利率分别为 10%、15%、20%。

表 4 利润表预测（百万元）

项目	2010	2011	2012	2013
营业收入	2,321	3,753	5,830	8,105
减：				
营业成本	1,750	2,808	4,236	5,959
营业税金及附加	10	16	24	34
销售费用	107	173	350	486
管理费用	205	443	688	956
财务费用	16	1	-1	1
资产减值损失	9	0	0	0
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	226	313	533	668
营业外收支	6	0	0	0
利润总额	231	313	533	668
所得税费用	31	42	71	90
净利润	200	271	462	579
归属于母公司所有者的净利润	199	271	461	578
少数股东损益	1	0	1	1
EPS（元/股）	0.39	0.52	0.89	1.12

资料来源：公司公告 国海证券研究所

我们预测公司 2011 年~2013 年的 EPS 分别为 0.52 元、0.89 元和 1.12 元（按照最新股本计算），公司未来三年内的年均增长率超过 50%，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，此外，公司在十二五期间积极布局汽车、环保、军工等新型领域，作为一个长期成长股，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。

风险提示

- 1) 原材料大幅上扬侵蚀利润风险；
- 2) 高铁投资放缓的风险；
- 3) 风电叶片竞争继续加剧导致毛利率进一步下滑风险；
- 4) 汽车、环保、军工等新型领域市场开拓的风险。

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。

风险提示

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。