



时代新材(600458)中报点评: 营业收入和净利润稳步增长, 同心多元化促长期发展

轨道交通主题报告

维持评级: 买入

分析师

鄢祝兵 翟卢琼

电话: 0755-83704850

邮件: yanzb@ghzq.com.cn

证书编号: S0350210050001

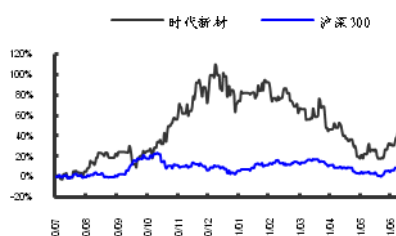
合规申明:

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的1%?

是

否

相对沪深300表现



市场数据

2011.7.29

当前价格 (元)	17.18
52周价格区间 (元)	16.76-68.98
总市值 (百万)	8887.93
流通市值 (百万)	7021.86
总股本 (万股)	51734.14
流通股 (万股)	40872.27
日均成交额 (百万)	356.33
近一月换手 (%)	32.43

财务数据

FYE(%)

毛利率	20.20
净利率	8.02
净资产收益率	9.87
总资产收益率	4.59
资产负债率	57.90
现金分红收益率	0.00
市盈率	29.32
市净率	5.56

事件

- 2011年7月29日, 时代新材发布2011年半年报, 2011年上半年, 公司销售收入和利润等经济指标再创历史新高, 公司实现销售收入19.12亿元, 较上年同期增长49.96%, 实现净利润1.5亿元, 较上年同期增长54.32%。实现摊薄后归属于上市公司股东EPS为0.29元。

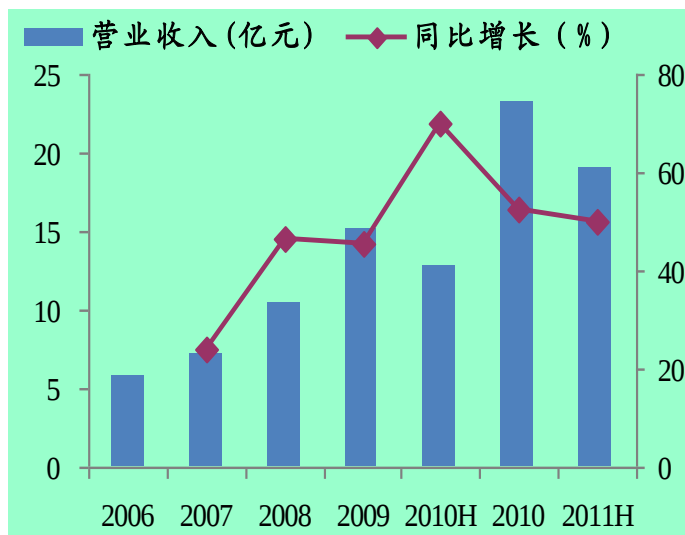
点评

受原材料价格上涨等不利因素影响, 公司毛利率出现一定幅度下滑

时代新材以高分子复合材料研究及工程化应用为核心, 产品主要面向轨道交通、风力发电、汽车和海外市场。2011年上半年, 公司致力于做强轨道交通市场, 做大风电、汽车市场, 各个市场销售规模进一步得到提升。其中, 公司轨道交通主要产品为减振降噪弹性元件、桥梁支座、CA 砂浆、铁路工程塑料制品等, 轨道交通市场2011年上半年完成销售收入7.98亿元, 较上年同期增长12.3%, 风电市场主要产品为风电叶片、风电电磁线、风电减振器等, 风电市场2011年上半年实现销售收入5.28亿元, 较上年同期增长110.5%, 汽车市场主要产品为汽车减振降噪弹性元件, 汽车市场完成销售收入5462万元, 较上年同期增长83%; 海外市场主要产品为轨道交通线路及车辆减振降噪弹性元件等, 完成销售收入9850万元, 较上年同期增长189.5%; 其他市场主要产品为工程塑料改性料, 完成销售收入4.13 亿元, 较上年同期增长75%。

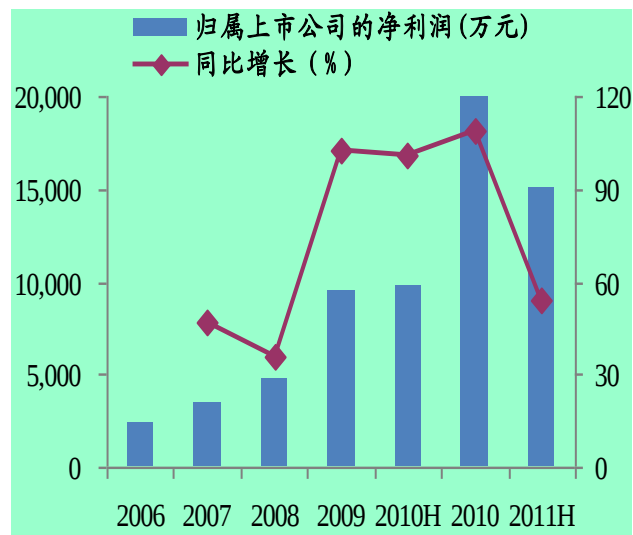
2011年上半年,受国家相关产业政策调整以及原材料价格上涨的影响,公司大部分产品毛利率较2010年同期均有不同程度的下降,尽管通过加强管理、继续推行精益生产等手段使得报告期内公司整体期间费用率大幅降低,但公司净利率水平仍有一定程度下降。2011年下半年,公司将坚持以高分子复合材料工程化研究和应用为核心,通过技术研发、并购重组和市场突破等多种途径,加快了向汽车、环保及军工等产业进军的步伐,以继续保持公司健康、快速和可持续发展。

图 1: 公司近年来营业收入及增速情况



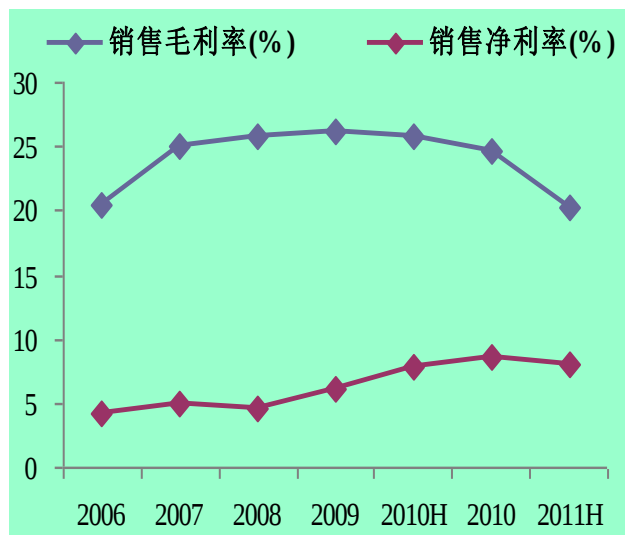
资料来源: 公司公告 国海证券研究所

图 2: 公司近年来净利润及增长情况



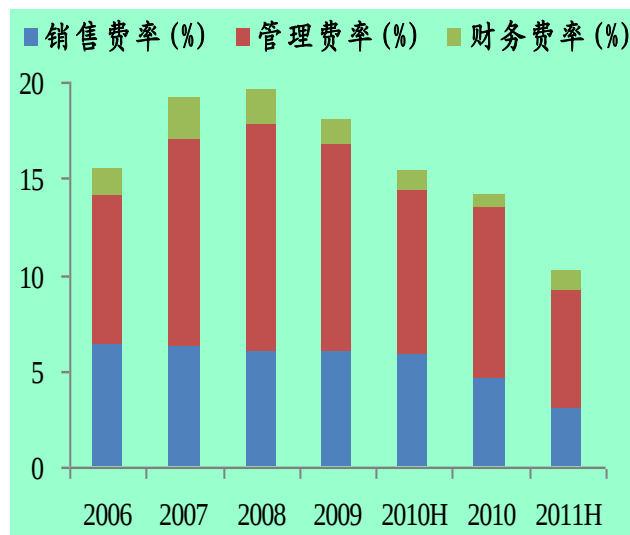
资料来源: 公司公告 国海证券研究所

图 3: 公司近年来销售毛利率和净利率水平



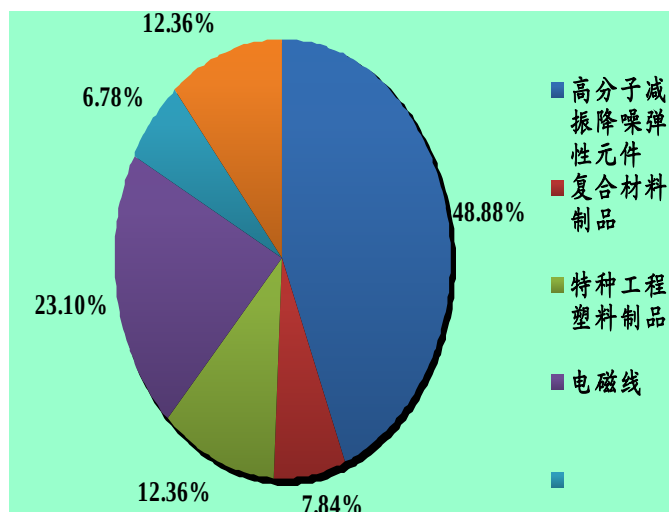
资料来源: 公司公告 国海证券研究所

图 4: 公司近年来三项费用情况



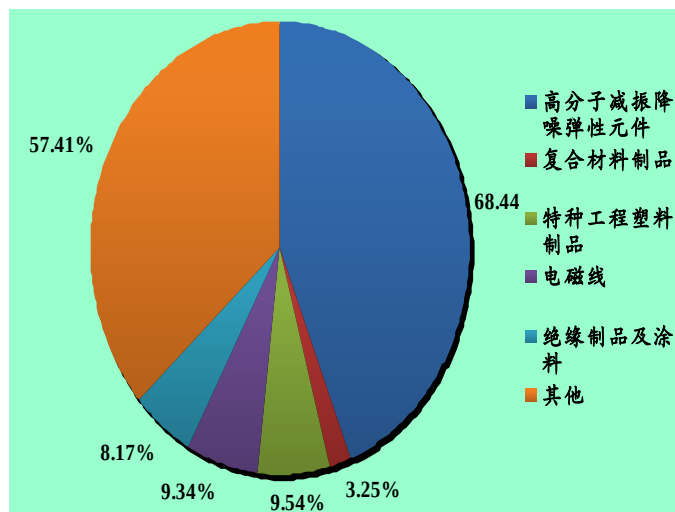
资料来源: 公司公告 国海证券研究所

图 5: 公司 2011 上半年营业收入构成



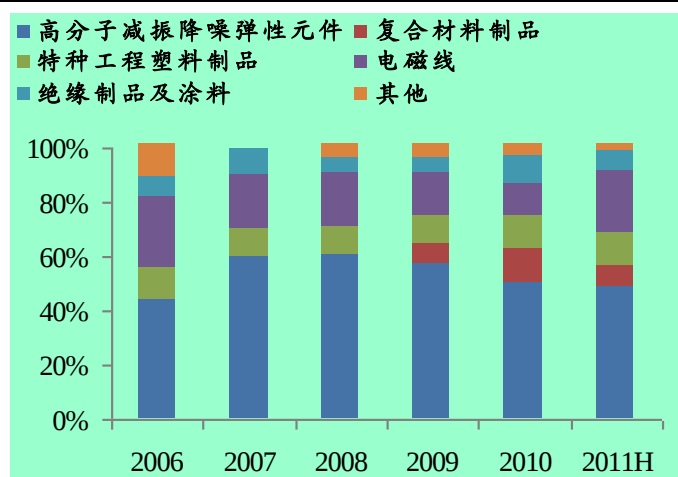
资料来源: 公司公告 国海证券研究所

图 6: 公司 2011 上半年营业利润构成



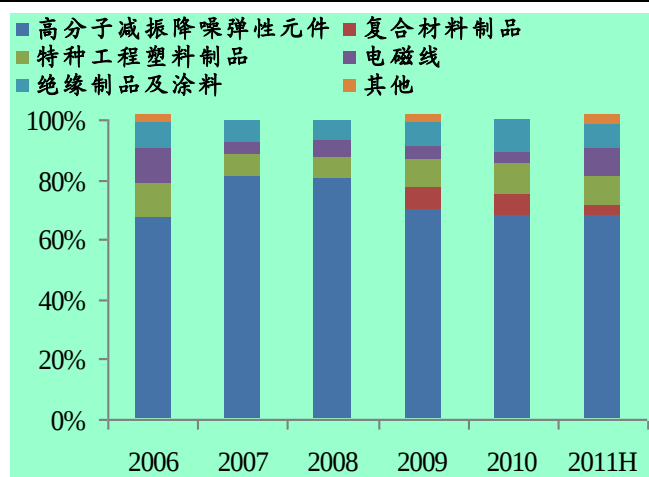
资料来源: 公司公告 国海证券研究所

图 7: 公司近年来营业收入构成



资料来源: 公司公告 国海证券研究所

图 8: 公司近年来营业利润构成



资料来源: 公司公告 国海证券研究所

公司高分子减振降噪弹性元件未来几年稳健增长

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。

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，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。

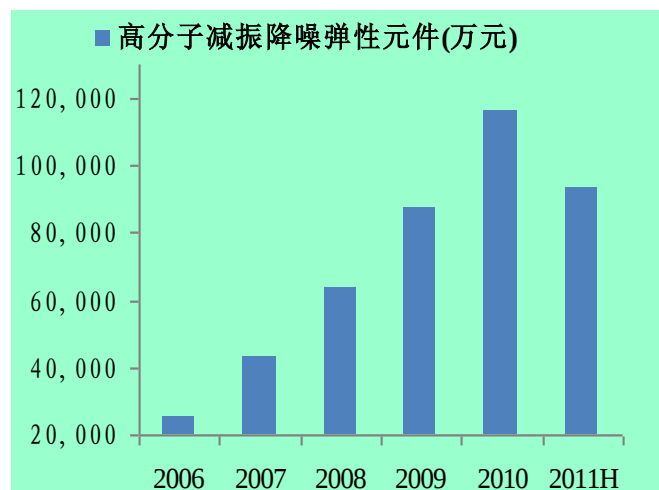
我国国产动车组弹性元件尚处于国产试点配套等待替代进口的阶段，未来动车组和地铁城轨车辆减震元件将成为公司铁路车辆减震弹性元件的新亮点，目前公司是动车组国产减震弹性元件的唯一生产商，根据我们调研了解到的情况，目前动车组每标准列（8 节）需要各种减震降噪弹性元件 100 万元，意味着动车组在未来三年中总共需要约 7 亿元左右的弹性元件。如果未来三年内动车组弹性元件逐步完成进口替代，保守估计国产化后，时代新材在该领域占有 50% 市场份额，平均每年收入将有望超过 1.2 亿元。

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。

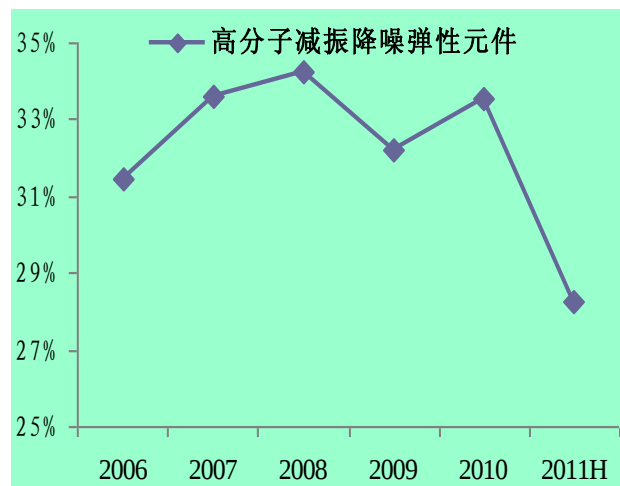
目前公司是世界上唯一一家同时向西门子、GE、庞巴迪、阿尔斯通、EMD 等五大轨道交通装备制造厂商供应弹性元件的供应商，公司在橡胶改性材料领域有着多年的技术积淀，研发实力突出，且产品相对于国外竞争对手有着明显的成本优势，未来三年将有望成为世界上最大的轨道交通弹性元件生产企业。2011 年 1 月，公司和福斯罗澳洲公司在悉尼签署了《股权购买协议》，依据该协议，公司将以 283.5 万澳元购买代尔克公司 100% 的股权，公司积极进行全球布局。2010 年公司出口额达到 0.83 亿元（实际公司出口实现收入超过 1.5 亿元），我们预计到 2015 年公司出口收入将超过 6 亿元。

图 9: 近年来公司高分子减震降噪弹性元件收入情况



资料来源: 公司公告 国海证券研究所

图 10: 近年来公司高分子减震降噪弹性元件毛利率情况

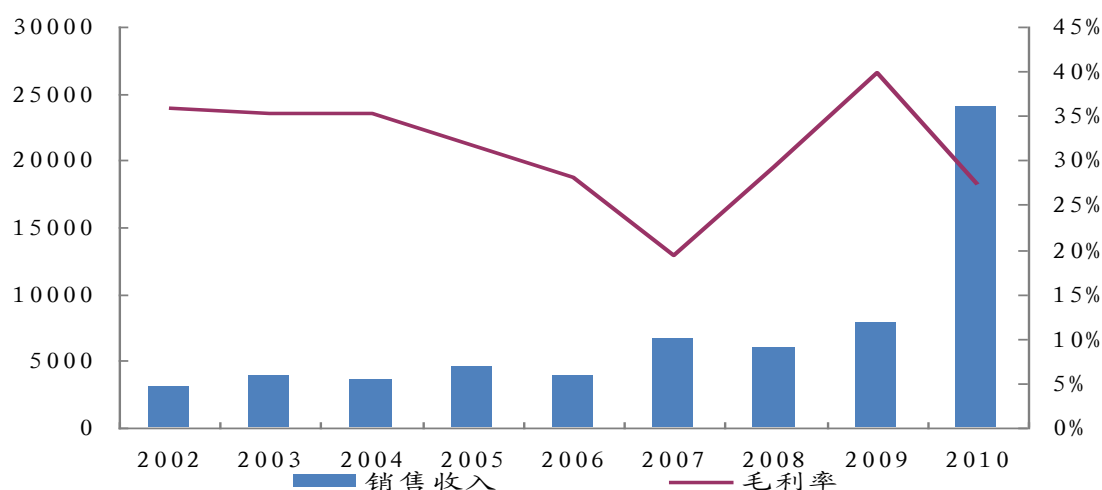


资料来源: 公司公告 国海证券研究所

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 11: 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 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。

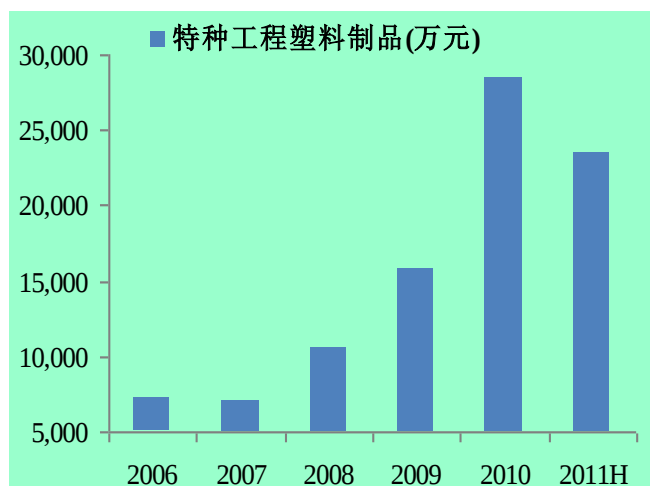
表 1: 公司工程塑料业务基本情况

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

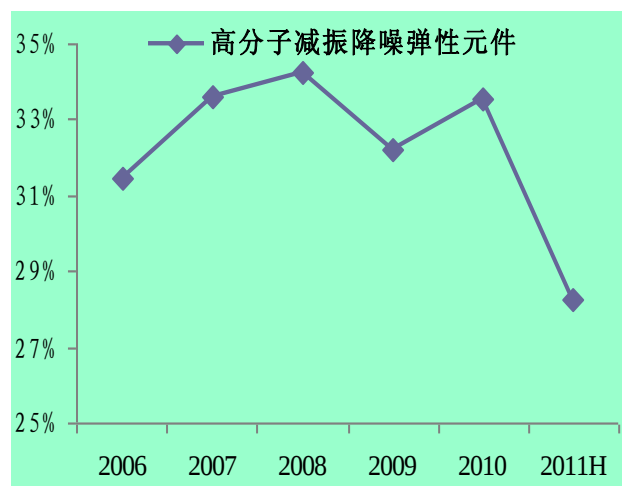
公司产品工程塑料在铁路器材领域的市场占有率约为 50%，毛利率较高，而在民用领域属于充分竞争的行业，毛利率较低，公司改性塑料业务未来将逐步退出民用领域。2011 年上半年公司工程塑料业务销售收入达到 2.4 亿元，未来公司工程塑料业务有望拓展到汽车领域，随着长株潭汽车工业基地建成，公司汽车用改性塑料将迎来爆发式增长，公司在汽车领域的拓展将有效缓解高铁领域需求放缓的压力，我们预计到 2015 年公司工程塑料业务收入将突破 10 亿元。

图 12: 近年来公司工程塑料营业收入情况



资料来源：公司公告 国海证券研究所

图 13: 近年来公司工程塑料毛利率情况



资料来源：公司公告 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 2：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 2011 年上半年复合材料制品毛利率下降到 8.36%，整个风电叶片和风电整机在 2010 年下半年和 2011 年上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。

二级市场投资建议

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（按照最新股本计算），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，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。

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。