

中车旗下新材料平台，借力改革再出发

时代新材 (600458)

事件

2022年1月28日，公司召开第九届董事长第十一次（临时）会议，审议通过聘任公司总经理、公司高级管理人员议案。至此，新一届管理层基本确定。

简评

公司为中车旗下新材料平台，赛道成长性明晰、技术积淀深厚。公司为从事高分子复合材料研发、生产、销售的新材料企业，目前为中国中车二级子公司，第一大股东为株洲电力机车研究所（株洲所）。

作为中车旗下新材料平台，公司主要具备以下核心优势：

1、聚焦优质赛道：公司核心业务是高分子复合材料生产，主要包括风电叶片和减振/震材料。其中风电叶片长期受益于新能源产业发展和风电装机增长预期；公司的减振/震材料主要应用于轨交车辆，但也在建筑、汽车等诸多领域有非常丰富的应用潜力。

2、技术积淀深厚：公司成立于1994年，多年来作为中车旗下负责多领域（特别是轨道交通以外领域）新材料研发的技术平台，在复合材料领域有深厚技术积累，在风电叶片、减振/震材料、其他新材料产品（芳纶纸、PI等）均拥有全国乃至全球领域的技术水平。截至2020年，公司拥有研发人员达1194人，18-20年三年合计申请专利数量达到680项。

3、股东资源丰富：依托于中车的雄厚背景，公司在诸多领域都拥有客户拓展、外延扩张等优势，例如依托中车遍布全球的轨交交通装备业务，公司轨交车辆减振材料业务已做到全球规模第一。

体制机制改革有望持续驱动基本面系统性改善

从股东层面而言，时代新材是中车旗下新材料平台，对整个集团而言都有重要意义：中车提出“一核三极多点”的战略布局，其中“三极”即新材料、风电、新能源汽车，都与时代新材密切相关，特别是新材料和风电材料相关产品。未来中车推进战略布局的过程，也很可能将伴随对时代新材的定位、架构调整，推动公司更好承担集团转型升级重任。

另外，从政策大背景上而言，2022年是国企改革三年行动收官及承上启下之年，国企改革将继续稳步推进。过去几年我们已经看到以国企混改、股权激励、优质资产注入等为形式，为数不少的国企开始焕发崭新活力、开启新发展。

首次评级

买入

卢昊

luhaobj@csc.com.cn

18800299360

SAC 执业编号：S1440521100005

研究助理：邓天泽

010-86451606

dengtianze@csc.com.cn

发布日期：2022年02月13日

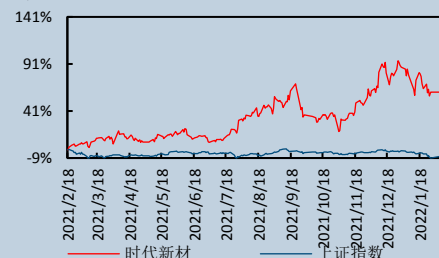
当前股价：12.25元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
-2.7/0.29	24.49/24.68	73.57/78.2
12月最高/最低价(元)		14.94/7.26
总股本(万股)		80,279.82
流通A股(万股)		80,279.82
总市值(亿元)		98.34
流通市值(亿元)		98.34
近3月日均成交量(万股)		2,196.72
主要股东		
中车株洲电力机车研究所有限公司		36.43%

股价表现



相关研究报告

具体到时代新材层面，2020 年中报，公司首提“通过多种方式激发骨干员工积极性”；2020 年报，公司提到，将继续以高分子材料的研究及工程化推广应用为核心，以“深化改革、创新引领、深耕细作、全球经营、严控风险”为方针。

风电叶片：长期需求持续向好；原料压力缓解，利润率修复

公司深耕风电叶片制造领域十余年，目前市场份额位居全国第二，与中材科技（中材叶片）合计已占据全国超过 50% 的风电叶片市场份额。下游客户除中车外，也覆盖主流风电运营商。从长期看，风电符合我国碳中和长期发展战略，且在技术进度之下度电成本不断下行，年装机量有望稳步上行，公司作为行业寡头有望持续受益。利润率来看，2021 年风电叶片主要原材料芯材、环氧树脂、玻纤等价格高位，公司风电叶片产品利润率受到明显压缩。22 年起伴随原材料价格合理回落，公司叶片利润率也有望逐步修复。

另一方面，公司致力于推进风电叶片的大型化与轻量化，除逐步加大大型风电叶片产品外，积极推进高性能聚氨酯叶片研发、生产。聚氨酯主要应用于替代传统环氧树脂材料，与环氧树脂材料相比，新型聚氨酯树脂具有更为优异的机械性能和抗疲劳性能，固化速度快，加工性能好，与玻璃纤维和碳纤维有更好的界面结合力，有助于提高生产效率和降低生产成本。

减振（震）材料：轨交主业稳健发展，其他领域应用潜力可观

公司在减震降噪制品（金属、橡胶材料）领域同样有非常深厚的技术积累和生产经验。在该领域的主要产品是轨交车辆用的减振材料，依托于中车的雄厚股东背景已经做到全球市占率第一。除此之外，减隔振（震）材料在诸多工业领域均有需求，公司也在近年中逐渐培育出了汽车、风电、建筑、特种装备等多领域的减隔振（震）材料业务。未来轨交主业有望稳健发展的同时，减振（震）材料有诸多新型需求，如新抗震标准下的建筑减隔振市场、LNG 储罐减振材料、风电减振材料、地铁上盖物业减振材料都可能成为公司的新增长极。

新材德国（博戈）：逐步减亏，改善可期

2014 年，公司现金收购采埃孚集团旗下 BOGE 橡胶与塑料业务（即德国博戈，或新材德国），合计作价 20.37 亿元。新材德国是全球领先的汽车 AVS 产品供应商，其中橡胶减振制品收入占比 90% 以上。与时代新材在减振（震）材料上的技术和业务积累有良好协同。收购完成后新材德国大幅扩充了公司减振（震）材料的业务版图，同时其在亚太地区的客户市场也有明显扩展。但由于人力资源成本高、以及 20 年以来的海外疫情等原因，新材德国近年来持续亏损，且与此前计提大量固定资产、商誉减值准备。但目前而言新材德国经营面有望逐步好转：（1）2021 年 11 月，公司发布公告，公司大股东株洲所拟向新材德国增资 8500 万欧元（合人民币 6.8 亿元），主要用于支持新材德国建设低成本地区产能以及发展中国区业务，确保其健康可持续发展；（2）多年以来新材德国计提大量资产和信用减值，特别是商誉减值已全部计提完毕，后续财务风险已有明显缓解。

新材料：技术积淀深厚，有望不断孵化新品

过去多年内，公司依托技术平台孵化出为数不少的高端新材料品种，其中不乏打破技术海外技术垄断、技术品牌享誉全国的品种，包括时代华先之下的高端芳纶材料已实现量产，供给国内轨道交通领域电机电器、相关芳纶纸材料应用厂家、航空工业集团辖下相关应用产家；时代华鑫之下热控 PI 膜材料，其技术水平也在国内相对领先。过去数年中上述高端新材料产品虽然技术水平突出，但往往产业化以及实现业绩贡献速度较慢。但未来伴随体制机制改革，

盈利预测和投资建议

我们基于以下假设预测公司业绩表现：

- （1）风电材料：2020 年风电抢装潮，叶片出货量大增；21 年我们认为营收会有些同比下行，同时由于原材料价格高企，毛利率有所收窄；22、23 年则假设伴随风电装机中枢提升、原材料合理回落，营收保持增长，且毛利率逐渐修复；
- （2）轨道交通：轨交主业整体稳健增长，建设 21-23 年营收分别同比增长 15%，毛利率维持稳定。
- （3）汽车：假设德国博戈逐步减亏，同时借助亚太市场实现持续增长，21-23 营收分别同比增长 10%，毛利率逐步回升。

预计公司 21、22、23 年归母净利润分别为 1.91、3.53、5.29 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 1：主营业务预测（百万元）

主营业务板块	指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
风电叶片	毛利率	8.30%	10.76%	17.04%	11.50%	12.50%
	不含税收入	2,286.37	2,325.21	6,883.37	6195.03	7124.29
	不含税成本	2,096.51	2,074.97	5,710.15	5482.60	6233.75
轨道交通	毛利率	28.85%	32.17%	33.89%	33.00%	33.00%
	不含税收入	2,593.10	2,553.64	2,735.98	3146.37	3618.33
	不含税成本	1,845.00	1,732.24	1,808.75	2108.07	2424.28
汽车	毛利率	11.86%	11.70%	10.46%	11.00%	12.00%
	不含税收入	6,487.41	6,094.73	5,249.02	5773.93	6351.32
	不含税成本	5,718.28	5,381.78	4,699.95	5138.79	5589.16
其他	毛利率	11.37%	14.24%	14.71%	15.00%	15.00%
	不含税收入	629.17	272.02	211.75	264.69	330.86
	不含税成本	557.64	233.29	180.61	224.98	281.23

数据来源：Wind，中信建投

表 2：预测和比率

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	11,246	15,080	15,380	17,425	19,754
主营收入增长率	-6.3	34.1	2.0	13.3	13.4
净利润	54	327	191	345	495
净利润增长率	-112.6	506.1	-41.4	80.0	43.5
ROE	0.5	6.5	2.8	4.5	5.7
EPS（元）	0.07	0.41	0.23	0.42	0.60
PE	176.6	29.1	51.3	28.5	19.8
PB	2.1	2.0	2.0	1.9	1.7

数据来源：Wind，中信建投

风险提示

- 1、 体制机制改革不及预期的风险；
- 2、 风电装机不及预期的风险，或原材料价格持续高企的风险。风电板块历史上都是为公司主营业务中弹性最大的板块，为此，我们做敏感性分析如下：在假设其他业务板块营收、利润率不变的前提下，计算不同风电装机容量、原材料价格水平（以产品毛利率度量）之下，公司归母净利润情况。

表 3：在不同风电装机量、原材料价格水平（以产品毛利率度量）下，公司的 2022 年净利润分析（百万元）

	风电装机 45GW	风电装机 53GW	风电装机 60GW
风电叶片毛利率 11%	167	205	252
风电叶片毛利率 12.5%	317	345	392
风电叶片毛利率 14%	442	484	567

数据来源：Wind，中信建投

3、 新材德国减亏不及预期的风险。

分析师介绍

卢昊：中信建投证券化工及能源开采行业联席首席分析师。上海交通大学硕士，具备4年化工实业和4年行业研究经验。

研究助理

邓天泽：复旦大学物理学学士、人民大学金融学硕士，2019年7月加入中信建投化工组。主要覆盖煤化工、纯碱、有机硅行业及部分新材料上市公司。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构 (以下合称“中信建投”) 制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国 (仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾) 提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格, 本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投 (国际) 证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况, 报告接收者应当独立评估本报告所含信息, 基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层
电话: (8610) 8513-0588
联系人: 李祉瑶
邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2106 室
电话: (8621) 6882-1600
联系人: 翁起帆
邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层
电话: (86755) 8252-1369
联系人: 曹莹
邮箱: caoying@csc.com.cn

中信建投 (国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话: (852) 3465-5600
联系人: 刘泓麟
邮箱: charleneliu@csci.hk