

BOGE 业绩持续向好, PI 产业化值得期待

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年年报, 报告期内实现营收 116.4 亿元, 同比增长 7.5%; 实现归母净利润 2.4 亿元, 同比下降 5.3%。同时, 公司拟向全体股东每 10 股派发现金股利 1.00 元 (含税)。
- **轨交业务带动业绩增长, 经营性利润显著提升。** 报告期内, 由于客车配件收入增长及海外出口收入增长, 公司轨交业务同比增长 24.3% 至 25.1 亿元, 带动公司收入稳步增长。公司实现扣非净利润 1.4 亿元, 同比下降 35.9%, 业绩面临短期低点, 主要原因是受欧元贬值影响汇兑损失较大。去除非经常损益及汇兑损益影响, 公司报告期内实现净利润约 1.9 亿元, 较 15 年同期可比口径的业绩增长 23.8%, 同比改善较大。同时, 公司管理费用同比增加约 1 亿元拖累业绩释放, 而主要的管理费用增长来源在于技术开发费和职工薪酬福利的增加。我们认为公司毛利率将继续稳步提升, 盈利能力持续得到改善。
- **BOGE 业务转好, 铁路投资保持高位助力公司业务发展。** 15 年 BOGE 实现盈利 559 万欧元, 2016 年 BOGE 公司实现盈利 628 万欧元, 同比增长 12.3%, 业绩持续向好, 公司对 BOGE 盈利改善的效应逐步显现。我们认为通过海外公司减亏、中国区扩产和提高协同效应等手段, BOGE 未来利润率有望逐渐回升, 业绩向上空间广阔。根据《中长期铁路网规划》, 2020 年我国高铁营业里程达到 3 万公里, 五年内新增 1.1 万公里, CAGR 超过 20%。公司作为国内轨交减振装备的绝对龙头, 有望受益铁路基建投资的稳定增长, 且伴随国家“一带一路”政策的开展, 出口有望成为公司轨交减振业务的重要增量。维修方面, 16 年起动车组开始进入 4-5 级检修, 伴随我国动车保有量的日益增加与运营年限变长, 后维修市场将逐步打开, 时代新材也将率先受益于维修市场的潜力释放。
- **PI 项目推进有条不紊, 期待新材料业务放量。** 报告期内, 公司完成了进口 PI 膜生产线工艺包设计, 具备了生产 7 微米至 125 微米不同厚度产品的能力, 目前该生产线设备安装和工厂附属配套设施全部完成, 正进入调试阶段。我们认为 PI 膜项目投产后将明显提高公司利润水平, 为公司注入新的增长活力。除此之外, 公司芳纶材料也获得了可喜突破, 还有特种尼龙等十余个高新材料项目储备, 若未来陆续投产, 将为公司提供新的利润增长点。
- **盈利预测及评级:** 公司管理费用率增加, 我们调整盈利预测, 预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.43 元、0.67 元和 0.88 元, 对应动态 PE 为 36 倍、23 倍和 17 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新材料项目进展低于预期的风险、BOGE 公司整合进度及业绩不及预期的风险、汇率变化对公司业绩造成波动性影响的风险。

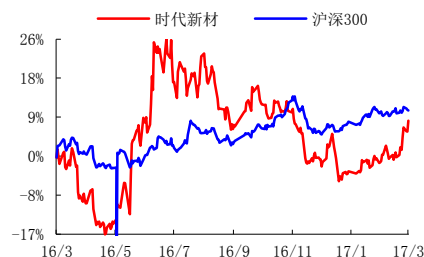
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	11641.39	12802.43	14032.92	14861.24
增长率	7.54%	9.97%	9.61%	5.90%
归属母公司净利润 (百万元)	241.99	343.17	540.82	710.13
增长率	-5.32%	41.81%	57.59%	31.31%
每股收益 EPS (元)	0.30	0.43	0.67	0.88
净资产收益率 ROE	4.74%	6.11%	8.89%	10.63%
PE	51	36	23	17
PB	2.53	2.31	2.13	1.94

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
 执业证号: S1250513070003
 电话: 021-50755259
 邮箱: shah@swsc.com.cn
 联系人: 李海勇
 电话: 0755-23617478
 邮箱: lihay@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	8.03
流通 A 股(亿股)	6.61
52 周内股价区间(元)	11.88-18.08
总市值(亿元)	124.19
总资产(亿元)	134.07
每股净资产(元)	6.02

相关研究

1. 时代新材 (600458): 轨交和风电景气回升, 汽车与新材料长期向好 (2017-01-03)
2. 时代新材 (600458): 业绩短期低点, 高铁招标恢复利好公司业绩 (2016-10-27)
3. 时代新材 (600458): 毛利率持续回升, BOGE 公司业绩继续改善 (2016-08-23)
4. 时代新材 (600458): 拐点显现, PI 膜引领新材料业务助力腾飞 (2016-08-01)
5. 时代新材 (600458): PI 膜新龙头, 业绩估值双提升 (2016-07-13)

关键假设：

假设 1：在国家新一轮投资带动下，轨交业务处于景气周期，毛利率稳定在 29.5%。

假设 2：风电业务 17 年市场占有率继续提升，且风电调价政策落地，预计 17 年有可能出现“抢装”现象。由于高端风电叶片的比例提升，毛利率上升为 16%；

假设 3：汽车业务在 BOGE 和公司协同效应显现的作用下，毛利率逐步回升，17-19 年分别为 12%、12.5%和 13%。17 年起 BOGE 无锡和株洲工厂陆续投产，贡献业绩增量。

假设 4：预计 PI 膜 17 年初正式投产，价格区间为 1000-2000 元/公斤，平均毛利率 70%，17 年贡献 6000 万元收入；

假设 5：欧元汇率未来相对稳定，预计未来汇兑损益不会给公司业绩带来大幅波动影响。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
轨道交通	收入	2506.92	3008.30	3459.55	3805.50
	增速	-	20.00%	15.00%	10.00%
	毛利率	29.50%	29.50%	29.50%	29.50%
风力发电	收入	2720.55	2992.61	3142.24	2985.12
	增速	-	10.00%	5.00%	-5.00%
	毛利率	15.00%	16.00%	16.00%	16.00%
汽车	收入	5778.12	6067.03	6370.38	6688.9
	增速	-	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	11.36%	12.00%	12.50%	13.00%
新型材料	收入	351.13	421.35	716.29	1002.81
	增速	-	20.00%	70.00%	40.00%
	毛利率	11.36%	20.00%	40.00%	50.00%
其他	收入	284.68	313.14	344.46	378.90
	增速	-	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	11.36%	11.00%	11.00%	11.00%
合计	收入	11641.39	12802.43	14032.92	14861.24
	增速	7.54%	9.97%	9.61%	5.90%
	毛利率	16.77%	17.29%	18.84%	20.27%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	11641.39	12802.43	14032.92	14861.24	净利润	232.11	329.17	518.75	681.14
营业成本	9689.59	10589.41	11388.89	11848.36	折旧与摊销	439.91	335.78	384.46	438.48
营业税金及附加	40.66	36.02	40.79	44.19	财务费用	97.04	93.82	106.43	112.43
销售费用	508.82	512.10	540.27	624.17	资产减值损失	28.93	30.00	30.00	30.00
管理费用	1137.53	1190.63	1327.11	1397.66	经营营运资本变动	-464.89	-24.55	-405.49	-207.63
财务费用	97.04	93.82	106.43	112.43	其他	326.40	-31.59	-35.00	-35.57
资产减值损失	28.93	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	659.50	732.63	599.14	1018.86
投资收益	11.93	5.00	5.00	5.00	资本支出	-352.17	-650.00	-800.00	-900.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-615.42	70.35	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-967.59	-579.65	-795.00	-895.00
营业利润	150.76	355.46	604.43	809.43	短期借款	-543.78	574.33	302.95	179.57
其他非经营损益	120.40	56.00	44.00	42.00	长期借款	42.95	79.74	0.00	0.00
利润总额	271.16	411.46	648.43	851.43	股权融资	0.21	0.00	0.00	0.00
所得税	39.05	82.29	129.69	170.29	支付股利	0.00	-48.40	-68.63	-108.16
净利润	232.11	329.17	518.75	681.14	其他	-165.01	-830.89	-106.43	-112.43
少数股东损益	-9.88	-14.01	-22.07	-28.98	筹资活动现金流净额	-665.63	-225.22	127.88	-41.03
归属母公司股东净利润	241.99	343.17	540.82	710.13	现金流量净额	-947.26	-72.24	-67.97	82.83
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1543.50	1471.27	1403.29	1486.12	成长能力				
应收和预付款项	4504.35	5127.07	5492.88	5843.75	销售收入增长率	7.54%	9.97%	9.61%	5.90%
存货	1647.67	1797.27	1933.22	2011.92	营业利润增长率	-34.90%	135.78%	70.04%	33.92%
其他流动资产	648.76	641.59	703.25	744.77	净利润增长率	-9.80%	41.81%	57.59%	31.31%
长期股权投资	2.86	2.86	2.86	2.86	EBITDA 增长率	4.82%	14.16%	39.52%	24.20%
投资性房地产	38.14	38.14	38.14	38.14	获利能力				
固定资产和在建工程	3156.07	3377.60	3650.45	3919.27	毛利率	16.77%	17.29%	18.84%	20.27%
无形资产和开发支出	1297.44	1392.34	1537.23	1732.12	三费率	14.98%	14.03%	14.07%	14.36%
其他非流动资产	568.31	566.11	563.91	561.71	净利率	1.99%	2.57%	3.70%	4.58%
资产总计	13407.11	14414.24	15325.23	16340.67	ROE	4.74%	6.11%	8.89%	10.63%
短期借款	225.67	800.00	1102.95	1282.51	ROA	1.73%	2.28%	3.38%	4.17%
应付和预收款项	3993.85	4771.59	4901.43	5148.17	ROIC	3.41%	5.33%	7.64%	8.89%
长期借款	1483.28	1563.02	1563.02	1563.02	EBITDA/销售收入	5.91%	6.13%	7.81%	9.15%
其他负债	2802.66	1892.38	1920.48	1936.63	营运能力				
负债合计	8505.46	9027.00	9487.87	9930.33	总资产周转率	0.88	0.92	0.94	0.94
股本	802.80	802.80	802.80	802.80	固定资产周转率	4.44	4.59	4.68	4.62
资本公积	3088.93	3088.93	3088.93	3088.93	应收账款周转率	4.85	4.61	4.59	4.56
留存收益	1149.41	1444.19	1916.37	2518.33	存货周转率	5.25	6.14	6.09	6.00
归属母公司股东权益	4836.31	5335.91	5808.10	6410.06	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.43%	—	—	—
少数股东权益	65.34	51.33	29.26	0.27	资本结构				
股东权益合计	4901.65	5387.24	5837.36	6410.34	资产负债率	63.44%	62.63%	61.91%	60.77%
负债和股东权益合计	13407.11	14414.24	15325.23	16340.67	带息债务/总负债	20.09%	26.18%	28.10%	28.65%
					流动比率	1.52	1.52	1.49	1.47
					速动比率	1.22	1.22	1.19	1.18
					股利支付率	0.00%	14.10%	12.69%	15.23%
					每股指标				
					每股收益	0.30	0.43	0.67	0.88
					每股净资产	6.11	6.71	7.27	7.98
					每股经营现金	0.82	0.91	0.75	1.27
					每股股利	0.00	0.06	0.09	0.13
业绩和估值指标									
EBITDA	687.71	785.06	1095.32	1360.35					
PE	51.32	36.19	22.96	17.49					
PB	2.53	2.31	2.13	1.94					
PS	1.07	0.97	0.89	0.84					
EV/EBITDA	18.71	16.11	11.89	9.64					
股息率	0.00%	0.39%	0.55%	0.87%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn