

时代新材 (600458) \ 化工

——轨交业务稳中有升，BOGE 整合效果已显

投资建议: **推荐**
 首次覆盖
 当前价格: 15.83 元
 目标价格: 元

事件:

公司发布2016年度报告。报告期内实现营收116.4亿元，同比增长7.5%；受欧元汇率变动导致汇兑损失的影响，实现归母净利润2.4亿元，同比下降5.3%；基本每股收益0.3元，同比降23.08%。

投资要点:

➤ 轨交业务稳中有升，风电业务盈利收缩

轨交减震业务是公司的传统主营业务，公司背靠中国中车，在动车组、机车领域的市场占有率在70%以上，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，未来公司轨交业务将受益即将来临的后维修市场。而风电业务方面，由于原料价格上涨及产量下降，2016年公司风电业务毛利率同比下滑4.63%，盈利收缩明显。

➤ BOGE汽车业务协同拓展进展顺利，业绩改善空间巨大

16年BOGE公司盈利628万欧元，同比增长12.3%，公司对德国BOGE的协同管理已初见成效。我们认为未来公司将进一步通过海外工厂减亏、低成本地区产能扩产和提高协同效应等手段，将原有橡胶减振业务带回盈利上升通道，业绩改善空间巨大。此外，在国内市场开拓方面，预计无锡工厂将于今年顺利投产，株洲工厂主要面向商用车减震市场，未来还会在天津、长春、襄阳等地建设汽车减振用品工厂，公司目前在国内汽车减振的市场份额不足5%，到十三五末力争做到20%的份额。

➤ PI膜推进有条不紊，将迎放量之年

继2015年公司建成国内首条化学亚胺化法制备PI膜并实现批量化生产，报告期内公司已初步掌握关键工艺技术，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，根据规划，公司将于今年实现PI膜6000万元的销售量，未来在产能释放上，一方面满足中国中车的进口替代需求，一方面开发电

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	803/661
流通A股市值 (百万元)	10,470
每股净资产 (元)	6.02
资产负债率 (%)	63.44
一年内最高/最低 (元)	18.49/11.72

一年内股价相对走势



马群星 分析师

执业证书编号: S0590516080001

电话: 0510-85613163

邮箱: maqx@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	10,825.11	11,641.39	12,689.12	13,958.03	15,004.88
增长率 (%)	80.18%	7.54%	9.00%	10.00%	7.50%
EBITDA (百万元)	771.71	781.93	833.51	991.58	1,205.24
净利润 (百万元)	255.57	241.99	378.61	463.34	605.11
增长率 (%)	464.56%	-5.32%	56.46%	22.38%	30.60%
EPS (元/股)	0.32	0.30	0.47	0.58	0.75
市盈率 (P/E)	48.84	51.59	32.97	26.94	20.63
市净率 (P/B)	2.67	2.58	2.42	2.25	2.07
EV/EBITDA	18.77	18.23	16.83	15.51	12.23

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

子领域的客户，我们认为像 PI 这种高端产品，一旦性能能够达到国外同类产品的水平，其客户开发往往相对容易。

➤ **盈利预测及估值**

预计2017~2019年公司EPS分别为0.47、0.58、0.75，对应最新股价PE分别为34、27、21，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**

BOGE 的整合不达预期；风电装机继续下滑；PI 膜等新材料业务进展不达预期。

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2,058.6	959.02	1,268.91	1,395.80	1,500.49	营业收入	10,825.1	11,641.3	12,689.1	13,958.0	15,004.8
应收账款+票据	3,589.0	4,351.37	4,629.90	5,249.50	5,370.85	营业成本	8,980.27	9,689.59	10,481.2	11,487.4	12,213.9
预付账款	101.63	152.98	197.92	186.67	222.24	营业税金及附加	21.80	40.66	44.32	48.75	52.40
存货	2,033.1	1,647.67	1,577.31	1,957.29	1,800.86	营业费用	487.42	508.82	596.39	642.07	690.22
其他	218.44	648.76	648.76	648.76	648.76	管理费用	1,037.80	1,137.53	1,256.22	1,367.89	1,477.98
流动资产合计	8,000.9	7,759.80	8,322.80	9,438.02	9,543.20	财务费用	8.53	97.04	-58.00	-53.40	-56.09
长期股权投资	3.43	2.86	2.86	2.86	2.86	资产减值损失	56.73	28.93	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,556.4	2,689.71	3,335.50	3,574.93	3,774.35	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	329.79	466.36	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-1.43	-0.57	0.00	0.00	0.00
无形资产	575.67	580.07	857.81	1,129.55	1,395.29	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1,112.6	1,236.49	1,229.90	1,223.31	1,216.73	营业利润	231.13	138.26	368.98	465.27	626.39
非流动资产合计	4,577.9	4,975.49	5,426.07	5,930.65	6,389.23	营业外净收益	37.45	132.90	61.29	61.29	61.29
资产总计	13048.1	13407.11	13,748.8	15,368.6	15,932.4	利润总额	268.57	271.16	430.27	526.56	687.68
短期借款	769.45	225.67	342.30	1,467.48	1,644.00	所得税	11.25	39.05	64.54	78.98	103.15
应付账款+票据	3,421.2	3,665.53	4,494.89	4,448.97	5,060.54	净利润	257.32	232.11	365.73	447.57	584.53
其他	556.82	1,310.77	1,407.07	1,332.20	1,424.75	少数股东损益	1.75	-9.88	-12.88	-15.76	-20.58
流动负债合计	4,747.5	5,201.97	6,244.26	7,248.65	8,129.28	归属于母公司净利	255.57	241.99	378.61	463.34	605.11
长期带息负债	2,140.3	1,483.28	1,151.65	1,396.33	595.31	主要财务比率					
长期应付款	81.30	86.47	86.47	86.47	86.47		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
其他	196.27	227.41	227.41	227.41	227.41	成长能力					
非流动负债合计	2,417.8	1,797.16	1,465.53	1,710.21	909.19	营业收入	80.18%	7.54%	9.00%	10.00%	7.50%
负债合计	7,165.4	6,999.13	7,709.79	8,958.86	9,038.47	EBIT	215.71	-3.86%	41.54%	23.15%	28.12%
少数股东权益	70.89	65.34	52.46	36.69	16.11	EBITDA	98.84%	1.32%	6.60%	18.96%	21.55%
股本	802.80	802.80	802.80	802.80	802.80	归属于母公司净利	-62.76%	-5.32%	56.46%	22.38%	30.60%
资本公积	3,088.7	3,088.93	3,088.93	3,088.93	3,088.93	获利能力					
留存收益	777.24	944.58	1,260.39	1,646.87	2,151.61	毛利率	17.04%	16.77%	17.40%	17.70%	18.60%
股东权益合计	4,739.6	4,901.65	5,204.57	5,575.29	6,059.44	净利率	2.38%	1.99%	2.88%	3.21%	3.90%
负债和股东权益总	13048.1	13407.11	13748.8	15368.6	15932.4	ROE	5.47%	5.00%	7.35%	8.37%	10.01%
						ROIC	5.67%	2.85%	5.44%	6.79%	7.08%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	资产负债率	56.96%	54.96%	56.08%	58.29%	56.73%
净利润	257.45	223.76	313.63	395.48	532.43	流动比率	1.69	1.49	1.33	1.30	1.17
折旧摊销	415.95	439.91	349.42	395.42	441.42	速动比率	1.21	1.05	0.98	0.94	0.87
财务费用	28.51	132.25	53.83	69.61	76.14	营运能力					
存货减少	-402.00	378.04	70.36	-379.97	156.43	应收账款周转率	3.11	2.70	2.86	2.69	2.91
营运资金变动	-27.01	-525.72	602.19	-729.13	547.19	存货周转率	4.42	5.88	6.64	5.87	6.78
其它	-80.75	37.46	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.86	0.91	0.92	0.91	0.94
经营活动现金流	192.15	685.69	1,389.43	-248.61	1,753.61	每股指标(元)					
资本支出	679.13	637.62	800.00	900.00	900.00	每股收益	0.32	0.30	0.47	0.58	0.75
长期投资	45.00	1,709.10	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	0.24	0.85	1.73	-0.31	2.18
其他	290.75	1,379.13	52.10	52.10	52.10	每股净资产	5.82	6.02	6.42	6.90	7.53
投资活动现金流	-433.38	-967.59	-747.90	-847.90	-847.90	估值比率					
债权融资	562.41	-558.42	-215.01	1,369.86	-624.50	市盈率	48.84	51.59	32.97	26.94	20.63
股权融资	1,498.6	4.00	0.00	0.00	0.00	市净率	2.67	2.58	2.42	2.25	2.07
其他	-112.56	-111.21	-116.63	-146.46	-176.52	EV/EBITDA	18.77	18.23	16.83	15.51	12.23
筹资活动现金流	1,948.4	-665.63	-331.63	1,223.40	-801.02	EV/EBIT	40.72	41.69	28.98	25.80	19.30
现金净增加额	1,692.0	-921.07	959.02	1,268.91	1,395.80						

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064

