

# 时代新材 (600458)

证券研究报告  
2023年05月10日

## 风电业务快速发展，时代新材迎来“新”时代

### 央企改革，股权激励提质增效可期

公司为中国中车旗下的高分子材料产业平台，目前以复合材料为核心，开拓轨道交通、汽车、风力发电、特种装备等领域减振降噪工程化应用和高分子新材料等领域。中车提出以轨道交通装备为核心，风电装备、新能源商用车、新材料等为重要业务发展极的业务结构，公司均有涉及，同时推出股权激励，焕发经营活力下提质增效可期。

### 减振（震）为传统业务，出海/拓宽应用寻求新机

轨交减振为公司传统主业，目前全球轨道交通弹性元件产品规模第一；随国内铁路网络的覆盖，市场趋于平稳，因此公司逐步拓展海外市场（22FY新签订单增速30%以上）。

此外，公司组织架构调整，拆分出工业工程事业部，聚焦资源拓展新应用领域，主要包括桥梁建筑减隔振（震）、线路减振和风电减振等。22年营收规模实现12%的增长，城轨减振业务22年总订单同比增长46%，未来随着风电、建筑减震的发展，工业工程业务规模有望稳步提升。

### 风电叶片行业第二，新材降本路径清晰

22年国内风电装机规模较小，据见智，23年装机预计有望达到70-80GW，增速较高。中长期看，海风发展将快速增长，对应叶片大型化趋势明显。

公司为风电叶片第二大厂商，客户主要有中车株洲所（未来有望直接受益于中车对风电的需求）、远景能源、运达、明阳风电等。核心降本问题上，公司为唯一能批量生产聚氨酯树脂叶片的企业，依托新材料业务产品降本有望优于行业。从经营数据上看，风电业务毛利率已逐步向头部企业靠拢（22年仅低2.6pct）。23Q1公司风电叶片产值3.29GW，yoy+68%，结合行业景气度我们看好全年销量实现较高增长。

### 汽车板块有望困境反转，新材料产品孵化初显成效

汽车方面，推进组织结构优化的同时公司积极推进博戈进入亚太地区，拓展新能源业务，过去三年受疫情及俄乌冲突影响，汽车业务处于亏损状态，随着组织结构优化以及亚太地区业务的拓展，后续盈利能力有望提升。新材料22年营收增速超40%，芳纶、聚氨酯、有机硅等产品应用效果初显，该板块毛利率水平较高，产品起量后利润贡献度有望快速提升。

**投资建议：**公司为中国中车子公司，股权激励下提质增效动能充足，我们预计公司23-25年归母净利润分别为5.1、7.1和9亿元。参考可比公司，我们认为23年25倍PE估值较为合理，目标价16元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**风电装机不及预期、原材料价格波动风险、国际化经营管理风险、行业竞争风险、供应链风险，测算具有主观性。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	14,050.62	15,034.88	18,193.82	19,868.16	21,337.94
增长率(%)	(6.83)	7.01	21.01	9.20	7.40
EBITDA(百万元)	1,378.80	1,329.23	1,067.46	1,328.72	1,639.21
归属母公司净利润(百万元)	181.44	356.55	510.51	707.50	904.46
增长率(%)	(44.44)	96.51	43.18	38.59	27.84
EPS(元/股)	0.23	0.44	0.64	0.88	1.13
市盈率(P/E)	46.99	23.91	16.70	12.05	9.43
市净率(P/B)	1.76	1.54	1.50	1.37	1.24
市销率(P/S)	0.61	0.57	0.47	0.43	0.40
EV/EBITDA	6.66	4.86	5.49	4.60	2.39

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	电力设备/风电设备
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	10.62元
目标价格	16元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	802.80
流通A股股本(百万股)	802.80
A股总市值(百万元)	8,525.72
流通A股市值(百万元)	8,525.72
每股净资产(元)	7.04
资产负债率(%)	63.15
一年内最高/最低(元)	13.44/8.05

### 作者

**鲍荣富** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520120003  
baorongfu@tfzq.com

**孙潇雅** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110520080009  
sunxiaoya@tfzq.com

**唐婕** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519070001  
tjie@tfzq.com

**熊可为** 联系人  
xiongkewei@tfzq.com

### 股价走势

资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 材料为基，打造平台型公司	4
1.1. 中国中车子公司，材料工程化应用效果显著	4
1.2. 中国中车为实控人，央企价值实现可期	5
2. 减振与减震：轨道交通为传统主业，逐步扩展业务范围	7
2.1. 轨交减振行业“领跑者”，公司“压舱石”业务	7
2.2. 成立工业工程事业部，拓展应用	8
3. 风电业务发展迅速，与龙头差距不断缩小	9
3.1. 装机景气度有望回升，大叶片为趋势	9
3.2. 盈利能力不断提升，成本优势显著	10
4. 汽车：重组优化推进，有望困境反转	12
5. 新材料：孵化产品进入收获期，打造未来增长极	12
6. 盈利预测及估值	13
7. 风险提示	15

## 图表目录

图 1：时代新材发展历程	4
图 2：公司五大事业部 2022 年经营数据	5
图 3：公司股权结构（数据截至 2023 年 5 月 6 日）	5
图 4：全国铁路固定资产投资及增速	7
图 5：全球轨交装备市场规模	7
图 6：轨交业务营收及增速	7
图 7：轨交业务毛利率&净利率	7
图 8：工业工程减隔振（震）	8
图 9：全球风电装机及预期	9
图 10：风电叶片产能中国占比超 60%	9
图 11：风电叶片成本构成	9
图 12：我国新增电机组平均容量	10
图 13：2022 年时代新材出货量	10
图 14：2022 年中材科技出货量	10
图 15：时代新材风电业务营收及增速	11
图 16：时代新材风电业务毛利率及净利率	11
图 17：中材科技风电业务营收及增速	11
图 18：风电业务逐步缩小与中材科技的毛利率	11
图 19：汽车业务营收规模及增速	12
图 20：汽车业务毛利率及净利率	12

图 21：新材料产品系列.....	13
表 1：股权激励中对部分指标的考核情况 .....	6
表 2：分部预测表.....	14
表 3：费用率预测.....	14
表 4：可比公司估值.....	15

## 1. 材料为基，打造平台型公司

### 1.1. 中国中车子公司，材料工程化应用效果显著

公司成立于 1994 年，以高分子材料研究及工程化应用为发展方向，致力于轨道交通、风力发电、汽车、先进高分子材料等产业领域系列产品的研制、生产与销售。2006 年，公司进军风电领域，2007 年公司进入汽车领域，2014 年并购德国博戈（产品延伸至橡胶与塑料业务）。主业方面，公司于 2011 年并购代尔克，作为公司全面进入海外市场的桥头堡。

公司目前全球轨道交通弹性元件产品规模第一，在线路减振、桥梁与建筑减隔震等领域均处于行业前列；在风力发电领域是风电叶片规模位居国内第二和国内拥有最强自主研发能力的叶片制造商之一，是全球少数具备聚氨酯叶片批量制造能力的企业；风电风机弹性减振产品销售规模和市场占有率位居国内第一；在全球汽车减振细分领域规模排名第三。

图 1：时代新材发展历程

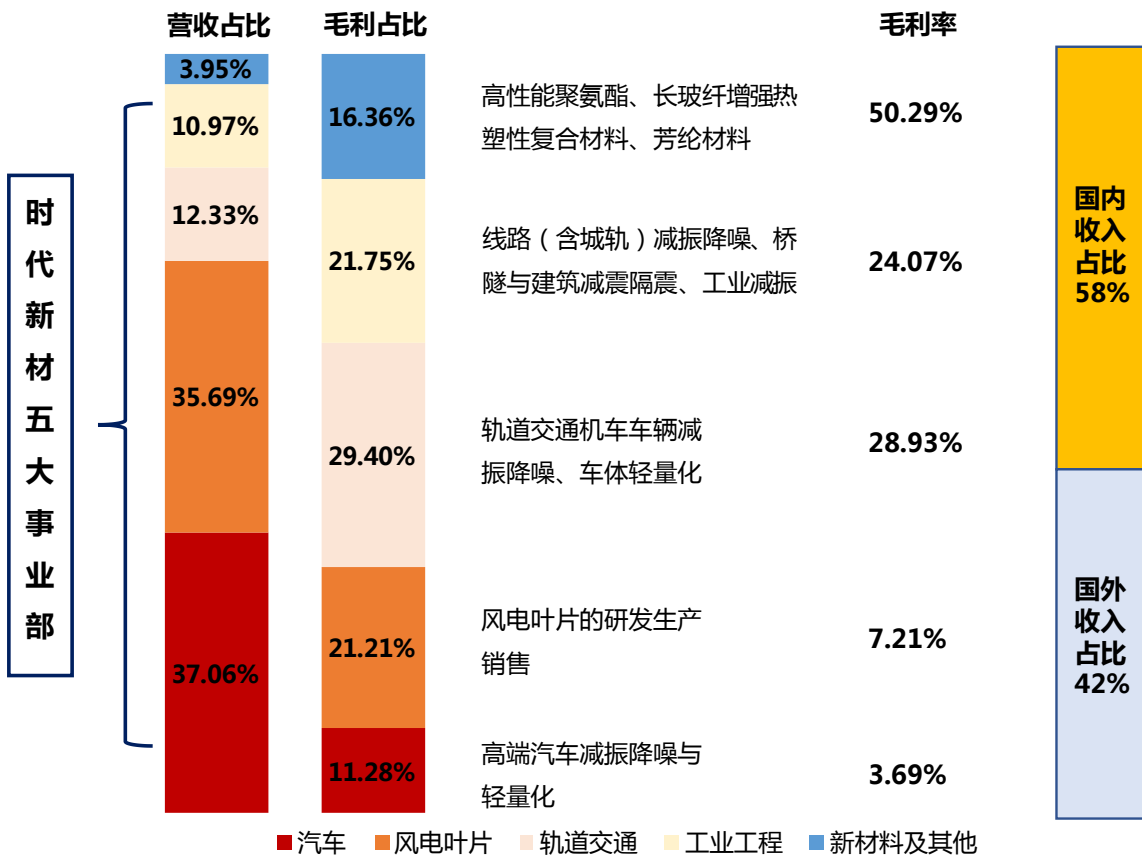


资料来源：公司官网，天风证券研究所

**公司组织架构不断细化，多元化产业协同发展。**轨道交通产业主要从事轨道交通机车车辆减振降噪、车体轻量化系列产品的研发、生产与销售；工业与工程产业主要从事线路（含城轨）减振降噪、桥隧与建筑减震隔震、工业减振产品的研发、制造与销售；风电产业主要从事风电叶片的设计、生产、销售及运维业务；汽车产业主要从事高端汽车减振降噪与轻量化产品的研发、生产、销售；高分子新材料产业主要从事高性能聚氨酯、长玻纤增强热塑性复合材料、芳纶材料、先进纸基材料、有机硅、PAI 聚酰胺酰亚胺等新材料业务的研究与工程化应用。

从经营数据看，2022 年汽车及风电叶片营收贡献均超 35%，为营收贡献两大主力；而毛利主要由公司传统减震业务贡献，即轨道交通和工业工程业务，占比共计超 50%。此外，新材料营收规模占比虽较低，但盈利能力较强，主要系公司的芳纶系列产品在轨道交通、新能源电机等领域取得突破。公司积极拓展海外业务，轨交方面完善全球布局，风电方面坚持“双海战略”，22FY 海外业务营收占比达到 42%。

图 2：公司五大事业部 2022 年经营数据



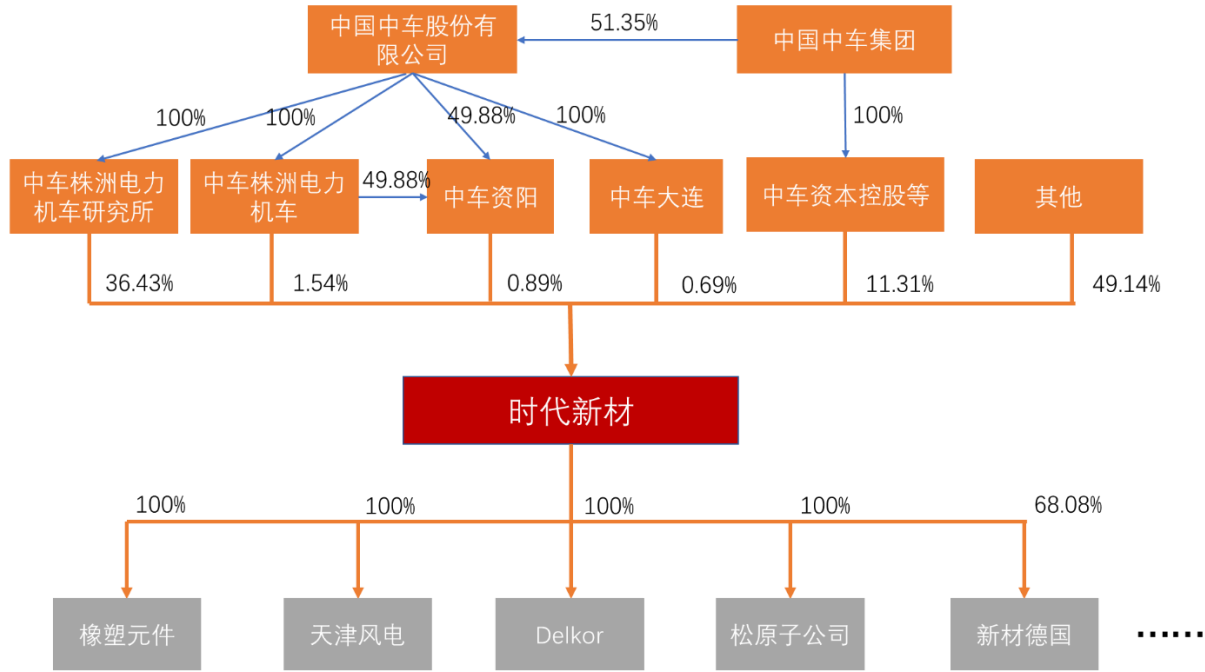
资料来源：iFind，公司公告，天风证券研究所

### 1.2. 中国中车为实控人，央企价值实现可期

中国中车集团为公司实控人。截至 2023 年 3 月 31 日，中国中车股份有限公司间接持有时代新材 39.5%，其中第一大股东为中车株洲电力机车研究所，持股占比 36.43%。

战略层面看，“中特估”背景下，提质增效空间广阔。国资委年初提出央企发展“一增一稳四提升”总体目标，同时两会政府工作报告中提出深化国资国企改革，提高国企核心竞争力等内容。与传统的估值体系不同，中特估体系减少了对企业盈利能力本身的关注，而是更注重盈利能力、经营效率的改善问题。中车提出“一核三极多点”业务结构——以轨道交通装备为核心，风电装备、新能源商用车、新材料等为重要业务发展极，时代新材作为中车子公司，“一核三极多点”业务均有涉及，我们认为公司经营活力有望激发。

图 3：公司股权结构（数据截至 2023 年 5 月 6 日）



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

**新材股权激励方案落地，业绩释放可期。**公司4月公布股权激励方案，涉及209位包括公司高管、核心管理层及技术人员。从考核指标上看，23-25年的股权激励营收目标分别为172、190、210.5亿元，yoy+14.4%、10.6%、10.6%。

表 1: 股权激励中对部分指标的考核情况

	2021	2022	2023	2024	2025
营收（百万元）	14050.62	15034.88	17199.66	19029.7	21054.46
yoy		7.0%	14.4%	10.6%	10.6%
ROE			4.7%	5.3%	5.6%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

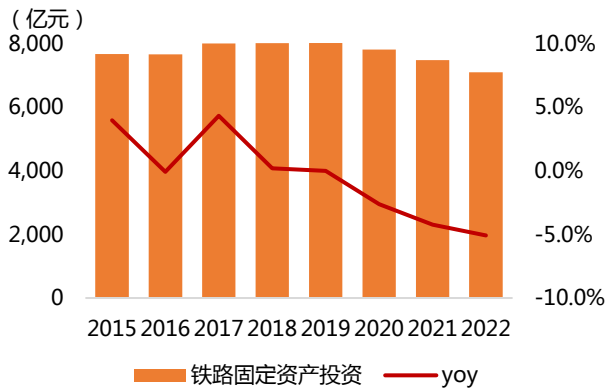
## 2. 减振与减震：轨道交通为传统主业，逐步扩展业务范围

### 2.1. 轨交减振行业“领跑者”，公司“压舱石”业务

公司在全球轨交车辆减振弹性元件产品领域规模全球第一，目前国内轨交行业步入高位平稳期，业务范围积极向海外市场拓展。

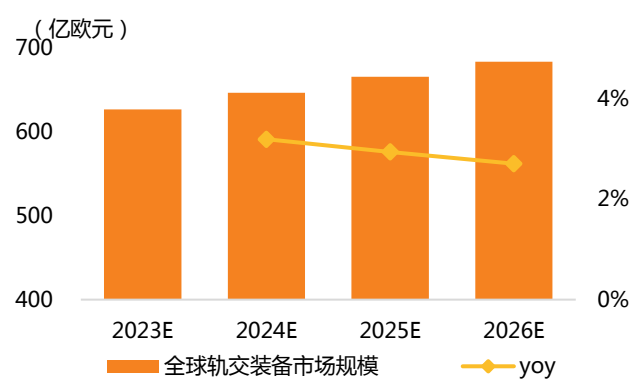
行业层面看，国内铁路固定资产投资 2019 年起逐年递减，随着轨道交通网络的进一步覆盖，长期国内轨交减振规模中枢预计将下移，轮对高级修市场及更新市场不断扩大。而从全球轨交装备市场看，根据前瞻经济学人预测数据，2023-2026 年仍有 2-4% 的增速。

图 4：全国铁路固定资产投资及增速



资料来源：iFind，天风证券研究所

图 5：全球轨交装备市场规模

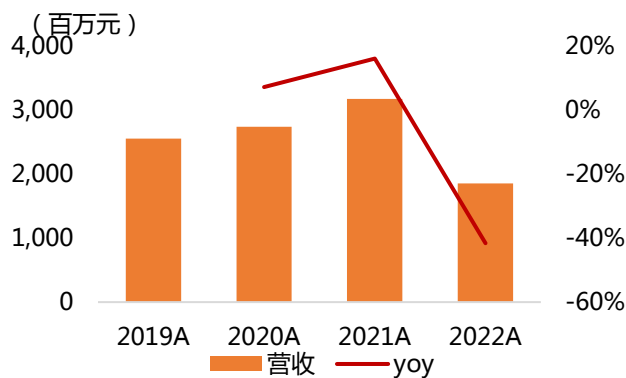


资料来源：前瞻经济学人，天风证券研究所

经营数据上看，2022 年轨交业务销售收入 18.5 亿元，yoy+9.11%（还原口径），主要得益于海外市场收入的增长。具体看，海外市场销售收入、新签订单增幅均超过 30%，全球轨道交通车辆减振市场份额从 19% 提升至 23%；独联体、西欧、东欧等新区域市场实现里程碑式突破，新增订单较同期增长超 300%；海外线路基建市场新签订单增幅超 112%。同时公司在海外市场全力拓展总包业务，于南美及亚太市场斩获多个重点项目，总包业务或将成为海外市场重要增长极。

国内市场方面，承接多层薄壁节点及动车组关键部件国产化等多项卡脖子项目；车体新材料市场取得多个客户的供货资质，订单首次突破亿元；维保检修市场新增西安动车段空簧检修合作项目，属地化检修收入首次突破亿元。

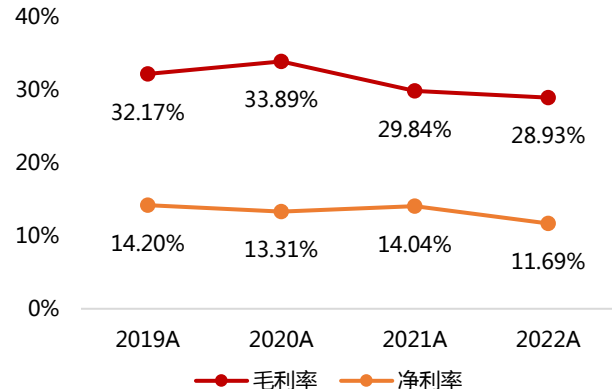
图 6：轨交业务营收及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：2022 年增速为负主要原因在于拆出了工业与工程事业部

图 7：轨交业务毛利率&净利率



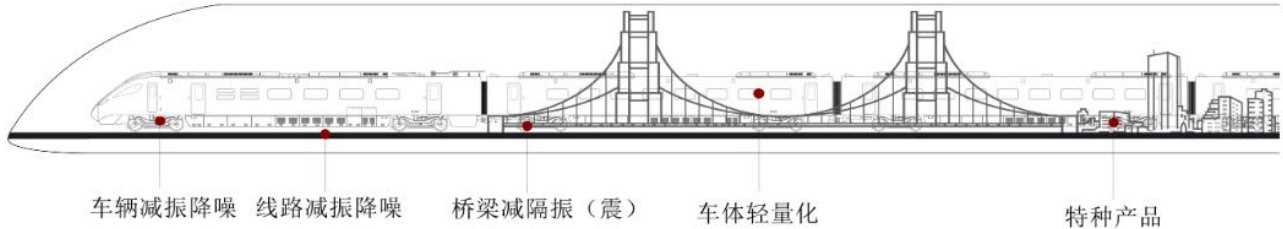
资料来源：公司公告，天风证券研究所



## 2.2. 成立工业工程事业部，拓展应用

公司于 2022 年新成立工业与工程事业部，强化顶层设计，聚焦资源提升轨道交通车辆以外的线路减振、工程减隔震、设备减振等领域的开拓力度以及核心技术能力。公司目前已经为五大扣件集成商、三大桥梁厂以及中铁、中交、中建各大施工单位的主要供应商，建筑减隔震方面也有望受益于行业政策推动实现较快增长。

图 8：工业工程减隔振（震）



资料来源：时代新材官网，天风证券研究所

22 年工业工程事业部完成销售收入 16.49 亿元，yoy+11.71%，实现新事业部的良好开局。

- 1) 桥建减隔振（震）市场：公司是国内桥梁支座产品最大供应商之一，除桥梁及建筑市场外，橡胶隔震支座产品亦可应用于 LNG 储罐，2021 年公司已与中国寰球签订为期三年的采购框架协议，且与中国石化等行业大客户的合作关系逐步夯实。
- 2) 线路减振：城轨减振业务 22 年总订单同比增长 46%。
- 3) 风电减振及联轴器：完成了 5.XMW/6.XMW/7.XMW 平台联轴器开发，完成风电减振生产线整体产能建设，可实现年产联轴器 >7000 套、弹性支撑 >20 万套。客户方面，2022 年风电联轴器开发了海装、明阳、许继、华仪、远景等 5 家新客户，实现了东气、海装、明阳、远景联轴器零的突破。产能从原来的月产量 50 台，到 22 年底的月产量近 400 台。

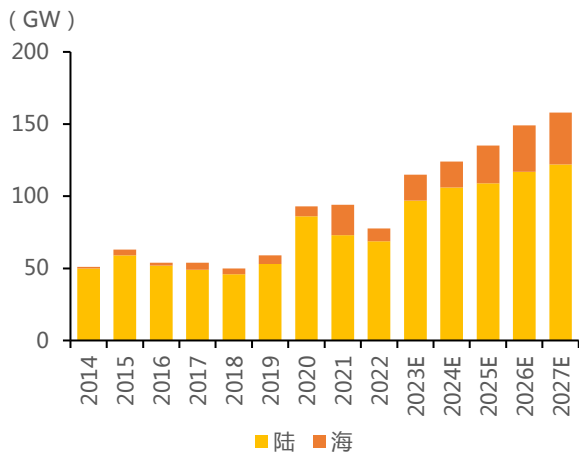


### 3. 风电业务发展迅速，与龙头差距不断缩小

#### 3.1. 装机景气度有望回升，大叶片为趋势

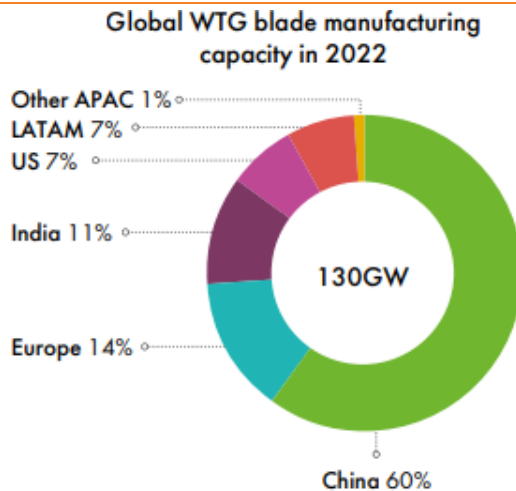
根据 GWEC，2022 年全球新增风电装机 77.6GW，yoy-17%，其中我国 37.6GW，yoy-21%；预计到 2024 年，全球陆上风电新增装机将首次突破 100GW；到 2025 年，全球海上风电新增装机也将再创新高，达到 26GW，而海上风电已下线的叶片普遍比陆上更长。国内看，风电有望快速起量，2022 的招标量超过 100GW，预计 2023 年能实现 80GW 风电装机。

图 9：全球风电装机及预期



资料来源：GWEC，天风证券研究所

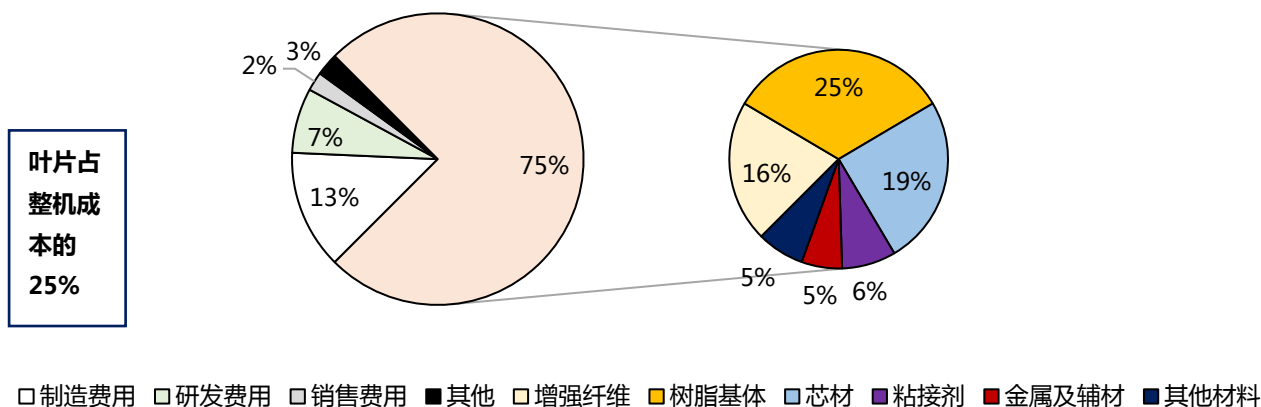
图 10：风电叶片产能中国占比超 60%



资料来源：GWEC，天风证券研究所

具体到风电叶片，叶片为风电产业链上游，2022 年国内风电叶片产能占全球 60%。在国内市场，龙头企业以中材科技、时代新材为龙头企业。成本端看，叶片占整机的成本较高（25%左右），上游原材料主要为芯材（巴沙木，PET、PVC 等为原材料）、环氧树脂、玻纤，2023 年大宗大幅上涨的概率仍比较低，在风电装机放量背景下，成本端对叶片的压力并不大，预计行业整体毛利较 2022 年将有所改善。诚然，在风电主机大型化降本趋势下，各零部件降本仍在持续，过去 15 年，风电叶片降本居功至伟（降幅 50%），而率先实现大型化的风电叶片企业也将取得阶段性的产品溢价。

图 11：风电叶片成本构成

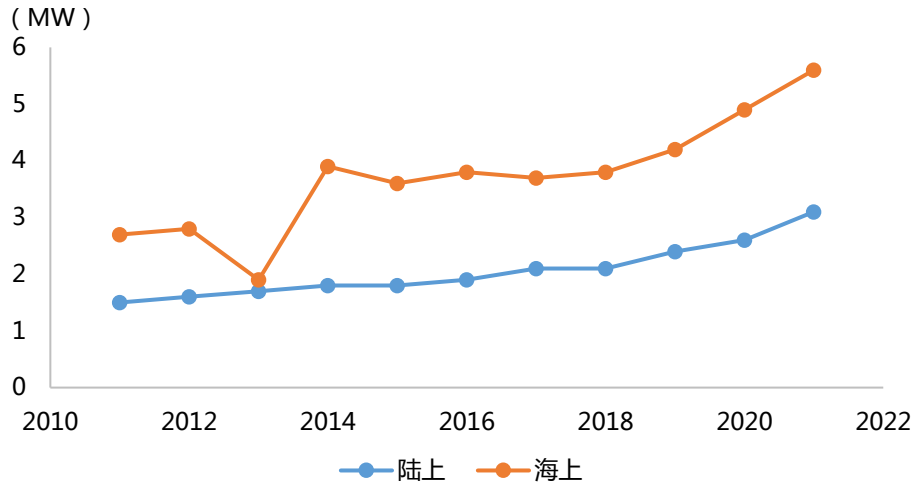


资料来源：李成良等《复合材料在大型风电叶片上的应用与发展》，天风证券研究所

**风电叶片大型化趋势显著。**根据 GWEA，2021 年，中国新增装机的风电机组平均单机容量为 3514kW，同比增长 31.7%，其中，陆上风电机组平均单机容量为 3114kW，同比增长 20.7%，海上风电机组平均单机容量为 5563kW，同比增长 13.9%。

相应的，2021 年平均风轮直径增长到 151 米，较 2020 年增长了 15 米，2021 年大于 150 米的风轮直径风机占比显著增长，150 米及以上风轮直径占比从 2020 年的 12% 快速增长到了 66.1%。截至 2021 年底，海上风电机组风轮直径最大可达 186 米，陆上风电机组风轮直径最大为 175 米。

图 12：我国新增电机组平均容量



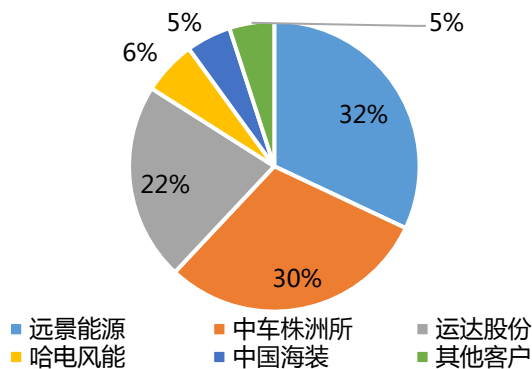
资料来源：CWEA，天风证券研究所

### 3.2. 盈利能力不断提升，成本优势显著

**22 年公司出货位居行业第二。**2022 年，中国风电叶片年出货量 14851 套，其中，中材科技近 3200 套的出货量稳居榜首，时代新材出货量超 2000 套，位居第二；第二梯队的明阳叶片、艾郎风电、中复联众、三一叶片出货量均超 1000 套。

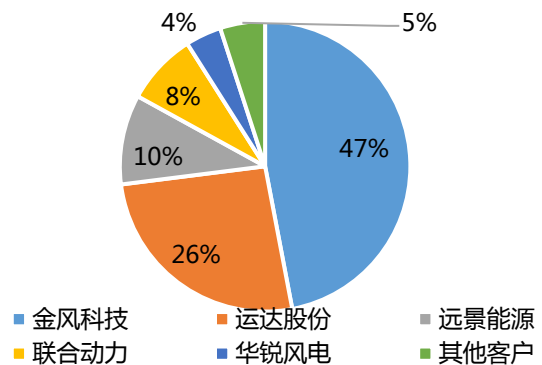
公司于 2006 年进军风电行业，设立风电产品事业部，专注于风电叶片的研发、生产、销售及运维服务。在湖南、天津、江苏、内蒙古、吉林、黑龙江建有七大叶片生产基地，年产能超过 4000 套，适合海上、海外供货。客户方面，公司形成国内以远景能源、中车风电等为主（22 年占时代新材出货比重均 ≥ 30%），海外以 Vestas、Nordex 等为主的客户结构，大力开发东方电气、海装风电等新客户，成功突破头部客户明阳风电。

图 13：2022 年时代新材出货量



资料来源：风电观察公众号，天风证券研究所

图 14：2022 年中材科技出货量

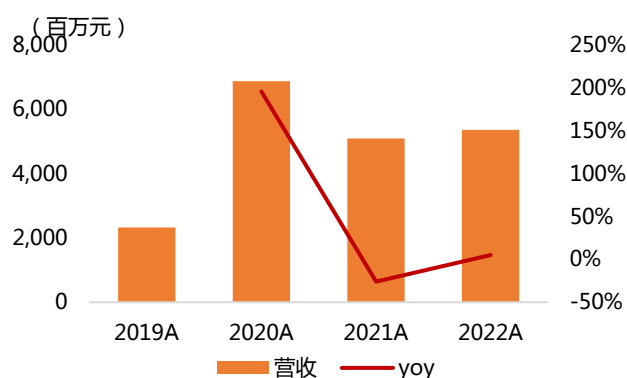


资料来源：风电观察公众号，天风证券研究所

从经营数据上看，22 年在国内整个风电装机下滑情况下，公司风电叶片营收仍保持 5.3% 的增速；盈利角度看，随着 21 年风电平价之后，毛利率和净利率虽均呈下滑趋势，但公司与中材科技的毛利率差距逐步缩小。我们认为原因主要有以下两点：

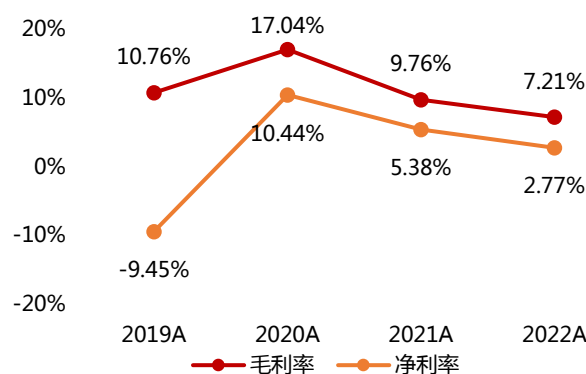
- 1) **新材料有望成为未来降本利器。**公司持续加强 PET、聚氨酯、拉挤材料在叶片上的研究和应用，实现材料替代降本，22 年 11 月，公司开创聚氨酯树脂叶片批量化生产先河（正常使用环氧树脂）。
- 2) **产品大型化趋势：**23 年 3 月公司首套 111.5 米级海上风电叶片在射阳工厂顺利发货；2022 年公司出货平均单套功率达 4.56MW/套（中材科技 4.5MW/套），为行业领先水平。

图 15：时代新材风电业务营收及增速



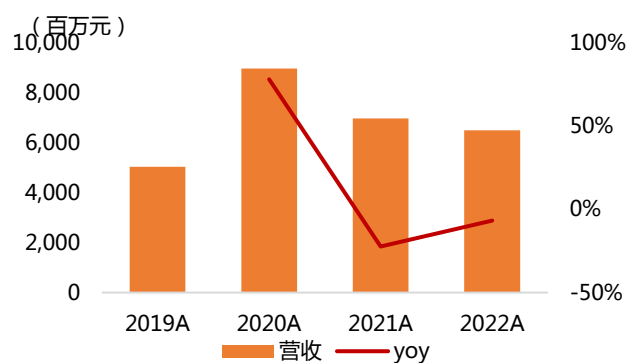
资料来源：时代新材年报，天风证券研究所

图 16：时代新材风电业务毛利率及净利率



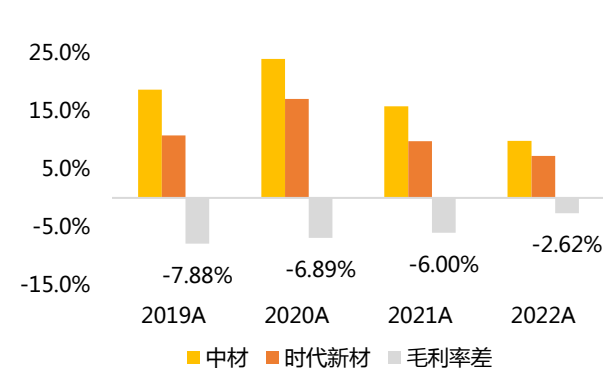
资料来源：时代新材年报，天风证券研究所

图 17：中材科技风电业务营收及增速



资料来源：中材科技年报，天风证券研究所

图 18：风电业务逐步缩小与中材科技的毛利率



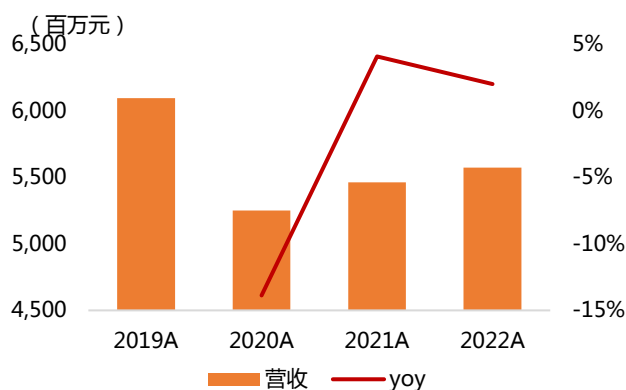
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

## 4. 汽车：重组优化推进，有望困境反转

汽车板块主要由子公司新材德国（博戈）主推发展。博戈是全球汽车减振和轻量化零部件第三大供应商，新材 2014 年收购了博戈旗下橡胶与塑料业务，目前在全球汽车减振细分领域规模排名第三。公司在汽车市场紧跟全球行业发展趋势，主要客户均为汽车行业中高端一线品牌，一方面与大众、奥迪、奔驰、宝马、一汽、福特、通用、特斯拉等形成了紧密的战略合作关系，另一方面，为了实现战略性新市场布局，公司聚焦新能源汽车头部企业，积极布局打造新的市场增长点。

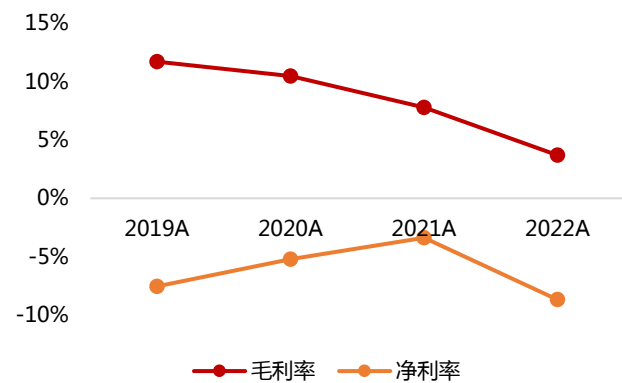
从经营数据看，受疫情、俄乌冲突的持续影响，公司近三年的毛利率有所下滑，营收规模也较 19 年有所下降；同时由于市场疲软，固定资产及并购带来的商誉 19 年以来陆续进行减值处理，后续有望轻装上阵。

图 19：汽车业务营收规模及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：汽车业务毛利率及净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**优化措施持续推进，汽车业务盈利能力提升可期。**22FY 新材德国（博戈）除了在传统汽车零部件行业拥有独立自主的研发能力并斩获多个关键的批量订单，同时加快了向绿色新能源汽车行业发展的战略转型，收获了高端新能源汽车企业的多个项目订单，有利于其未来经营的稳定性和可持续性。同时公司计划落实“重组优化”，在推进德国地区重组工作的基础上，仍要大力发展亚洲市场，加速亚太地区的产能建设。

## 5. 新材料：孵化产品进入收获期，打造未来增长极

公司 2022 年创立新材料事业部，建立高分子新材料产业孵化平台，未来目标是通过在新材料市场的突破，实现进口替代、加快高端产品的研发效率，拓展海外市场和新能源市场，打造新的利润增长点。

公司高分子新材料分为 6 大系列，主要包括聚氨酯、间位芳纶纤维、纸基材料、液态聚酰亚胺材料、聚酰胺酰亚胺材料及有机硅系列。公司将通过自投、合作投资或置入既有产业平台等方式，加快培育正在发展中的新产业，如有机硅制品和高性能聚氨酯制品等，加快量产论证和建设，推进新材料在轨道交通、新能源汽车、风力发电、储能、5G 通讯等领域的工程化应用和市场推广。

图 21：新材料产品系列

产品系列	细分产品	20FY	21FY	22FY
聚氨酯	低地板车用聚氨酯止档、机车牵引装置用弹性圈、聚氨酯实心车轮、汽车缓冲块	产品逐渐丰富，汽车NVH实现批量供货	实心车轮等完成装车考核，缓冲块批量生产稳定	完成高性能聚氨酯实验室提质改造
间位芳纶纤维	间位芳纶沉析纤维、短切纤维、长丝	A766批量供货	沉析纤维批量供货，芳纶产品小批量用于轨交	系列产品在轨交、新能源电机领域取得突破
纸基材料系列	芳纶绝缘纸、电解电容隔膜纸、芳纶蜂窝纸	电容隔膜在高端手机批量应用	多款电容隔膜提速研发	
液态聚酰亚胺	透明聚酰亚胺浆料、高耐热聚酰亚胺浆料、芯片封装用聚酰亚胺			
聚酰胺酰亚胺	PAI板棒材、PAI特种工程塑料		PAI成型加工解决，有望打破全球垄断	
有机硅	导热、泡沫座椅垫、减振垫等	发泡产品在轨交领域进口替代，小批量生产能力	开发新产品系列，如航空坐垫椅、导热垫	取得市场突破

资料来源：公司历年年报，公司官网，天风证券研究所

**公司掌握芳纶产品先进技术，持续推进国产替代进程。**公司拥有国际先进的芳纶纸基生产线以及高性能芳纶材料产业平台，掌握全球先进的芳纶纸基材料湿法成型、高温热压等核心技术，产品技术水平达到国际领先水平，生产的芳纶纤维性能可以满足国内高端装备领域的应用需求。拥有年产量达到 3000 吨以上的芳纶纸生产线，生产效率与自动化程度也是目前世界最高水平。目前，公司正在持续推进芳纶系列产品的国产替代工作，并在轨道交通、新能源电机等领域取得了突破，芳纶产品销售结构不断优化，高附加值产品占比持续提升。2022 年，新材料板块实现营收增速 40.6%，后续随着产品应用的拓展，板块有望保持较高增速。

## 6. 盈利预测及估值

1) 风电叶片：公司作为风电叶片全国第二供应商，同时客户拓展顺利，跟随风电景气度发展。考虑到去年风电装机低基数，我们预计 2023-2025 年公司风电板块营收分别为 81 亿元、93.2 亿元和 104.3 亿元，保持较快增长；同时毛利率有望逐步回暖，25 年预计达到 12%。

2) 轨交业务：轨交板块是公司业绩的“压舱石”，国内市场逐步稳定情况下公司拓展海外业务，我们预计 2023-2025 年，营收略有增长，毛利率维持在 29%左右。

3) 工业工程：新事业部拓展风电减振，桥建减隔振（震）等业务，景气度比轨交板块更高，我们预计 2023-2025 年，营收增速快于轨交板块，毛利率维持在 24%-25%之间。

4) 汽车：公司加大传统产品的市场开拓外积极推进新能源汽车产品，汽车行业恢复增长，新能源汽车产销持续高速增长，我们预计 2023-2025 年板块营收分别为 57、59 和 61 亿元，维持稳定增长。过去三年受疫情及俄乌冲突影响，汽车业务处于亏损状态，随着组织结构优化以及亚太地区业务的拓展，后续盈利能力有望提升。

5) 新材料：公司新材料产品孵化多年，近 2 年逐步开始突破，主要产品芳纶国产替代持续推进。我们预计 2023-2025 年，新材料营收分别为 6.8、7.9 和 9 亿元，维持较高增速，毛利率维持 40%左右。

表 2: 分部预测表

单位: 百万元		2022	2023E	2024E	2025E
总收入	营业收入	15035	18194	19868	21338
	yoy	7%	21%	9%	7%
	毛利率	12.1%	12.9%	13.4%	14.0%
轨交	营业收入	1854	1947	2044	2044
	yoy		5.0%	5.0%	0.0%
	毛利率	28.9%	29.0%	29.0%	29.0%
工业工程	营业收入	1649	1781	1870	1870
	yoy	11.7%	8.0%	8.0%	5.0%
	毛利率	24.1%	24.5%	25.0%	25.0%
风电	营业收入	5367	8100	9315	10433
	yoy	5.3%	50.9%	15.0%	12.0%
	毛利率	7.2%	10.0%	11.0%	12.0%
汽车	营业收入	5572	5683	5854	6088
	yoy	2.0%	2.0%	3.0%	4.0%
	毛利率	3.7%	4.0%	4.5%	5.0%
新材料	营业收入	594	683	786	903
	yoy	40.6%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	50.3%	45.0%	40.0%	40.0%

资料来源: wind, 天风证券研究所预测

5) 费用假设: 我们预计随着公司营收规模增长以及公司的降本增效, 销售、管理及研发费用有望稳步下降。

表 3: 费用率预测

	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	2.3%	2.3%	2.2%	2.1%
管理费用率	3.8%	3.4%	3.2%	3.1%
研发费用率	4.5%	3.8%	3.6%	3.3%
财务费用率	0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%
期间费用率	10.8%	9.5%	9.0%	8.4%

资料来源: wind, 天风证券研究所预测

根据上述假设，我们预计公司 23-25 年归母净利润 5.1/7.1/9 亿元。我们选取风电叶片企业中材科技、汽车零部件企业拓普集团、轨交减振天铁股份、建筑减隔震震安科技、芳纶企业泰和新材作为可比公司，认为 23 年 25 倍为合理估值，目标价 16 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

公司名称	主营业务	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
中材科技	风电叶片、玻 纤等	348.9	20.8	2.09	2.11	2.55	3.08	9.9	9.9	8.2	6.8
拓普集团	汽车零部件	583.1	52.9	1.54	2.13	2.97	3.97	34.4	24.8	17.8	13.3
天铁股份	轨交减振	93.6	8.7	0.38	0.64	0.89	0.90	30.0	15.0	11.4	10.2
震安科技	建筑减隔震	79.4	15.5	0.41	0.89	1.71	2.57	115.0	42.0	22.0	14.0
泰和新材	芳纶等	0.0	16.5	0.64	0.90	1.31	1.55	34.2	23.7	16.2	13.6
平均值								44.7	23.1	15.1	11.6
时代新材	减隔振(震)、 风电叶片、汽 车减振、新材 料等	85.3	10.6	0.44	0.64	0.88	1.13	23.9	16.7	12.1	9.4

资料来源：wind，天风证券研究所

注：除时代新材外其余均为 wind 一致预期，日期截至 2023/05/10

## 7. 风险提示

**风电装机不及预期：**公司风电业务发展较快，若下游装机不及预期将会影响相关业务发展速度。

**原材料价格波动风险：**风电叶片主要原材料芯材、环氧树脂、玻纤等，新材料产品上游也主要为化工产品，若原材料涨价将会影响公司的盈利能力。

**国际化经营管理风险：**公司跨国经营，如汽车业务拥有子公司博戈，对公司管理层的国际化经营管理能力提出了更高的要求。

**行业竞争风险：**公司在五大主营业务领域均面临着来自海内外的行业竞争及成本竞争压力，存在竞争对手高度垄断的局面。

**供应链风险：**受国家环保政策管控、中美贸易冲突、俄乌冲突持续冲突引发的欧洲能源危机等外在市场等因素影响，导致原材料出现不同程度的价格上涨，供应链安全与风险防范需要持续加强关注。

报告具有测算主观性风险，可能会与实际值有所偏差。



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,109.89	1,882.15	2,772.38	2,565.37	4,893.31
应收票据及应收账款	3,362.21	3,919.03	4,975.73	4,958.35	5,710.62
预付账款	75.71	82.08	94.01	104.33	103.49
存货	2,875.66	2,611.52	3,727.76	3,286.70	4,127.84
其他	2,650.41	2,963.56	2,926.27	3,098.08	2,934.16
<b>流动资产合计</b>	<b>11,073.89</b>	<b>11,458.35</b>	<b>14,496.15</b>	<b>14,012.84</b>	<b>17,769.41</b>
长期股权投资	388.74	404.01	404.01	404.01	404.01
固定资产	2,825.45	3,152.85	2,968.16	2,710.88	2,508.57
在建工程	207.41	129.68	131.87	92.75	77.10
无形资产	359.97	391.16	338.81	286.45	234.10
其他	1,291.81	1,548.82	1,277.19	1,223.33	1,223.33
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,073.38</b>	<b>5,626.52</b>	<b>5,120.04</b>	<b>4,717.43</b>	<b>4,447.10</b>
<b>资产总计</b>	<b>16,296.61</b>	<b>17,257.04</b>	<b>19,616.19</b>	<b>18,730.27</b>	<b>22,216.52</b>
短期借款	300.38	701.29	200.00	0.00	200.00
应付票据及应付账款	6,543.45	5,979.80	8,547.74	7,493.50	9,480.24
其他	1,343.74	1,531.11	2,167.18	1,817.03	2,504.03
<b>流动负债合计</b>	<b>8,187.57</b>	<b>8,212.20</b>	<b>10,914.91</b>	<b>9,310.53</b>	<b>12,184.27</b>
长期借款	770.05	942.19	100.00	300.00	200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,097.13	1,631.34	2,100.00	2,100.00	2,100.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,867.18</b>	<b>2,573.53</b>	<b>2,200.00</b>	<b>2,400.00</b>	<b>2,300.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>11,307.91</b>	<b>10,928.49</b>	<b>13,114.91</b>	<b>11,710.53</b>	<b>14,484.27</b>
少数股东权益	148.31	803.34	803.34	803.34	836.66
股本	802.80	802.80	802.80	802.80	802.80
资本公积	3,080.15	3,173.04	3,173.04	3,173.04	3,173.04
留存收益	1,397.99	1,690.32	2,047.67	2,542.92	3,176.04
其他	(440.56)	(140.94)	(325.57)	(302.36)	(256.29)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,988.69</b>	<b>6,328.55</b>	<b>6,501.28</b>	<b>7,019.74</b>	<b>7,732.25</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16,296.61</b>	<b>17,257.04</b>	<b>19,616.19</b>	<b>18,730.27</b>	<b>22,216.52</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	217.88	250.67	510.51	707.50	904.46
折旧摊销	451.78	444.90	434.84	448.76	470.32
财务费用	45.91	(31.49)	22.82	(14.02)	(23.00)
投资损失	(0.15)	(5.78)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(1,091.12)	(2,075.38)	1,745.44	(1,074.23)	1,245.10
其它	632.07	761.59	0.00	0.00	47.60
<b>经营活动现金流</b>	<b>256.37</b>	<b>(655.49)</b>	<b>2,713.61</b>	<b>68.01</b>	<b>2,644.48</b>
资本支出	414.16	1,156.12	(268.66)	100.00	200.00
长期投资	18.37	15.27	0.00	0.00	0.00
其他	(793.30)	(1,299.89)	79.56	(200.00)	(400.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(360.77)</b>	<b>(128.49)</b>	<b>(189.10)</b>	<b>(100.00)</b>	<b>(200.00)</b>
债权融资	62.01	467.95	(1,296.49)	14.02	123.00
股权融资	(84.27)	392.50	(337.78)	(189.04)	(239.55)
其他	(117.31)	(356.16)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(139.57)</b>	<b>504.30</b>	<b>(1,634.27)</b>	<b>(175.02)</b>	<b>(116.55)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(243.97)</b>	<b>(279.68)</b>	<b>890.24</b>	<b>(207.01)</b>	<b>2,327.93</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>14,050.62</b>	<b>15,034.88</b>	<b>18,193.82</b>	<b>19,868.16</b>	<b>21,337.94</b>
营业成本	12,129.23	13,210.37	15,848.22	17,205.60	18,359.98
营业税金及附加	56.00	49.37	72.78	79.47	85.35
销售费用	453.23	350.79	418.46	437.10	448.10
管理费用	522.45	578.48	609.49	635.78	661.48
研发费用	622.10	677.79	682.27	715.25	704.15
财务费用	82.00	14.95	22.82	(14.02)	(23.00)
资产/信用减值损失	(51.77)	(80.34)	(70.00)	(85.00)	(90.00)
公允价值变动收益	(0.94)	0.41	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.15	5.78	0.00	0.00	0.00
其他	30.47	(19.04)	(70.00)	(30.00)	(30.00)
<b>营业利润</b>	<b>207.69</b>	<b>246.33</b>	<b>539.79</b>	<b>753.98</b>	<b>1,041.89</b>
营业外收入	70.35	42.02	50.00	60.00	50.00
营业外支出	3.06	3.72	10.00	10.00	10.00
<b>利润总额</b>	<b>274.98</b>	<b>284.62</b>	<b>579.79</b>	<b>803.98</b>	<b>1,081.89</b>
所得税	57.10	33.95	69.28	96.48	129.83
<b>净利润</b>	<b>217.88</b>	<b>250.67</b>	<b>510.51</b>	<b>707.50</b>	<b>952.06</b>
少数股东损益	36.44	(105.88)	0.00	0.00	47.60
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>181.44</b>	<b>356.55</b>	<b>510.51</b>	<b>707.50</b>	<b>904.46</b>
每股收益(元)	0.23	0.44	0.64	0.88	1.13

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-6.83%	7.01%	21.01%	9.20%	7.40%
营业利润	-43.89%	18.61%	119.14%	39.68%	38.19%
归属于母公司净利润	-44.44%	96.51%	43.18%	38.59%	27.84%
<b>获利能力</b>					
毛利率	13.67%	12.14%	12.89%	13.40%	13.96%
净利率	1.29%	2.37%	2.81%	3.56%	4.24%
ROE	3.75%	6.45%	8.96%	11.38%	13.12%
ROIC	9.78%	7.91%	10.46%	21.50%	23.54%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	69.39%	63.33%	66.86%	62.52%	65.20%
净负债率	-10.41%	3.03%	-30.34%	-25.15%	-51.64%
流动比率	1.33	1.39	1.33	1.51	1.46
速动比率	0.99	1.08	0.99	1.15	1.12
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	4.66	4.13	4.09	4.00	4.00
存货周转率	4.85	5.48	5.74	5.66	5.76
总资产周转率	0.87	0.90	0.99	1.04	1.04
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.23	0.44	0.64	0.88	1.13
每股经营现金流	0.32	-0.82	3.38	0.08	3.29
每股净资产	6.03	6.88	7.10	7.74	8.59
<b>估值比率</b>					
市盈率	46.99	23.91	16.70	12.05	9.43
市净率	1.76	1.54	1.50	1.37	1.24
EV/EBITDA	6.66	4.86	5.49	4.60	2.39
EV/EBIT	9.59	6.90	9.26	6.95	3.36

### 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。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/或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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/或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。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com