

## 时代新材（600458.SH）

## 汽车业务盈利有望改善，风电与轨交推进国际化发展

优于大市

## ◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：王蔚祺  
证券分析师：陈抒扬  
证券分析师：袁阳

010-88005313  
0755-81982965  
0755-22940078

wangweiqi2@guosen.com.cn  
chenshuyang@guosen.com.cn  
yuanyang2@guosen.com.cn

## ◆ 电力设备 · 风电设备

## ◆ 投资评级：优于大市（首次）

执证编码：S0980520080003  
执证编码：S0980523010001  
执证编码：S0980524030002

## 事项：

公司公告：2024年7月3日公司披露国金证券《关于时代新材向特定对象发行股票申请文件审核问询函的回复》公告。公司计划募集资金总额不超过13亿元用于新产能的建设，计划向为包括关联方中车金控在内的不超过35名特定投资者，其中，中车金控拟按照此次融资规模的50.87%，即以现金不超过6.61亿元认购本次发行股份。

## 国信电新观点：

- 公司是隶属于中车集团旗下的轨道交通与重大建筑工程的减振器龙头企业，市场地位稳固。未来通过新建产能和海外市场拓展，积极争取海外新增订单以及维修市场份额，盈利能力稳定，业绩基本盘稳固。
- 公司是国内风电叶片出货量排名第二的企业，当前风电叶片第三方市场格局集中，同时随着叶片大型化发展，下游风机企业也逐渐将高价值量的大型叶片转为外采。海外风机企业也寻求国内优质供应商共同开拓海外市场。
- 公司汽车业务板块依托德国子公司的长期品牌优势和与德系车企客户的紧密合作，不断优化全球产能布局，推进降本增效。未来通过供应链向亚洲地区转移的方式优化成本。加上把握国内新能源车崛起的市场机遇，有望在维持营收规模的同时实现盈利突破。

**投资建议：**预计公司2024-2026年实现营业收入193/209/226亿元，同比增长10%/8%/8%；实现归母净利润5.7/6.7/7.7亿元，同比增长47%/18%/14%。当前股价对应PE分别为14/12/10倍。综合考虑FCFF估值和相对估值，我们认为公司股价合理估值区间为11.3-12.4元，对应2024年动态PE区间为16.4-17.9倍，较公司当前股价有19%-31%的溢价空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

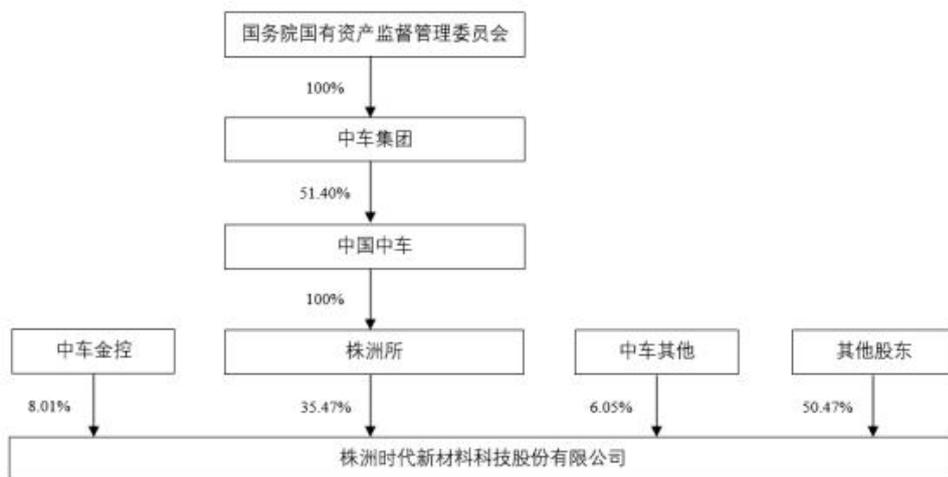
**风险提示：**海外需求不及预期；公司再融资可能摊薄即期收益，行业竞争加剧；国际贸易保护加剧；原材料价格上涨。

## 公司介绍

### ◆ 公司核心业务为轨交与工程减振降噪产品，并发展风电叶片和汽车减振两大营收板块

公司始建于 1984 年，前身为原铁道部株洲电力机车研究所橡胶试验室，现为中国中车股份有限公司（601766.SH）一级子公司，控股股东为中车株洲电力研究所有限公司。

图1：公司股权架构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司以高分子材料研究及工程化应用为技术发展方向，先后从事轨道交通、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。产品品种千余种，并已实现大批量出口和海外经营；在德国、法国、斯洛伐克、墨西哥、澳大利亚、巴西等国家拥有研发和生产基地。

图2：公司股权架构



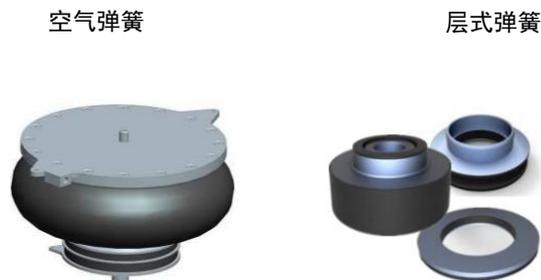
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司业务主要分为四大板块。**第一大板块**为轨道交通领域，分为车辆减振降噪、线路减振降噪和车体轻量化产品 3 个细分方向。公司在系统减振降噪方案设计、高性能高分子材料应用、结构轻量化等方面具备全球领先的技术实力。公司深度参与全球机车车辆减振降噪领域行业标准的制定，是全球首选转向架悬挂系统、线路与桥梁减振构件一站式方案解决者。公司与中车、阿尔斯通，GET (Wabtec 集团)，西门子，西班牙

CAF、Talgo, 韩国 Rotem, 福伊特 (VOITH) 等著名机车厂长期合作, 在轨道交通减振及空簧市场具有较大的竞争优势。以机车空气弹簧为例, 公司在国内份额约 75%, 国外份额约为 30%。

在海外市场公司通过价格优势、快速的交付周期, 优秀的产品设计方案来获取市场订单。2022 年公司空气弹簧产量为 8 万件, 并计划新建年产空气弹簧产能 6 万套, 弹性元件产能 142 万件。

图3: 车辆减振降噪系列



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 车辆减振降噪系列



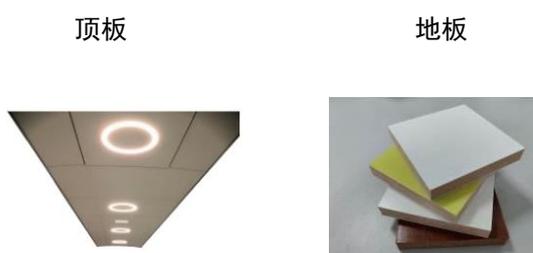
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 线路减振降噪系列



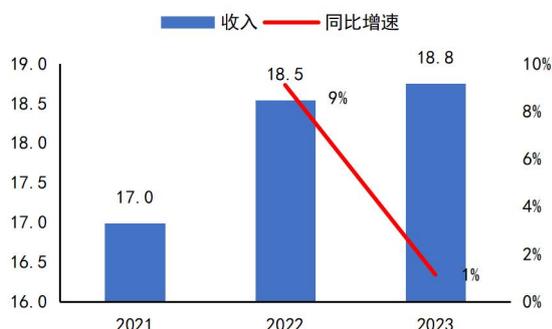
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 车体轻量化系列



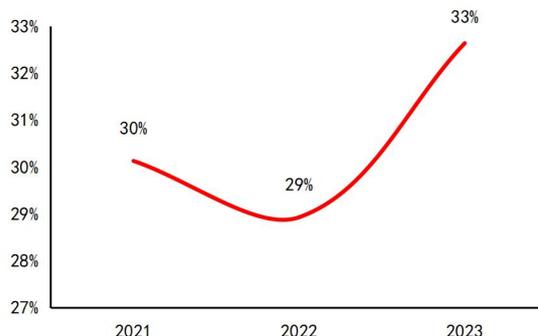
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司轨道交通业务营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

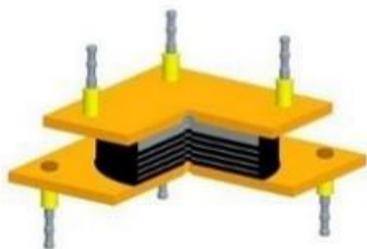
图8: 公司轨道交通业务毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

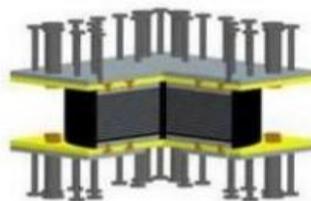
二、工业与工程领域，公司可提供全系列的桥梁隧道减隔振产品，是国内悬挂部件的头部企业、铁路桥梁支座产品核心供应商；是五大扣件集成商、三大桥梁厂以及中铁、中交、中建各大施工单位的主要供应商；产品广泛出口澳大利亚、意大利、俄罗斯、秘鲁、罗马尼亚、韩国和马拉西亚等国家。

图9：桥梁减隔振（震）系列——桥梁支座



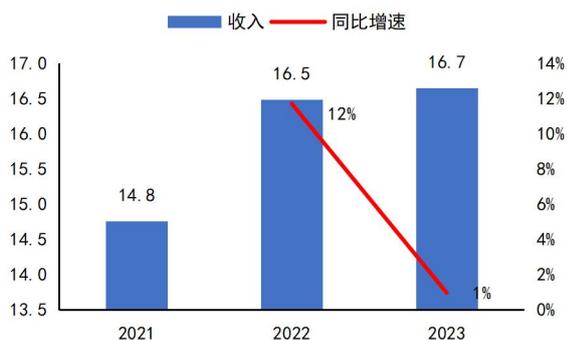
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图10：建筑减震系列——建筑减隔震产品



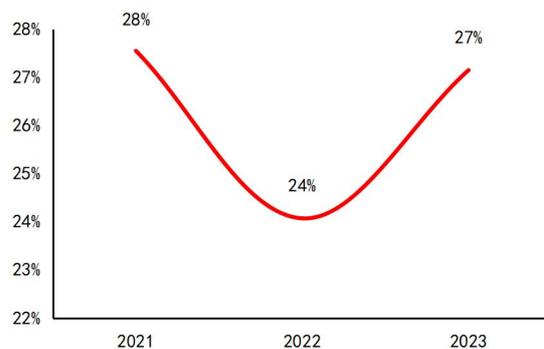
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：公司工业工程营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图12：公司工业工程年业务毛利率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

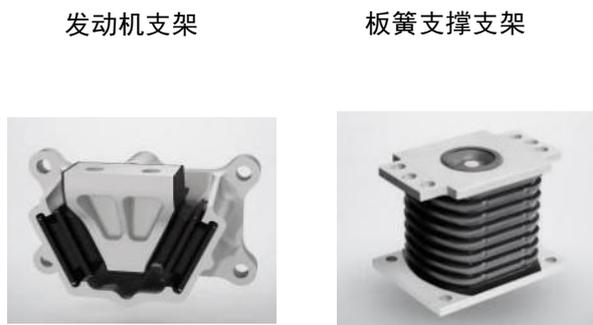
三、在汽车领域，公司主要由旗下子公司新材德国（博戈）主推发展。博戈成立于1931年，总部位于德国，由采埃孚集团下属的BOGE橡胶与塑料业务剥离重组而来，是一家拥有独立自主研发能力的国际汽车零部件供应商，产品主要由液压衬套、副车架衬套、减振支架底盘部件，发动机悬置悬置、主动液压悬置等动力悬置系统和商用车产品，以及稳定连接杆、油罐、脚踏板等塑料件三大类产品。新材德国（博戈）保持着奔驰汽车、宝马汽车、大众汽车等车企密切合作；同时公司把握汽车智能化、电动化的产业契机，获得包括特斯拉、小米汽车、理想汽车、小鹏汽车在内的多家车企产品项目定点。

图13: 乘用车系列



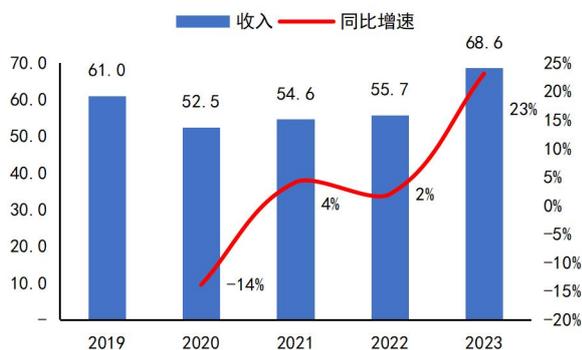
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图14: 商用车系列



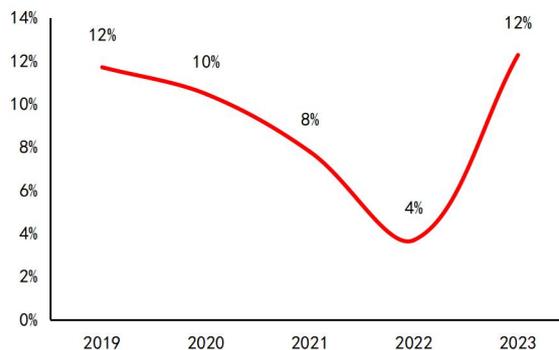
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图15: 公司汽车业务营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图16: 公司汽车业务毛利率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

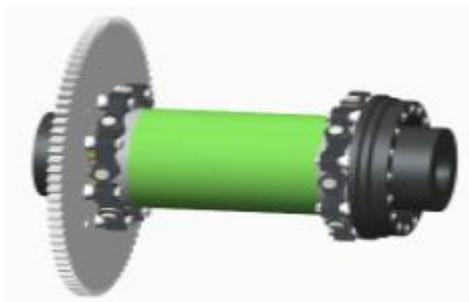
四、在风力发电领域，公司从事风电叶片及配套弹性元件的研发、生产、销售及运维服务，公司现拥有近千亩的专业制造基地，分布在湖南基地群、天津、蒙西和射阳四大基地，形成年产能超过 3,000 套叶片的制造能力，位居全国第二，是我国南方地区最大的风力发电叶片制造商。公司在中国南方风力发电叶片市场的占有率已超过 50%，未来计划扩建射阳基地和蒙西基地，新建黑龙江哈尔滨基地。

图17: 风电叶片



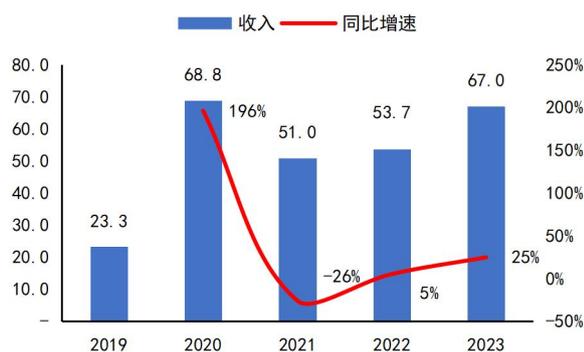
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图18: 风电联轴器



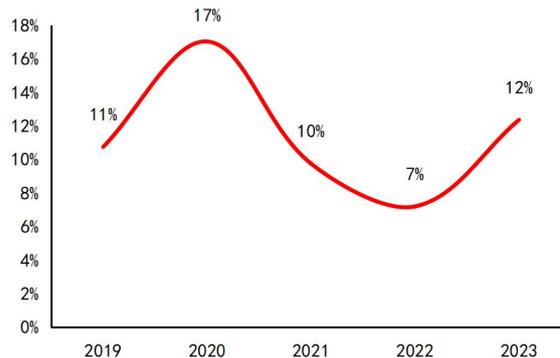
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图19: 公司风电叶片业务营业收入及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20: 公司风电业务毛利率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

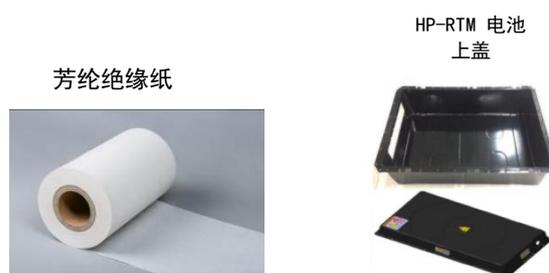
在新兴业务方面，公司以先进工程材料、关键战略材料、前沿新材料为发展重点，研发高性能聚氨酯材料、长玻纤增强热塑性复合材料、有机硅材料、聚酰胺酰亚胺材料、聚酰亚胺材料等一系列高分子材料，率先实现批量应用。代表性产品包括动力电池 PACK 结构封装材料，芳纶绝缘纸产品等。新材料产品在各种电机及发电机的槽绝缘、匝间绝缘、相间绝缘及衬垫绝缘，在电池、线路板、开关等电子电器领域广泛应用。

图21: 高端聚氨酯减振系列



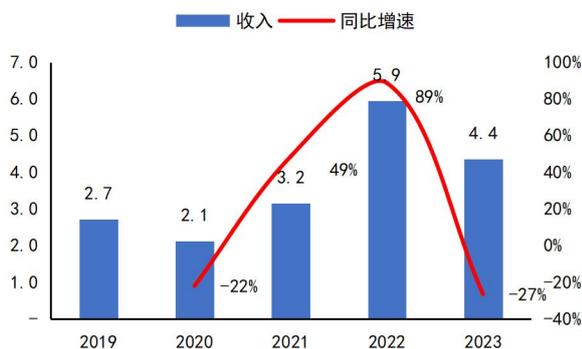
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图22: 结构封装材料与纸基材料系列



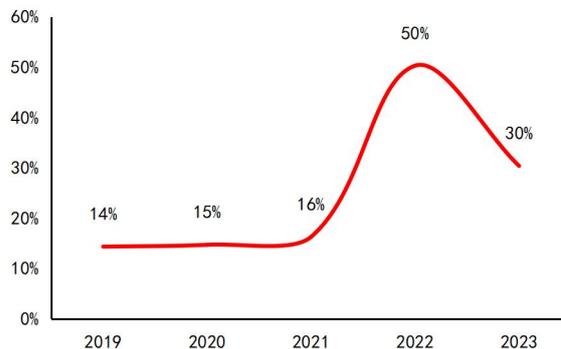
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图23: 公司新材料及其他营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 公司新材料及其他业务毛利率 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

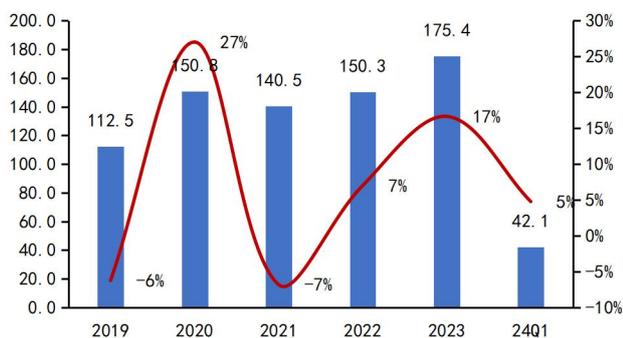
### ◆ 公司年度经营业绩

**风电业务推动营业收入稳步增长。**过去几年公司整体营收稳中有升,从2019年112.5亿元增长至2023年的175.4亿元。分业务来看,公司风电叶片板块营收增速最高,2019年以来的CAGR达到30%,从23.3亿元增长到67亿元,贡献绝大部分增量。公司轨交与工业工程减振产品业务CAGR增速为9%,保持稳步增长。公司汽车业务营收在2019-2022年从61亿元下降至56亿元,2023年实现23%的较高增速,达到67亿元。公司新材料及其他业务基数较小,2019年仅为2.3亿元,2023年增长至4.4亿元,但是较2022年下滑25%。

分地区来看,由于过去几年公司风电业务主要在国内市场交付,因此国内业务2019年来从43.2亿元增长至98亿元,CAGR达到23%;海外业务受到汽车业务拖累,复合增速仅为3%,2019年以来从69.2亿元增长至77.4亿元。

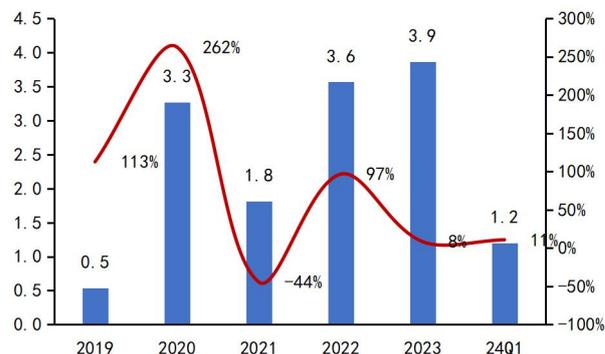
从扣非归母净利润的角度,由于公司风电板块的盈利能力在2019年、2021年和2022年显著承压,公司汽车业务也在2022年以来持续下滑,因此经营业绩波动较大。特别是2019年和2021年分别仅实现了5千万和1.8亿元的业绩。2020、2022和2023年公司经营业绩维持在3亿元以上。

图25: 公司营业收入及同比增速 (亿元、%)



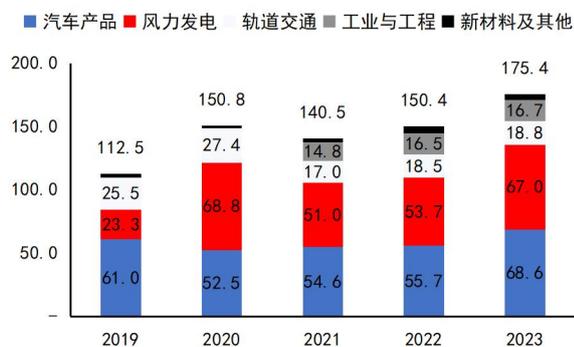
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: 公司扣非归母净利润及同比增速 (亿元、%)



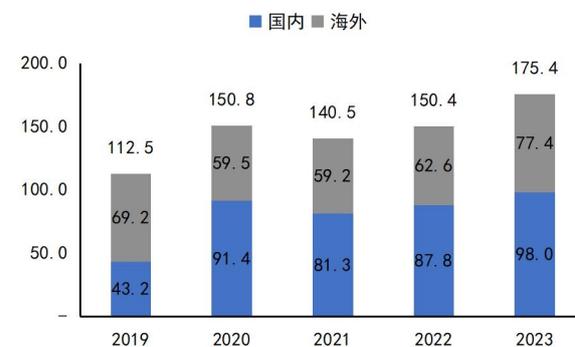
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 公司分业务营业收入 (亿元)



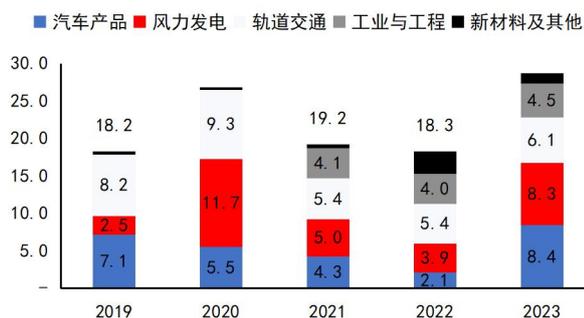
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图28: 公司扣非归母净利润及同比增速 (亿元、%)



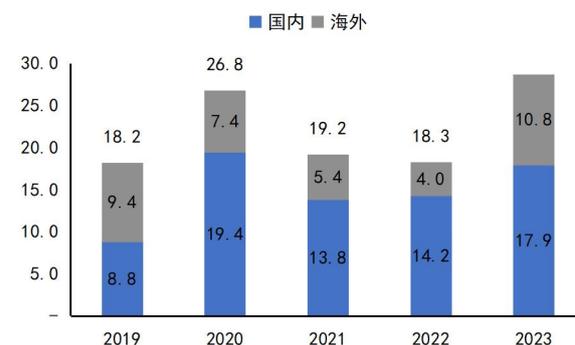
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图29: 公司分业务毛利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图30: 公司分地区毛利润 (亿元)



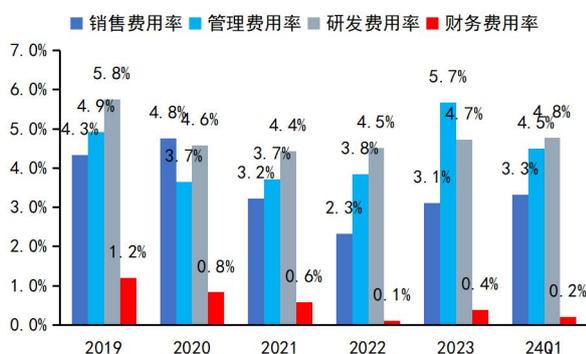
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

**盈利能力、资本结构稳步优化。**公司综合期间整体率近年来呈现稳步下降的趋势。公司销售费用率在 2022 年有所降低，主要是由于计提的预计产品质量保证金在当期集中到期冲回，其他年份公司销售费用率维持在 3-3.5% 的区间。2023 年管理费用率增加 1.2 个百分点达到 5.7%，主要是由于公司关闭德国波恩工厂支付劳动赔偿以及员工股权激励所发生的股份支付费用。近年来公司研发费用率稳定在 4.5-4.8% 的水平。

由于能源、材料价格上涨，公司综合毛利率在 2021-2022 年下降至 12-14%。2023 年公司轨交与工业工程销售毛利率的提高原因是销售产品结构优化，加上原材料成本下降。而风电、汽车板块毛利率的改善则与内部降本增效的工作也有一定相关性。

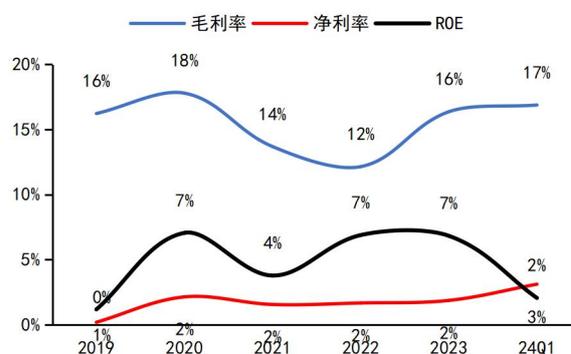
2022 年以来公司资产负债率有所改善，从 69% 下降至 63%-64% 并稳定在这一区间；公司流动比率和速动比率也逐年改善。公司净营业天数在 2023 年下降至 30 天附近，为五年来最低水平；经营性现金净流量与营业收入的比值也在 2023 年恢复至 5%，达到 2021 年以来的最高水平。

图31：期间费用率（%）



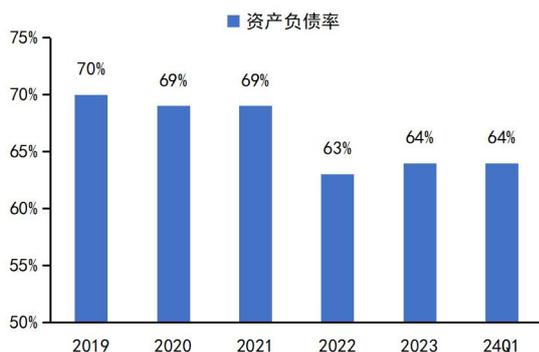
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图32：公司毛利率、净利率及 ROE（%）



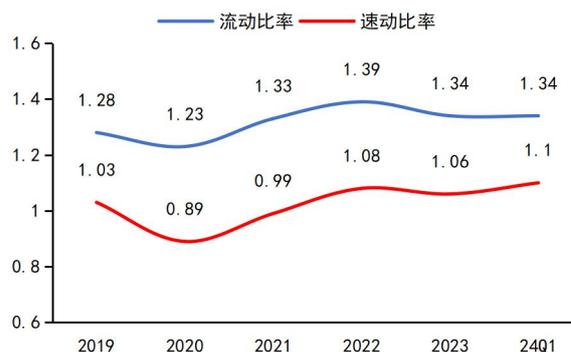
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图33：公司资产负债率（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图34：公司流动比率、净利率及 ROE（%）



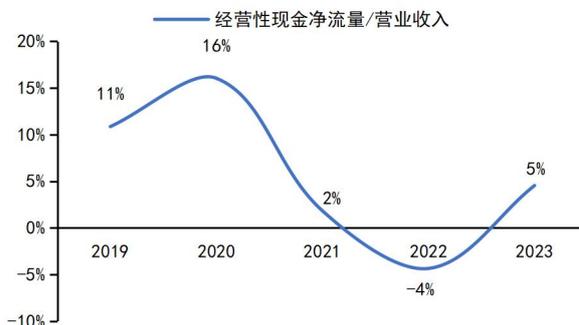
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图35: 公司周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图36: 公司经营活动现金净/营业收入

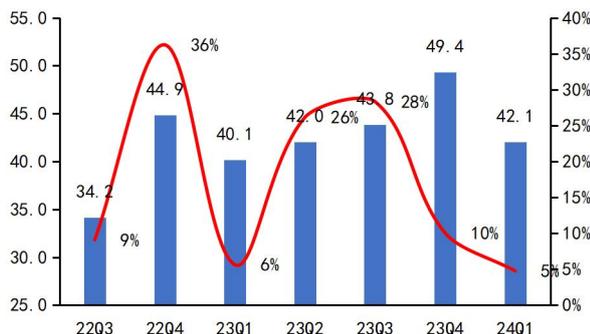


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### ◆ 公司季度经营业绩

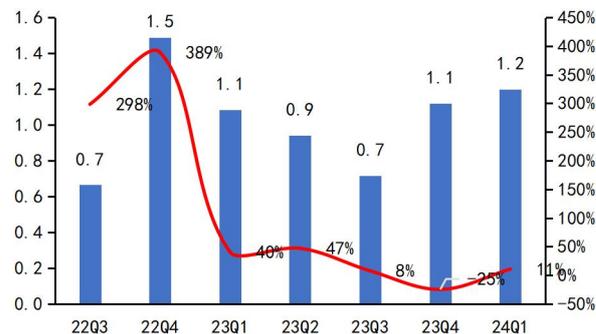
公司历年在第一季度营业收入通常处于年内较低水平，第四季度为年内最高水平。但2022年第三季度营收出现明显下降，主要是风电板块及汽车板块收入减少所致，2022年风电市场受到疫情扰动，汽车板块营业收入减少主要受欧元汇率贬值影响。从毛利率和净利率的趋势来看，最近8个季度盈利能力在持续改善。

图37: 公司季度营业收入及同比增速 (亿元, %)



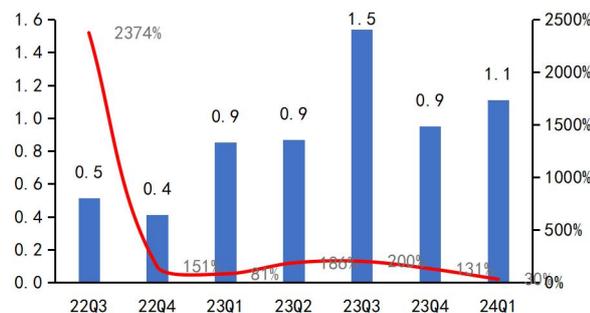
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图38: 公司季度归母净利润及同比增速 (亿元, %)



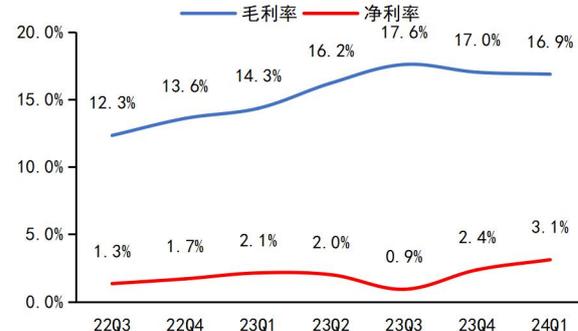
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图39: 公司季度扣非归母净利润及同比增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图40: 公司季度毛利率、净利率 (亿元, %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 轨道交通与工业工程减振行业分析

近年来我国对交通强国战略的重视程度持续加深，大力建设各种制式的轨道交通，推动城市轨道交通与高速铁路、市域（郊）铁路、城际铁路“四网融合”，轨道交通结构减振行业稳健发展。根据国家铁路局统计，截至 2023 年末全国铁路营业里程达到 15.9 万公里，同年全国铁路固定资产投资完成 7,645 亿元、同比增长 7.50%，投产新线 3,637 公里，其中高速铁路投产 2776 公里。

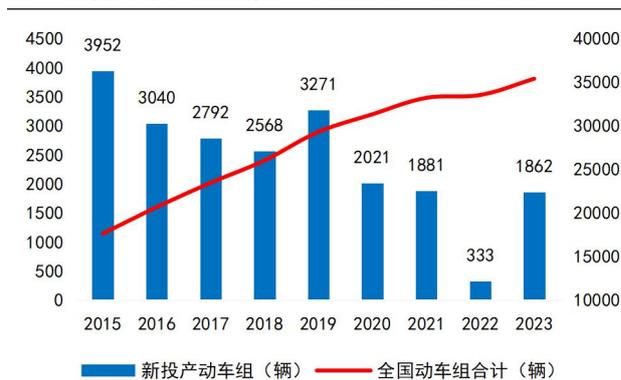
截至 2023 年底我国高速铁路总通车里程达到 4.5 万公里，我国《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》显示到 2025 年我国高速铁路营业里程将达到 5 万公里，《新时代交通强国铁路先行规划纲要》描绘到 2035 年全国高速铁路通车里程 7 万公里左右，因此预计未来 10 年我国每年新建高速铁路在 2500 公里以上。

图41: 全国高速铁路新建长度及占比(公里, %)



资料来源: 中国国家铁路集团有限公司统计公报, 国信证券经济研究所整理

图42: 全国每年动车组新投产数量及合计数量(辆)

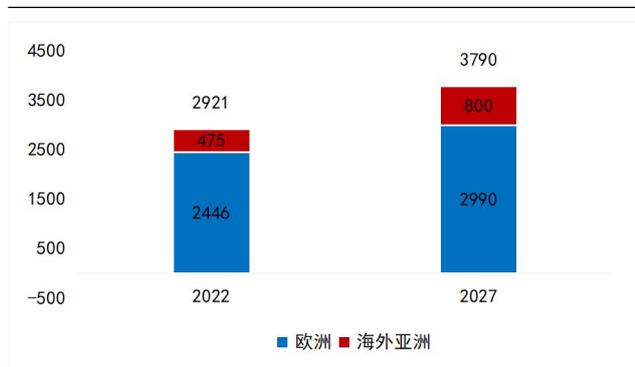


资料来源: 中国国家铁路集团有限公司统计公报, 国信证券经济研究所整理

随着低碳化推动绿色发展，海外轨道交通装备市场也持续增长。欧盟计划到 2050 年运输行业的碳排放量将减少 90%，同期铁路的货运量将增加 100%。德国咨询机构 SCI Verkehr 测算 2021-2023 年全球年均铁路市场规模约 360 亿欧元，其中铁路维护翻新占 65%，新铁路建设及铁路网络扩张占 35%，并展望 2027 年之前全球铁路市场预计维持 4%左右的年均增速。

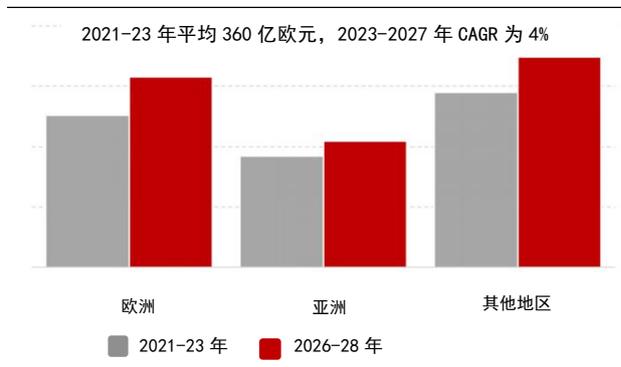
从区域市场来看，欧洲铁路及城市轨道交通市场规模年均增占率在 5%左右。亚洲市场整体增速较慢，但印度市场铁路投资增长迅速。

图43: 海外高速铁路机车市场产值(百万欧元, %)



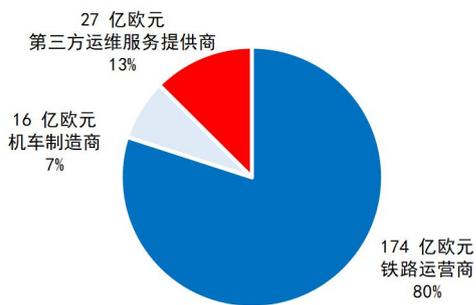
资料来源: SCI Verkehr, 国信证券经济研究所整理

图44: 全球轨道市场规模(百万欧元)



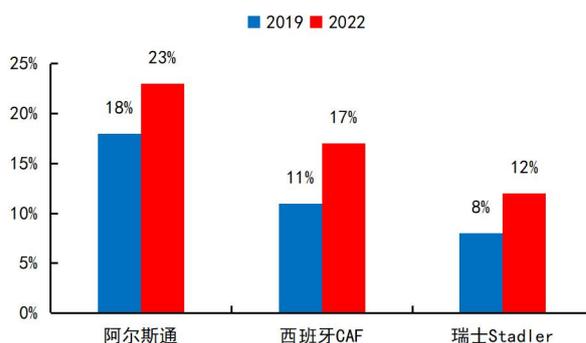
资料来源: SCI Verkehr, 国信证券经济研究所整理

图45: 海外高速铁路机车市场产值(亿欧元, %)



资料来源: SCI Verkehr, 国信证券经济研究所整理

图46: 海外主机厂轨道交通后服务业务占比



资料来源: SCI Verkehr, 国信证券经济研究所整理

根据中国城市轨道交通协会及灼识咨询统计数据, 我国城市轨道交通运营线路 2022 年增长至 1.03 万公里。“十四五”期间规划新增城市轨道交通 3,000 公里, 预计我国城市轨道交通运营线路总长度在 2027 年增长至 1.63 万公里, 期间年均复合增长率将达到 9.7%。

根据灼识咨询统计数据, 我国轨道交通结构减振行业市场规模在 2023 年达到 28.6 亿元, 预计至 2027 年市场规模将达到 45.6 亿元, CAGR 达到 12.4%。

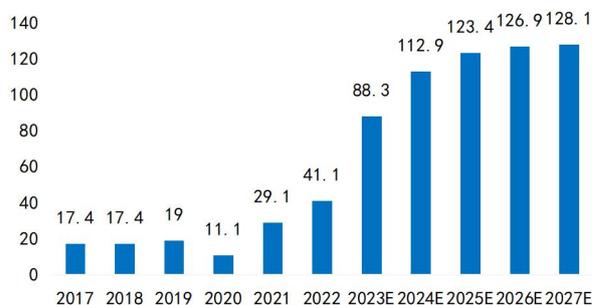
2021 年 7 月 19 日, 我国《建设工程抗震管理条例》自 2021 年 9 月 1 日起施行, 各地方政府配套政策陆续落地, 预计未来新建及改造加固需求将释放巨量需求空间。根据灼识咨询统计数据, 中国建筑减隔震市场规模将在 2027 年增长至 128.1 亿元, 2022 至 2027 年间年均复合增长率将达到 25.5%。

图47: 2017-2027 年中国轨道交通结构减振行业市场规模, 以收入计 (亿元)



资料来源: 灼识咨询, Wind, 国信证券经济研究所整理

图48: 2017-2027 年中国建筑减隔震行业市场规模, 以收入计 (亿元)



资料来源: 灼识咨询, Wind, 国信证券经济研究所整理

**轨道交通与工业工程减震行业竞争格局。**轨道交通及工业与工程行业涉及基础建设, 关乎国计民生。其中, 铁路产品由于涉及生命及财产安全问题, 实行认证管理制度, 而轨道、桥梁、建筑等建设施工单位以大型国有企业为主, 需要进行严格的招投标以遴选产品供应商, 上述因素使得行业准入门槛较高。

具体到上游轨道减振产品领域, 哈金森 Hutchinson、康迪泰克 ContiTech、特瑞堡 TRELLEBORG、美达高 METALOCAUCHO S. L. 等为国外实力较强的产品生产企业, 上述企业均通过在国内设立全资子公司的方式渗透国内市场。

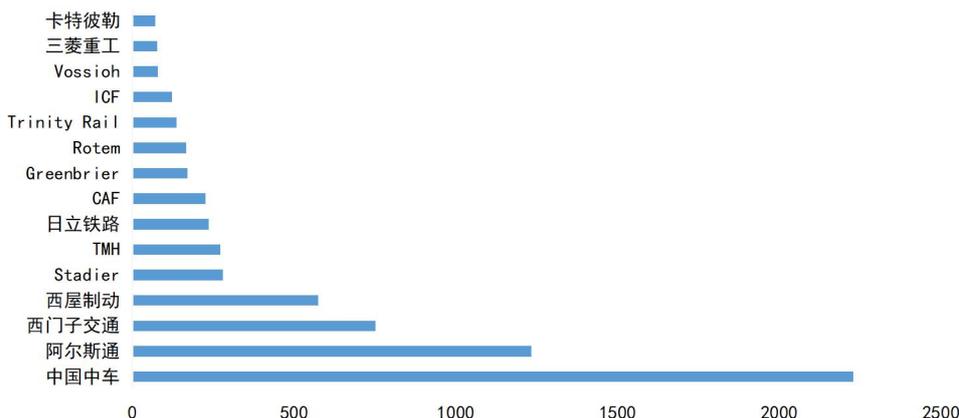
国内竞争对手方面, 主要有时代新材、海达股份、祥和实业、新筑股份、天铁股份、震安科技、铁科轨道及晋亿实业等。由于领域内产品种类众多, 产品重合程度有限, 相关企业在更细分领域市场具备各自的竞争优势。

由于下游客户高度集中, 使得上游轨道交通装备配套企业议价能力有限, 当前轨道交通及工业与工程行业

整体市场竞争较为激烈。

根据德国 SCI Verkehr 公布的市场份额情况，中国中车位于世界轨道交通装备行业第一，约占全球行业市场份额的 50%以上。公司作为主机厂中国中车上游配套生产企业，其轨道领域的核心产品在各车型市场保持领先地位，综合份额稳居行业第一，在机车动车市场份额都维持在 80%的高位以上。随着铁路投资总额的加大和动车组高级修进入上升期，公司创新中心及智能制造基地项目的实施，将有助于公司现有老旧产线的更新和核心产品产能的扩张，从而使得公司行业龙头地位进一步得到巩固。

图49: 2022 年轨道交通装备企业营业收入对比（亿元）

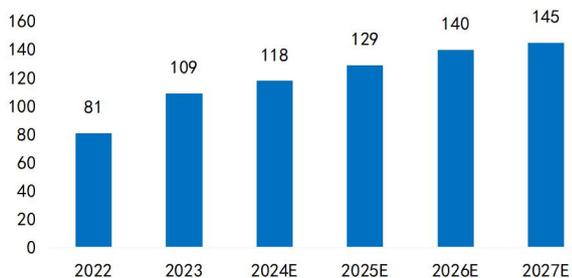


资料来源：各公司公告, 国信证券经济研究所整理

### ◆ 风电叶片市场分析

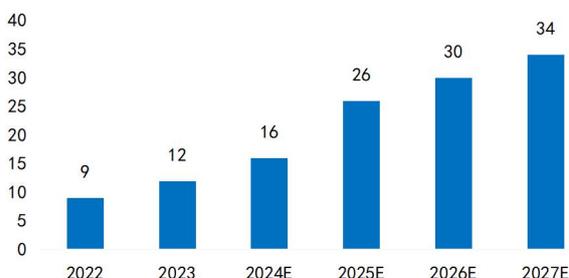
风电叶片需求跟随风电场建设周期及建设规模等因素波动。随着全球能源转型和技术进步的发展，海上风电成为新的行业增长点。我们展望随着风电的成本竞争力不断提升，2024-2027 年全球风电市场继续保持稳步增长，其中陆上风电从 118GW 增长到 145GW，亚非拉美等新兴市场比重增加；全球海上风电新增装机容量从 16GW 增长至 34GW。与此同时，由于单机功率不断增长，单套叶片长度和价格同步提升。我们估算到 2027 年全球陆风第三方叶片市场空间将逐步从 200 亿元增长至 300 亿以上；海风第三方叶片市场空间从 37 亿增长到 129 亿元。

图50: 全球陆风新增装机展望 (GW)



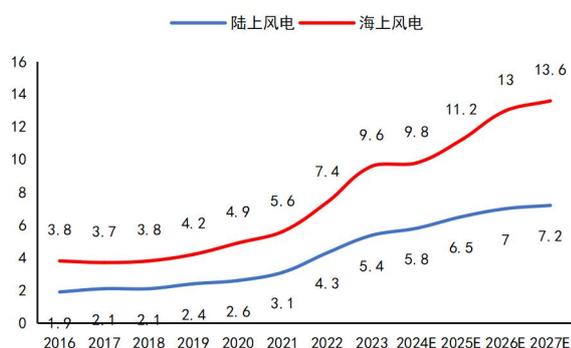
资料来源：CWEA, GWEC, 国信证券经济研究所整理与预测

图51: 全球海风新增装机展望 (GW)



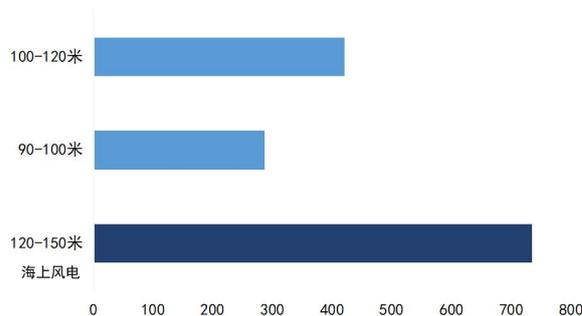
资料来源：CWEA, GWEC, 国信证券经济研究所整理与预测

图52: 全球新增风电单机功率 (MW/台)



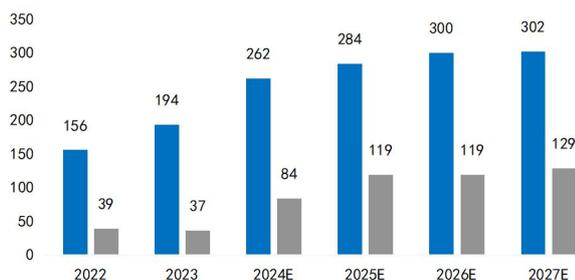
资料来源: CWEA, GWEC, 国信证券经济研究所整理与预测

图53: 2024 年以后不同长度叶片价格 (万元/套)



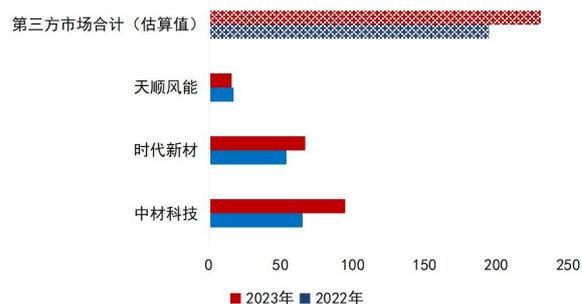
资料来源: 时代新材, 国信证券经济研究所整理

图54: 全球第三方叶片市场展望 (产值, 亿元)



资料来源: CWEA, GWEC, 国信证券经济研究所整理与预测

图55: 我国第三方叶片市场竞争格局 (叶片收入, 亿元)



资料来源: CWEA, GWEC, Wind, 国信证券经济研究所整理与预测

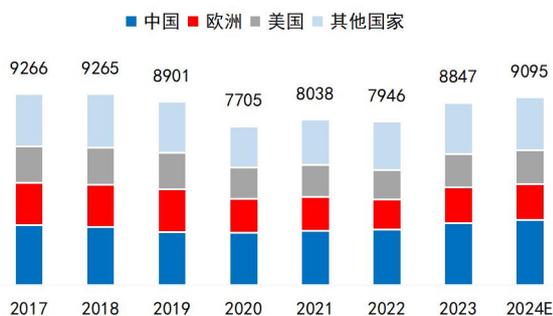
我国从 2000 年左右已开始大规模推进风电发展, 而叶片的使用寿命一般为 20 年至 25 年, 意味着近年来将有大量叶片面临退役, 由此亦将释放出大量陆上大叶型叶片的更换装机需求。叶片大型化生产门槛较高, 公司目前主流叶型为 90 米级以上产品, 是当前市场上为数不多具备研发大型叶片资金和技术储备的企业。

◆ 汽车减振及轻量化市场分析

自 20 世纪 90 年代中后期以来，汽车增量市场由发达国家转到新兴工业化国家，特别是除日本之外的亚洲市场、东欧市场和南美市场。全球汽车销售总量在最近 10 年保持平稳趋势，维持 9000 万辆左右。2020-2021 年由于全球疫情冲击下探至 7700 万辆左右，2021 年以后稳步回升到 9100 万辆左右，并且新能源的销售占比明显提升。新能源汽车在近几年实现高速发展，2023 年全球销量达到 1351 万辆，同比增长 32%，渗透率同比提升 2 个百分点达到 15%。

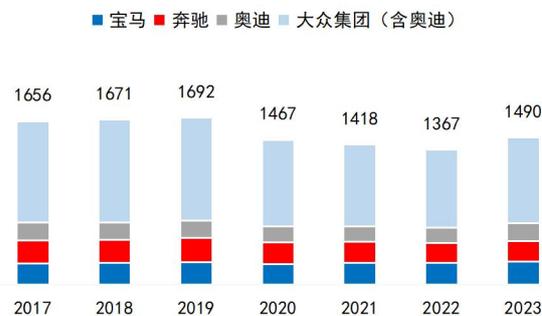
汽车行业是我国经济的重要支柱，国际通行标准衡量世界发达国家汽车千人保有量达到 500 台以上，人均 GDP 高于 1 万美元的国家如墨西哥、巴西、俄罗斯、马来西亚等国，2018 年汽车千人保有量在 300-400 台，我国截至 2023 年底刚刚达到 310 台，未来发展空间仍然巨大。近年来由于我国经济增速放缓，汽车整体产销量增速出现下滑，维持在 3000 万辆左右。据公安部统计，截至 2023 年末全国汽车保有量为 4.35 亿辆，其中新能源汽车保有量为 2,041 万辆，占全国汽车保有量比重为 4.69%，仍有较大增长空间。中国汽车工业协会统计数据，2023 年全年新能源汽车产销分别完成 958.7 万辆和 949.5 万辆，同比分别增长达 35.8%和 37.9%。伴随着新能源汽车市场的快速增长，汽车零部件需求也在同步扩大。

图56: 全球汽车销量及展望 (万辆)



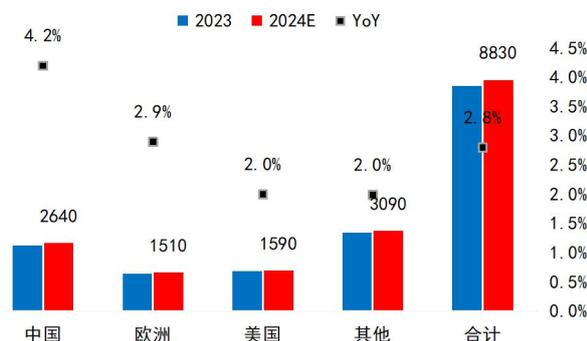
资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图57: 主流德系品牌历史销量 (万辆)



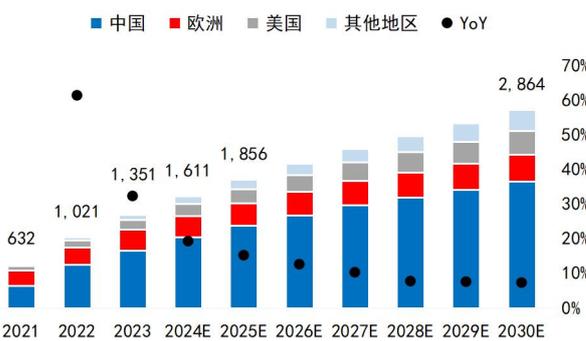
资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图58: 全球汽车销量及展望 (万辆)



资料来源: S&P Global Mobility 预测, 国信证券经济研究所整理

图59: 全球新能源车销量展望 (万辆)



资料来源: GGII, Marklines, 国信证券经济研究所整理与预测; 注: 中国数据为批销量扣除出口量

**汽车减振器市场竞争格局。**汽车作为全球化协作的产物，供应链遍及世界各地。作为汽车行业上游领域，汽车减振器行业具有市场化程度高、竞争激烈、龙头企业占据主导位置的特点，国内目前较具规模的汽车减振器生产企业已有 100 多家。目前国内中高端市场占据较大份额的企业有威巴克 (Vibracoustic)、住友理工 (Sumitomo Riko)、时代新材子公司新材德国 (博戈) (BOGE 品牌)。内资品牌当中拓普集团、

中鼎股份在广泛的产品组合方面具有较强竞争力。

国内新能源车产业的快速发展对于减振产品带来了广阔的市场和发展机遇。区别于传统车企的生产制造流程（24-36个月），新能源车的制造周期更短（16-18个月），对供应商产品的工艺质量和开发效率均提出了更高的要求。从研发周期和试制效率来说，自2022年开始公司年增新产品开发>30种，其中超过70%都来自造车新势力项目。

### ◆ 盈利预测与估值

考虑到未来几年全球轨道交通市场和风电叶片市场保持稳健增长，叠加公司在此期间新建产能开拓国际市场份额，我们假设公司轨道交通、工业工程、风电与汽车板块的营业收入在 2024-2026 年分别达到以下规模和增速，同时毛利率保持相对稳定的水平。

表1: 分板块营业收入及同比增速预测（百万元、%）

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
轨道交通	收入	1,854	1,875	2,119	2,395	2,634
	yoy	1%	13%	13%	10%	0%
工业工程	收入	1,649	1,665	1,749	1,836	1,928
	yoy	1%	1%	5%	5%	5%
风电叶片	收入	5,367	6,701	7,372	8,109	8,920
	yoy	5%	25%	10%	10%	10%
汽车零部件	收入	5,572	6,860	7,546	7,923	8,319
	yoy	2%	23%	10%	5%	5%
新材料	收入	594	436	523	628	753
	yoy		1%	5%	5%	5%
合计	收入	15,035	17,538	19,308	20,890	22,554
	yoy	7%	17%	10%	8%	8%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

表2: 分板块毛利率与毛利润预测（百万元、%）

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
轨道交通	毛利率	28.9%	32.6%	33.0%	33.0%	33.0%
	毛利润	536	612	699	790	869
工业工程	毛利率	24.1%	27.1%	27.0%	27.0%	27.0%
	毛利润	397	452	472	496	521
风电叶片	毛利率	7.2%	12.4%	11.5%	12.5%	13.0%
	毛利润	387	829	848	1,014	1,160
汽车零部件	毛利率	3.7%	12.3%	12.5%	12.5%	12.5%
	毛利润	206	842	943	990	1,040
新材料	毛利率	50.3%	30.4%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利润	298	132	157	188	226
合计	毛利率	12.1%	16.4%	16.2%	16.7%	16.9%
	毛利润	1,825	2,867	3,119	3,478	3,815

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

在上述主营业务收入和毛利预测的基础上，我们对公司期间费用、税率、股利分配比率等预测如下：

表3: 公司盈利预测核心假设

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	-6.8%	7.0%	16.6%	10.1%	8.2%	8.0%
营业成本/营业收入	86.3%	87.9%	83.6%	83.8%	83.3%	83.1%
销售费用/销售收入	3.2%	2.3%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
管理费用/营业收入	3.7%	3.8%	5.7%	4.7%	4.6%	4.3%
研发费用/营业收入	4.4%	4.5%	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%
营业税及附加/营业收入	0.4%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
所得税税率	20.8%	11.9%	18.2%	18.0%	18.0%	18.0%
股利分配比率	35.4%	31.1%	8.5%	20.0%	20.0%	30.0%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所预测

综上，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 193/209/226 亿元，同比增长 10%/8%/8%；实现归母净利润 5.7/6.7/7.7 亿元，同比增长 47%/18%/14%。当前股价对应 PE 分别为 14/12/10 倍。

表4: 公司盈利预测及市场重要数据

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	15,035	15,035	17,538	19,308	20,890	22,554
(+/-%)	7.0%	7.0%	16.6%	10.1%	8.2%	8.0%
净利润(百万元)	357	357	386	569	671	768
(+/-%)	96.5%	96.5%	8.3%	47.4%	17.9%	14.4%
每股收益(元)	0.93	0.93	0.47	0.69	0.81	0.93
EBIT Margin	1.1%	1.1%	2.5%	3.6%	4.2%	4.7%
净资产收益率 (ROE)	4.4%	4.4%	5.1%	8.5%	9.7%	11.1%
市盈率 (PE)	10.2	10.2	20.2	13.7	11.6	10.2
EV/EBITDA	25.9	25.9	21.4	20.4	15.7	12.8
市净率 (PB)	0.57	0.57	1.20	1.10	1.02	0.92

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所预测

**绝对估值：11.3-12.4 元。**根据以下主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司合理估值区间为 11.3-12.4 元，对应 2024 年动态 PE 区间为 16.4-17.9 倍，较公司当前股价有 19%-31%的溢价空间。

表5: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.2	T	20.00%
无风险利率	2.80%	Ka	10.60%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.60
公司股价	9.46	Ke	13.18%
发行在外股数	825	E/(D+E)	80.00%
股票市值 (E)	7800	D/(D+E)	20.00%
债务总额 (D)	3145	WACC	11.18%
Kd	4.00%	永续增长率 (10年后)	1.0%

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值法相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为绝对估值的敏感性分析。

表6: 绝对估值的敏感性分析 (元)

FCFF	10.8%	11.0%	11.19%	11.4%	11.6%
1.6%	13.20	12.76	12.35	11.95	11.57
1.4%	12.99	12.57	12.17	11.78	11.40
1.2%	12.80	12.39	11.99	11.61	11.25
1.0%	12.61	12.21	11.82	11.45	11.10
0.8%	12.43	12.04	11.66	11.30	10.95
0.6%	12.26	11.87	11.51	11.15	10.81
0.4%	12.09	11.72	11.36	11.01	10.68

资料来源：国信证券经济研究所预测

**相对估值：11.2-11.9元。**在可比公司选取上，我们选择尽可能与公司业务协同性高的下游企业，以及营收和利润有一定体量的同行企业。我们选择轨道交通行业的减振器企业海达股份、整车企业中国中车、汽车底盘系统与减振器企业拓普集团、中鼎股份、风电叶片龙头企业中材科技作为可比公司，得到2024年平均预测市盈率16.8倍，扣非TTM市盈率22.7倍，静态PB 1.9倍，分别较公司当前估值水平溢价22%、30%和45%，结合公司的市场地位和盈利能力，因此得到公司相对估值股价区间为11.2-11.9元。

表7: 可比公司估值表 (2024.7.19)

股票简称	股票代码	预测市盈率	PE (TTM, 扣非)	PB (MRQ)	总市值 (亿元)
海达股份	300320	25	33.0	2.1	46
中国中车	601766	16	22.8	1.3	2,039
拓普集团	601689	24	31.0	3.8	680
中鼎股份	000887	12	15.6	1.3	166
中材科技	002080	8	11.0	1.0	188
平均数		<b>16.8</b>	<b>22.7</b>	<b>1.9</b>	
时代新材	600458	13.7	17.5	1.3	78

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测 注: 可比公司盈利预测为 Wind 一致预期

**投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。**预计公司2024-2026年实现营业收入193/209/226亿元，同比增长10%/8%/8%；实现归母净利润5.7/6.7/7.7亿元，同比增长47%/18%/14%。当前股价对应PE分别为14/12/10倍。综合考虑FCFF估值和相对估值，我们认为公司股价合理估值区间为11.3-12.4元，对应2024年动态PE区间为16.4-17.9倍，较公司当前股价有19%-31%的溢价空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

**风险提示：**海外需求不及预期；行业竞争加剧；国际贸易保护加剧；原材料价格上涨。

## 相关研究报告：

## 财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1882	2222	2000	2000	2000	营业收入	15035	17538	19308	20890	22554
应收款项	3919	4472	3703	4006	4325	营业成本	13210	14670	16189	17412	18739
存货净额	2612	2596	3174	3148	3399	营业税金及附加	49	65	62	67	72
其他流动资产	2763	2658	2428	2264	2249	销售费用	351	546	579	627	677
<b>流动资产合计</b>	<b>11631</b>	<b>12264</b>	<b>11624</b>	<b>11726</b>	<b>12267</b>	管理费用	578	995	930	988	1006
固定资产	3282	3436	4027	4344	4207	研发费用	678	830	869	940	1015
无形资产及其他	362	380	404	429	454	财务费用	15	68	49	56	31
投资性房地产	1579	1743	1931	1671	1579	投资收益	6	5	0	0	0
长期股权投资	404	408	408	408	408	资产减值及公允价值变动	(80)	(92)	(30)	(30)	(30)
<b>资产总计</b>	<b>17257</b>	<b>18230</b>	<b>18394</b>	<b>18578</b>	<b>18914</b>	其他收入	248	189	135	135	135
短期借款及交易性金融负债	1131	1239	2239	1168	49	营业利润	246	375	706	876	1089
应付款项	5980	6130	4371	4686	5035	营业外净收支	38	25	0	0	0
其他流动负债	1101	1533	1744	1869	2003	<b>利润总额</b>	<b>285</b>	<b>399</b>	<b>706</b>	<b>876</b>	<b>1089</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>8355</b>	<b>9148</b>	<b>8586</b>	<b>7974</b>	<b>7358</b>	所得税费用	34	73	127	158	196
长期借款及应付债券	942	666	906	1066	1226	少数股东损益	(106)	(60)	9	47	125
其他长期负债	1631	1889	1829	1861	1894	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>357</b>	<b>386</b>	<b>569</b>	<b>671</b>	<b>768</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>2574</b>	<b>2555</b>	<b>2735</b>	<b>2927</b>	<b>3120</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>					
<b>负债合计</b>	<b>10928</b>	<b>11703</b>	<b>11321</b>	<b>10901</b>	<b>10478</b>	净利润	357	386	569	671	768
少数股东权益	803	732	742	789	914	资产减值准备	86	66	70	70	70
股东权益	5525	5795	6331	6888	7522	折旧摊销	394	479	234	308	363
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17257</b>	<b>18230</b>	<b>18394</b>	<b>18578</b>	<b>18914</b>	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	15	68	49	56	31
每股收益	0.93	0.47	0.69	0.81	0.93	营运资本变动	(1081)	192	(1145)	358	(39)
每股红利	0.29	0.04	0.14	0.16	0.28	其它	(411)	(328)	(72)	65	120
每股净资产	16.52	7.92	8.58	9.31	10.23	<b>经营活动现金流</b>	<b>(655)</b>	<b>795</b>	<b>(344)</b>	<b>1472</b>	<b>1282</b>
ROIC	2%	4%	6%	7%	9%	资本开支	(414)	(555)	(850)	(650)	(250)
ROE	4%	5%	9%	10%	11%	其它投资现金流	286	160	(187)	260	92
毛利率	12%	16%	16%	17%	17%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(128)</b>	<b>(394)</b>	<b>(1037)</b>	<b>(390)</b>	<b>(158)</b>
EBIT Margin	1%	2%	4%	4%	5%	权益性融资	393	(6)	0	0	0
EBITDA Margin	4%	5%	5%	6%	6%	负债净变化	191	103	1240	(911)	(959)
收入增长	7%	17%	10%	8%	8%	支付股利、利息	(64)	(111)	(33)	(114)	(134)
净利润增长率	97%	8%	47%	18%	14%	其它融资现金流	(15)	(68)	(49)	(56)	(31)
资产负债率	63%	64%	62%	59%	55%	<b>融资活动现金流</b>	<b>504</b>	<b>(82)</b>	<b>1159</b>	<b>(1081)</b>	<b>(1124)</b>
股息率	1.8%	3.1%	0.4%	1.5%	1.7%	<b>现金净变动</b>	<b>(280)</b>	<b>319</b>	<b>(222)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
P/E	10.17	20.20	13.70	11.63	10.16	货币资金的期初余额	2110	1882	2222	2000	2000
P/B	0.57	1.20	1.10	1.02	0.92	货币资金的期末余额	1882	2222	2000	2000	2000
EV/EBITDA	25.88	21.42	20.37	15.72	12.75	企业自由现金流	(953)	469	(1184)	739	952
						权益自由现金流	(776)	517	17	(218)	(33)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032