

# 轨交减振降噪龙头地位稳固，关注建筑减隔震布局进展

## ——天铁股份研究报告

证券分析师：王介超

电话：18600570430 执业证号：S1190519100003

证券分析师：任菲菲

电话：13046033778 执业证号：S1190520010001

2020-10-09

# 目 录

一、深耕轨交减振降噪领域，不断完善产品体系

二、下游城轨是“新基建”重要方向，中长期增长动力充足

三、发行可转债布局建筑减隔震

四、财务分析及盈利预测

五、风险提示

### ➤ 轨交减振降噪龙头，不断完善产品体系

公司主营轨道工程橡胶制品的研发、生产和销售，包括隔离式橡胶减振垫、弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴等轨道结构减振产品，主要应用于轨道交通领域，涵盖城市轨道交通、高速铁路、重载铁路和普通铁路。目前公司的轨交结构减振产品已应用于全国30多个城市的100余条城市轨道交通线路和部分铁路项目。公司交通减振降噪产品种类较为齐全（能够满足一般、中等、高等、特殊等级减振需求），生产工艺与产品配方设计达国内先进水平，参与行业标准编制，工程领域经验丰富，在原有产品基础上，不断研发新产品，17年后逐步开始生产橡胶弹簧与钢弹簧减振器。

### ➤ 下游城轨是“新基建”重要方向，中长期增长有较强支撑

从下游需求来看，“新基建”重要领域城市轨道交通是减振降噪的主要需求之一。由于我国城市噪声与振动污染防治重视程度日趋提升，环保部、住建部等不断出台及更新相关标准，其中2018年多部门联合出台的《城市轨道交通环境振动与噪声控制工程技术规范》，明确规定了城市轨道交通环境振动与噪声控制工程的设计、施工、验收、运行与管理的技术要求，同时可作为城市轨道交通建设项目的环境影响评价的技术依据。

轨道交通作为“新基建”重要领域，减振降噪未来空间较大。截至2020年上半年，内地累计投运城轨6917.62公里，其中上半年新增181.42公里，预计下半年还将新增800公里左右。十三五以来审批的城轨项目金额约2.7万亿，其中18-19年审批近万亿，2020年上半年新增2306.15亿，城轨项目建设周期相对较长，近年正处于审批高峰期，预计将为轨交减振降噪需求提供中长期支撑。同时随着国内城镇化进程不断推进，交通网密度持续加大，降噪要求将不断提高，建设需求与降噪标准有望共同推进轨交降噪产业迅速发展。

### ➤ 发行可转债布局建筑减隔震领域，预计2-3年可形成规模化

公司今年发行可转债，不仅增强自身原有业务实力，同时布局建筑减隔震领域，预计2-3年可形成规模化。建筑减隔震行业是当前工程抗震领域最重要方向，立法落地预期下，行业总空间将有望达到440亿，是当前的30倍。（详细内容可参考我们减隔震行业专题一到六）公司发行可转债布局建筑减隔震，项目建成后预计产能为7200套每年，预计带来收入6013万元，净利润1224万元，考虑到团队搭建，厂房建设，设备试车，研发及市场开拓，业绩储备等因素，预计2-3年可形成规模化。

## 投资建议

随着城镇化不断推进，国内交通网愈加密集，下游城轨建设正处于快速发展期，加之噪声污染防治日渐重视，公司传统主业轨交减振降噪不断受益，同时公司布局建筑减隔震，业务领域拓宽，虽然短期内无法形成业绩贡献，无法充分享受建筑减隔震的行业红利，但公司加强研发及市场开拓，有望2-3年内形成规模化生产。预计2020-2022年归母净利润分别为1.93/2.45/2.78亿，EPS分别为0.63/0.79/0.90元，对应PE分别为25/20/18倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

《建设工程抗震管理条例》落地不及预期，基建资金收紧，城轨审批收紧。

图表：盈利预测表

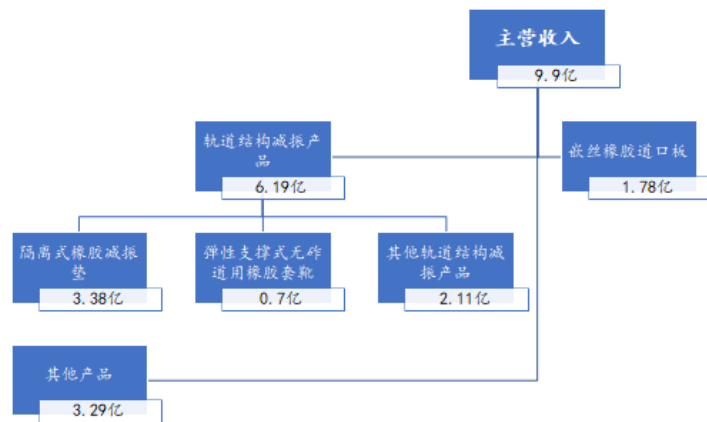
| 项目/年度    | 2019A   | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|
| 单位：百万元   | 实际      | 本次      | 本次      | 本次      |
| 营业收入     | 990.23  | 1231.30 | 1413.15 | 1614.85 |
| 增长率（%）   | 101.88% | 24.34%  | 14.77%  | 14.27%  |
| 归母净利润    | 126.75  | 193.58  | 245.01  | 278.46  |
| 增长率（%）   | 62.55%  | 52.73%  | 26.57%  | 13.65%  |
| EPS（元/股） | 0.41    | 0.63    | 0.79    | 0.90    |
| 市盈率（P/E） | 38.65   | 25.18   | 19.90   | 17.51   |
| 市净率（P/B） | 4.69    | 4.03    | 3.43    | 2.92    |

资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

公司主营轨道工程橡胶制品的研发、生产和销售，包括隔离式橡胶减振垫、弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴等轨道结构减振产品，主要应用于轨道交通领域，涵盖城市轨道交通、高速铁路、重载铁路和普通铁路。目前公司的轨交结构减振产品已应用于全国30多个城市的100余条城市轨道交通线路和部分铁路项目。公司交通减振降噪产品种类较为齐全（能够满足一般、中等、高等、特殊等级减振需求），生产工艺与产品配方设计达国内先进水平，参与行业标准编制，工程领域经验丰富，在原有产品基础上，不断研发新产品，17年后逐步开始生产橡胶弹簧与钢弹簧减振器。

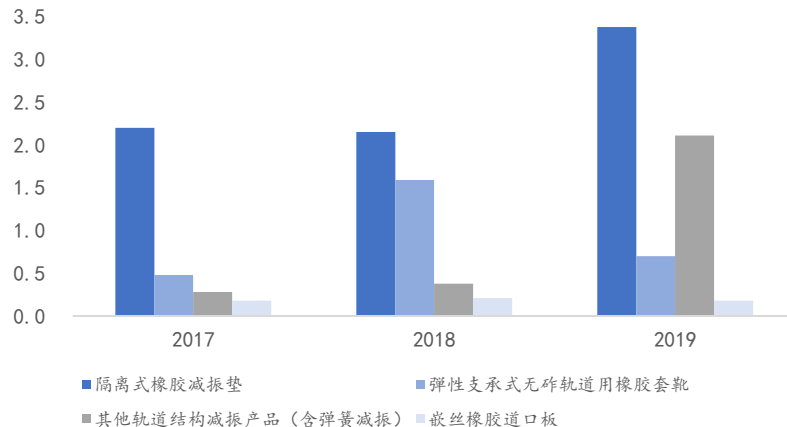
截止2019年，公司主营收入9.9亿元，其中轨道结构减震产品6.19亿元（包括隔离式减振垫3.38亿，弹性支承式无砟道用橡胶套靴0.7亿，弹簧减振器等其他轨道结构减振产品2.11亿），嵌丝橡胶道口板1.78亿。

公司主要产品及应用



资料来源：太平洋证券研究院整理  
(其他轨道结构减振产品主要为弹簧减振器)

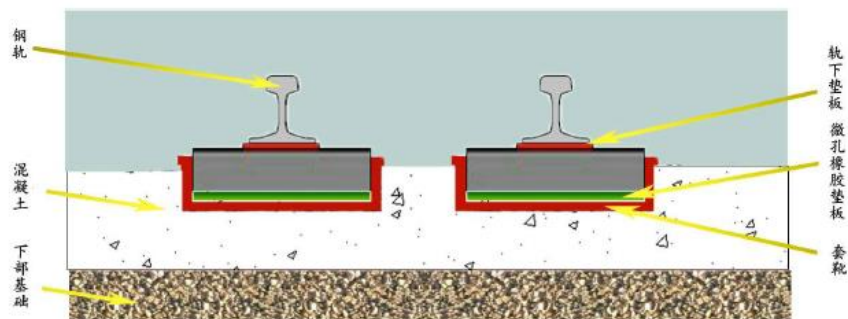
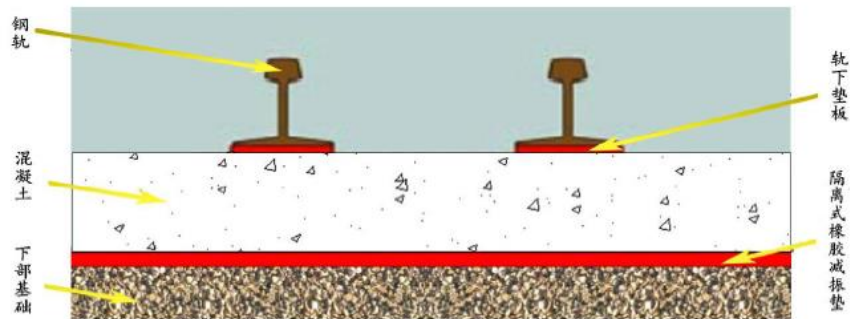
公司主要产品收入情况（亿）



隔离式橡胶垫及应用场景



套靴（左）/微孔橡胶垫板及应用场景

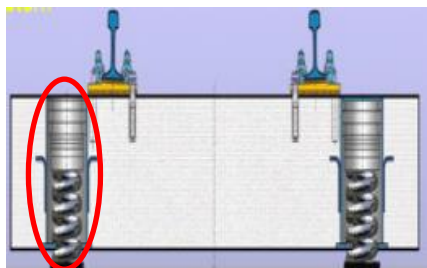


资料来源: wind, 太平洋证券研究院整理

嵌丝道口板及应用场景



橡胶弹簧、钢弹簧隔振器及应用场景



扣件示意图（钢轨纵向切面）



资料来源：wind，公司官网，太平洋证券研究院整理

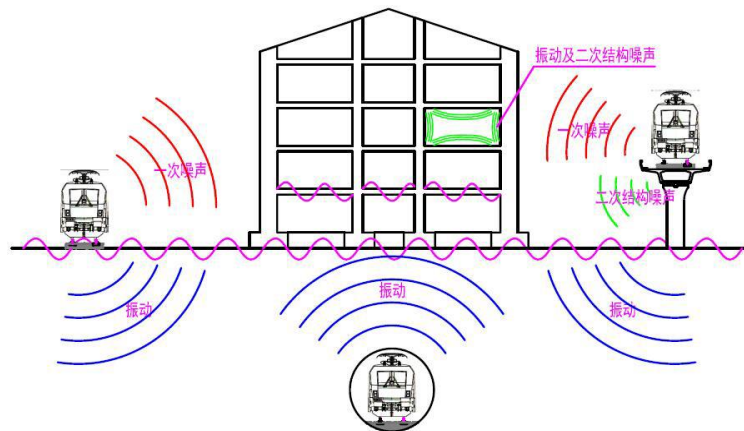
从下游需求来看，“新基建”重要领域城市轨道交通是减振降噪的主要需求之一。由于我国城市噪声与振动污染防治重视程度日趋提升，环保部、住建部等不断出台及更新相关标准，其中2018年多部门联合出台的《城市轨道交通环境振动与噪声控制工程技术规范》，明确规定了城市轨道交通环境振动与噪声控制工程的设计、施工、验收、运行与管理的技术要求，同时可作为城市轨道交通建设项目的环境影响评价的技术依据。

轨道交通噪声与振动污染控制的相关标准

| 标准名称                             | 实施日期    | 发布单位     | 标准编号           |
|----------------------------------|---------|----------|----------------|
| 《城市区域环境振动标准》                     | 1989-07 | 环保部      | GB10070-88     |
| 《建设项目竣工环境保护验收技术规范—城市轨道交通》        | 2008-04 | 环保部      | HJ/T403-2007   |
| 《城市轨道交通工程项目建设标准》                 | 2008-07 | 住建部、发改委  | 建标 104-2008    |
| 《铁路边界噪声限值及其测量方法》（2008 年修订）       | 2008-10 | 环保部      | GB 12525-90    |
| 《声环境质量标准》                        | 2008-10 | 环保部、质检总局 | GB3096-2008    |
| 《中华人民共和国城镇建设行业标准：城市轨道交通轨道橡胶减振器》  | 2008-12 | 住建部      | CJ/T 286-2008  |
| 《古建筑防工业振动技术规范》                   | 2009-01 | 住建部、质检总局 | GB/T50452-2008 |
| 《环境影响评价技术导则—城市轨道交通》              | 2009-04 | 环保部      | HJ453-2008     |
| 《隔振设计规范》                         | 2009-06 | 住建部、质检总局 | GB50463-2008   |
| 《城市轨道交通引起建筑物振动与二次辐射噪声限值及其测量方法标准》 | 2009-07 | 住建部      | JGJ/T170-2009  |
| 《城市轨道交通技术规范》                     | 2009-10 | 住建部、质检总局 | GB50490-2009   |
| 《梯形轨枕技术条件》                       | 2013-01 | 住建部      | CJ/T401-2012   |
| 《浮置板轨道技术规范》                      | 2013-03 | 住建部      | CJJ/T191-2012  |
| 《建筑工程容许振动标准》                     | 2013-09 | 住建部      | GB50868-2013   |
| 《环境噪声与振动控制工程技术导则》                | 2013-12 | 环保部      | HJ2034-2013    |
| 《地铁设计规范》                         | 2014-03 | 住建部      | GB50157-2013   |
| 《城市轨道交通工程测量规范》（2017 年修订）         | 2018-01 | 住建部      | GB/T50308-2017 |
| 《城市轨道交通环境振动与噪声控制工程技术规范》          | 2018-06 | 生态环境部    | HJ 2055-2018   |
| 《环境影响评价技术导则城市轨道交通》               | 2019-03 | 生态环境部    | HJ453-2018     |

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

轨道交通噪声与振动的传播途径



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

资料来源：中国城市轨道交通协会，太平洋证券研究院整理



资料来源：中国城市轨道交通协会，太平洋证券研究院整理

公司今年发行可转债，不仅增强自身原有业务实力，同时布局建筑减隔震领域，预计2-3年可形成规模化生产。公司于2020年3月19日发行了总规模为3.99亿元的可转换公司债券，并于4月17日在深交所正式挂牌交易，本次发债涉及的募投项目包括弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴生产线建设项目、弹簧隔振器产品生产线建设项目以及建筑减隔震产品生产线建设项目。可转债募投的三个项目总投资投入3.46亿，预计全部达产后可产生年均收入3.16亿，年均净利润约5195万。

图表：募集资金项目情况

| 项目名称         | 弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴<br>生产线建设项目 | 弹簧隔振器产品生产线建设项目 | 建筑减隔震产品生产线建设项目 |
|--------------|---------------------------|----------------|----------------|
| 项目投资总金额（万元）  | 14492.16                  | 10345.35       | 9752.65        |
| 募集资金投入金额（万元） | 12074.73                  | 8494.93        | 8230.34        |
| 项目时长         | 两年                        | 两年             | 两年             |
| 预计达可使用状态日期   | 2022年3月31日                | 2022年3月31日     | 2022年3月31日     |
| 项目当前进度       | 31.99%                    | 3.73%          | 16.78%         |
| 产品现有产能（万套）   | 51.79                     | 3.47（产量）       | —              |
| 预计新增产能（万套）   | 70                        | 4.8            | 0.72           |
| 预计年均销售收入（万元） | 12136.58                  | 13448.8        | 6013.44        |
| 预计年均净利润（万元）  | 2179.21                   | 1791.96        | 1223.99        |
| 投资回收期（年）     | 8                         | 8.1            | 7.77           |
| 内部收益率        | 14.04%                    | 14.32%         | 14.38%         |

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

建筑减隔震行业是当前工程抗震领域最重要方向，立法落地预期下，行业总空间将有望达到440亿，是当前的30倍。（详细内容可参考我们减隔震行业专题一到六）公司发行可转债布局建筑减隔震，项目建成后预计产能为7200套每年，预计带来收入6013万元，净利润1224万元，考虑到团队建设，厂房建设，设备试车，研发及市场开拓，业绩储备等因素，预计2-3年就可形成规模化生产。

公司当前成本构成

|      | 项目     | 2017年度  | 2018年度  | 2019年度  | 2020年第一季度 |
|------|--------|---------|---------|---------|-----------|
| 天然橡胶 | 总价（万元） | 1935.80 | 2404.05 | 2077.78 | 380.90    |
|      | 比例（%）  | 22.59%  | 25.92%  | 24.89%  | 16.53%    |
| 合成橡胶 | 总价（万元） | 4349.96 | 3287.61 | 3856.73 | 1156.20   |
|      | 比例（%）  | 50.77%  | 35.45%  | 46.20%  | 50.17%    |
| 再生胶料 | 总价（万元） | 1304.66 | 1334.63 | 876.57  | 138.79    |
|      | 比例（%）  | 15.23%  | 14.39%  | 10.50%  | 6.02%     |
| 炭黑   | 总价（万元） | 977.35  | 2247.25 | 1537.17 | 628.56    |
|      | 比例（%）  | 11.41%  | 24.23%  | 18.41%  | 27.28%    |
| 总成本  |        | 8567.76 | 9273.53 | 8348.25 | 2304.44   |

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理  
（此外公司新产品弹簧减振器还需要采购骨架和五金材料）

公司现有下游客户



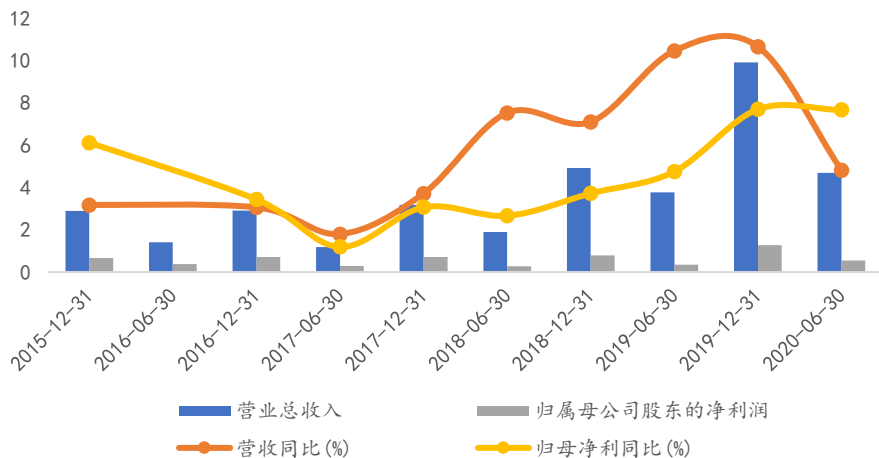
### 业绩：近年呈现高增速

公司18年以来业绩增速呈现较高水平，19年营收、归母净利润增速分别达101.88%/62.55%，今年上半年疫情影响下营收、归母净利润增速也达24.14%/62.1%。

### 盈利能力：较强

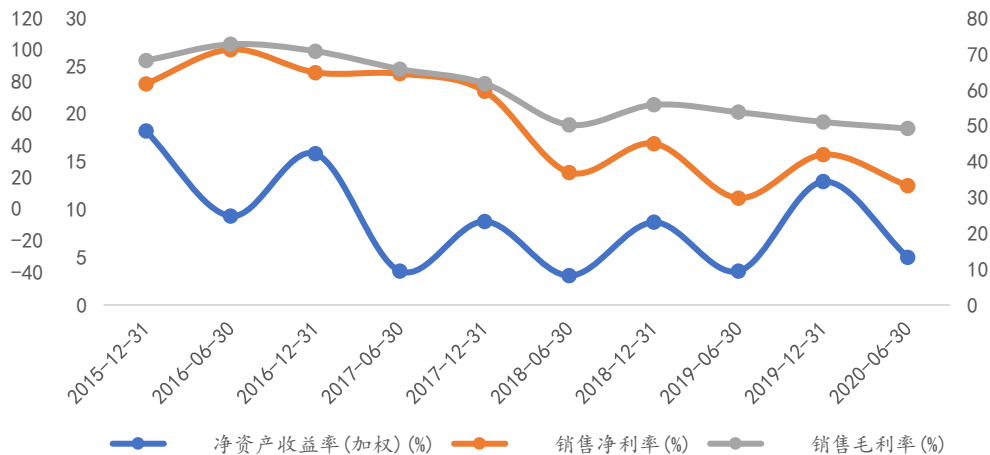
公司主营产业轨交减振产品，毛利率相对较高，近三年分别为61.77%/55.83%/51.04%，其波动主要受产品结构变化所致，而近几年有下滑趋势主要由于高毛利的（毛利70%以上）减振垫占比下滑所致，随着市场竞争的加剧和产品结构的变化，毛利率虽然下滑，但是仍然处于较高水平。

业绩水平



资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

盈利水平



资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

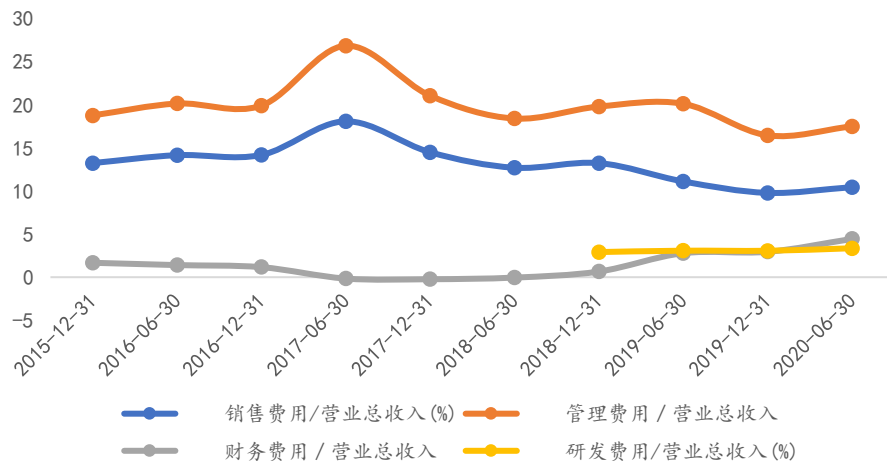
### ➤ 费用：整体管控较好，研发持续投入

公司费用管控相对较好，整体较为稳健，18-19年随着业务不断扩张，费用略有上升。同时公司积极布局各类产品，持续投入研发开拓创新产品类型。

### ➤ 资产结构：业务扩张债务融资增多，可转债发行改善结构

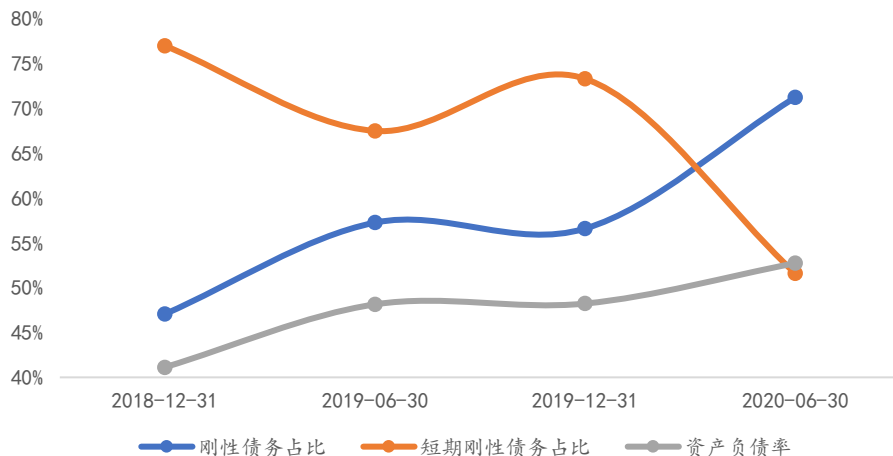
随着公司主营扩张、合并范围扩张，债务融资规模逐步扩大，资产负债率有所上升，截至今年中报升至52.72%，同时刚性债务占比不断上升，而短期刚性债务比重较大，今年可转债发行后，债务期限结构有所改善。

费用水平



资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

债务结构



资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

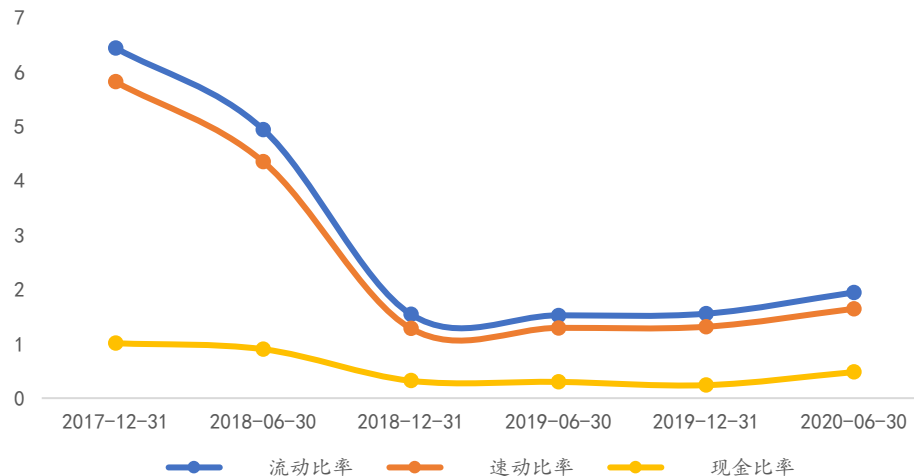
### 短期偿债水平：维持较好水平

截至2020中报，流动比率、速动比率、现金比率分别为1.94/1.64/0.48，即期债务偿付相对较有保障。

### 营运能力：受行业特征影响周转较慢

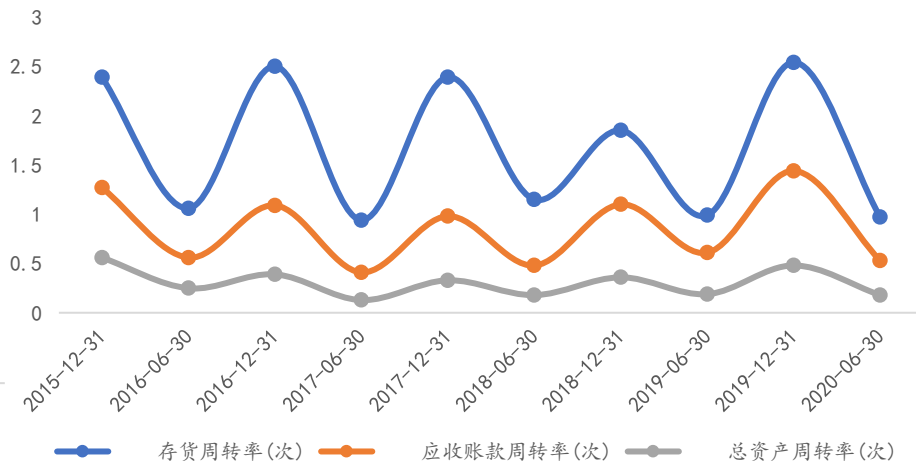
由于公司下游为轨道交通施工单位或业主单位，因此回款受建设周期影响，相对较慢，但下游客户资质与信用等级较高，回款保证性较高，主要受宏观环境影响。

短期偿债



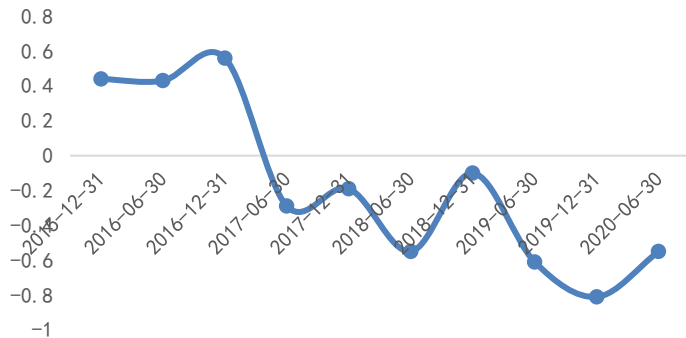
资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

营运能力

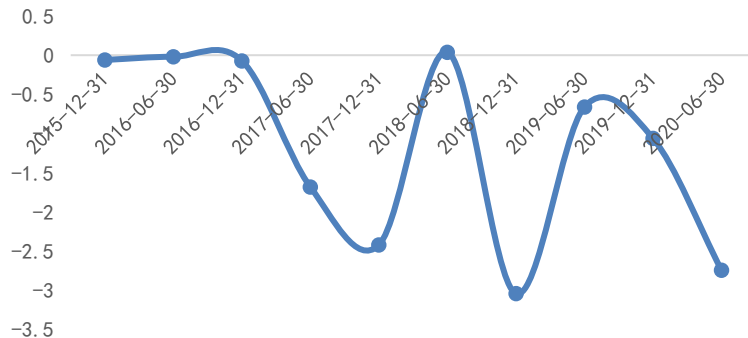


资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

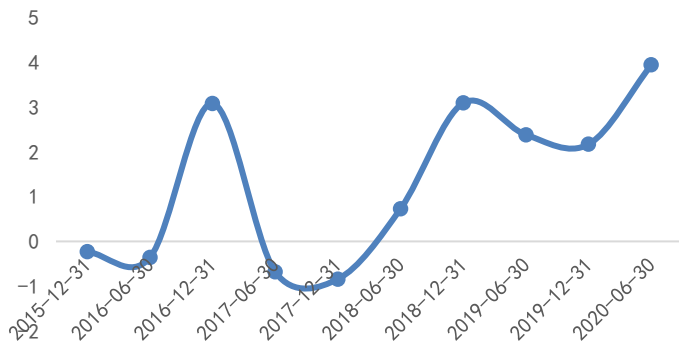
经营活动产生的现金流量净额



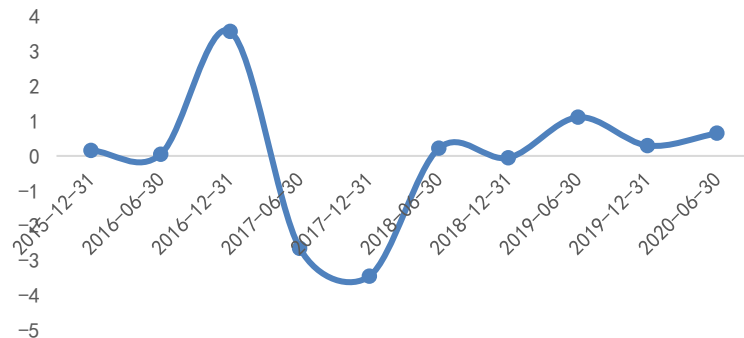
投资活动产生的现金流量净额



筹资活动产生的现金流量净额



现金及现金等价物净增加额



资料来源: wind, 太平洋证券研究院整理

随着城镇化不断推进，国内交通网愈加密集，下游城轨建设正处于快速发展期，加之噪声污染防治日渐重视，公司传统主业轨交减振降噪不断受益，同时公司布局建筑减隔震，业务领域拓宽，虽然短期内无法形成业绩贡献，无法充分享受建筑减隔震的行业红利，但公司加强研发及市场开拓，有望2-3年内形成规模。预计2020-2022年归母净利润分别为1.93/2.45/2.78亿，EPS分别为0.63/0.79/0.90元，对应PE分别为25/20/18倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表：盈利预测表

| 项目/年度    | 2019A   | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|
| 单位：百万元   | 实际      | 本次      | 本次      | 本次      |
| 营业收入     | 990.23  | 1231.30 | 1413.15 | 1614.85 |
| 增长率（%）   | 101.88% | 24.34%  | 14.77%  | 14.27%  |
| 归母净利润    | 126.75  | 193.58  | 245.01  | 278.46  |
| 增长率（%）   | 62.55%  | 52.73%  | 26.57%  | 13.65%  |
| EPS（元/股） | 0.41    | 0.63    | 0.79    | 0.90    |
| 市盈率（P/E） | 38.65   | 25.18   | 19.90   | 17.51   |
| 市净率（P/B） | 4.69    | 4.03    | 3.43    | 2.92    |

资料来源：wind，太平洋证券研究院整理

《建设工程抗震管理条例》落地不及预期，基建资金收紧，城轨审批收紧。

**王介超（太平洋钢铁建筑首席分析师）：**S1190519100003，高级工程师，注册一级建造师，注册咨询师（投资），钢铁行业及建筑行业工作8年，主编钢铁行业国标GB/T 18916.31，拥有多项专利（发明专利1项），先后担任主任，项目经理，并参与执行海外“一带一路”工程项目，有较为丰富的钢铁行业经验以及国内外项目管理经验。2017年5月加入民生证券，任大周期组组长，2019年9月加入太平洋证券研究院，从事建筑、钢铁方向的研究工作。

**任菲菲（建筑行业分析师）：**S1190520010001，英国南安普顿大学硕士，风险与金融专业，3年卖方研究经验，2019年加入太平洋证券研究院，从事建筑方向研究工作。

| 职务      | 姓名  | 手机          | 邮箱                   |
|---------|-----|-------------|----------------------|
| 华北销售总监  | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com     |
| 华北销售    | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com    |
| 华北销售    | 孟超  | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com   |
| 华北销售    | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com      |
| 华北销售    | 韦洪涛 | 13269328776 | weiht@tpyzq.com      |
| 华东销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com     |
| 华东销售    | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 华东销售    | 杨海萍 | 17717461796 | yanghp@tpyzq.com     |
| 华东销售    | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com    |
| 华东销售    | 杨晶  | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com  |
| 华东销售    | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com      |
| 华东销售    | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com     |
| 华东销售    | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com       |
| 华南销售总监  | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com    |
| 华南销售    | 查方龙 | 18520786811 | zhafll@tpyzq.com     |
| 华南销售    | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com       |
| 华南销售    | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com    |
| 华南销售    | 张文婷 | 18820150251 | zhangwt@tpyzq.com    |

### ► 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；  
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；  
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下

### ► 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；  
增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；  
持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；  
减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。