



信达证券  
CINDA SECURITIES

Research and  
Development Center

# “城市群”助力轨交减振龙头高成长，减隔

## 震与锂化物贡献新增长点

—天铁股份(300587)公司首次覆盖报告

任菲菲  
S1500522020002  
13046033778

## 证券研究报告

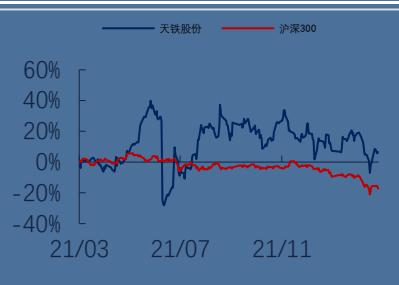
### 公司研究

#### 公司首次覆盖报告

天铁股份(300587)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

#### 公司主要数据

收盘价（元） 17.96

52 周内股价波动区间 23.57-12.11 (元)

最近一月涨跌幅(%) -8.41

总股本(亿股) 6.33

流通 A 股比例(%) 79.16

总市值(亿元) 113.68

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

# “城市群”助力轨交减振龙头高成长，减隔震与锂化物贡献新增长点

2022 年 03 月 27 日

## 报告内容摘要：

- ◆ **公司是国内轨交减振降噪领域龙头企业。**公司致力于从振动源解决轨道交通带来的噪音，依托自身多年经营经验，在保持现有产品市占率的同时，不断开发新产品，提升主业竞争力，在我国“城市群”快速发展的背景下，市域及城际加速建设，轨交减振降噪行业有望长期呈现高景气，公司作为龙头企业，主业轨交减振降噪板块高成长业绩有望持续兑现。此外，公司实施内伸外延式发展，采取多元化战略，积极布局建筑减隔震和锂化物板块，具备更好增长潜力。
- ◆ **轨交减振降噪行业长期高景气。**行业一方面受益于轨交建设需求提升，“十四五”期间仅三大区就计划新建1万公里市域城际，随着“城市群”不断发展，高景气持续性可期；另一方面受益于行业渗透率的提升预期，环保降噪要求不断提升，人大审议修订立法，将轨交减振降噪纳入立法范围，因此有望带动行业渗透率进一步提升。
- ◆ **公司市占率不断提升。**公司依靠多年的强势拿单能力，不断进行进口替代，业绩持续超预期，公司目前综合市占率10%以上，其中中等、高等减振均已较高，特殊减振领域属于新进入市场市占率尚且较低，但应用领域相同，我国大力支持进口替代的背景下，未来或有较大提升空间。
- ◆ **建筑减隔震行业在立法执行之后正处于蓄力爆发期，行业近 20 倍空间可期。**《建设工程抗震管理条例》已正式执行，建筑减隔震行业空间近20倍可期，当前行业空间仅为不到20亿，短期及中期可看380亿，长期“碳中和”背景可看1000亿以上。公司去年发行的可转债已布局产能7200套，目前建设顺利，公司作为少数具备快速扩张实力的上市公司有望享受行业扩容红利。
- ◆ **锂化物板块稳健盈利、高景气、现金流好，新产能已开工未来成长潜力大。**昌吉利于2016年就已被认定为高新技术企业，是国家《工业用氯代正丁烷》(HG/T 5381-2018)行业标准第一起草单位，目前已成为集丁基锂、电池级氯化锂、工业级氯化锂等锂化物及氯代烷烃等化工产品的研发、生产与销售为一体的中游锂化合物生产企业，围绕新能源+新材料+新医药行业发力，下游需求旺盛，主要客户为医药中间体、合成橡胶催化剂、合成金属锂、电子化学品、新能源电池等领域等。昌吉利扩至5万吨锂盐及3800吨烷基锂项目已经开工，发展潜力大，有望成为全国烷基锂细分龙头，助力业绩增厚、估值提升。
- ◆ **投资建议：**我们认为目前公司业绩主要驱动仍为主业轨交减振降噪，“城市群”发展迅速，城际与市域轨道交通建设有望加速，或长期呈现高景气。因此我们结合城际、市域、地铁规划与建设节奏，以及环保降噪背景下行业渗透率提升的预期，我们认为到2025年行业CAGR为27%，公司积极扩张品类的同时，市占率也有望加速提升，未来三年业绩CAGR有望在50%左右。预计2021-2023年收入分别为18.16、27.22、38.74亿，预计2021-2023年归母净利润分别为3.01、4.49、6.81亿元，对应当前股价PE分别为37.43X、25.14X、16.56X。首次覆盖给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**基建投资大幅下滑，“城市群”发展不及预期。

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	990	1,235	1,816	2,722	3,874
增长率 YoY %	101.9%	24.8%	47.0%	49.9%	42.3%
归属母公司净利润 (百万元)	127	196	301	449	681
增长率 YoY%	62.6%	54.7%	53.7%	48.8%	51.8%
毛利率%	51.0%	48.3%	51.7%	52.3%	52.3%
净资产收益率ROE%	12.1%	12.7%	14.1%	17.4%	20.9%
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.63	0.48	0.71	1.08
市盈率 P/E(倍)	37.76	19.76	37.43	25.14	16.56
市净率 P/B(倍)	2.76	2.73	5.29	4.37	3.46

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年03月25日收盘价

## 目 录

投资聚焦 .....	6
一、轨交减振龙头地位稳固，建筑减隔震和锂盐助推公司价值 .....	7
1.1 概览：打造轨交减振平台型公司 .....	7
1.2 股权激励计划业绩考核目标 CAGR 达 50%，彰显公司长期发展信心 .....	10
1.3 轨交减振+建筑减隔震+锂共同驱动公司未来业绩高增长 .....	11
二、“城市群”发力叠加渗透率提升，减振降噪行业空间大幅扩容 .....	12
2.1 轨交减振降噪产品体系及原理 .....	12
2.2 行业逻辑 1：城际、市域建设提速，带动减振降噪需求扩大 .....	13
2.3 行业逻辑 2：环保降噪趋严，轨交减振降噪渗透率提升 .....	15
2.4 产品力不断加持，打造减振降噪平台型公司 .....	17
三、布局建筑减隔震，轨交获单有优势 .....	18
3.1 抗震立法 9 月 1 日执行，减隔震行业 20 倍扩张启动在即 .....	18
3.2 依托自身轨交领域优势，向减隔震延伸提高项目附加值 .....	19
四、新能源子公司昌吉利 5 万吨锂盐项目顺利开工，长期投资价值可期 .....	23
4.1 昌吉利是烷基锂细分龙头，五倍新产能成功开工前景广阔 .....	23
4.2 新能源+新材料+新医药行业需求旺盛，扩产计划下长期业绩可 .....	24
五、财务分析 .....	27
盈利预测及投资建议 .....	28
风险因素 .....	29

## 表 目 录

表 1 减振产品分类及对应产品毛利率区间 .....	13
表 2 我国“城市群”“都市圈”及省份轨道交通规划梳理 .....	15
表 3 行业标准 .....	16
表 4 公司 2021 年部分订单 .....	17
表 5 市场空间测算汇总 .....	19
表 6 全国多个城市出台 TOD 相关政策 .....	20
表 7 公司可转债募投减隔震项目信息 .....	23
表 8 PPS 下游应用 .....	26
表 9 可比公司估值 .....	29

## 图 目 录

图 1 公司产品结构 .....	7
图 2 减振降噪产品体系 .....	7
图 3 高等减振-橡胶减振垫产品示意图 .....	7
图 4 橡胶减振垫应用图解 .....	7
图 5 特殊减振-橡胶弹簧产品示意图 .....	7
图 6 橡胶弹簧应用图解 .....	7
图 7 特殊减振-钢弹簧产品示意图 .....	8
图 8 钢弹簧应用图解 .....	8
图 9 中等减振-橡胶套靴产品示意图 .....	8
图 10 橡胶套靴应用图解 .....	8
图 11 中等减振-钢轨波导吸振器产品示意图 .....	9
图 12 钢轨波导吸振器应用图解 .....	9
图 13 中等减振-扣件产品示意图 .....	9
图 14 其他降噪产品-声屏障 .....	9
图 15 其他轨道产品-橡胶道口板 .....	9
图 16 其他产品-装配式基坑支护（北京中地盾构） .....	9
图 17 天铁减隔震产品 .....	10
图 18 昌吉利核心产品 .....	10
图 19 公司股权结构图 .....	10
图 20 首次授予激励对象名单 .....	11
图 21 解除限售期的业绩考核标准 .....	11
图 22 公司营收及增速（万元） .....	11
图 23 公司归母净利润及增速（万元） .....	11
图 24 2021H1 公司收入结构 .....	12
图 25 2020 年公司收入结构 .....	12
图 26 轨道交通振动及噪声传导图示 .....	12

图 27 城镇化率与人均资本存量关系 .....	13
图 28 我国地铁每年新增里程及增速(公里, %) .....	14
图 29 我国高铁每年新增里程及增速(公里, %) .....	14
图 30 三大区计划五年新建1万公里城际市域 .....	14
图 31 三年新增3000公里城际市域运营 .....	14
图 32 人大发布《中华人民共和国噪声污染防治法》 .....	16
图 33 立法文件截图 .....	18
图 34 重庆沙坪坝TOD项目示意图 .....	20
图 35 全国城市轨道交通票务及非票务收入 .....	21
图 36 全国城市轨道交通非票务收入结构 .....	21
图 37 万科徐泾地铁上盖减隔震设计示意图 .....	21
图 38 地铁上盖物业减隔震示意图 .....	22
图 39 2020年城市轨道交通运营线路增长情况及车站数量 .....	22
图 40 昌吉利近年收入及净利润情况(亿, %) .....	24
图 41 昌吉利产品体系 .....	24
图 42 锂电池成本结构 .....	25
图 43 我国丁基锂需求结构 .....	25
图 44 锂板块产业链上下游图示 .....	25
图 45 我国新能源汽车销量占比 .....	26
图 46 我国新能源汽车今年销量爆发增长(%) .....	26
图 47 公司营业收入及增速(万元) .....	27
图 48 公司归母净利润及增速(万元) .....	27
图 49 公司毛利率、净利率情况(%) .....	27
图 50 公司费率情况(%) .....	27
图 51 公司现金流情况(万元) .....	28
图 52 公司应收款和存货周转天数(天) .....	28
图 53 公司资产负债率情况(%) .....	28
图 54 公司债务结构 .....	28

## 投资聚焦

与市场不同的是，本文聚焦于行业需求，深入探寻下游轨道交通的建设潜力，市场多认为我国铁路建设网已较为完善，未来增长预期放缓，然而我国历经数十年发展，“十三五”综合交通网络总里程已突破 600 万公里，“十纵十横”综合运输大通道基本贯通，城市轨道交通如地铁等在全国核心城市相对完善，但不可忽略的是，随着我国经济发达程度越来越高，我国更加重视交通效率，为加速城市群一体化交通网络、都市圈 1 小时、城市群 2 小时通勤圈形成，未来城际铁路与市域铁路将成为轨道交通建设主力，该类建设里程正迎来高速成长期。

我国“交通强国”战略背景下，“十四五”期间计划在京津冀、长三角、大湾区新开工城际和市域铁路 1 万公里，2021 年 3 月交通运输部在国新办会议称三年内新增城际铁路和市域铁路运营里程 3000 公里。此外，成渝、山东半岛、长江中游等城市群，南京、福州、西安等都市圈也陆续发布规划或通过审批，全国“城市群”建设进展加速。

随着 2021 年 12 月 24 日人大发布《中华人民共和国噪声污染防治法》，要求“新建、改建、扩建经过噪声敏感建筑物集中区域的高速公路、城市高架、铁路和城市轨道交通线路等的，建设单位应当在可能造成噪声污染的重点路段设置声屏障或者采取其他减少振动、降低噪声的措施，符合有关交通基础设施工程技术规范以及标准要求。”轨道交通减振降噪措施重要程度凸显，行业渗透率具备提升预期。

公司在减振降噪行业中属于龙头地位，市占率超过 10%，在主要产品减振垫、套靴等产品领域城市占率维持较高水平，但公司积极开拓新产品，在维持原有产品经营的情况下，逐步提升市场份额。同时，公司向建筑减隔震、锂化物板块延伸新业务，增加新业绩增长点。预计 2021-2023 年收入分别为 18.16、27.22、38.74 亿，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 3.01、4.49、6.81 亿元。

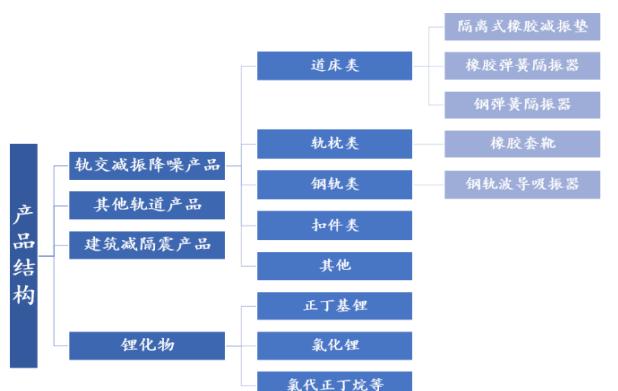
## 一、轨交减振龙头地位稳固，建筑减隔震和锂盐助推公司价值

### 1.1 概览：打造轨交减振平台型公司

天铁有限公司于 2003 年设立，确立以轨道工程橡胶产品为主业的发展思路，并于 2004 年自主研发嵌丝橡胶道口板，后于 2009-2010 年引进德国技术，并消化、吸收及自主创新而逐渐形成隔离式橡胶减振垫，2011 年正式成立浙江天铁实业股份有限公司，于 2017 年正式在创业板上市（300587）。

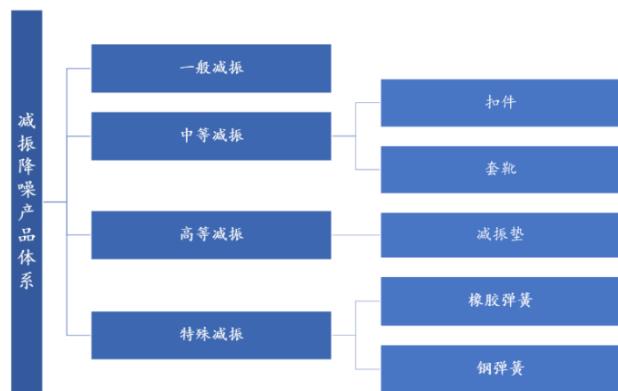
公司当前主营轨道工程橡胶制品的研发、生产和销售，包括隔离式橡胶减振垫、弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴等轨道结构减振产品，主要应用于轨道交通领域，涵盖城市轨道交通、城际轨道交通、高速铁路、重载铁路等多类轨道交通领域。目前公司的轨交结构减振产品已应用于全国 30 多个城市的 100 余条城市轨道交通线路和部分铁路项目。

图 1 公司产品结构



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

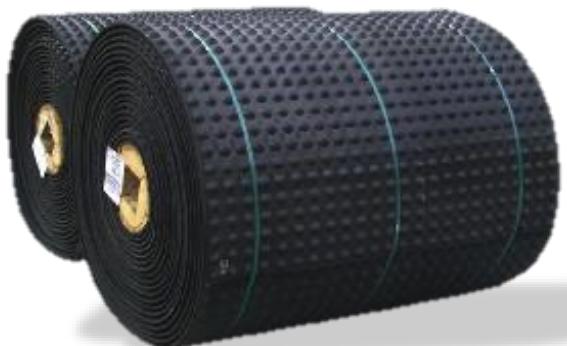
图 2 减振降噪产品体系



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

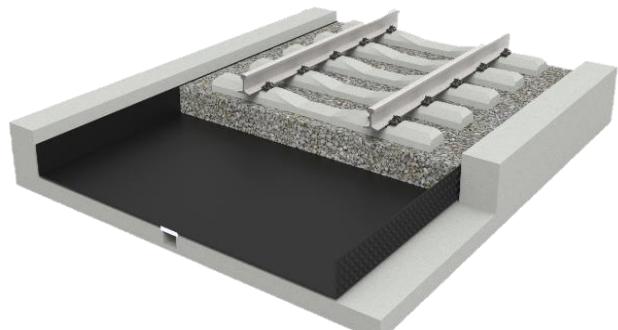
公司产品体系完善，是唯一一家产品体系覆盖中等、高等、特殊减振的公司，同时不断开拓新产品，打造减振降噪平台型公司，作为行业标准制定者，龙头地位凸显。公司交通减振降噪产品种类较为齐全（能够满足一般、中等、高等、特殊等级减振需求），生产工艺与产品配方设计达国内先进水平，参与行业标准编制，工程领域经验丰富，在原有的减振垫与套靴等产品基础上，不断研发新产品，近年逐步开始生产橡胶弹簧与钢弹簧减振器、钢轨波导吸振器、声屏障等各类产品，致力于打造减振降噪平台型公司。

图 3 高等减振-橡胶减振垫产品示意图



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 4 橡胶减振垫应用图解



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

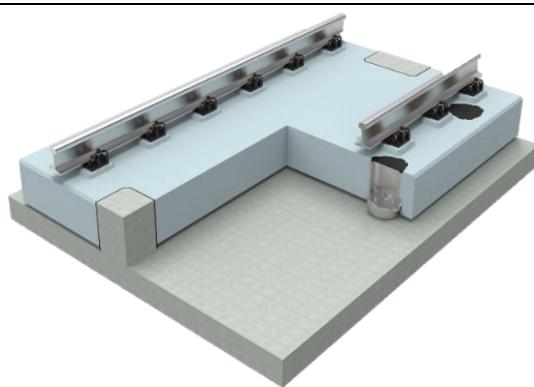
图 5 特殊减振-橡胶弹簧产品示意图

图 6 橡胶弹簧应用图解



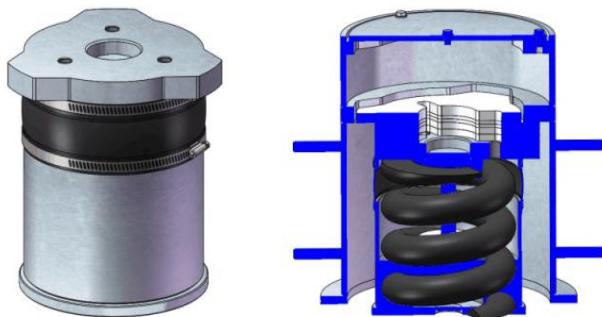
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 7 特殊减振-钢弹簧产品示意图



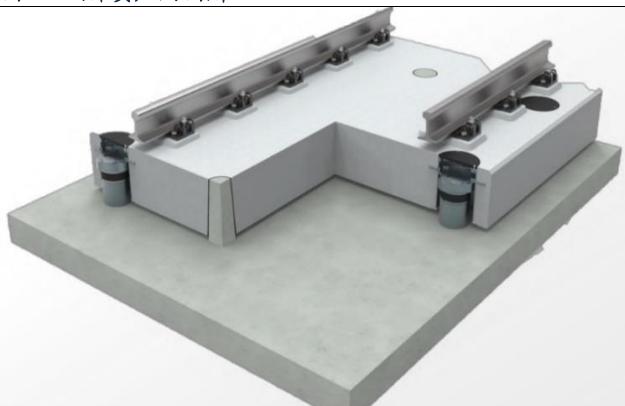
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 8 钢弹簧应用图解



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 9 中等减振-橡胶套靴产品示意图

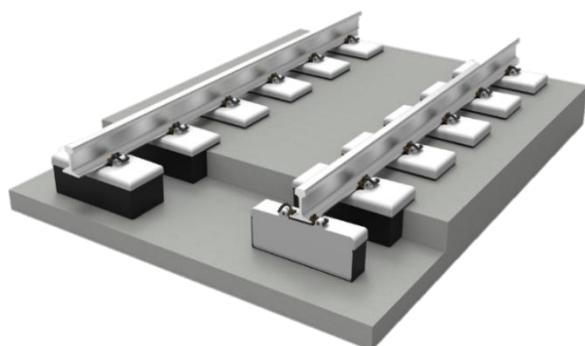


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 10 橡胶套靴应用图解



资料来源：公司官网，信达证券研发中心



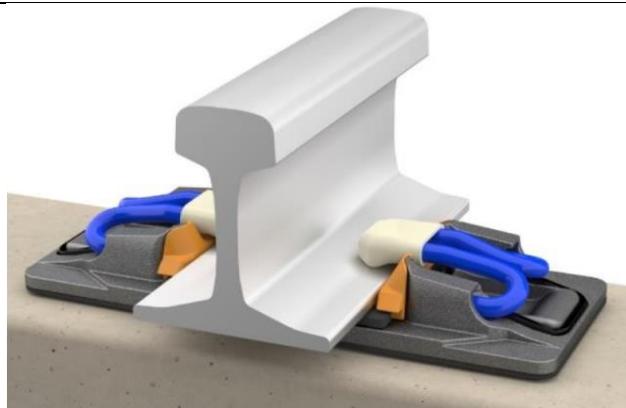
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 11 中等减振-钢轨波导吸振器产品示意图



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 13 中等减振-扣件产品示意图



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 15 其他轨道产品-橡胶道口板



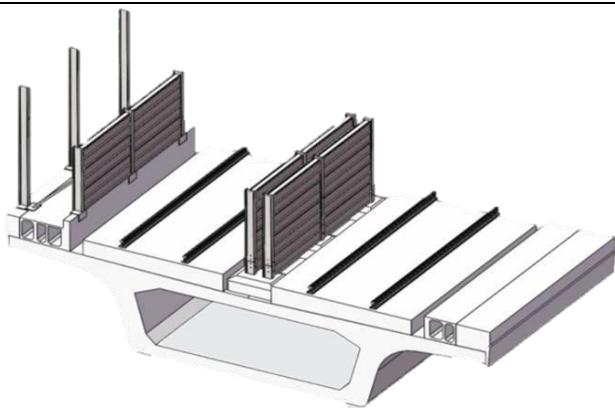
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 12 钢轨波导吸振器应用图解



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 14 其他降噪产品-声屏障



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 16 其他产品-装配式基坑支护（北京中地盾构）



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

此外，公司进一步进行多元化发展，布局建筑减隔震和锂化物，有望持续助力公司增厚业绩、提升估值。公司去年发行可转债布局建筑减隔震，总投资 9,752.65 万，募集资金投入 8,230.34 万元，在建产能 7200 套，目前产能建设进展顺利，有望受益于《建设工程抗震管理条例》带来的行业扩容红利。

全资子公司昌吉利在烷基锂细分领域竞争力较强。该公司年产 50000 吨锂盐、3800 吨烷基锂系列及其配套产品项目已经开工，项目总投资约 10 亿元，公司已于 2021 年 9 月 16 日在安徽庐江成立全资子公司安徽天铁锂电新能源有限公司，扩产项目于 2022 年 3 月 7 日正式

开工，计划于 2023 年开始逐步投产。建筑减隔震和锂均属未来长期高景气赛道，预计有望为公司贡献新的业绩增长点。

图 17 天铁减隔震产品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 18 昌吉利核心产品

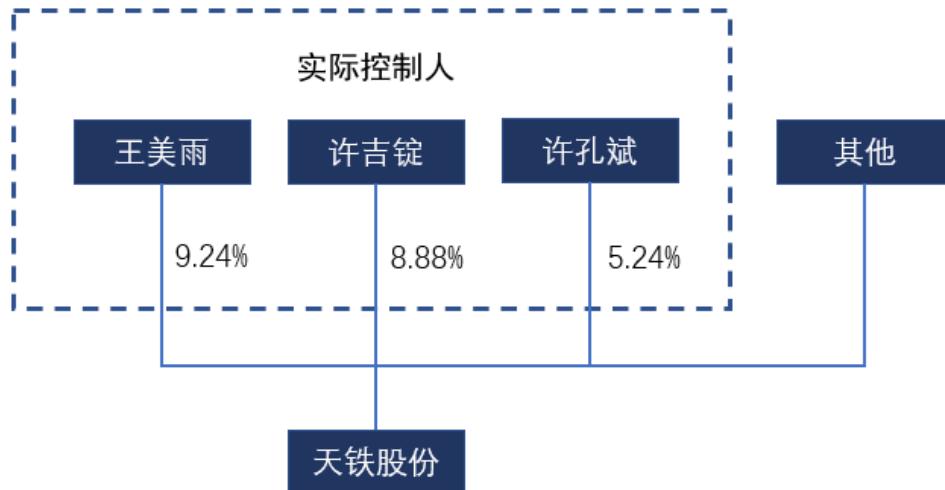


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

## 1.2 股权激励计划业绩考核目标 CAGR 达 50%，彰显公司长期发展信心

公司实际控制人为董事长许吉锭、王美雨夫妇及其子许孔斌。截至 2021 年 12 月 7 日，公司第一、第二和第三股东分别为王美雨、董事长许吉锭和许孔斌，持股比例分别为 9.24%、8.88% 和 5.24%，三人合计持股比例 23.36%，为公司实际控制人。此外，王美雨、许吉锭、许孔斌、许银斌、汤凯、曹张琳为一致行动人，其中许银斌为王美雨和许吉锭之子，持股比例 3.34%；曹张琳为许银斌之配偶。

图 19 公司股权结构图



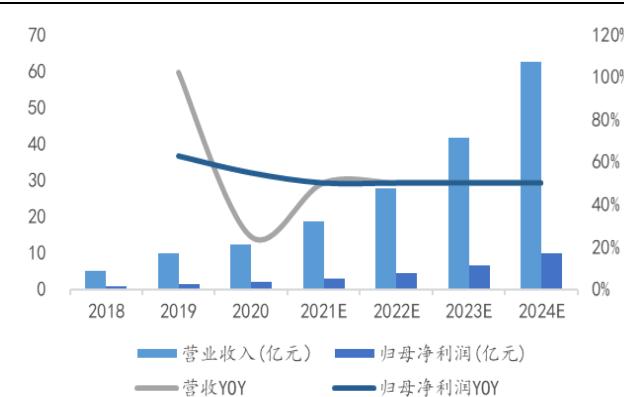
资料来源：WIND（数据截至 2021 年 12 月 7 日），信达证券研发中心

公司近日发布股权激励计划，考核目标 CAGR 达 50%，彰显公司长期发展信心。近日公司拟实施股票激励计划，拟向激励对象授予 500 万股，约占股本总额的 0.8%。本激励计划首次授予的限制性股票解除限售考核年度为 2022-2024 三年，以 2021 年业绩为基数，2022 年/2023 年/2024 年营业收入或净利润增长率分别不低于 50%/125%/237.5%，CAGR 达 50%。其中，牛文强、范微微、郑双莲和郑剑峰四位副总经理各 13 万股，占总股本 0.08%；其余的 67 人为核心管理人员与核心技术人员，总计 358 万股，占总股本 0.57%；预留部分 90 万股，占总股本 0.14%。

**图 20 首次授予激励对象名单**

姓名	职务	获授限制性股数(万股)	占本计划限制性股票总数的比例	占公告时股本总额的比例
牛文强	董事、副总	13	2.60%	0.02%
范薇薇	副总、董秘	13	2.60%	0.02%
郑双莲	副总、财务总监	13	2.60%	0.02%
郑剑锋	副总	13	2.60%	0.02%
核心管理人员、核心技术人员(67人)		358	71.60%	0.57%
预留部分		90	18.00%	0.14%
合计(71人)		500	100.00%	0.80%

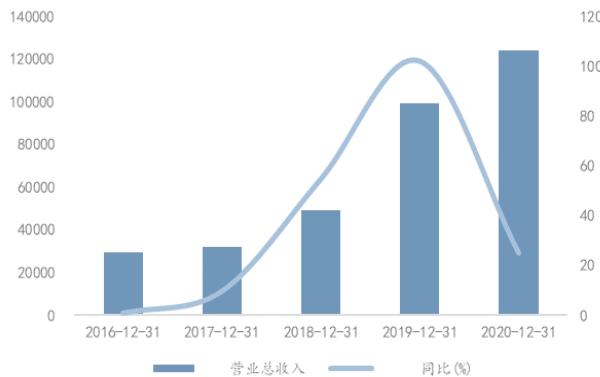
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

**图 21 解除限售期的业绩考核标准**


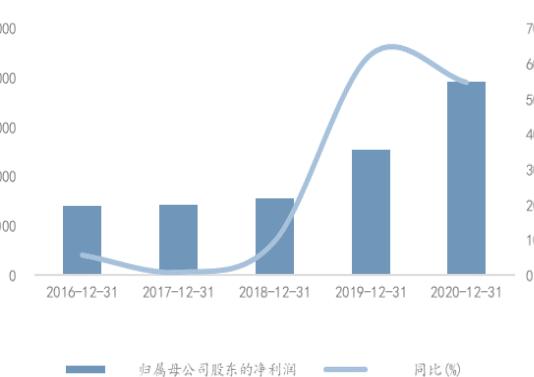
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

### 1.3 轨交减振+建筑减隔震+锂共同驱动公司未来业绩高增长

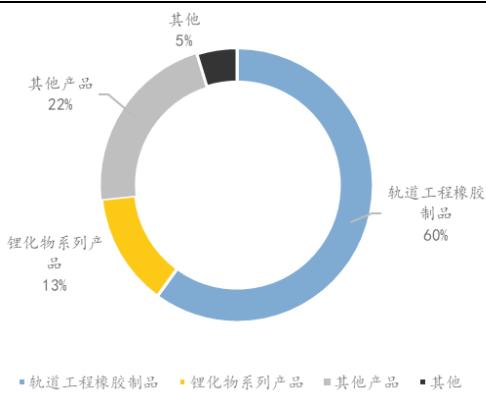
受益于“十三五”期间城市轨道交通建设加速，公司近年业绩高增长。公司近三年营业收入年均复合增速达 57.27%，归母净利润年均复合增速达 40.20%，扣非归母净利润年均复合增速达 43.34%。截至 2021 年前三季度，公司实现收入 13.41 亿，同比增速 66.04%，归母净利润 3.43 亿，同比增速 74.95%，延续高业绩增速。“十三五”期间以地铁为主的城市轨道交通快速发展，由 2015 年底的 3618 公里增长到 7969.7 公里，“十三五”期间增长 2.2 倍。未来“城市群”“都市圈”大规模建设的背景下，京津冀、长三角、大湾区计划“十四五”期间开工 1 万公里，城际及市域铁路建设将长期呈现持续放量。同时，我国环保降噪要求日益趋严，尤其 21 年 12 月 24 日已发布新版《环境噪声污染防治法》，将轨道交通噪声污染防治纳入其中，轨交减振降噪行业渗透率有望进一步提升。

**图 22 公司营收及增速 (万元)**


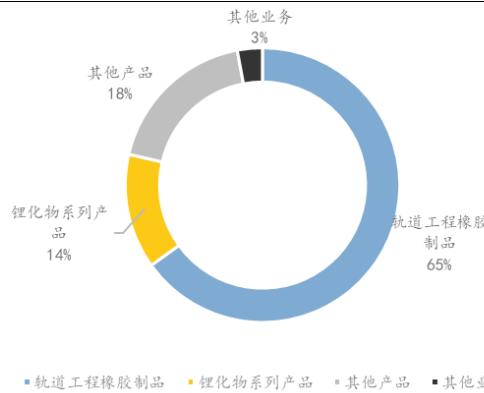
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

**图 23 公司归母净利润及增速 (万元)**


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

**图 24 2021H1 公司收入结构**


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

**图 25 2020 年公司收入结构**


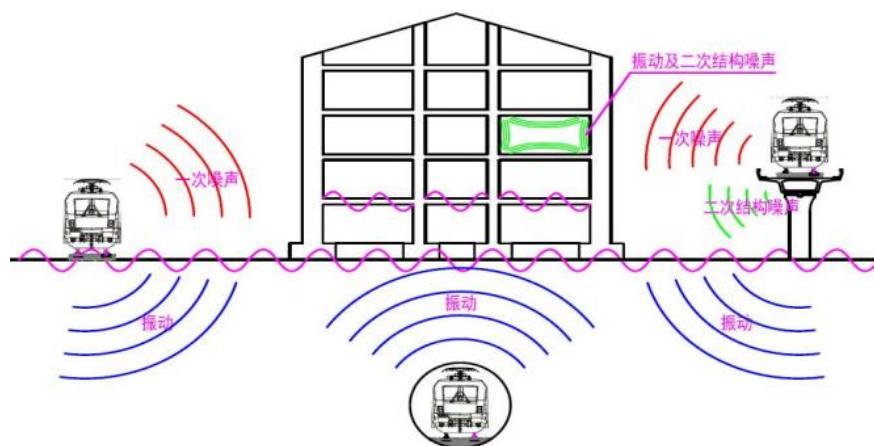
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

综上，公司减振降噪主业未来高增速可期，加之建筑减隔震受益于抗震立法带来的 20 倍扩容红利，以及“碳中和”背景下锂板块的高景气需求，公司未来业绩有望持续呈现高增长。

## 二、“城市群”发力叠加渗透率提升，减振降噪行业空间大幅扩容

### 2.1 轨交减振降噪产品体系及原理

轨道交通噪声与振动污染主要包括一次噪声、振动以及由其引起的二次辐射噪声污染。1) 其中轨道交通的一次噪声污染包括牵引机车噪声、轮轨噪声、受电弓及车辆空气动力性噪声等，根据环保部 2013 年发布的国家环境保护标准《环境噪声与振动控制工程技术导则》(HJ2034-2013)，高铁列车运行的噪声污染源的强度大约为 130~140 分贝，大部分地铁、轻轨列车运行的噪声污染源的强度大约为 90~100 分贝。2) 轨道交通的振动及二次辐射噪声污染，主要传导途径为车轮与轨道之间的相互作用而产生振动，振动又通过轨道及其下部结构传播至土壤，从而对沿线建筑物的平稳性产生影响，将影响精密仪器、仪表的精度和灵敏度，以及沿线居民的正常生活。

**图 26 轨道交通振动及噪声传导图示**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

噪声与振动控制的基本原则为优先对噪声或振动源进行控制，其次尽可能靠近污染源采取传播途径的控制技术措施；必要时再考虑敏感目标防护措施。从噪声或振动源控制，应根据各种设备噪声、振动产生机理，采用针对性的减振降噪技术；从传播途径控制角度，声源降噪受到很大局限甚至无法实施的情况下，应在传播途径上采取隔声、吸声、消声、隔振、阻

尼处理等有效技术手段及措施，以抑制噪声与振动的扩散；从敏感目标防护角度，在对噪声或振动源、传播途径均难以采用有效噪声与振动控制措施的情况下，应对敏感目标进行防护。

公司提供的轨道结构减振产品属于从振动源实施控制的减振措施，通过在道床、轨枕、钢轨和扣件处设置不同的减振部件，实现对轨道交通噪声与振动污染控制的功能。根据使用部位不同，轨道结构减振产品主要可分为道床类、轨枕类、扣件类和钢轨类四种。根据《地铁设计规范》(GB 50157-2013)，减振级别可分为中等减振、高等减振和特殊减振三个等级。根据不同施工地点的减振等级要求，施工单位可有针对性的使用不同的产品。

表 1 减振产品分类及对应产品毛利率区间

减振产品等级	产品名称	公司毛利率水平
中等减振	扣件、套靴等	45-55%
高等减振	隔离式橡胶减振垫	65-70%
特殊减振	钢弹簧、橡胶弹簧	未披露

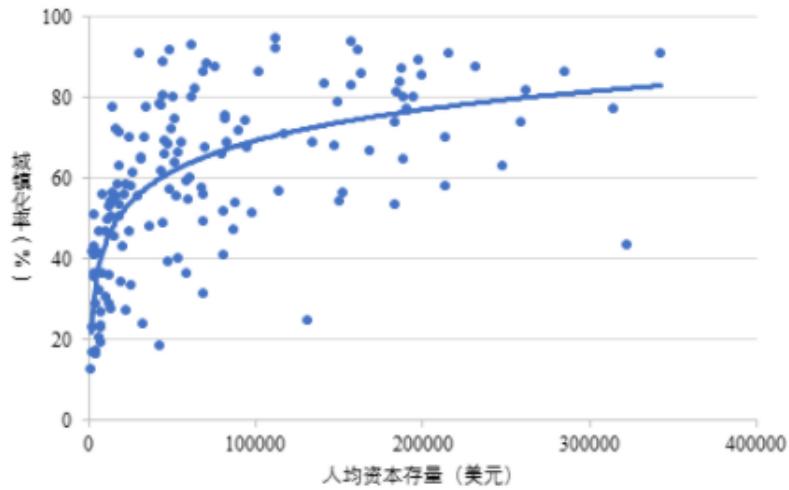
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 2.2 行业逻辑 1：城际、市域建设提速，带动减振降噪需求扩大

随着城镇化率不断提升，我国以“大聚集、小分散”的都市区和城市群为主体的城市体系将逐步形成。从国际经验看，城市发展的一般规律是从单中心城市到多中心大都市区，再到城市群以及大都市带，最后到城市网络。城市化率从30%提升到50%的过程中，城市规模快速大型化、形态迅速多样化，“城市群都市圈”发展模式逐步形成，英国在城镇化率50%的时候，大伦敦郊区化和伦敦利物浦为轴线的连绵城市带出现，美国大西洋沿岸城市带开始形成。城镇化对投资需求的带动效应明显，未来我国新增城镇人口将主要集中在城市群与都市圈，其发展至关重要。

我国城际、市域铁路加速建设，不断朝“1、2、3小时”出行圈发力。其中“1小时”主要代表城区市域（郊）通达，发挥着轨交运输“毛细血管”的作用，“2小时”主要指城市群内主要城市间2小时通达，发挥着轨交运输“小动脉”的作用，“3小时”指相邻城市群及省会城市间3小时通达，发挥着轨交运输“大动脉”的作用。我国“十二五”到“十三五”主要将高铁干线搭建起来，解决“3小时”通达，当前阶段“十四五”期间将加速完善“1小时”和“2小时”通达，即加速城际及市域轨道交通建设进展。

图 27 城镇化率与人均资本存量关系



资料来源：世界银行、发改委，信达证券研发中心

从“高铁时代”迈向“城铁时代”，我国城际市域目前仍是短板，也是减振降噪未来最大的需求领域。我国高铁由“十二五”的1.98万公里增加到“十三五”的3.79万公里，远超出《中

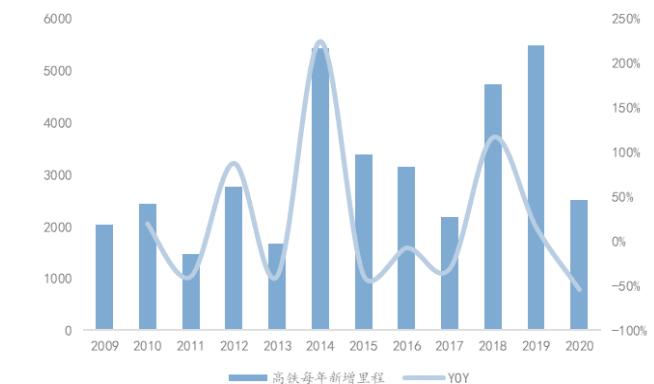
长期铁路网规划》中制定的 3 万公里规划,《新时代交通强国铁路先行规划纲要》计划在未来十五年内高速总里程达到 7 万公里, 地铁由“十二五”的 2658 公里提高到“十三五”的 6303 公里, 因此“十三五”是高铁和地铁建设最快的五年, 而城际、市域铁路快速建设的时代即将来临, 我国截至 2020 年城际、市域里程不到 2000 公里, 发改委计划未来五年在京津冀、长三角、大湾区新开工城际市域 1 万公里, 下一步补足城际市域短板将成为我国“十四五”发展的重心。

图 28 我国地铁每年新增里程及增速(公里, %)



资料来源: 地震局, 信达证券研发中心

图 29 我国高铁每年新增里程及增速(公里, %)



资料来源: 地震局, 信达证券研发中心

“十四五”期间仅三大区就开工 1 万公里, 随着更多城市群经济水平提升, 轨交长期发展动力足。发改委称未来五年我国将在京津冀、长三角、大湾区新开工建设城际铁路和市域铁路约 1 万公里, 三年 6000 公里。三年内计划新增城际和市域铁路运营里程 3000 公里。根据《长江三角洲地区多层次轨道交通规划》, 目标形成一批多种轨道交通一体衔接、高效换乘的综合交通枢纽, 到 2025 年基本建成轨道上的长三角, 轨道交通总里程达到 2.2 万公里以上, 新增里程超过 8000 公里, 其中新建干线铁路 3702 公里, 城际铁路 1280 公里, 市域 1367 公里, 城市轨道交通或将超过 1651 公里。三大区经济发达程度较高, 且备受政策支持, 轨交建设不易受地方财政影响。

图 30 三大区计划五年新建 1 万公里城际市域



资料来源: 发改委, 信达证券研发中心

图 31 三年新增 3000 公里城际市域运营



资料来源: 国新办, 信达证券研发中心

我国规划了 19 个城市群, 随着未来我国更多城市群的经济状况越来越好, 城际市域建设将向更多地区延伸, 长期发展空间可期。从各个城市群具体交通运输规划来看, 除京津冀、长三角、大湾区的 1 万公里预期开工里程之外, 成渝、山东半岛等城市群都市圈陆续出台, 其中《成渝地区双城经济圈综合交通运输发展规划》中计划成渝地区目标到 2025 年基本建成轨道上的双城经济圈, 轨道交通总规模达到 10000 公里以上, 其中铁路网规模 9000 公里以上, 《山东半岛城市群发展规划(2021-2035 年)》中计划到 2025 年高速(城际)铁路里程从

2110 公里翻倍增至 4400 公里。《长江中游城市群发展“十四五”实施方案》规划到 2025 年，长江中游城市铁路总里程达 1.4 万公里，基本实现城市群内主要城 2 市小时通达。近期国务院审批通过了《关于报送〈北部湾城市群建设“十四五”实施方案〉(送审稿)的请示》。随着我国新型城镇化战略纵深推进，其余城市群规划也将相继落地，我国规划的 19 个城市群承载了全国 70%以上的人口、贡献了 80%以上的国内生产总值，随着未来我国经济发达程度不断提高，其他城市群、都市圈城际市域轨道交通建设规划有望持续、快速落地。

**表 2 我国“城市群”“都市圈”及省份轨道交通规划梳理**

文件名称	发布时间	建设里程目标
《长江中游城市群发展“十四五”实施方案》	2022/3/15	到 2025 年，铁路总里程达到 1.4 万公里。
《山东半岛城市群发展规划（2021—2035 年）》	2021/12/31	到 2025 年，全省铁路总里程力争达到 9700 公里（增长 40%）。高速（城际）铁路达到 4400 公里。
《成渝地区双城经济圈多层次轨道交通规划》	2021/12/10	轨道交通网络规模达 10000 公里以上，铁路总里程 9000 公里以上，高铁总里程 3200 公里以上。
《北京市“十四五”时期重大基础设施发展规划》	2022/3/3	轨道交通（含市郊铁路）总里程 1600 公里，市域（郊）铁路运营里程力争达到 600 公里，城市轨道交通运营总里程力争达到 1000 公里。
《北京市轨道交通线网规划（2020 年—2035 年）》	2021/12/9	到 2035 年，北京市轨道交通线网总规模约 2673 公里，区域快线里程约 1095 公里，城市轨道交通里程约 1578 公里。
《南京市“十四五”综合交通运输体系发展规划解读》	2021/10/21	到 2025 年，高速铁路里程达到 331 公里。轨道交通运营里程达到 570 公里以上（含有轨电车），其中都市圈城际运营里程约 230 公里。城市轨道里程约 340 公里。
《广东省综合交通运输体系“十四五”发展规划》	2021/9/4	全省轨道交通运营里程 8200 公里，其中铁路运营里程 6500 公里，城市轨道交通 1700 公里。铁路运营里程中含高速铁路 3600 公里，城际铁路 800 公里。
《湖南省“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》	2021/8/23	大通道大枢纽地位全面提升。铁路总里程突破 6300 公里，其中高铁里程 2600 公里左右，全面实现市市通高铁。
《河北省综合立体交通网规划纲要》	2021/8/26	到 2025 年前，预期高速铁路（含城际铁路）达到 2500 公里左右。到 2035 年，预期高速铁路（含城际铁路）网总里程达到 4000 公里左右。2025 年前，建成投产和邢铁路，完成京通铁路等电气化改造，推进太锡铁路等项目建设，预期普速铁路达到 6600 公里左右。到 2035 年，普速铁路网总里程达到 7000 公里左右。
《山东省“十四五”综合交通运输体系发展规划》	2021/7/19	铁路里程 9700 公里，高速（城际）铁路里程 4400 公里，城市轨道交通里程 700 公里。
《浙江省综合交通运输发展“十四五”规划》	2021/6/17	铁路运营里程 5000 公里，轨道交通运营里程 1300 公里，高速铁路里程 2800 公里。
《长江三角洲地区多层次轨道交通规划》	2021/7/2	轨道交通总里程达到 2.2 万公里，新增超过 8000 公里。干线铁路营业里程约 1.7 万公里，其中高速铁路约 8000 公里，城际铁路 1500 公里，市域（郊）铁路 1000 公里，城市轨道 3000 公里。
《深圳市“十四五”综合交通运输体系发展规划》	2021/4/13	铁路通车里程 300 公里，城市轨道通车里程 640 公里。
《徐州市“十四五”综合交通运输体系发展规划》	2021/8/31	高速铁路里程 500 公里，城市轨道运营里程 93.7 公里。
《无锡市“十四五”综合交通运输体系发展规划》	2021/11/8	铁路规模面积密度 7.6 公里/百平方公里。
《天津市综合交通运输“十四五”规划》	2021/8/12	到 2025 年，高铁城际里程达到 470 公里，铁路网总里程突破 1500 公里，全市轨道交通运营里程突破 500 公里。

资料来源：发改委、政府网，信达证券研发中心

## 2.3 行业逻辑 2：环保降噪趋严，轨交减振降噪渗透率提升

公司是行业标准制定者，近日人大修订《中华人民共和国噪声污染防治法》，环保降噪要求将更加严格，行业渗透率有望快速提升。公司参编多项行业标准，是轨道减振降噪行业领军企业，公司参编的《城市轨道交通环境振动与噪声控制工程技术规范》，与北京市劳动保护科学研究所、中国环境保护产业协会噪声与振动控制委员会、国家环境保护城市噪声与振动控制工程技术中心共同起草，由生态环境部执行，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。

人大于2021年12月24日正式发布的《中华人民共和国噪声污染防治法》中，将轨道交通带来的噪声污染管控纳入法案，要求“建、改建、扩建经过噪声敏感建筑物集中区域的高速公路、城市高架、铁路和城市轨道交通线路等的，建设单位应当在可能造成噪声污染的重点路段设置声屏障或者采取其他减少振动、降低噪声的措施，符合有关交通基础设施工程技术规范以及标准要求。”，同时要求“城市轨道交通运营单位、铁路运输企业应当加强对城市轨道交通线路和城市轨道交通车辆、铁路线路和铁路机车车辆的维护和保养，保持减少振动、降低噪声设施正常运行，并按照国家规定进行监测，保存原始监测记录，对监测数据的真实性和准确性负责”。通过减振降噪产品能够从源头解决问题，有效改善扰民问题，提高沿线建筑舒适度，是从源头解决轨交噪声的优选技术，长期发展势在必行。

图 32 人大发布《中华人民共和国噪声污染防治法》



The screenshot shows the official website of the Chinese National People's Congress (NPC) displaying the newly passed Noise Pollution Prevention and Control Law. The page includes the NPC logo, a navigation bar with links like '首页' (Home), '宪法' (Constitution), and '人大机构' (People's Congress institutions). The main content area features the title '中华人民共和国噪声污染防治法' (Noise Pollution Prevention and Control Law) and the date '(2021年12月24日第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十二次会议通过)' (Passed by the Standing Committee of the 13th NPC on December 24, 2021). Below the title, there is a detailed table of contents (目录) and several sections of the law. A red box highlights specific provisions regarding traffic infrastructure noise control.

第六章 交通运输噪声污染防治	
第四十四条 本法所称交通运输噪声，是指机动车、铁路机车车辆、城市轨道交通车辆、机动船舶、航空器等交通运输工具在运行时产生的干扰周围生活环境的声音。	
第四十五条 各级人民政府及其有关部门制定、修改国土空间规划和交通运输等相关规划，应当综合考虑公路、城市道路、铁路、城市轨道交通线路、水路、港口和民用机场及其起降航线对周围声环境的影响。	
新建公路、铁路线路选线设计，应当尽量避开噪声敏感建筑物集中区域。	
新建民用机场选址与噪声敏感建筑物集中区域的距离应当符合标准要求。	
第四十六条 制定交通基础设施工程技术规范，应当明确噪声污染防治要求。	
新建、改建、扩建经过噪声敏感建筑物集中区域的高速公路、城市高架、铁路和城市轨道交通线路等的，建设单位应当在可能造成噪声污染的重点路段设置声屏障或者采取其他减少振动、降低噪声的措施，符合有关交通基础设施工程技术规范以及标准要求。	
建设单位违反前款规定的，由县级以上人民政府指定的部门责令制定、实施治理方案。	
第四十七条 机动车的消声器和喇叭应当符合国家规定。禁止驾驶拆除或者损坏消声器、加装排气管等擅自改装的机动车以轰鸣、疾驶等方式造成噪声污染。	
使用机动车音响器材，应当控制音量，防止噪声污染。	

资料来源：全国人大，信达证券研发中心

表 3 行业标准

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》	2009-07	住建部	JGJ/T170-2009

限值及其测量方法标准			
《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
《中华人民共和国国家标准—轨道交通用道床隔振垫》	2021-11	国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会	GB/T39705-2020

资料来源：发改委、住建部、生态环境部等，信达证券研发中心

## 2.4 产品力不断加持，打造减振降噪平台型公司

**公司减振降噪产品类型不断丰富。**公司在2004年-2009年研发并推广第一代轨道交通工程橡胶制品嵌丝橡胶道口板，后于2009年引进德国卡棱贝格的先进技术，经公司研发人员消化吸收和自主创新后开发出隔离式橡胶减振垫。2011年后公司不断开发新产品，逐步形成以隔离式橡胶减振垫、弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴等产品为主要产品的轨交减振降噪产品体系。2017年公司上市之后进一步向更多轨交减振降噪产品开拓，近年新增弹簧隔振器、扣件、钢轨波导吸振器、声屏障等产品，有望进一步增加产品单位附加值，提高公司在特殊减振领域市占率，进而进一步增加行业综合市占率。

**公司产品质量及性能优质。**1) 公司在生产中严格按照标准规范执行，同时又是行业标准制定者，公司参与编制国家标准 GB/T 39705-2020《轨道交通用道床隔振垫》、浙江团体标准《轨道交通用隔离式减振垫》、住建部行业标准《浮置板轨道技术规范》等。2) 以橡胶减振垫为例，公司的产品技术自德国卡棱贝格工程公司引进，最早已于1975年在德国应用于柏林地铁，目前已经历46年的见证，产品质量及安全性均已得到充分印证。同时公司的产品也已用于30多个城市的100余条城市轨道交通线路，是国内应用案例较为丰富的轨交减振降噪企业之一。3) 公司的橡胶减振垫产品在各项技术指标及产品性能上均具备领先优势，其不仅保障应具备的降噪效果，同时具备较强的抗疲劳、抗老化性能，据中国铁道科学研究院铁道建筑研究所对公司减振垫产品做的试验，公司生产的减振垫产品在2500万次疲劳试验下，试验结果仍能够完全符合相关要求；在广州大学工程抗震研究中心对橡胶减振垫的抗老化试验中证明，橡胶减振垫在加速热老化（试验温度80℃，等效80年常温老化时间）前后的基本力学性能曲线稳定，频率相关性波动不大，试件外观完好。

表 4 公司 2021 年部分订单

公告时间	类型	产品类型	金额(万元)	签约方
2021/1/20	中标	减振垫	2660.76	中铁三局集团线桥工程有限公司
2021/1/29	签约	减振垫	3412.92	中铁二十四局集团有限公司
2021/2/9	签约	橡胶减振垫	5103.57	苏州中车建设工程有限公司
2021/3/1	签约	公共运输及装卸设备、材料	2051.17	南京地铁运营有限责任公司
2021/3/9	签约	减振垫	2127.50	中铁五局集团第六工程有限责任公司
2021/4/21	签约	扣件	6499.41	苏州中车建设工程有限公司
2021/4/28	签约	减振垫	2366.68	中铁三局集团线桥工程有限公司
2021/4/29	签约	橡胶浮置板	2210.80	中铁一局集团新运工程有限公司
2021/5/18	签约	减振产品	9200.00	中铁十局集团第一工程有限公司

2021/6/17	签约	减振垫	4011.00	中铁二局集团有限公司
2021/6/17	签约	减震垫	2599.39	中铁上海工程局集团有限公司
2021/6/21	签约	道砟减振垫	2400.00	中铁二十五局集团有限公司
2021/7/19	签约	减振垫	2577.05	中铁一局集团新运工程有限公司
2021/8/19	签约	橡胶减振垫	14412.60	温州市域铁路二号线项目有限公司
2021/8/25	签约	弹性缓冲铺面板	2281.25	中铁电气化局集团有限公司第二工程分公司
2021/8/31	签约	减震垫	3244.84	中铁三局集团线桥工程有限公司
2021/9/28	签约	减振材料供货及相关服务	2560.02	绍兴市轨道交通集团有限公司
2021/11/24	签约	减振垫	3070.90	中铁二局集团新运工程有限公司
2021/11/10	签约	隔离式减振垫	2119.26	中铁十一局集团有限公司

资料来源：WIND，信达证券研发中心

在我国市域城际建设需求旺盛叠加环保降噪要求提高的背景下，轨交减振降噪行业规模预计近 2-3 年将实现翻倍扩张，预计 2022-2024 年行业空间将分别上升至 113 亿、158 亿、194 亿。（具体测算方法为“铺轨里程\*渗透率\*单位价值量”，测算详情请联系信达建筑建材团队）

### 三、布局建筑减隔震，轨交获单有优势

#### 3.1 抗震立法 9 月 1 日执行，减隔震行业 20 倍扩张启动在即

抗震立法驱动“两区”“八类”空间扩容，叠加功能性需求领域快速扩张，行业规模 20 倍以上扩张确定性不断增强，公司原有轨交减振产品与建筑减隔震具备类似的上下游企业，同时具备较为多元化的融资渠道，在市场快速扩大的背景下，有望实现快速扩张。

《建设工程抗震管理条例》9 月 1 日正式执行，减隔震强制范围扩大、执行严格，空间扩容确定。**1)** 条例范围扩大，要求新建公共建筑“高烈度区”“地震重点监视防御区”所在地区的“学校、幼儿园、医院、儿童福利机构、养老机构、应急指挥中心、应急避难所、广播电视台”应当按照国家规定采用隔震减震技术；存量公共建筑，同样扩到“两区”“八类”；**2)** 建筑安全性要求更严格，要保证发生本区域设防地震时“能正常使用”；**3)** 条例执行更加严格，对减隔震产品整个生命周期涉及到的机构均有明确规定，增加工程质量检测机构责任规定，鉴定与检测单位负责人责任终身制。**4)** 产品标准要求进一步提高，在产品上明确建立唯一编码制度，能够较好地保障追责到位。

图 33 立法文件截图



资料来源：国务院，信达证券研发中心

根据立法强制应用范围，我们测算立法充分执行后年均行业空间可达 300 亿左右，加上功能性需求合计 381 亿空间可期。从需求领域的角度考虑，行业空间分为两部分，立法内公建领域的行业空间以及功能性需求带来的行业空间，其中立法内规定的行业空间以新增和既有学校、医院等公共建筑为主，新增部分以云南为基数，人口密度、面积为系数进行折算，

测算可得新建空间 205 亿，存量建筑需抗震加固的主要为 20 年以上房屋，测算范围为 8 度以上区域 20 年以上学校医院 459 亿（假设五年改造完成），立法空间近 300 亿/年。此外，功能性需求领域近年快速扩张，根据住宅、机场、旧改、LNG、地铁上盖等各类建设需求，合计约 381 亿左右（未加装配式建筑由于结构薄弱或需的增量空间）。

**表 5 市场空间测算汇总**

	立法强制		功能型需求					合计
	新建学校医 院等公建	老旧学校医 院等公建	住宅	机场	旧改	LNG	地铁 上盖	
空间（亿元）	205	92	24	5	8	5	42	381

资料来源：WIND，信达证券研发中心

**“碳中和”目标下，减隔震行业空间乐观有望扩大至 1000 亿以上，住宅等其他领域减隔震空间有望贡献长期增量。**减隔震作为一种新技术自“汶川地震”后快速发展，按照我国《建筑抗震设计规范》，“减隔震技术”由于可以吸收地震能量，建筑物上部结构可实现降度设计（地震烈度是结构设计的最重要依据之一），可以显著降低钢材、水泥的用量，从我们列举的实际案例来看，8 度区可减少钢材使用量 30%左右；9 度区可减少钢材使用量 40%左右。我们估算，减隔震渗透率每提高 10%，就能够为我国降碳 1096 万吨以上，助力我国建材行业每年减排近 1%，相当于每年种植 1.6 亿棵树。（该测算尚未考虑施工、能源等方面节碳水平，可能存在低估情况）。按照《建筑抗震设计规范》，采用建筑减隔震技术后，上部结构可实现降度设计，地震烈度对于结构强度的影响非常大，降度设计后，可以显著降低钢材、水泥的用量，符合我国“碳中和”目标发展趋势。“碳中和”大背景下，能够显著降碳的“减隔震”绿色建筑设计技术有望获得快速应用，行业发展前景将更乐观，积极、中性、消极测算下每年行业空间有望看到 1100/710/515 亿。

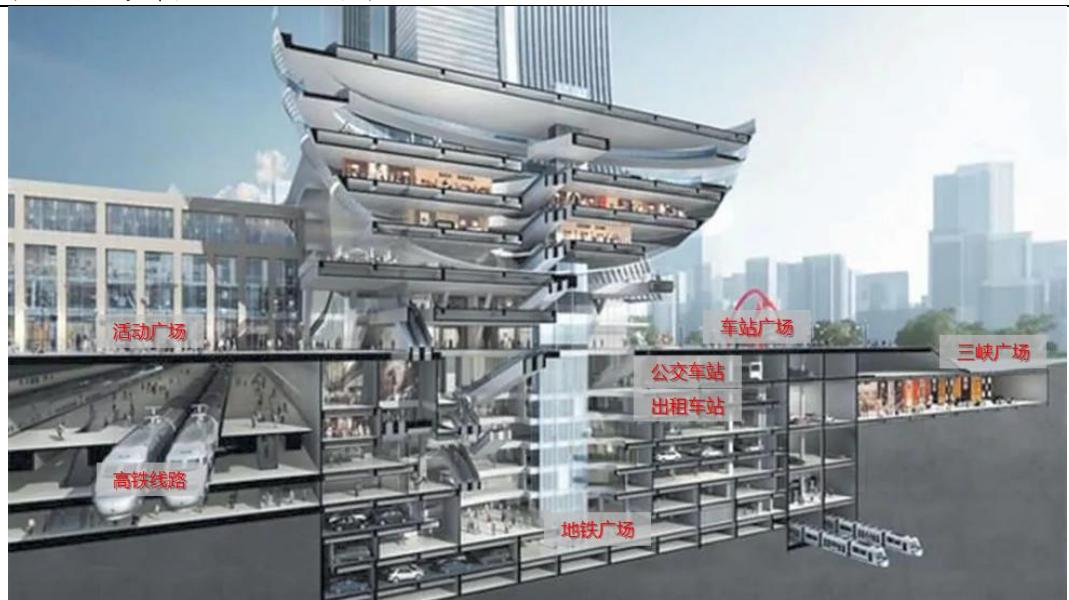
### 3.2 依托自身轨交领域优势，向减隔震延伸提高项目附加值

#### 1、我国已步入“城市消费升级”阶段，政策加码促 TOD 发展

TOD 模式起源于美国，是一种新型城市发展模式，指的是以轨道交通站点为中心，以 400-800 米为半径，进行高密度、立体综合开发，打造集工作、商业、文化、教育、居住为一体的综合功能区。其交通系统为城市轨道交通，而建筑模式为“轨交+物业”。

**TOD 模式具备资源有效利用、解决“城市病”、产城融合发展等优质特征。**1) 改变过去城市发展“摊大饼”的单一集中式结构，通过在城市近郊实施 TOD 综合开发，构建多中心的城市发展新格局，将有效缓解中心城区资源环境负荷。2) 优化城市形态，统筹规划，站点核心区高密集开发，能够拥有更多公园绿地和开阔空间。3) 依托轨交站点人流聚集效应，打造高密度商业空间，营造新的消费场景，提升城市消费能级。4) 有效缓解“大城市病”，优化土地利用效率，营造舒适宜居生活环境，不仅通过轨交实现绿色出行，同时有效提高城市运转效率，缓解交通堵塞。

图 34 重庆沙坪坝 TOD 项目示意图



资料来源：中规建业城市规划设计院，信达证券研发中心

目前在全球经济发达地区如日本东京、香港、英国伦敦、美国纽约等地区具备较多经典案例，我国近年频发出台政策促进 TOD 发展。我国“十四五”规划明确推出加快推进“交通强国”战略，推进城市群、都市圈交通一体化，出台《国家综合立体交通网规划纲要》，提出转变城市发展方式，推行功能复合、立体开发、公交导向的集约紧凑型发展模式，轨道交通建设和 TOD 开发将成为“十四五”期间的重要任务之一。2021 年，广州、成都、杭州、郑州、东莞、苏州、佛山和南通等 8 个城市出台 TOD 相关政策，在此趋势之下，未来我国有望持续完善轨道交通综合开发机制，TOD 项目或将在我国迎来蓬勃发展。

表 6 全国多个城市出台 TOD 相关政策

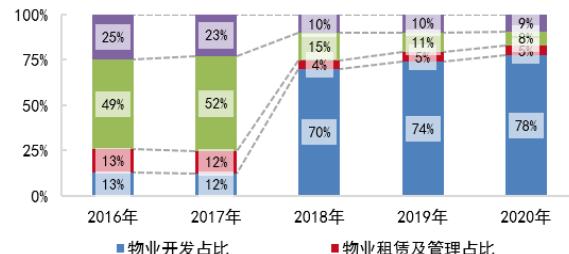
省/市	时间	部门	文件
成都市	2021年6月4日	成都市人民政府	《成都市轨道交通场站综合开发利用用地管理办法》(成办发〔2021〕53号)
东莞市	2021年1月3日	东莞市人民政府	《东莞市轨道交通TOD范围内城市更新项目开发实施办法》
佛山市	2018年5月2日	佛山市顺德区人民政府	《佛山市顺德区轨道交通场站用地及周边综合开发土地供应模式的实施意见》
	2021年7月8日	佛山市人民政府	《佛山市轨道交通场站及周边土地综合开发办法(试行)》(佛府办〔2021〕8号)
广州市	2017年3月14日	广州市人民政府	《广州市轨道交通场站综合体建设及周边土地综合开发实施细则(试行)》(穗府办规〔2017〕3号)
杭州市	2020年10月	杭州市人民政府	《关于推进轨道交通可持续高质量发展的实施意见》(市委发〔2020〕23号)
	2022年3月15日	杭州市规划和自然资源局	《杭州市轨道交通TOD综合开发利用专项规划》(杭政函〔2022〕10号)
南京市	2015年10月20日	南京市人民政府	《市政府关于推进南京市轨道交通场站及周边土地综合开发利用的实施意见》(宁政发〔2015〕215号)
南通市	2021年5月7日	南通市人民政府	《市政府办公室印发关于推进轨道交通场站及周边土地综合开发的实施意见的通知》(通政办发〔2021〕24号)
上海市	2021年3月2日	上海市人民政府	《关于本市“十四五”加快推进轨道交通场站及周边土地综合发展专项方案》
	2021年4月16日	上海市人民政府	《关于加快推进苏州市轨道交通场站及周边土地综合开发利用的实施意见》
苏州市	2021年8月1日	苏州市人民政府	《关于加快推进苏州市轨道交通场站及周边土地综合开发利用的实施意见》
温州市	2021年7月26日	温州市发改委	《温州市“十四五”城市轨道交通TOD整体发展规划》
	2020年7月27日	温州市人民政府	《温州市人民政府办公室关于轨道交通沿线土地综合开发的实施意见》(温政办函〔2020〕15号)
郑州市	2021年3月25日	郑州市自然资源和规划局	《郑州市轨道交通场站及站点上盖物业综合开发控制性详细规划编制细则(试行)》
	2021年4月9日	河南省发改委	《郑州市轨道交通场站及站点上盖物业综合开发实施管理办法(暂行)》(郑政文〔2021〕57号)
	2021年5月31	郑州市人民政府	《关于印发郑州市城市轨道交通场站及周边土地综合开发实施管理办法(暂行)》(郑政文〔2021〕57号)
重庆市	2021年6月	重庆市自然资源厅	《重庆市国土空间总体规划(2021-2035年)》
	2021年6月25日	重庆市人民政府	《关于深化铁路投融资改革推动全市铁路高质量发展的意见》(渝府办发〔2021〕67号)
	2021年10月13日	重庆市人民政府	《重庆市综合立体交通网规划纲要(2021-2035)》
重庆市、四川省	2021年12月22日	国家发改委	《成渝地区双城经济圈多层次轨道交通规划》(发改基础〔2021〕1788号)

资料来源：各地政府、规划局，信达证券研发中心

我国城市轨道交通资源收入不断增加，各地积极探索轨交物业综合开发反哺轨交建设和运营亏损，TOD 成为城轨可持续发展的重要路径。城市轨道交通资源收入主要依托于城市轨道交通运营系统的物业开发、物业租赁及管理、车站商业、传媒广告、信息通讯及其他非票务收入。我国 2020 年撑死轨道交通票务收入为 382.62 亿元，非票务收入为 486.94 亿元，其中物业开发收入为 377.77 亿元，占非票务收入比重为 78%，物业租赁及管理收入为 25.60 亿元，占非票务收入比重为 5%，传媒广告收入为 38.04 亿元，占非票务收入比重为 8%，车站商业、信息通讯及其他收入为 45.54 亿元，占非票务收入比重为 9%。

**图 35 全国城市轨道交通票务及非票务收入（亿元）**


资料来源：中国城市轨道交通协会，易居研究院，信达证券研发中心

**图 36 全国城市轨道交通非票务收入结构**


资料来源：中国城市轨道交通协会，易居研究院，信达证券研发中心  
(绿色代表传媒广告收入，紫色代表车站商业、信息通讯及其他收入)

目前我国各地积极推进 TOD 模式，2021 年，包含苏州、佛山、南通等在内的 8 个城市出台 TOD 相关政策，TOP30 房企中有 28 家企业涉足 TOD 开发。轨交综合开发带来的非票务收入自 2018 年开始大幅增长，并且在 2020 年疫情期间已超过票务收入，城市轨道交通建设前期资金投入大、资金收回时间长，地方财政压力较大，目前我国轨道交通综合开发的思路已带来较好收益，随着各地不断积极探索 TOD 模式，轨交商业效益优势愈发显著，轨交枢纽上盖综合物业建设有望成为趋势。

## 2、减隔震+轨交减振，打造“振震”双控高质量项目

TOD 政策加码，叠加该模式发展带来的提高交通效率、促消费、增强舒适度等种种优势，我国推行 TOD 模式已势在必行。而 TOD 的发展也将对建筑物的舒适度提出更高要求，在城市轨道交通运营时，建筑物上部结构将受到振动的影响，影响建筑舒适性。同时，在发生地震的时候，地铁上盖物业所在项目地往往是交通枢纽处，对于地震下的建筑物安全性具备更高的要求，因此地铁上盖物业建筑+减隔震设计未来空间广阔。

**图 37 万科徐泾地铁上盖减隔震设计示意图**


### ➤ 设计界面划分：

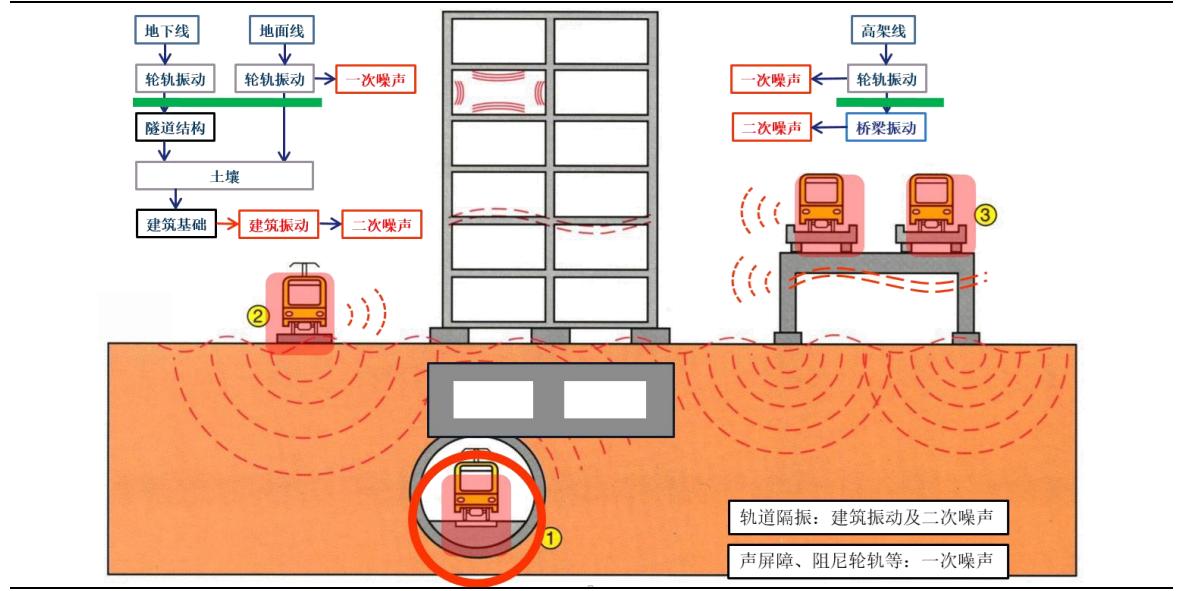
由于规划要求、开发时序、产权归属等原因，以 8.4m 平台（即车辆段顶板顶）分界，下部车场属于上海地铁，先行建设，上部住宅以及商业、办公等物业的开发在后。

对于建筑、结构和机电设计，上海市隧道院负责 8.4m 平台及以下部分，华东总院负责 8.4m 平台以上部分。

下部车场的桩基、框架梁、框架柱，均按照初步的上部建筑概念方案（层数、平面大小、平面位置等）进行了设计预留。

资料来源：华东建筑设计研究总院，《减震技术》，信达证券研发中心

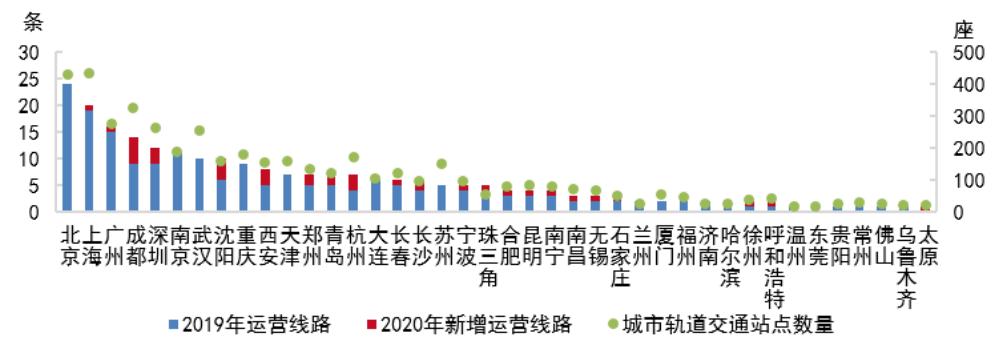
图 38 地铁上盖物业减隔震示意图



资料来源：震安科技，信达证券研发中心

在全球日本、香港等发达地区示范之下，TOD 模式下综合物业开发反哺轨交建设支出及运营亏损效果显著，我国各地积极发展 TOD 模式，重点城市未来或将朝向香港、日本等发达地区靠拢。基于该背景，我们参照香港地铁上盖物业布局情况，假设我国进一步提高地铁上盖物业综合商业开发比例，截至 2019 年，香港 230.09 公里地铁里程，总共有 93 个车站，其中 43 个车站拥有大型购物中心，占比 46%。假设以城市轨交站点数量与总运营里程的比值作为判断城市站点密集程度的衡量指标，则上海该指标为 0.52，也就是平均站点间隔不到 2 公里，全国各城市（地区）平均水平为 0.65。根据城轨协会副会长，我国“十四五”期间新增地铁运营线路规模有望达到 5360 公里，平均每年为 1072 公里，假设我国站点密度与之前一致，则每年将新增站点 697 个，单体上盖物业建筑所需减隔震约 2000 万左右，假设上盖物业建设应用减隔震技术的渗透率分别为 10%/30%/50%，对应减隔震空间将分别为 13.94 亿、41.81 亿、69.68 亿。

图 39 2020 年城市轨道交通运营线路增长情况及车站数量



元，达产时预计年产 7200 套建筑隔震橡胶支座，计划两年建成，目前一切顺利，截至中报，该项目工程累计投入占预算比例 23.42%。公司目前已掌握建筑减隔震产品相关多项技术，且已经具备小批量生产该产品的生产基础。

表 7 公司可转债募投减隔震项目信息

	项目总投资 (万元)	募集资金拟投入 (万元)	建设期	总用地面积 (平方米)	募集书预计年 收入(万元)	募集书预计净 利润(万元)
<b>总投资</b>	9,752.65	8,230.34				
<b>建安工程费用</b>	3,474.15	3,474.15				
<b>工程建设其他费用</b>	502.69	502.69				
<b>土地购置费</b>	872.38	-				
<b>设备购置</b>	4,253.50	4,253.50				
<b>预备费</b>	411.52	-				
<b>铺底流动资金</b>	238.41					

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司长期从事轨交减振降噪行业，与下游单位深度合作，地铁上盖物业减隔震等领域拿单具备优势。公司原有的下游客户多数来自中国铁建、中国中铁、铁总等单位，上盖物业能够带来较为可观的增量商业价值，弥补线路建设运营净亏损或回收周期较长的问题，因此未来随着地铁上盖物业建设越来越多，上盖物业减隔震需求加速扩大，公司具备较强拿单优势，或借此打开广阔市场，实现该板块快速增长。

## 四、新能源子公司昌吉利 5 万吨锂盐项目顺利开工，长期投资价值可期

### 4.1 昌吉利是烷基锂细分龙头，五倍新产能成功开工前景广阔

昌吉利成立于 1998 年，专业生产氯代正丁烷、正丁基锂、无水氯化锂、三溴乙醇、格氏试剂（氯乙烯镁、氯甲基镁、氯丁基镁）等精细化工产品，后公司顺应市场需求新开发仲丁基锂、甲基锂、氯代仲丁烷等产品并实现了批量生产。昌吉利于 2016 年就已被认定为高新技术企业，目前已成为集丁基锂、电池级氯化锂、工业级氯化锂等锂化合物及氯代烷烃等化工产品的研发、生产与销售为一体的中游锂化合物生产企业。

昌吉利的盈利模式为通过采购上游锂产品以及部分其他基础原材料加工成产品，销售给客户，昌吉利向客户提供的产品增值部分即为公司的主要盈利来源。昌吉利主要客户为医药中间体、合成橡胶催化剂、合成金属锂、电子化学品、新能源电池等领域等。

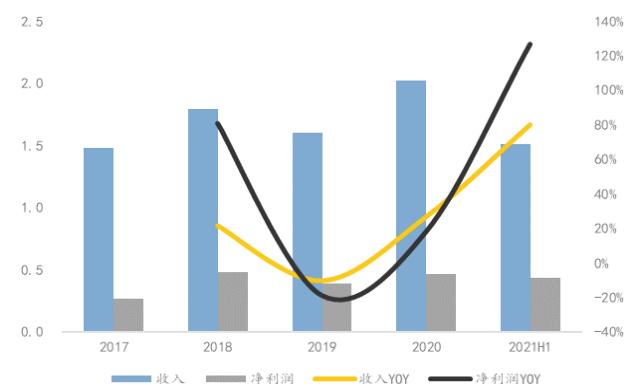
昌吉利具备完善的研发、生产和市场营销体系，获得国家专利 38 项（其中发明专利 8 项），国家《工业用氯代正丁烷》（HG/T 5381-2018）行业标准第一起草单位，2020 年被省科技厅授权成立江苏省有机锂催化剂工程技术研究中心，综合实力较强。

**昌吉利已完成全资并表，助力上市公司增厚业绩提升估值。**2018 年 9 月，蒋国群先生、蒋洁女士与天铁股份签订《股权转让协议》，蒋国群先生将其持有的 36% 昌吉利股权，蒋洁女士将其持有的 24% 昌吉利股权转让给天铁股份，合计作价 2.82 亿。2021 年昌吉利以 2.32 亿收购剩余 40% 股权，并于 7 月份完成收购。

**昌吉利五倍扩产规划顺利开工，行业高景气背景下未来业绩可期。**昌吉利在安徽庐江高新区龙桥化工园的年产 5.3 万吨锂电池用化学品及配套产品项目已成功开工，项目总投资约 10 亿元，总用地面积约 300 亩，新建综合楼、生产车间、仓库以及污水处理装置等生产和公辅设施，未来将会形成年产无水氯化锂 30000 吨、电池级碳酸锂 10000 吨、电池级氢氧化锂 10000 吨、氯代正丁烷 10000 吨、氯代仲丁烷 2000 吨、正丁基锂 2600 吨、仲丁基锂 400

吨、甲基锂 400 吨、硅醚烷基锂 400 吨、高效耐热改性树脂 8000 吨生产能力。目前昌吉利独创的 DTB 结晶技术生产的无水氯化锂年产量规模 1 万余吨，此次规划项目顺利开工，有望使得昌吉利规模扩张五倍左右，综合竞争力有望进一步提升。

图 40 昌吉利近年收入及净利润情况（亿，%）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 41 昌吉利产品体系



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

## 4.2 新能源+新材料+新医药行业需求旺盛，扩产计划下长期业绩可期

昌吉利的核心产品主要包括正丁基锂、无水氯化锂、氯代正丁烷等，分别处于产业链的不同环节。

**正丁基锂：**昌吉利采用分散锂砂低温反应法生产，具备产品活性高、色泽好、杂质含量低、残留总氯极低、无白油残留等优势，广泛应用于电子化学品、医药中间体、锂系聚合物催化、新型农药、特种新材料等领域。

**无水氯化锂：**采用独创的 DTB 结晶技术生产，具备产品纯度高、色泽好，杂质少等优点，年产量规模 1 万余吨。

**氯代正丁烷：**采用无催化剂连续法生产，为全球知名品质，具有产品纯度高、水份含量低、产品品质稳定等优势。

结合产业链上下游来看：

1) 上游主要为含有锂的卤水及矿石；

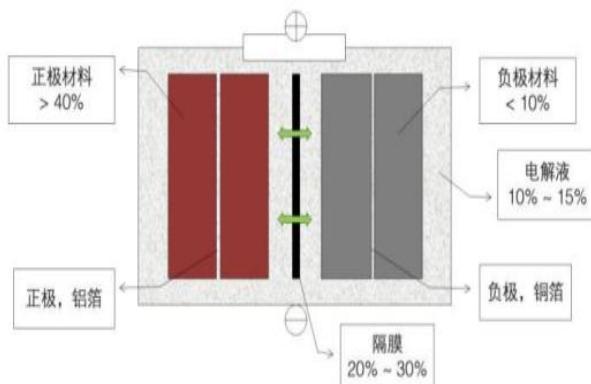
2) 中游包括基础锂产品以及深加工锂产品：①基础锂产品是指从卤水或矿石中提取出来的初级锂产品，是生产其他锂系列产品的基础原材料，通常包括工业级的碳酸锂、氯化锂和氢氧化锂；②深加工锂产品是指对基础锂产品进行深加工后形成的锂系列化合物或锂系列合金，主要包括金属锂制品、电池级碳酸锂、电池级氢氧化锂、催化剂级氯化锂、有机锂及锂系列合金等。

3) ①碳酸锂、氢氧化锂下游主要为锂电池正极材料，钴酸锂、锰酸锂和磷酸铁锂、三元材料等；②氯化锂的下游主要为金属电解、PPS、制药等新能源和新材料领域。金属锂（按照含锂纯度可以分为高纯级、电池级、工业级等）通常由氯化锂熔盐电解制取，工业级金属锂主要用于合成丁基锂等有机锂化合物，丁基锂主要产品为正丁基锂，是有机反应的催化剂，能够应用于医药中间体以及合成橡胶聚合反应的引发剂。此外，未来随着固态电池的发展，金属锂作为能量密度较高的负极材料也将得到广泛应用。

因此该板块的下游需求主要包括新能源（电池级金属锂、碳酸锂、氢氧化锂等）、新医药（抗癌、抗艾滋病等需求领域，采购金属锂、丁基锂等）、新材料（采购金属锂、丁基锂等）等

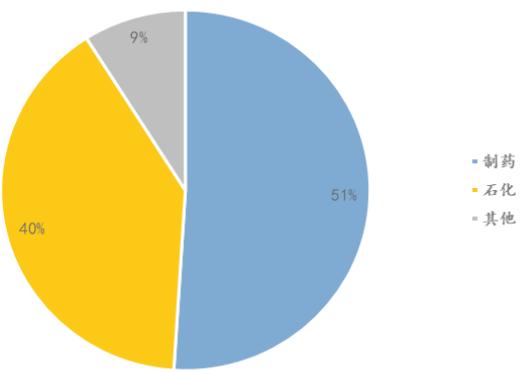
领域。

图 42 锂电池成本结构 (%)



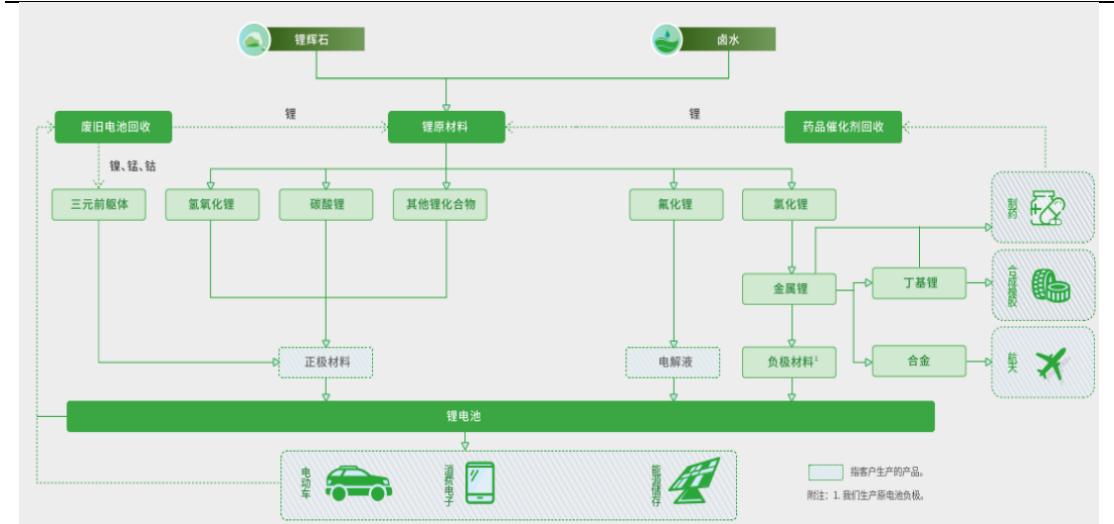
资料来源：赣锋锂业公司官网，信达证券研发中心

图 43 我国丁基锂需求结构 (%)



资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

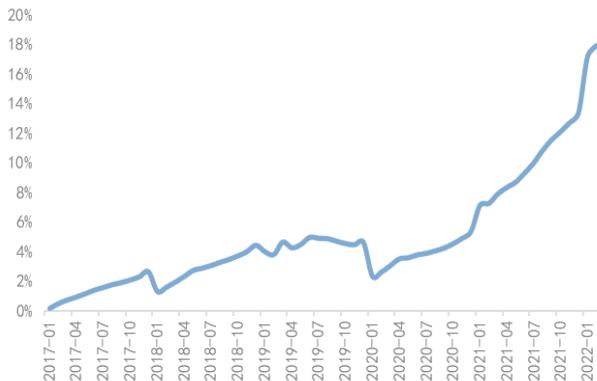
图 44 锂板块产业链上下游图示



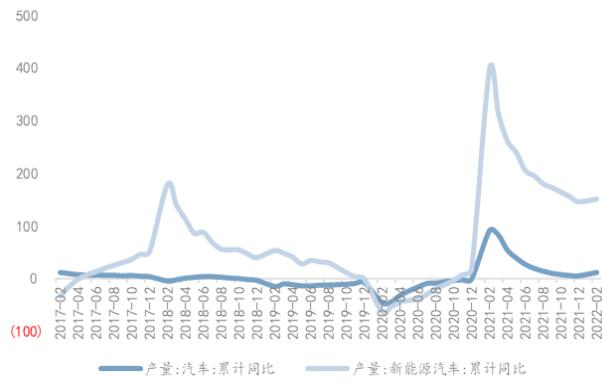
资料来源：赣锋锂业公司官网，信达证券研发中心

## 1、需求板块一：新能源

新能源汽车是拉动锂需求的主力军，备受国家政策支持，长期高景气可期。锂电池的原材料主要包括正极材料、负极材料、隔膜和电解液等，锂离子电池主要用于消费电子产品、动力领域（电动汽车等）和储能领域等。根据 CRU 报告预测，预计全球电动汽车将由 2017 年的 300 万辆增加至 2022 年的 860 万辆，其中中国将成为最大电动车市场，预计全球锂化物及金属锂需求将从 2017 年的 22.9 万吨增长到 2022 年的 53.6 万吨 LCE，年均复合增速约 18%，其中 80% 来自电动汽车的拉动。我国《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》中明确力争到 2025 年“新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20% 左右”，2021 年中汽协数据该比例已到 13.4%，《新能源汽车蓝皮书：中国新能源汽车产业发展报告（2021）》指出中国 2025 年销量有望达 3000 万辆，若新能源比例 20%，则我国 2025 年新能源汽车将达 600 万辆，未来 CAGR 约 14.26%。

**图 45 我国新能源汽车销量占比**


资料来源：WIND，信达证券研发中心

**图 46 我国新能源汽车今年销量爆发增长（%）**


资料来源：WIND，信达证券研发中心

## 2、需求板块二：新材料

**PPS** 作为综合性能优异的特种工程塑料应用广泛，在汽车轻质化、环保等领域需求较好，属于国家大力扶持的新材料产业。**PPS** 聚苯硫醚（**PPS**）是 6 大特种工程塑料之一，属于新型高性能热塑性树脂，具备具有耐高温、机械强度高、耐化学药品性、热稳定性好、阻燃、电性能优良等优质特征，因此广泛应用于环保、汽车、电子等领域。同时由于改性 **PPS** 是汽车轻质化的良好材料，目前我国汽车改性 **PPS** 仍然大量依赖进口；由于电子产品和仪器仪表对精度的要求不断提高带来旺盛的改性材料需求。**PPS** 被列为我国战略性新兴产业名单，受益于国内巨大的市场需求，国家政策给予大力扶持，致力于不断提高国产自给率，氯化锂作为是合成聚苯硫醚的催化剂，未来需求高景气具备较强支撑。

**表 8 PPS 下游应用**

应用领域	特性	用途
环保产业	耐腐蚀、耐磨损	冶炼、化工、建材、火电、垃圾焚烧炉等
汽车行业	耐高温、耐腐蚀、机械性能好	汽化器、进化器、汽化泵、连接器、配油气零件等
电子电气	尺寸稳定性好、电性能优异	插线板、插座、继电器、熔断器、变压器、绝缘插头、开关、电容器、电子马达零件、电阻器、电磁调节阀、电熨斗、电饭煲、集成电路等零部件及封装材料等
纺织行业	加工性能好、吸湿率较低	干燥机用帆布、缝纫线、各种防护布、耐热衣料、电绝缘材料、电解隔膜、刹车用摩擦片、耐辐射的宇航用布等
军工国防	耐腐蚀、耐辐射	导弹外壳的燃烧层及导弹垂直尾翼部件、航空、航天、飞行器接插件、线圈骨架、仪表盘、枪支、头盔、军用帐篷、器皿、宇航员用品、军舰、潜艇耐腐蚀、耐磨零部件等
化工行业	耐蠕变、耐腐蚀、耐高温	阀门管道、管件、垫片及潜水泵或叶轮等耐腐蚀零部件
家用电器	加工性能好	卷发器、干发器、烫发器、微波炉、咖啡煲、干衣机、电熨斗、电饭煲等的防护涂层和零部件

资料来源：发改委，信达证券研发中心

## 3、需求板块三：新医药

**正丁基锂**作为锂金属深加工产品，具备较高附加值，下游高端医药等领域需求旺盛。**正丁基锂**溶液主要用于医药中间体有机反应合成中阴离子聚合引发剂，同时还应用于合成橡胶等领域。例如艾滋病鸡尾酒疗法中三个药物之一 **Efavirenz**，金属锂和丁基锂需求主要用于其生产中的中间体 **E2**，在其专利到期后中国企业迅速加入国际竞争。随着人们对生命健康的要求越来越高，促进各类降血脂药、抗病毒药的需求日益提升，伴随着医药行业稳健快速增长以及专利到期后非专利药产量的快速提升，作为重要催化剂的丁基锂及制备丁基锂原料的氯代正丁烷需求保持快速增长。丁基锂遇水遇氧易发生放热反应因而易导致爆炸，对于规模化生产技术要求较高，因此行业中规模化供应的企业较少，昌吉利属于行业中较为重要的规模化供应商之一，行业需求高景气背景下有望持续快速发展。

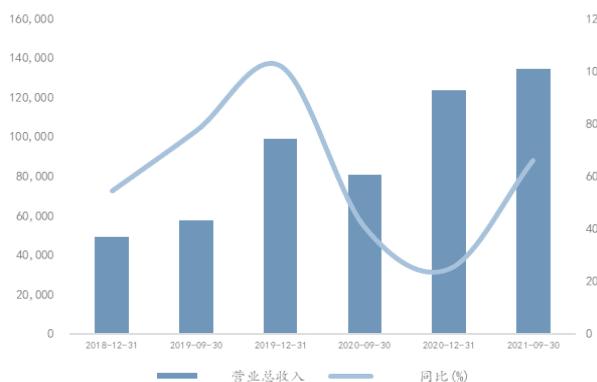
此外，仲丁基锂、甲基锂等新型烷基锂在医药、农药、合成特种功能橡胶等领域的用途也日益广泛，市场前景广阔。随着溶聚丁苯橡胶、热塑性弹性体、医药、农药、液晶材料、光固化材料等行业的高速发展，丁基锂、仲丁基锂等烷基锂市场需求有望保持高增长势头。

**烷基锂或供不应求，昌吉利积极布局产能应对需求扩张，长期业绩保障性高。**在烷基锂领域，国内目前供应商较少且产能有限，无法满足市场需求。目前国内烷基锂主要生产企业有台湾雅宝、张家港富美实、赣锋锂业、昌吉利、山东伟强化工等，其中台湾雅宝与张家港富美实主要供给东南亚和美国等地。烷基锂技术壁垒较高，随着环保及安全生产意识不断提高，我国化工产业新建或在一定程度上受限，供给缺口或持续存在，产品价格或呈现上行趋势。在此背景之下，昌吉利积极布局新产能，预计2023年投产，且进展顺利，长期业绩成长有较强支撑。

## 五、财务分析

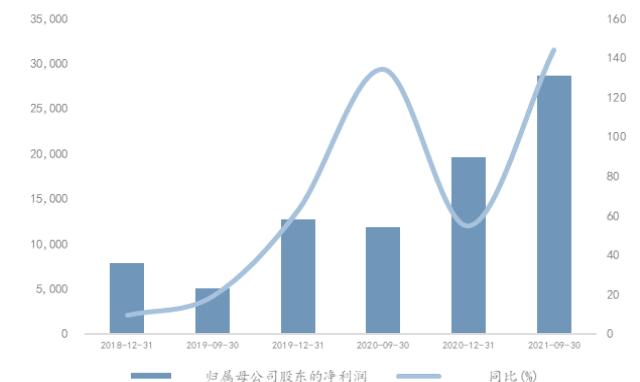
公司近几年经营呈现高成长性，行业高景气逐步验证。公司18-21年营收增速分别为54.47%、101.88%、24.75%、66.04%，归母净利润增速分别为9.58%、62.55%、54.71%、143.65%。其中18年净利润增速低于收入增速主要系公司当年并购多家公司并表所致。由于“十三五”期间地铁建设呈现高景气，公司作为行业龙头企业业绩实现快速增长。

图 47 公司营业收入及增速（万元）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 48 公司归母净利润及增速（万元）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

**公司盈利水平维持较高水平。**公司近五年平均毛利率维持在50%以上，净利率平均19%左右。18-19年由于新增产品的布局及子公司拓展等原因费用相对较高，因此净利率相对较低，但随着新增产品市场逐步打开，新投资子公司业绩逐步释放，规模化效益显现，净利率有望进一步提升。

图 49 公司毛利率、净利率情况（%）

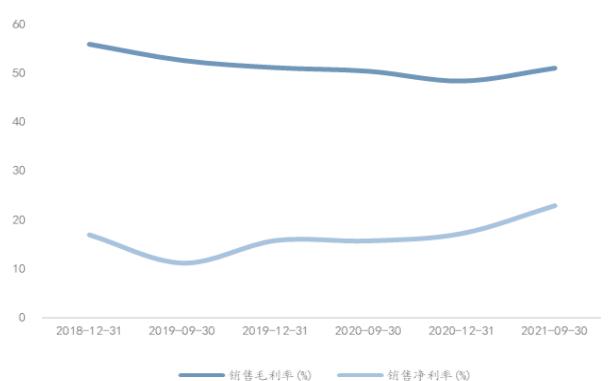
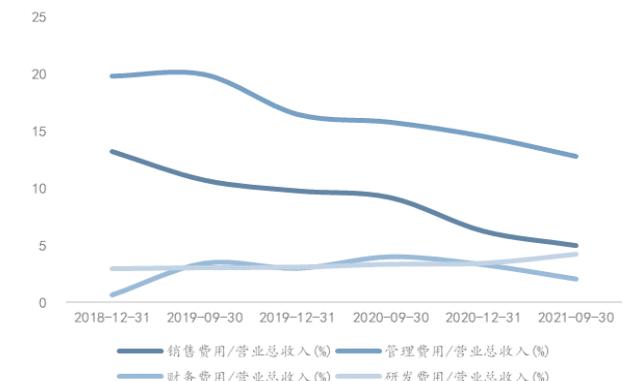


图 50 公司费率情况（%）

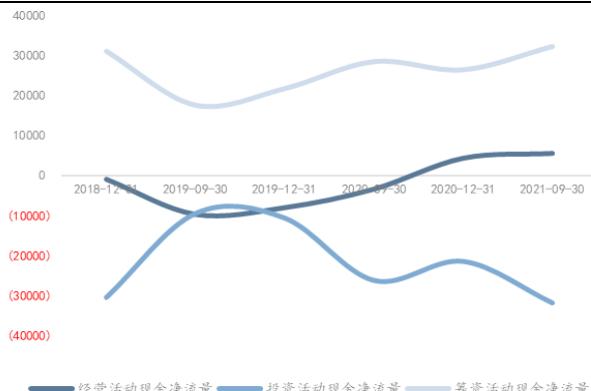


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

资料来源: WIND, 信达证券研发中心

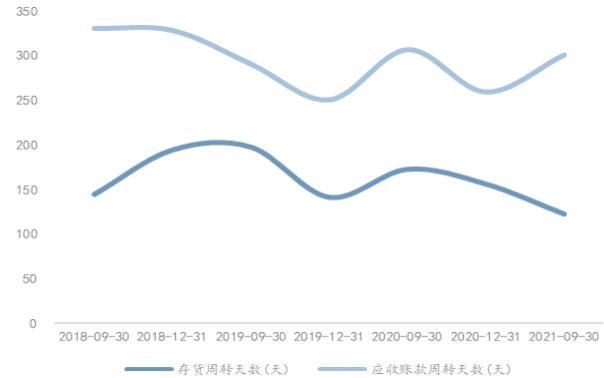
**公司现金流改善，回款周转加快。**公司自去年年报起现金流显著改善，2020年经营活动净现金流4301.28万，较之前的净流出相比大幅改善，同时应收账款周转天数也逐步缩短。公司回款天数时间长属于行业特征，下游客户主要为国企类建企，因此周期较长，但下游客户资质较高，不易形成坏账，保障性较高。

图 51 公司现金流情况 (万元)



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

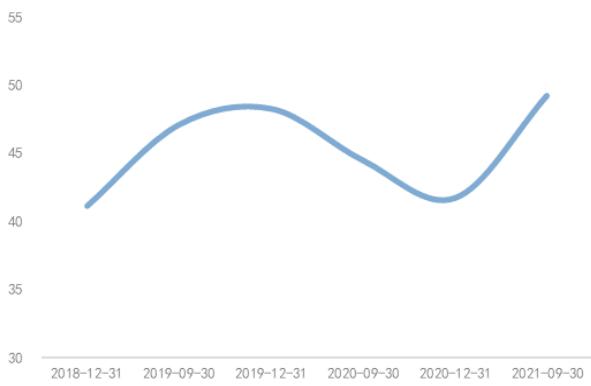
图 52 公司应收款和存货周转天数 (天)



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

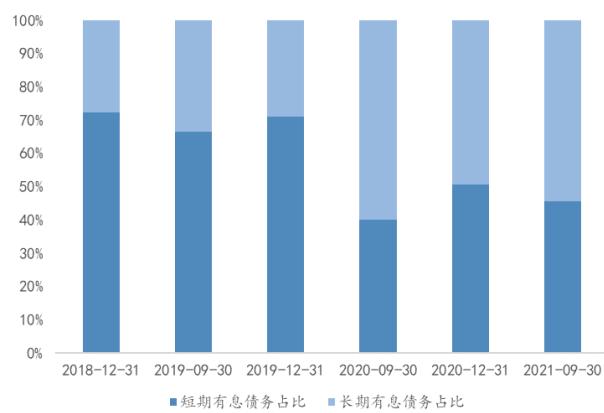
**公司债务结构不断改善。**公司上市以来不断进行多产品及多元化业务开拓，资产负债率大幅增加，随着前期投资业务不断收获结果，资产负债率稳定在50%以下。同时，短期有息债务占比也由18-19年的70%以上降低至今年三季报的45.68%左右。

图 53 公司资产负债率情况 (%)



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 54 公司债务结构 (%)



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

## 盈利预测及投资建议

**预测假设:**我们认为目前公司业绩主要驱动仍为主业轨交减振降噪，“城市群”发展迅速，城际与市域轨道交通建设有望加速，或长期呈现高景气。因此我们结合城际、市域、地铁规划与建设节奏，以及环保降噪背景下行业渗透率提升的预期，我们认为到2025年行业CAGR为27%，公司积极扩张品类的同时，市占率也有望加速提升，未来三年业绩CAGR有望在50%左右。

**预测结论:**预计2021-2023年收入分别为18.16、27.22、38.74亿，预计2021-2023年归母净利润分别为3.01、4.49、6.81亿元，对应当前股价PE分别为37.43X、25.14X、16.56X。

与历史情况相比，公司当前估值已低于过去三年估值中枢 30 倍，未来高成长预期下，叠加建筑减隔震与锂化物带来的新增长点，估值具备抬升潜力；与相似细分行业相比，我们选择海达股份、时代新材进行对比，2021-2022 年 wind 预测 PEG 平均分别为 17.02/13.40, 2.23/0.94。

基于未来公司年均 50% 左右的高增长预期，叠加公司处于龙头地位，我们认为公司具备长期成长潜力，正处于城际市域轨交建设高峰期，同时随着城市群建设不断推进，行业高景气度具备较强的可持续性，公司龙头地位稳固且市占率不断提升，因此，我们估计公司今年对应 PEG 为 0.8，对应今年合理市值为 180 亿以上。

首次覆盖给予“买入”评级。

表 9 可比公司估值

股价	EPS			PEG		
	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
天铁股份	17.96	0.63	0.48	0.71	/	0.53
时代新材	10.53	0.41	0.24	0.58	/	2.23
海达股份	14.53	0.33	0.27	0.34	/	17.02
平均		0.46	0.33	0.54		6.59
						4.89

资料来源：Wind, 信达证券研发中心（股价为 2022 年 03 月 25 日收盘价）

## 风险因素

基建投资大幅下滑，“城市群”发展不及预期。

资产负债表					单位:百万元	利润表					单位:百万元	
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,427	1,859	2,711	3,620	4,923		营业总收入	990	1,235	1,816	2,722	3,874
货币资金	136	235	533	447	491		营业成本	485	639	877	1,298	1,849
应收票据	83	65	95	142	202		营业税金及附加	7	11	15	23	33
应收账款	851	927	1,244	1,822	2,543		销售费用	97	77	187	305	426
预付账款	21	12	35	52	74		管理费用	133	137	218	327	445
存货	218	337	458	677	964		研发费用	30	42	64	103	136
其他	117	283	347	480	649		财务费用	29	40	29	33	41
<b>非流动资产</b>	<b>919</b>	<b>1,107</b>	<b>1,162</b>	<b>1,241</b>	<b>1,342</b>		减值损失合计	-2	2	2	2	2
长期股权投资	0	24	24	24	24		投资净收益	0	4	5	8	12
固定资产(合计)	408	426	437	461	498		其他	-14	-37	-39	-64	-87
无形资产	109	142	186	241	305		<b>营业利润</b>	<b>194</b>	<b>257</b>	<b>394</b>	<b>579</b>	<b>869</b>
其他	403	514	514	514	514		营业外收支	-2	-4	-2	-2	-2
<b>资产总计</b>	<b>2,346</b>	<b>2,965</b>	<b>3,873</b>	<b>4,861</b>	<b>6,265</b>		<b>利润总额</b>	<b>192</b>	<b>253</b>	<b>392</b>	<b>577</b>	<b>867</b>
<b>流动负债</b>	<b>920</b>	<b>901</b>	<b>1,132</b>	<b>1,533</b>	<b>2,055</b>		所得税	37	42	74	110	165
短期借款	353	250	250	250	250		<b>净利润</b>	<b>156</b>	<b>212</b>	<b>317</b>	<b>467</b>	<b>702</b>
应付票据	77	103	142	210	299		少数股东损益	29	16	16	19	21
应付账款	242	287	394	584	832		归属母公司净利润	127	196	301	449	681
其他	247	260	346	490	675		EBITDA	241	304	510	727	1,053
<b>非流动负债</b>	<b>212</b>	<b>336</b>	<b>405</b>	<b>524</b>	<b>704</b>		EPS(当年)(元)	0.42	0.63	0.48	0.71	1.08
长期借款	159	200	270	390	570							
其他	52	135	134	134	134							
<b>负债合计</b>	<b>1,131</b>	<b>1,236</b>	<b>1,537</b>	<b>2,057</b>	<b>2,759</b>							
少数股东权益	169	188	203	222	243							
归属母公司股东权益	1,045	1,542	2,133	2,581	3,263							
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,346</b>	<b>2,965</b>	<b>3,873</b>	<b>4,861</b>	<b>6,265</b>							
<b>重要财务指标</b>						单位:百万元	<b>现金流量表</b>					
<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>		<b>经营活动现金流</b>	<b>-81</b>	<b>43</b>	<b>75</b>	<b>-37</b>	<b>67</b>
营业收入	990	1,235	1,816	2,722	3,874		净利润	156	212	317	467	702
同比(%)	101.9%	24.8%	47.0%	49.9%	42.3%		折旧摊销	47	52	55	61	69
归属母公司净利润	127	196	301	449	681		财务费用	28	42	29	34	43
同比(%)	62.6%	54.7%	53.7%	48.8%	51.8%		投资损失	0	-4	-5	-8	-12
毛利率(%)	51.0%	48.3%	51.7%	52.3%	52.3%		营运资金变动	-328	-295	-371	-672	-845
ROE(%)	12.1%	12.7%	14.1%	17.4%	20.9%		其它	17	36	50	80	110
EPS(摊薄)(元)	0.42	0.63	0.48	0.71	1.08		<b>投资活动现金流</b>	<b>-106</b>	<b>-214</b>	<b>-106</b>	<b>-134</b>	<b>-160</b>
P/E	37.76	19.76	37.43	25.14	16.56		资本支出	-112	-131	-112	-142	-172
P/B	2.76	2.73	5.29	4.37	3.46		长期投资	-13	-32	0	0	0
EV/EBITDA	13.70	15.05	22.37	15.97	11.16		其他	18	-51	5	8	12
							<b>筹资活动现金流</b>	<b>217</b>	<b>263</b>	<b>330</b>	<b>85</b>	<b>137</b>
							吸收投资	12	41	290	0	0
							借款	462	830	70	120	180
							支付利息或股息	-40	-53	-29	-34	-43
							<b>现金净增加额</b>	<b>30</b>	<b>92</b>	<b>298</b>	<b>-86</b>	<b>44</b>

## 研究团队简介

任菲菲，建筑建材团队首席分析师，执业编码 S1500522020002。英国南安普顿大学硕士，风险与金融专业，2017 年起从事卖方研究工作，获 2021 年“金麒麟”新锐分析师第三名，曾供职于太平洋证券、民生证券，从事建筑建材及新材料方向研究工作，擅长从数据及产业本质寻找突破口。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20%以上； <b>增持：</b> 股价相对强于基准 5%~20%； <b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间； <b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5%以下。	<b>看高：</b> 行业指数超越基准； <b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平； <b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。