



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

现金流大幅改善，“城市群”助力高增长

—天铁股份(300587)公司点评报告

2022年04月26日

任菲菲 建筑建材行业首席分析师
S1500522020002
13046033778
renfeifei@cindasc.com

相关研究

1. 天铁股份：“城市群”提速助力业绩高增长，锂资源落地再迎利好
2. 天铁股份深度报告：“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

证券研究报告

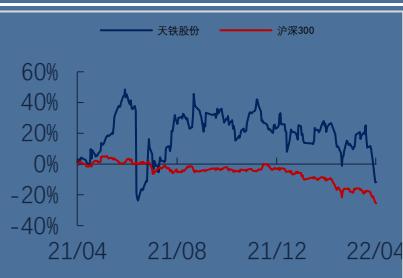
公司研究

公司点评报告

天铁股份 (300587)

投资评级 **买入**

上次评级 **买入**



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价（元）	14.00
52 周内股价波动区间(元)	23.30-8.84
最近一月涨跌幅(%)	-22.05
总股本(亿股)	6.33
流通 A 股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	88.61

资料来源：信达证券研发中心

现金流大幅改善，“城市群”助力高增长

2022 年 04 月 26 日

摘要

事件：

公司发布 2021 年年报与 2022 年一季报：

2021 年公司营业收入 17.13 亿元，同比增长 38.69%；归属于母公司所有者的净利润 3.02 亿元，同比增长 54.21%。

2022 年一季度公司营业收入 3.84 亿元，同比增长 4.16%，归属于母公司所有者的净利润 1.16 亿元，同比增长 52.23%。

点评：

◆**行业景气度提升，公司 2021 年持续高成长。**公司深耕轨道结构减振降噪行业数十年，作为龙头减振降噪产品类型丰富且不断开拓新产品，轨道工程橡胶制品主业 2021 年营收 10.73 亿元，同比增长 33.56%，相比于 2020 年增速有所提升，产生毛利 6.38 亿元，毛利率为 59.44%。轨交减振行业受益于“城市群都市圈”快速发展，城际和市域建设需求提升，除京津冀、长三角、大湾区计划于“十四五”期间新开工的 1 万公里之外，这两年成渝、山东半岛、长江中游、北部湾等多个城市群审批或规划陆续落地，需求端不断迎来利好。此外，《噪声污染防治法》将于 6 月执行，环保考虑下轨交降噪要求不断提高，行业渗透率有望进一步提升，综上，未来公司主业仍有望保持高增长。公司主业产品在铺轨时使用，收入受项目气候、施工进度等影响或有季节性波动，但轨道交通项目多为地方重点项目，工期进度及资金保障性相对较高。

◆**锂化物子公司昌吉利超额实现业绩承诺，近期布局班嘎错盐湖资源延伸锂产业链，综合竞争力有望进一步提升。**公司于 2021 年 7 月 14 日收购昌吉利剩余 40% 股权，昌吉利成为公司全资子公司。昌吉利所生产的氯代正丁烷、丁基锂主要用于医药中间体、合成橡胶催化剂、电子化学品等领域，下游需求十分旺盛。2021 年公司锂化物系列产品产生营业收入 2.42 亿元，同比增长 44.47%，产生毛利 1.11 亿元，毛利率为 45.99%。昌吉利 2021 年度实现净利润 7,967.01 万元，与业绩承诺数 6,000 万元相比超额 1,967.01 万元，2021 年度业绩承诺完成率为 132.78%。子公司昌吉利具备较强的锂盐提纯技术，班嘎错盐湖基地无须加工至工业级或电池级碳酸锂，提取粗锂后运至昌吉利或安徽天铁新能源基地提纯加工即可，能够节省建设投资、时间、成本。近期昌吉利签下 4,920 万元大单，占 2021 年昌吉利收入比例的 15.99%。

◆**公司现金流、盈利水平等多项财务指标持续优化。**从盈利能力角度，公司毛利率与净利率均提升，尽管因疫情减少差旅费，但三费整体管控较好，同时不断加大研发支出。从现金流角度，经营活动产生现金流持续净流入，收现比提升。

◆**盈利预测与投资评级：**公司是轨交减振降噪行业龙头，随着“城市群”发展迅速，城际与市域轨道交通建设有望加速，长期呈现高景气，公司将会持续受益。公司近年开辟锂盐业务，通过昌吉利布局锂化物产能，并通过西藏中鑫的部分股权转让布局锂盐上游资源，有望带来较好的协同效应，为未来提供新的业绩增长点。我们预计公司 2022-2024 年归属母公司净利润分别为 4.62/6.98/10.99 亿，EPS 分别为 0.73/1.10/1.74 元，对应当前股价 PE 分别为 19.20X、12.69X、8.06X。维持“买入”评级。

◆**风险因素：**“城市群、都市圈”发展不及预期、盐湖锂资源开采不及预期。

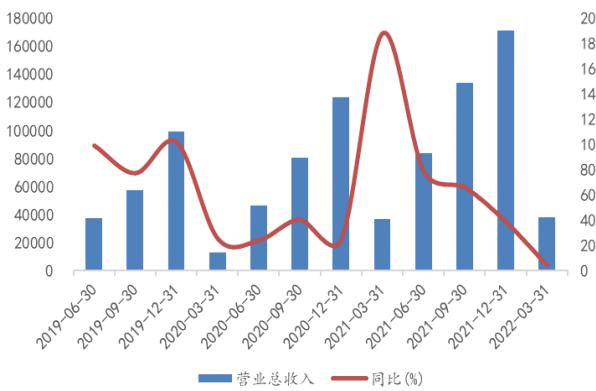
重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,235	1,713	2,436	3,506	5,225
增长率 YoY %	24.8%	38.7%	42.2%	44.0%	49.0%
归属母公司净利润 (百万元)	196	302	462	698	1,099
增长率 YoY%	54.7%	54.2%	52.6%	51.3%	57.4%
毛利率%	48.3%	51.0%	52.0%	50.2%	50.3%
净资产收益率ROE%	12.7%	12.0%	15.4%	18.8%	22.7%
EPS(摊薄)(元)	0.36	0.52	0.73	1.10	1.74
市盈率 P/E(倍)	34.58	38.40	19.20	12.69	8.06
市净率 P/B(倍)	2.73	4.97	2.95	2.38	1.83

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年04月26日收盘价

财务分析

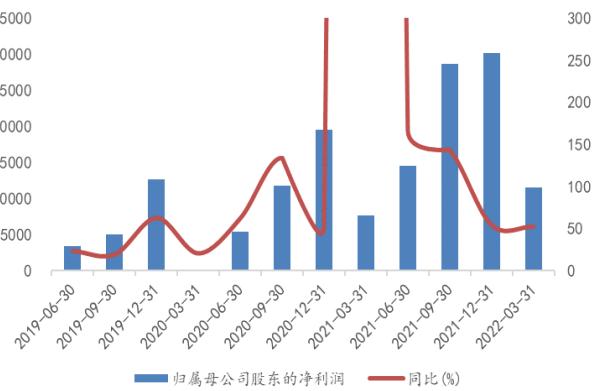
公司净利润大幅增长，连续三年增速超 50%。2021 年公司营业收入 17.13 亿元，同比增长 38.69%；归属于母公司所有者的净利润 3.02 亿元，同比增长 54.21%。2022 年一季度公司营业收入 3.84 亿元，同比增长 4.16%，公司归属于母公司所有者的净利润 1.16 亿元，同比增长 52.23%。

图 1 公司营收继续保持上涨（单位：万元）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

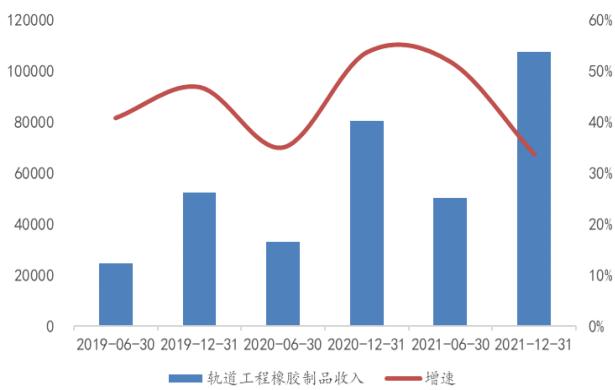
图 2 公司归母净利大幅提升（单位：万元）



资料来源：WIND，信达证券研发中心

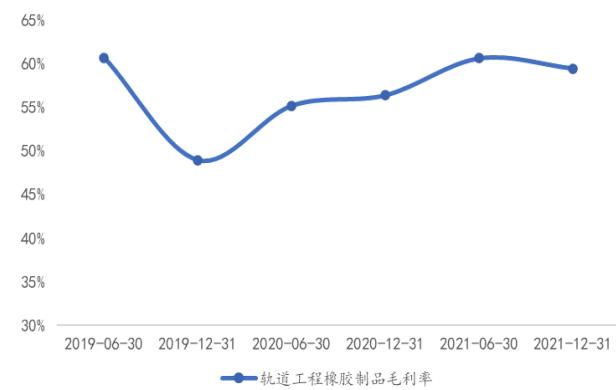
公司传统主营业収持续高增速，毛利率维持高位。2021 年轨道工程橡胶制品营收为 10.73 亿元，同比增长 33.56%；毛利率或因产品结构变化有小幅波动但仍然维持高位，2021 年为 59.44%。

图 3 公司轨道工程橡胶制品营收提升（单位：万元）



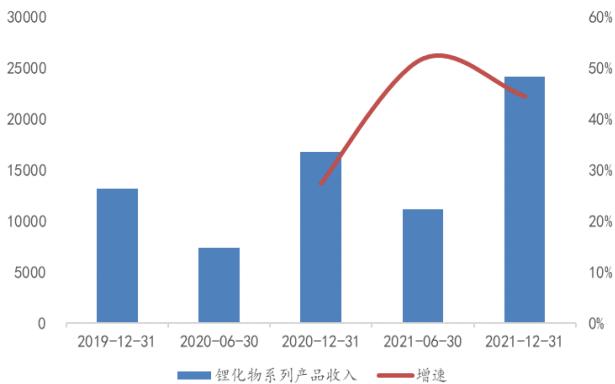
资料来源：WIND，信达证券研发中心

图 4 公司轨道工程橡胶制品毛利率小幅回落

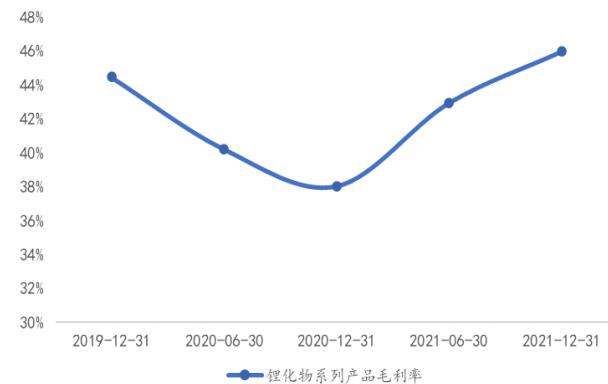


资料来源：WIND，信达证券研发中心

锂化物板块受益于锂产业链涨价实现高增长。2021 年为公司全资收购昌吉利元年，锂化物系列产品营收增长较快，全年营收为 2.42 亿元，同比增长 44.47%；锂化物系列产品毛利率有所提升，从 2020 年的 38.03% 提升至 2021 年的 45.99%。

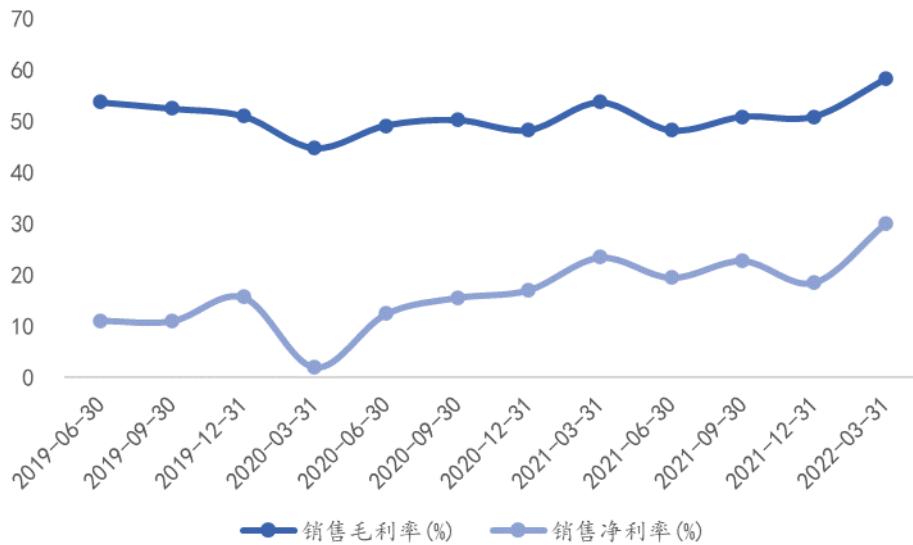
图 5 锂化物系列产品营收提升 (单位: 万元)


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 6 锂化物系列产品毛利率提升


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

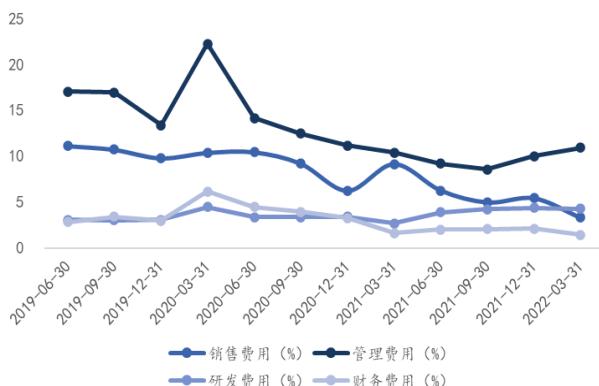
公司盈利能力稳定在高位且稳中有升，毛利率与净利率持续改善。公司毛利率在 2021 年和 2022 年一季度分别为 50.99% 和 58.33%，分别比上年同期提高 2.68pct 与 4.56pct；净利率在 2021 年和 2022 年一季度分别为 18.61% 和 30.09%，分别比上年同期提高 1.68pct 与 6.58pct。

图 8 公司销售毛利率与净利率提升


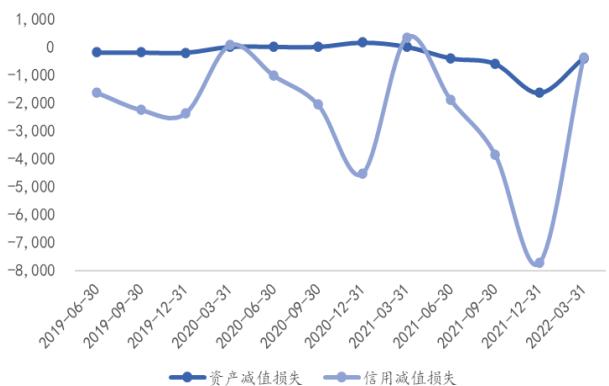
资料来源: WIND, 信达证券研发中心

尽管因疫情减少差旅费，但公司整体费率管控较好，研发支出持续加大。2021 年销售费率和管理费率分别为 5.41% 和 14.39%，较上年同期均有所下降，财务费用率持续下降，2022 年一季度为 1.42%。同时公司重视研发能力，研发费用率持续小幅上涨。一季度或因疫情原因减少差旅，销售费率下降至 3.28%，但“城市群”建设提速背景下，轨交发力方向明确，长期经营仍然高景气。

减值损失增加影响部分利润。2021 年公司资产减值损失较上年同期增加 1,178.62%，主要系公司营业收入增加，合同资产减值损失增加及本期计提了商誉减值损失所致。同时信用减值损失增加 70.54%，主要原因是营业收入增加，应收账款信用减值损失增加所致。2022 年一季度公司资产减值损失较上年同期增加 18,063.65%，主要原因是公司营业收入增加，合同资产减值损失增加所致。同时信用减值损失较上年同期增加 212.16%，主要原因是营业收入增加，应收账款信用减值损失增加所致。

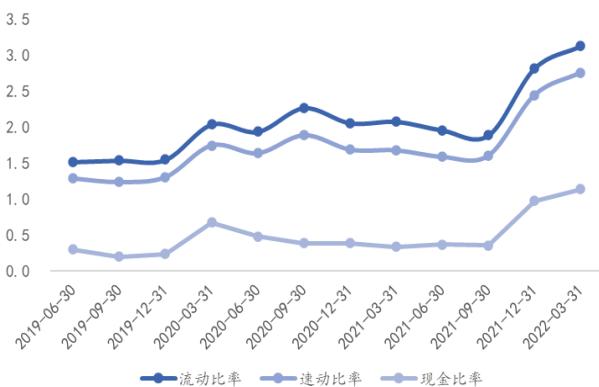
图 9 公司费用率情况


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

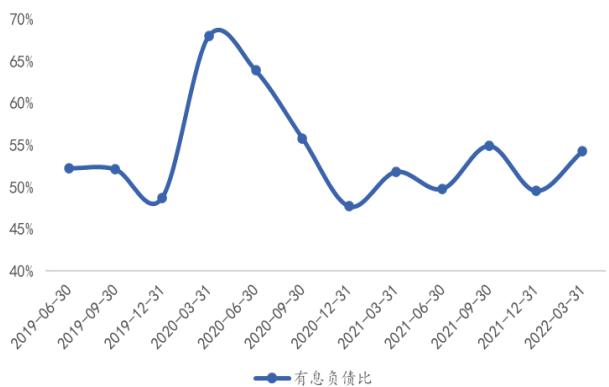
图 10 公司减值损失情况 (单位: 万元)


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

公司资产负债率下降, 与息债务比例稳定。公司 2021 年与 2022 年一季度流动比率、速动比率与现金比率均有大幅提高, 短期偿债能力较强。公司有息债务比持续稳定在 50% 左右, 负债结构相对稳定有利于公司长期发展。2021 年与 2022Q1 资产负债率分别为 35.95% 和 33%, 较 2020 年的 41.69% 有所降低。

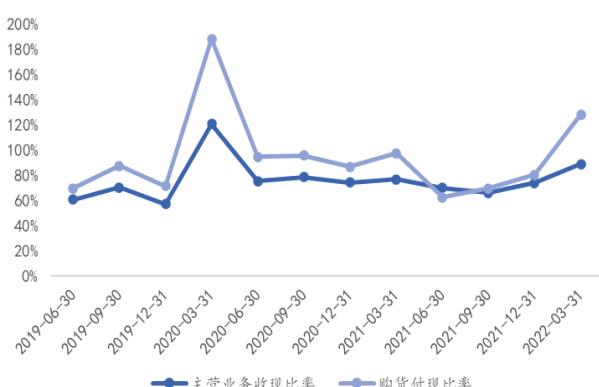
图 11 公司偿债能力大幅提高


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 12 公司有息债务比例保持稳定


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

公司 2021 年与 2022Q1 经营活动现金流呈现净流入, 实现大幅改善。公司自 2020 年四季度开始经营活动现金流持续为正, 2021 年和 2022 年一季度经营活动产生的现金流量净额分别为 13441.89 和 1198.18 万元, 较上年同期均有大幅增加, 主要原因是公司收回赊销业务的款项较上年同期增加所致。

图 13 公司收现比与付现比


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

图 14 公司经营活动现金流持续净流入 (单位: 万元)


资料来源: WIND, 信达证券研发中心

风险因素: “城市群、都市圈”发展不及预期、盐湖锂资源开采不及预期。



资产负债表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,859	2,785	3,645	4,974	6,964
货币资金	235	622	768	896	1,001
应收票据	65	117	167	240	358
应收账款	927	1,161	1,568	2,302	3,469
预付账款	12	15	22	32	48
存货	337	368	512	765	1,139
其他	283	501	608	739	949
非流动资产	1,107	1,297	1,321	1,359	1,409
长期股权投资	24	37	37	37	37
固定资产(合计)	426	667	664	674	696
无形资产	142	168	201	234	267
其他	514	425	419	414	409
资产总计	2,965	4,082	4,966	6,333	8,373
流动负债	901	987	1,262	1,732	2,436
短期借款	250	217	217	217	217
应付票据	103	180	250	373	555
应付账款	287	318	442	661	984
其他	260	272	353	481	680
非流动负债	336	481	581	731	911
长期借款	200	379	479	629	809
其他	135	102	102	102	102
负债合计	1,236	1,468	1,843	2,463	3,347
少数股东权益	188	92	117	146	180
归属母公司股东权益	1,542	2,522	3,006	3,725	4,846
负债和股东权益	2,965	4,082	4,966	6,333	8,373

重要财务指标					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,235	1,713	2,436	3,506	5,225
同比 (%)	24.8%	38.7%	42.2%	44.0%	49.0%
归属母公司净利润	196	302	462	698	1,099
同比 (%)	54.7%	54.2%	52.6%	51.3%	57.4%
毛利率 (%)	48.3%	51.0%	52.0%	50.2%	50.3%
ROE%	12.7%	12.0%	15.4%	18.8%	22.7%
EPS (摊薄)(元)	0.36	0.52	0.73	1.10	1.74
P/E	34.58	38.40	19.20	12.69	8.06
P/B	2.73	4.97	2.95	2.38	1.83
EV/EBITDA	11.97	21.80	11.02	8.04	5.55

利润表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,235	1,713	2,436	3,506	5,225
营业成本	639	840	1,169	1,745	2,599
营业税金及附加	11	14	21	30	44
销售费用	77	93	141	193	287
管理费用	137	172	268	386	575
研发费用	42	75	102	123	183
财务费用	40	36	37	42	50
减值损失合计	2	-16	-18	-20	-22
投资净收益	4	-11	7	11	16
其他	-37	-64	-85	-79	-79
营业利润	257	392	602	900	1,401
营业外收支	-4	0	-2	-2	-2
利润总额	253	392	600	898	1,399
所得税	42	74	114	171	266
净利润	212	319	486	727	1,133
少数股东损益	16	16	24	29	34
归属母公司净利润	196	302	462	698	1,099
EBITDA	382	580	810	1,112	1,626
EPS (当年)(元)	0.36	0.52	0.73	1.10	1.74

现金流量表					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	43	134	172	133	103
净利润	212	319	486	727	1,133
折旧摊销	52	60	76	82	90
财务费用	42	37	37	43	53
投资损失	-4	11	-7	-11	-16
营运资金变动	-295	-373	-538	-831	-1,291
其它	36	81	120	122	134
投资活动现金流	-214	-640	-95	-111	-126
资本支出	-131	-188	-102	-122	-142
长期投资	-32	-270	0	0	0
其他	-51	-182	7	11	16
筹资活动现金流	263	878	68	107	127
吸收投资	41	804	5	0	0
借款	830	690	100	150	180
支付利息或股息	-53	-76	-37	-43	-53
现金流净增加额	92	372	146	128	105



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
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@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	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@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	刘韵	13620005606	liuyun@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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 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。