

2022年6月28日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

天铁股份(300587):减隔震“能力圈”渐近完善,定增彰显锂盐布局决心

推荐 (首次覆盖)

投资要点

分析师:黄俊伟

执业证书编号:S1050522060002

邮箱:huangjw@cfsc.com.cn

基本数据

2022-6-28

当前股价(元)	19.84
总市值(亿元)	125.6
总股本(百万股)	632.9
流通股本(百万股)	549.9
52周价格范围(元)	12.02-23.35
日均成交额(百万元)	197.6

市场表现



资料来源:Wind, 华鑫证券研究

■ 轨交减隔震龙头“能力圈”持续扩张,市占率有望持续提升

公司为我国轨道交通减隔震产品龙头,目前市占率超过10%,上市后通过产能扩充/品类扩张/外延并购实现业绩高速增长,2017-2021年营收/归母净利润CAGR分别高达53%/44%。公司竞争优势显著,体现在:1)技术方面:公司于2009年从德国引进橡胶减振垫生产和运营技术,并通过自主研发、消化和吸收形成多项核心技术,参与主编《浮置板轨道技术规范》和《轨道交通用道床隔振垫》等多项轨交减隔震相关标准;2)产品方面:上市后陆续扩充钢弹簧减震器和扣件类产品,目前已成为国内轨交减隔震领域品类最齐全的公司之一;3)工程经验方面:公司自设立以来即和国内两大轨交总承包龙头中国中铁和中国铁建建立合作关系,产品应用在全国数十个城市的轨交项目中,具有沉淀近20年/覆盖全国大部分地域的产品应用经验“数据库”;4)服务能力方面:公司上市以来技术人员扩充超过5倍,并购的北京中地盾构工程技术研究院有限公司联合中铁15局/中国地质大学等单位近期攻克“砂卵石地层土压平衡盾构渣土改良理论与关键技术”,公司大力丰富服务能力和内容,有望持续绑定下游重点客户。我们认为,作为唯一以轨交减隔震业务为核心主业的上市公司,公司市占率将随着“能力圈”的逐渐扩充而持续提升。

■ 规模大/壁垒高/高毛利,轨交减隔震行业实为“不起眼的好行业”

轨交/建筑减隔震市场较为分散。经过我们测算,我国轨交减隔震市场规模约100-120亿元,为轨交“后周期”产品,考虑近年来我国轨交批复里程较为稳定,预计未来几年轨交减隔震市场规模将保持稳定,长期来看随着我国城市群建设中的市域铁路兴起以及公司跨足到房屋减隔震这一更大的市场,我们认为公司面临的市场规模有望得到持续扩充。我们认为相较于公司目前不到20亿元的营收体量,公司未来具备广阔发展空间。

“产品超长验证周期”构建轨交/建筑减隔震市场高壁垒。建筑减隔震行业壁垒主要体现在市场准入壁垒、技术储备和使用壁垒以及合作壁垒等方面上。整体来讲,由于轨交运输的安全性关系重大,除了产品需要经过国家相关规范认证外,下游一般倾向于选择能够满足轨交减隔震“非标准化”需求以及通过大量实践验证后的产品。我们认为产品验

证周期长是轨交/建筑减隔震市场最大的进入壁垒。

重要但投资小，轨交减隔震行业盈利能力显著。经测算，单公里轨交减隔震投资占整体投资比重约1%-2%之间，单平米房屋减隔震占总投资比重不足1%，减隔震产品可顺利通过提价转移原材料涨价风险，使得公司主业毛利率常年维持在55%-60%的高毛利率水平。

■ 收购昌吉利/西藏中鑫大力拓展锂化物第二赛道，大股东拟全额认购定增凸显锂盐布局决心

昌吉利为细分化工产品龙头企业，锂盐产能有望大幅扩充。公司2018年/2021年分别收购江苏昌吉利新能源科技有限公司（以下简称“昌吉利”）60%和40%股权，后者产品主要包括氯代正丁烷、丁基锂和氯化锂等，昌吉利在氯代正丁烷和丁基锂等产品上实力较强，为国家《工业用氯代正丁烷》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，下游应用主要为医药中间体、合成橡胶催化剂和电子化学品，需求较为稳定。近年来昌吉利毛利率保持35%左右，2021年营收/净利润分别同比增长52%和67%，净利润已占公司整体的24%。依托于昌吉利在氯化锂方面的技术能力，公司投资10亿元扩大昌吉利在锂盐方面的生产规模，拟建设年产5万吨锂盐（3万吨氯化锂、1万吨电池级氢氧化锂和1万吨电池级碳酸锂）、3800吨烷基锂系列及其配套产品项目，公司预计完工时间为2023年5月，达产后有望实现年产值50亿元。

收购西藏中鑫进一步向锂盐上游延伸。公司于2022年4月以现金5亿收购西藏中鑫21.74%股权，旨在向上游锂化物布局，有利于提升后续产品原料来源的安全性和稳定性。西藏中鑫资源标的为西藏自治区班戈县班嘎错的盐湖锂矿，其中LiCl平均品位251.82mg/L，收购对赌储量超19万吨。

拟向大股东定增募资25亿元，充分彰显锂化物业务布局决心。公司近期公告拟向大股东定增募资25亿元补充流动资金，预计定增完成后资金将重点用于锂化物在建产能的建设，充分彰显公司进军锂化物第二主业的决心。

■ 盈利预测

不考虑公司增发对于业绩和股本的影响，我们预测公司2022-2024年归母净利润分别为4.72、7.26、10.68亿元，EPS分别为0.75、1.16、1.70元，当前股价对应PE分别为24.7、16.1、10.9倍，给予“推荐”投资评级。

■ 风险提示

1) 轨交/减隔震市场规模低于预期；2) 增发进展不及预期；3) 项目建设进展不及预期；4) 主业毛利率下滑等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	1,713	2,551	3,732	5,545
增长率（%）	38.7%	48.9%	46.3%	48.6%
归母净利润（百万元）	302	472	726	1,068
增长率（%）	54.2%	56.2%	53.7%	47.1%
摊薄每股收益（元）	0.48	0.75	1.16	1.70
ROE（%）	11.6%	15.8%	20.3%	24.1%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产：					营业收入	1,713	2,551	3,732	5,545
现金及现金等价物	622	46	335	631	营业成本	840	1,235	1,840	2,828
应收款	1,320	1,677	1,841	1,975	营业税金及附加	14	21	31	46
存货	368	568	851	1,299	销售费用	93	138	187	250
其他流动资产	475	594	763	1,022	管理费用	172	281	373	554
流动资产合计	2,785	2,886	3,790	4,927	财务费用	36	47	52	55
非流动资产：					研发费用	75	111	163	242
金融类资产	230	230	230	230	费用合计	375	577	775	1,101
固定资产	667	702	735	766	资产减值损失	-77	-100	-140	-180
在建工程	61	111	161	211	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	168	160	152	144	投资收益	-11	0	0	0
长期股权投资	37	537	537	537	营业利润	392	613	942	1,385
其他非流动资产	365	365	365	365	加：营业外收入	1	1	1	1
非流动资产合计	1,297	1,874	1,949	2,023	减：营业外支出	1	1	1	1
资产总计	4,082	4,760	5,739	6,950	利润总额	392	613	942	1,385
流动负债：					所得税费用	74	115	177	260
短期借款	217	317	417	467	净利润	319	498	765	1,126
应付账款、票据	497	688	974	1,260	少数股东损益	16	26	39	58
其他流动负债	255	255	255	255	归母净利润	302	472	726	1,068
流动负债合计	987	1,286	1,684	2,038					
非流动负债：					主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
长期借款	437	437	437	437	成长性				
其他非流动负债	44	44	44	44	营业收入增长率	38.7%	48.9%	46.3%	48.6%
非流动负债合计	481	481	481	481	归母净利润增长率	54.2%	56.2%	53.7%	47.1%
负债合计	1,468	1,767	2,165	2,519	盈利能力				
所有者权益					毛利率	51.0%	51.6%	50.7%	49.0%
股本	628	628	628	628	四项费用/营收	21.9%	22.6%	20.8%	19.9%
股东权益	2,614	2,993	3,575	4,430	净利率	18.6%	19.5%	20.5%	20.3%
负债和所有者权益	4,082	4,760	5,739	6,950	ROE	11.6%	15.8%	20.3%	24.1%
					偿债能力				
现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	36.0%	37.1%	37.7%	36.3%
净利润	319	498	765	1126	营运能力				
少数股东权益	16	26	39	58	总资产周转率	0.4	0.5	0.7	0.8
折旧摊销	56	53	55	57	应收账款周转率	1.3	1.5	2.0	2.8
公允价值变动	0	0	0	0	存货周转率	2.3	2.2	2.2	2.2
营运资金变动	-257	-477	-318	-537	每股数据（元/股）				
经营活动现金净流量	134	100	542	703	EPS	0.48	0.75	1.16	1.70
投资活动现金净流量	-640	-586	-83	-81	P/E	38.6	24.7	16.1	10.9
筹资活动现金净流量	-70	-19	-84	-220	P/S	6.8	4.6	3.1	2.1
现金流量净额	-575	-505	375	402	P/B	4.6	4.1	3.4	2.8

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 建筑建材组简介

黄俊伟：建筑建材首席分析师，同济大学土木工程学士&复旦大学金融学硕士，超过5年建筑建材行业研究经验和3年建筑建材实业从业经验。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%--- (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询

价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫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，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。