

投资评级 **优于大市** 维持

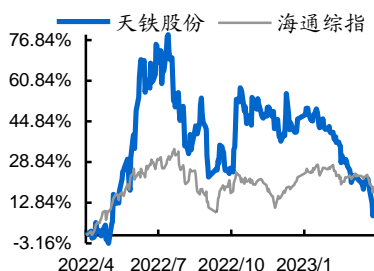
22年归母扣非净利润同比增长42.29%，看好未来锂化物成长空间

股票数据

04月28日收盘价(元)	9.21
52周股价波动(元)	8.50-25.08
总股本/流通A股(百万股)	1077/930
总市值/流通市值(百万元)	9918/8564

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-11.4	-23.1	-24.8
相对涨幅(%)	-12.2	-22.1	-21.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

分析师: 孙维容

Tel: (021)23219431

Email: swr12178@haitong.com

证书: S0850518030001

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@haitong.com

证书: S0850511010010

投资要点:

- 天铁股份发布2022年年度报告。**2022年,公司实现营业收入17.20亿元,同比增长0.42%;实现归母扣非净利润4.20亿元,同比上升42.29%。
- 2022年利润同比上升主要源于锂化物系列产品价格上涨。**1)分产品营业收入来看,2022年公司轨道工程橡胶制品、锂化物系列产品、其他产品、其他业务营业收入分别变化-25.63%、51.86%、13.31%、159.84%至7.98、3.67、3.71、1.84亿元,毛利率分别变化-1.00pct、31.59pct、-0.56pct、34.24pct至58.44%、77.58%、29.51%、71.02%。2)分产品销量与价格来看,锂化物系列产品价格上涨306.65%至27.87万元/吨,销量下降62.66%至1317.67吨。3)2022年三项费用率同比上升0.13个百分点至22.02%。其中销售、管理(包括研发)费用率、财务费用率同比变化-1.87、1.8、0.2个百分点至3.54%、16.19%、2.29%,2022年公司研发费用占收入比例为3.99%,同比下降0.38个百分点。
- 公司工程项目建设稳步推进,看好产能投放后的长期增长空间。**1)年产96万套弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴项目已于2022年9月30日达到预定可使用状态;年产40万平方米橡胶减振垫项目正在建设中,预计2024年12月投产。2)年产5.3万吨电池用化学及配套产品项目和年产2600吨锂材系列产品项目已取得环评批复。
- 公司加速布局锂化物产业链一体化,具有较强的竞争优势。**1)公司通过全资子公司昌吉利专业从事丁基锂、工业级氯化锂等锂化物及氯代烃等化工产品的研发、生产与销售;2022年,昌吉利新能源营业收入和净利润占公司经审计营业收入和归属于母公司股东的净利润的比例分别为31.44%和65.47%。2)公司积极布局班嘎错盐湖资源,由于子公司昌吉利具备较强的钾提纯技术,西藏班嘎错盐湖只需要提取至粗锂,粗锂运至昌吉利或安徽天铁新能源基地即可进行提纯,节省建设时间与成本。3)为保障锂化物原材料的供给安全,提升竞争能力,打造一体化的产业链优势,公司拟向上游锂矿进行布局;公司于2022年6月通过股权转让的方式获取了西藏中鑫21.74%的股权;根据已签署的《战略合作协议》,西藏中鑫及下属企业未来拥有并控制的锂矿产品按照公允的市场价格和公允的交易条件优先供应于昌吉利。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计2023-2025年公司EPS分别为0.57、0.66、0.90元。参考同行业可比公司估值,我们认为合理估值倍数为2023年20-22倍PE,对应合理价值区间为11.40-12.54元,维持优于大市评级。

- 风险提示。**在建产能投放不及预期、政策执行力度低于预期、宏观经济下行。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1713	1720	2401	2982	4127
(+/-)YoY(%)	38.7%	0.4%	39.6%	24.2%	38.4%
净利润(百万元)	302	410	613	707	970
(+/-)YoY(%)	54.2%	35.7%	49.4%	15.3%	37.3%
全面摊薄EPS(元)	0.28	0.38	0.57	0.66	0.90
毛利率(%)	51.0%	57.6%	53.0%	50.9%	50.7%
净资产收益率(%)	12.0%	13.8%	17.0%	16.4%	18.4%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

盈利假设:

销量假设: 根据公告《浙江天铁实业股份有限公司向特定对象发行股票募集说明书》, 年产 40 万平方米橡胶减振垫产品生产线建设项目预计于 2024 年 12 月正式投产, 因此我们预计 2023-2025 年产能利用率为 190.00%、96.30%、156.30%, 预计销量为 70.00、74.00、108.09 万平方米。根据公告《浙江天铁实业股份有限公司向特定对象发行股票募集说明书》, 年产 96 万套靴项目已于 22 年 9 月 30 日达产, 因此我们预计 2023-2025 年套靴销量为 48.96、65.28、65.28 万套。根据公告《浙江天铁实业股份有限公司向特定对象发行股票募集说明书》, 年产 45 万根钢轨波导吸振器产品生产线建设项目预计 2024 年 12 月正式投产, 因此我们预计 2023-2025 年吸振器销量为 34.30、36.00、43.20 万套。根据《中兴财光华会计师事务所(特殊普通合伙)关于浙江天铁实业股份有限公司申请向特定对象发行股票发行注册环节反馈意见落实函的回复》, 年产 2600 吨锂材系列产品项目建设周期为两年, 预计 2025 年投产, 因此我们预计 2023-2025 年锂化物系列产品销量为 1515.32、1742.62、2460.32 吨。

表 1 天铁股份分业务盈利预测

项目	2022	2023E	2024E	2025E
总收入(百万元)	1720.43	2400.93	2982.49	4126.98
总成本(百万元)	728.73	1128.83	1465.01	2033.49
总毛利(百万元)	991.70	1272.11	1517.48	2093.50
总毛利率	57.64%	52.98%	50.88%	50.73%
轨道工程橡胶制品				
收入(百万元)	818.52	1312.81	1697.86	2482.52
成本(百万元)	331.76	647.99	893.07	1322.46
毛利(百万元)	486.76	664.82	804.79	1160.06
毛利率	59.47%	50.64%	47.40%	46.73%
锂电池系列产品				
收入(百万元)	367.30	422.39	485.75	685.81
成本(百万元)	82.34	101.37	116.58	164.59
毛利(百万元)	284.96	321.02	369.17	521.22
毛利率	77.58%	76.00%	76.00%	76.00%
其他				
收入(百万元)	554.78	665.73	798.88	958.66
成本(百万元)	314.63	379.47	455.36	546.43
毛利(百万元)	240.15	286.27	343.52	412.22
毛利率	43.29%	43.00%	43.00%	43.00%

资料来源: 公司 2022 年年度报告, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价(元)	EPS(元/股)			PE(倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
震安科技	300767.SZ	34.73	0.41	0.90	1.75	84.71	38.59	19.85
中鼎股份	000887.SZ	11.68	0.84	1.04	1.24	13.90	11.23	9.42
平均值						49.31	24.91	14.63

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价, 每股收益均为 WIND 一致预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	1720	2401	2982	4127
每股收益	0.38	0.57	0.66	0.90	营业成本	729	1129	1465	2033
每股净资产	2.77	3.34	4.00	4.90	毛利率%	57.6%	53.0%	50.9%	50.7%
每股经营现金流	-0.12	0.58	-0.04	0.62	营业税金及附加	15	20	25	35
每股股利	0.03	0.00	0.00	0.50	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	61	100	118	166
P/E	23.97	16.04	13.91	10.13	营业费用率%	3.5%	4.2%	4.0%	4.0%
P/B	3.30	2.73	2.28	1.86	管理费用	210	276	350	480
P/S	5.71	4.09	3.30	2.38	管理费用率%	12.2%	11.5%	11.7%	11.6%
EV/EBITDA	21.19	11.88	10.64	7.73	EBIT	551	794	924	1273
股息率%	0.3%	0.0%	0.0%	5.5%	财务费用	39	23	53	65
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.3%	1.0%	1.8%	1.6%
毛利率	57.6%	53.0%	50.9%	50.7%	资产减值损失	3	-4	-4	-4
净利润率	23.8%	25.5%	23.7%	23.5%	投资收益	-17	-21	-27	-37
净资产收益率	13.8%	17.0%	16.4%	18.4%	营业利润	499	747	841	1167
资产回报率	8.0%	10.3%	9.3%	10.5%	营业外收支	-24	0	0	0
投资回报率	10.5%	14.1%	12.5%	14.8%	利润总额	475	747	841	1167
盈利增长 (%)					EBITDA	626	882	1032	1402
营业收入增长率	0.4%	39.6%	24.2%	38.4%	所得税	75	126	139	194
EBIT 增长率	21.3%	44.2%	16.3%	37.7%	有效所得税率%	15.9%	16.8%	16.5%	16.6%
净利润增长率	35.7%	49.4%	15.3%	37.3%	少数股东损益	-10	8	-5	3
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	410	613	707	970
资产负债率	40.7%	38.3%	42.4%	42.5%					
流动比率	2.20	1.68	1.62	1.69	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.65	1.21	1.21	1.27	货币资金	508	374	647	855
现金比率	0.37	0.17	0.21	0.22	应收账款及应收票据	1648	1985	2807	3631
经营效率指标					存货	361	530	755	1054
应收账款周转天数	282.56	250.96	266.76	258.86	其它流动资产	539	706	764	888
存货周转天数	180.26	142.23	157.93	160.14	流动资产合计	3056	3596	4974	6428
总资产周转率	0.37	0.43	0.44	0.49	长期股权投资	508	508	508	508
固定资产周转率	2.43	2.80	2.77	3.15	固定资产	749	962	1194	1429
					在建工程	177	226	256	273
					无形资产	242	244	246	248
					非流动资产合计	2067	2332	2595	2849
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	5123	5928	7569	9277
净利润	410	613	707	970	短期借款	601	827	1612	1662
少数股东损益	-10	8	-5	3	应付票据及应付账款	476	875	980	1524
非现金支出	169	92	112	133	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	42	59	90	121	其它流动负债	313	439	487	628
营运资金变动	-739	-149	-951	-562	流动负债合计	1389	2141	3080	3814
经营活动现金流	-128	623	-46	666	长期借款	568	0	0	0
资产	-374	-355	-375	-386	其它长期负债	127	127	127	127
投资	-497	0	0	0	非流动负债合计	695	127	127	127
其他	-73	-21	-27	-37	负债总计	2084	2267	3207	3941
投资活动现金流	-944	-376	-402	-423	实收资本	1077	1077	1077	1077
债权募资	669	-342	786	50	归属于母公司所有者权益	2983	3596	4303	5273
股权募资	71	0	0	0	少数股东权益	56	64	59	62
其他	203	-39	-64	-85	负债和所有者权益合计	5123	5928	7569	9277
融资活动现金流	943	-381	722	-35					
现金净流量	-129	-134	273	207					

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为04月28日; (2)以上各表均为简表

资料来源: 公司年报(2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
 孙维容 基础化工行业
 邓勇 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化, 卫星化学, 扬农化工, 滨化股份, 湘潭电化, 亚钾国际, 新洋丰, 梅花生物, 百傲化学, 建龙微纳, 皇马科技, 和远气体, 华光新材, 联瑞新材, 利安隆, 合盛硅业, 万润股份, 昊华科技, 东华能源, 德美化工, 东材科技, 上海石化, 东方盛虹, 盐湖股份, 鲁西化工, 巨化股份, 苏博特, 卓越新能, 凯立新材, 凌玮科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 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。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。在任何情况下, 本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 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波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。