

天铁股份（300587）深度研究

减振市场前景广阔，锂盐业务拉高成长空间

2022 年 11 月 29 日

【投资要点】

- ◆ **轨交巨头跨界切入锂化物，双轮驱动业绩未来可期。**公司业务初期以轨交橡胶制品起家，积累了多年经验和技术底蕴，2018 年 11 月和 2021 年 4 月，公司分两次分别收购江苏昌吉利 60%、40% 的股份，正式进军锂化物领域。昌吉利业绩表现亮眼，利润稳定增长，2021 年底已实现营业收入 3.08 亿元，实现净利润 7742 万元。2022 年上半年开建庐江 5 万吨锂盐项目，预计 2023 年 5 月底建成；以自有资金 5 亿元收购西藏中鑫 21.74% 的股权，获得班戈错盐湖优先供货权，盐湖预计 2023 年 10 月底之前投产，助力锂化物产业链垂直一体化格局形成。
- ◆ **锂盐资源端是关键，锂价高位持续概率大。****需求端：**2022 年 H1 全球新能源乘用车销售量约为 408.7 万辆，同比+65%，储能领域对锂的需求与日俱增，我国储能锂电池的出货量从 2017 年的 4.1Gwh 上升到 2021 年的 42.3Gwh。据前瞻产业研究院预测，2025 年储能电池的市场规模有望超过 900 亿元。下游需求增长以及成本分摊渠道的畅通构成目前锂价上涨的底层逻辑。**供给端：**锂矿盐湖建设较为缓慢，增量相较需求延后，自 2020 年开始锂资源便转为供不应求的供需关系。今年供给大环境有诸多不利因素。澳洲多家锂矿下调产量预期，南美锂资源开发受左翼政治势力影响，欧洲政治和环境因素层层阻碍致使多家锂项目被叫停。非洲基础设施和劳工素养限制整体开发进度。我们认为，供需两端紧平衡的格局仍将持续，锂矿锂盐价格拐点仍未到来，预计 2023 年锂价仍将维持高位。
- ◆ **轨交与建筑减/隔震夯实基础，锂化物打开成长曲线。****轨交业务：**随着轨道里程数的增长和城市轨道的发展，轨交减振降噪的必要性与日俱增。十四五规划提出，将新增城市轨道交通运营里程 3000 公里、城际铁路和市域（郊）铁路运营里程 3000 公里。未来该领域的市场价值值得被期待。而公司在该领域深耕多年，市占率超过 10%，看好业务增值空间。**建筑减/隔震：**2021 年我国减/隔震的市场规模则达到 21.19 亿元，五年复合增长率 24.89%。公司依托自身工程业务的优势，横向切入建筑减/隔震领域，目前已完成了对建筑减隔震产品的系列化覆盖，并且能够批量生产直径 1.4 米及直径 1.6 米支座实现批量供货。**锂化物业务：**子公司江苏昌吉利以烷基锂系列产品和无水氯化锂为主要产品。烷基锂技术壁垒高，彰显昌吉利技术优势。无水氯化锂近两年江苏昌吉利每年销量 3000 余吨，庐江 5 万吨锂盐投产后，将为公司锂盐产能带来质的飞跃。2022 年 2 月，天铁入股西藏中鑫，锁定班戈错盐湖的优质资源，该湖品质高，提锂难度低，基础设施便利，盐湖产出物与昌吉利原材料需求高度契合，将有效匹配公司锂盐产能扩张需求。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（维持）

东方财富证券研究所

证券分析师：周旭辉

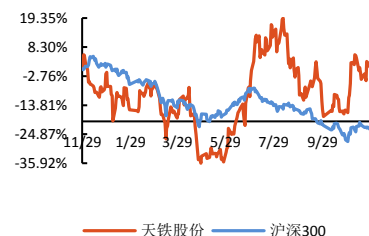
证书编号：S1160521050001

证券分析师：程文祥

证书编号：S1160522090002

电话：15301584993

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	13568.34
流通市值（百万元）	11710.72
52 周最高/最低（元）	25.08/10.25
52 周最高/最低（PE）	47.37/25.34
52 周最高/最低（PB）	9.24/3.45
52 周涨幅（%）	-0.12
52 周换手率（%）	446.07

相关研究

《三季度业绩符合预期，盐湖储量公告在即》	2022.10.26
《锂电业务展露头角》	2022.08.25
《锂电开拓新增长极》	2022.07.08

【投资建议】

◆公司业务布局极具前瞻性，主营业务减振降噪业务技术成熟，行业地位稳固。从突破产能瓶颈和布局上游优质资源两方面入手，推动锂化物业务发展。未来从业务结构以及市场前景来看，公司业绩增量空间较大，我们维持预计 2022-2024 年公司营业收入为 30.78 亿元、41.15 亿元、66.56 亿元；归母净利润为 4.72 亿元、7.53 亿元、11.20 亿元，对应 EPS 至 0.75 元、1.19 元、1.77 元，对应 PE 分别为 14.2 倍、8.9 倍、5.98 倍。鉴于公司未来发展前景良好，成长明确，竞争力突出，我们维持“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1713.27	3078.48	4115.04	6656.43
增长率（%）	38.69%	79.68%	33.67%	61.76%
EBITDA（百万元）	514.40	784.94	1165.21	1667.93
归属母公司净利润（百万元）	302.41	471.92	753.40	1120.72
增长率（%）	54.21%	56.06%	59.64%	48.76%
EPS（元/股）	0.52	0.75	1.19	1.77
市盈率（P/E）	38.40	14.20	8.90	5.98
市净率（P/B）	4.97	2.24	1.79	1.38
EV/EBITDA	24.60	8.30	5.11	3.05

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1、关键假设

1. 轨交/建筑减振降噪：基于我国城镇化、现代化的迅速推进，轨交/建筑减振降噪市场价值值得期待，公司在该赛道拥有长期发展的优势，具备成熟的经营模式，庞大的客户群体，核心产品如隔离式橡胶健身垫，1.6米直径建筑减/隔震支座具备技术壁垒，竞争优势显著。考虑到该行业未来景气度和公司在行业中的领先地位，我们预计公司在轨交/建筑减振降噪制品2022/2023/2024年营业收入增速在35.55%/31.79%/33.63%，毛利率维持在60%以上。

2. 锂化物：2022年锂价经历快速上涨，并且目前拐点仍未到来，预计2023年锂价仍将维持高位。公司子公司江苏昌吉利是国内少数具备烷基锂生产技术的公司，业界口碑上佳，公司无水氯化锂品质上乘，在新能源领域下游需求高涨的情况下，目前拥有庐江5万吨锂盐在建，产能扩张值得期待。同时西藏中鑫班戈错盐湖的建设正在积极推进，帮助公司锁定上游优质资源，降低生产成本。我们预计公司锂化物 2022/2023/2024 年营业收入增长率分别为 343.23%/35.34%/112.96%。

2、创新之处

1. 我们认为轨交减振降噪市场未来成长空间较大，公司橡胶减振产品将成为业绩基石。

中国的城镇化现代化拉高了轨交市场价值，高铁，城际铁路以及地铁的发展为

轨交这项传统产业赋予了新的发展机会。尤其是现代铁路高速高里程的发展，以及轨道布局越来越接近城市居民，为减振降噪这一细分业务提出了更高的要求，同时也带来了更高的发展机遇。公司轨交减振降噪业务步入成熟发展阶段，拥有较高的市占率和行业优势地位，未来该业务将成为公司业绩增长的重要基石。

2. 我们认为政策利好因素以及公司轨交减振优势将推动公司建筑减/隔震快速发展。

2021年，国家两出建筑减/隔震指导政策，不仅对建筑减/隔震提出强制要求，还为相关产品的设计制定官方标准。建筑减/隔震的市场空间快速扩大且步入规范化发展阶段。公司借助原本轨交减振的技术底蕴和客户基础，快速由研转销，步入行业前列，已具备量产直径1.6米支座能力，未来将成为公司业绩新增长点。

3. 我们认为资源端是锂行业竞争的关键，公司布局班戈错盐湖将为锂化物业务发展打开价值空间。

随着下游新能源汽车市场火热，锂资源的需求量暴涨，而上游资源建设所需周期较长，难以完全满足需求。西奥锂矿供应商皮尔巴拉11月14日最新锂矿拍卖竞价已达7804美元/吨，将把碳酸锂成本推向55万元/吨。布局自有锂矿成为锂盐业务竞争的重点环节。公司布局班戈错盐湖为自身锂化物业务打开价值成长空间。

3、潜在催化

- 1、当前西藏疫情已结束，班戈错盐湖储量核实报告预计11月内正式公告，储量超预期；
- 2、海外矿业民族主义进一步泛滥，“锂OPEC”成立促进国内盐湖资源开发；
- 3、澳洲锂矿拍卖持续超预期。

【风险提示】

行政干预锂价；
国际局势紧张，地缘政治风险；
不可控因素导致工程建设进度不达预期。

正文目录

1. 减震降噪+锂化物双轮驱动，业务格局稳中有进	6
1.1. 轨交巨头起家，技术引领行业	6
1.2. 布局锂化物，探索业绩新增长极	8
1.3. 业绩稳中有进，财务状况良好	10
2. 锂盐：资源端是关键，锂价或将维持高位	11
2.1 锂资源整体格局	11
2.1.1 锂资源供给体系分为盐湖和矿山两种	11
2.1.2 我国锂资源高度依赖海外	12
2.1.3 国内优质资源主要分布在江西、四川、青藏高原	13
2.2. 供求紧平衡格局或将维持，2023 年锂价仍将维持高位	13
2.2.1 需求端：新能源汽车渗透率大大提升	13
2.2.2 供给端：上游供给受限，澳洲各大矿山产量不达预期	14
3. 轨交业务成熟推进，锂盐纵向一体化格局逐渐清晰	16
3.1. 减震降噪业务：市场前景良好，市占率奠定行业地位	16
3.1.1. 轨交减震降噪市场空间大有可为	16
3.1.2. 建筑减/隔震受益相关政策落地	17
3.2. 冶炼端：锂化物业务异军突起	18
3.2.1. 江苏昌吉利技术优势显著	18
3.2.2. 锂盐扩产五万吨，业绩上升空间大	19
3.3. 资源端：入股班戈错盐湖，锁定上游优质资源	20
3.3.1. 班戈错盐湖品质上佳，收购性价比高	20
3.3.2. 矿区建设利好条件诸多，储量公告在即	21
4. 盈利预测	22
5. 风险提示	23

图表目录

图表 1 天铁股份股权结构	6
图表 2 公司发展历程	7
图表 3 公司减震降噪系列橡胶制品	8
图表 4 隔离式橡胶减震垫作用图	8
图表 5 江苏昌吉利主要产品：烷基锂系列和无水氯化锂	9
图表 6 江苏昌吉利总规模不断扩大(万元)	9
图表 7 江苏昌吉利营业收入和净利润(万元)	9
图表 8 天铁参股西藏中鑫之后的股权结构	10
图表 9 公司营业收入及增长率(万元)	10
图表 10 公司归母净利润及增长率(万元)	10
图表 11 公司主要业务毛利占比(%)	11
图表 12 公司各业务毛利率	11
图表 13 公司资产负债率	11
图表 14 公司净资产收益率处于行业领先	11
图表 15 盐湖矿山占比相对稳定	12
图表 16 我国锂资源高度依赖海外	12

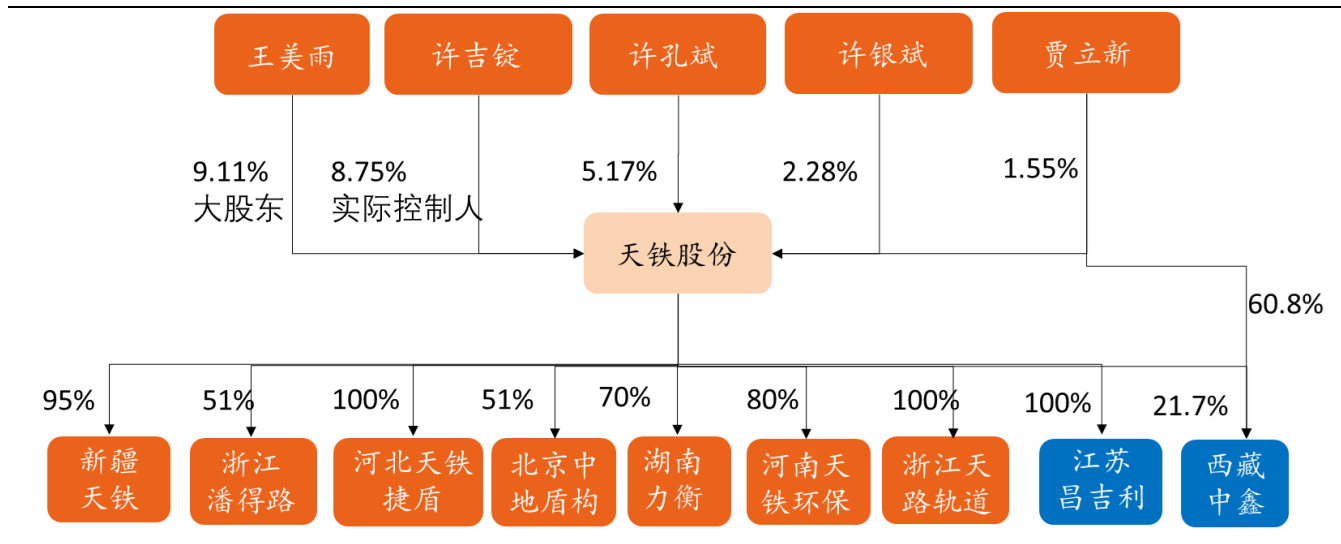
图表 17	国内主要锂资源统计一览	13
图表 18	新能源汽车渗透率	14
图表 19	锂动力电池装机量	14
图表 20	全球锂资源供需（折合万吨 LCE）	15
图表 21	全球锂资源的价格变化（万元）	15
图表 22	轨交市场前景值得期待	16
图表 23	主要产品橡胶减振垫具备竞争优势	17
图表 24	建筑减/隔震政策出台	18
图表 25	昌吉利多年培育技术优势	19
图表 26	昌吉利安徽庐江项目已顺利开工	20
图表 27	班戈错盐湖地理位置示意	21
图表 28	班戈错盐湖的进程图	22
图表 29	主营业务拆分及预估	22
图表 30	同行业估值比较（2022-11-24）	23
图表 31	盈利预测	23

1. 减震降噪+锂化物双轮驱动，业务格局稳中有进

1.1. 轨交巨头起家，技术引领行业

浙江天铁实业股份有限公司成立于 2003 年，以浙江台州为总部所在地，旗下子公司 10 余家，遍布全国各地。公司实际控制人是许吉铨先生，最大股东为王美雨女士。公司创业之初以轨道交通橡胶制品作为公司主营业务。

图表 1：天铁股份股权结构



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

2003 年以来，中国铁路以快速扩充运输能力，快速提升技术装备水平为主线，全面加快铁路现代化建设步伐。2020 年全国铁路营业里程 14.63 万公里，截止 2021 年年底，铁路营业里程突破 15 万公里，稳居世界第二，仅次于美国。其中高铁里程 3.79 万公里，排名世界第一。从我国铁路近些年来发展趋势仍然是向上的。而轨道里程的延长和对轨交设备的升级，使得轨道橡胶制品的市场需求高涨，公司以敏锐的战略眼光把握住这一庞大的市场机遇，以轨道交通橡胶制品作为初期主营产品。

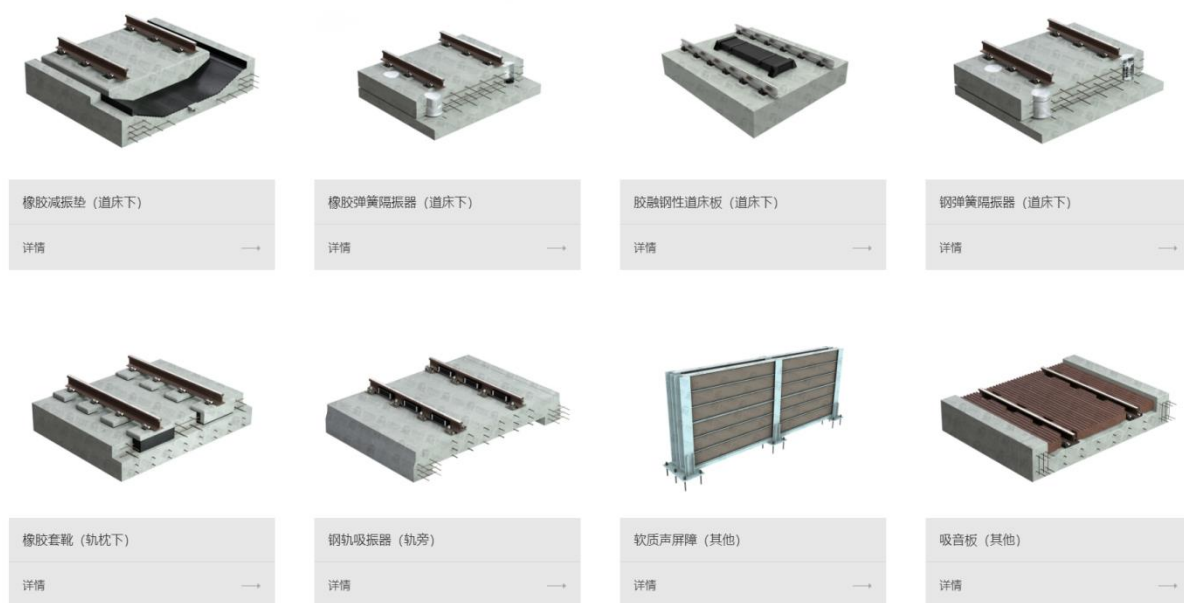
图表 2：公司发展历程

时间	事件
2003 年 12 月 26 日	公司正式成立，确定以轨道交通橡胶制品作为主营业务
2004 年-2008 年	研发并推广第一代轨道工程橡胶制品-嵌丝橡胶道口板，成为国内橡胶道口板的主要供货商
2009 年 6 月 1 日	与德国卡楞贝格合作研发国内新一代轨道工程橡胶制品——隔离式橡胶减振垫，业务重心转向轨道结构性减振
2010 年 9 月 13 日	首获“高新技术企业”认定
2011 年 12 月 28 日	完成股份制改造
2012 年-2016 年	确立轨道结构减震产品的核心地位，开发出钢轨吸振器，橡胶套靴等新产品
2017 年 1 月 5 日	在深交所创业板上市
2018 年	收购江苏昌吉利 40%股权，进军锂化物行业
2022 年	入股西藏中鑫，产业链延申至锂盐上游

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

2009 年 1 月，公司和德国卡楞贝格公司合作开发出隔离式橡胶减振垫，并积极引入技术，走上了自主研发的道路，并将业务重心向轨道结构减振这一细分领域靠拢。2010 年，公司顺利获得“高新技术企业”认证。2011 年改组为股份有限责任公司。随后公司进一步开发出橡胶套靴，钢轨吸振器等新一代钢轨结构减振产品，正式确立行业领先地位。走出低知识成本的舒适圈，坚定培养技术领先的行业竞争力这一观念贯穿天铁的发展历程，也是天铁发展成为轨交工程减振降噪龙头的关键所在。

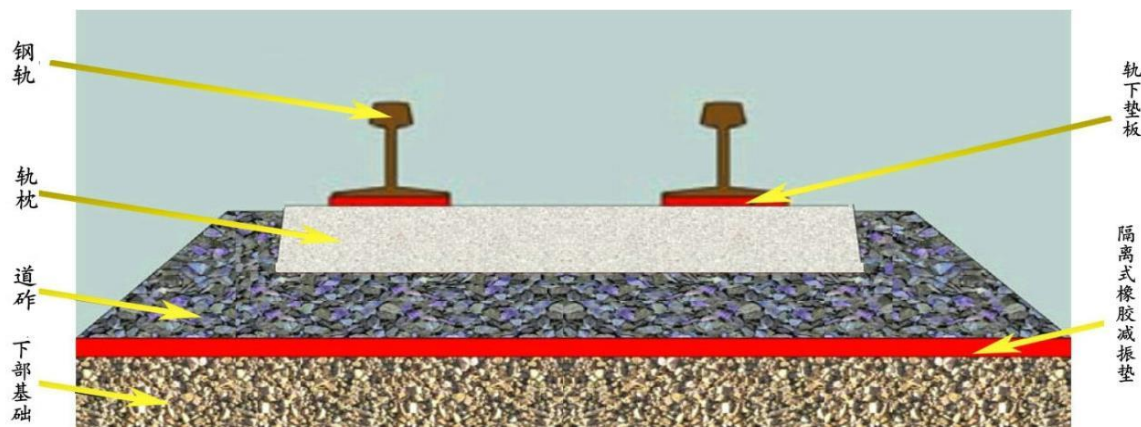
图表 3：公司减振降噪系列橡胶制品



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

随着 2021 年 5 月 12 日《建设工程抗震管理条例》的颁布，未来全国位于高烈度设防地区、地震重点监视防御区的特定项目都将普遍推广隔震减震技术。公司控股子公司，新疆天铁工程材料有限公司的股东之一是乌鲁木齐建筑设计研究院，公司基于已有橡胶减振降噪业务的产品和技术基础，横向切入建筑减/隔震领域。2022 年，公司建筑减/隔震业务顺利由研转销，研发团队积极对接各方设计院，针对产品核心需求和技术要点进行突破，大体完成了系列化产品覆盖。尤其是技术要求较高的在大尺寸规格型支座方面，公司已具备量产直径 1.4 米及 1.6 米支座产品的能力，其中，直径 1.6 米支座产品已达到国内较高标准的技术要求。

图表 4：隔离式橡胶减震垫作用图



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

11.2. 布局锂化物，探索业绩新增长极

2018 年，公司以 2.82 亿元收购江苏昌吉利 60% 的股份，正式进军锂化物领域，开辟了全新业务，2021 年天铁股份收购了昌吉利剩余 40% 股权，昌吉利

变为天铁全资子公司。这一改变赋予公司统一协调资源，加速推进锂化物业务的能力，同时展现了公司意图深入经营锂化物业务的决心。

江苏昌吉利新能源科技有限公司始建于 1998 年，公司主要产品为烷基锂系列产品以及无水氯化锂。烷基锂产品主要用于合成橡胶、医药、农药、液晶材料、特种专用新材料等行业的高效催化剂，并在上述领域用量大，需求广。而无水氯化锂则是锂电池的重要上游产品，制备金属锂的重要原材料。独创的 DTB 结晶技术生产的无水氯化锂具有产品纯度高、色泽好，杂质少等优点，目前年产量规模 1 万余吨。

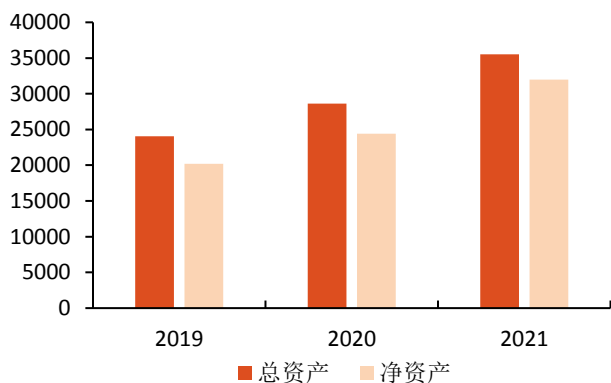
图表 5：江苏昌吉利主要产品：烷基锂系列和无水氯化锂



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

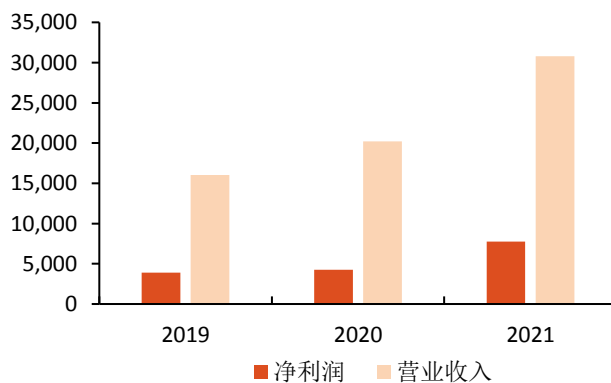
江苏昌吉利业绩稳步提升，2019 年天铁控股昌吉利之初，昌吉利营业收入 1.6 亿元，净利润约 3907 万，2021 年底已实现营业收入 3.08 亿元，实现净利润 7742 万元。天铁的注资解决了限制昌吉利业绩的产能瓶颈，结合昌吉利自有的技术条件和客户黏性，极大地激发了江苏昌吉利的盈利能力，同时为自身提供了新的业绩增长极。为进一步扩大产能，江苏昌吉利于庐江高新区龙桥化工园内投资 10 亿建设年产 50000 吨锂盐、3800 吨烷基锂系列项目并且已于 2022 年 3 月 7 日正式开工，计划于 2023 年 5 月底投产。

图表 6：江苏昌吉利总规模不断扩大(万元)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 7：江苏昌吉利营业收入和净利润(万元)

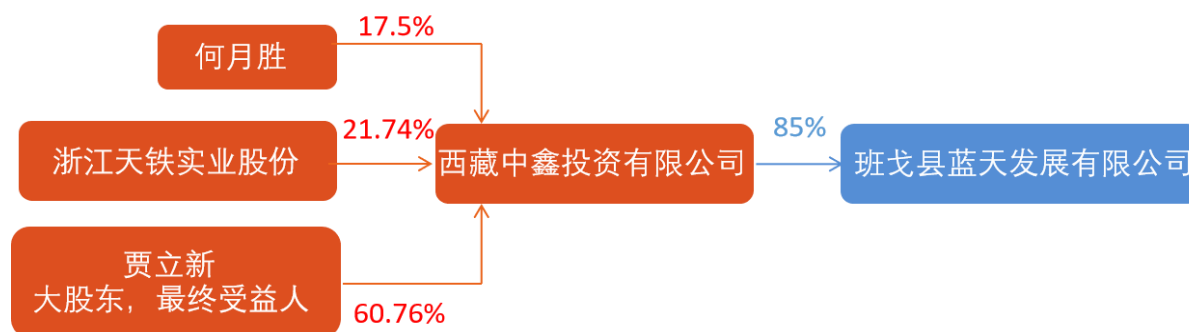


资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

参股西藏中鑫，打通上游资源通道。为匹配公司 5 万吨锂盐产能，打破上游资源供给限制，2022 年 4 月，天铁股份公告以自有资金 5 亿收购西藏中鑫 21.74% 的股权，对赌储量超过 19 万吨氯化锂。资源标的为西藏自治区班戈县

班嘎错的盐湖锂矿。2019 年 4 月收到政府有关回复函，确认矿区不在生态保护红线范围内，同时矿区已具备实施储量核实工作的基础。西藏中鑫于 2011 年 11 月获得采矿权证，拥有班戈错盐湖 III 湖的采矿权，该矿目前主产矿为水菱镁，但卤水中锂资源潜力巨大。预计 2023 年 10 月底之前建成投产，待盐湖卤水产出之后，西藏中鑫将在价格公允的前提下，优先供货给江苏昌吉利。

图表 8：天铁参股西藏中鑫之后的股权结构



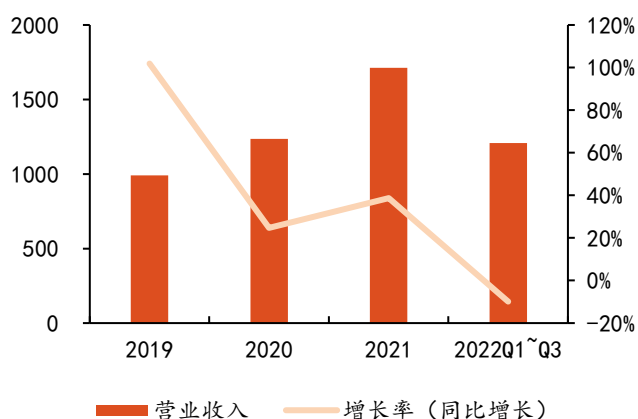
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

1.3 业绩稳中有进，财务状况良好

自 2018 年公司正式迈向双轮驱动的业务新常态之后，公司的营业收入和归母净利润开始有了显著增长。由于江苏昌吉利收入并入母公司，2019 年公司的收入增长率超过 100%。随后几年两大业务稳健运营，收入不断再创新高。公司在营业收入上涨的同时积极控制成本，归母净利润不断增长，截至 2021 年底，公司的归母净利润的增长率常年保持在 50% 以上。

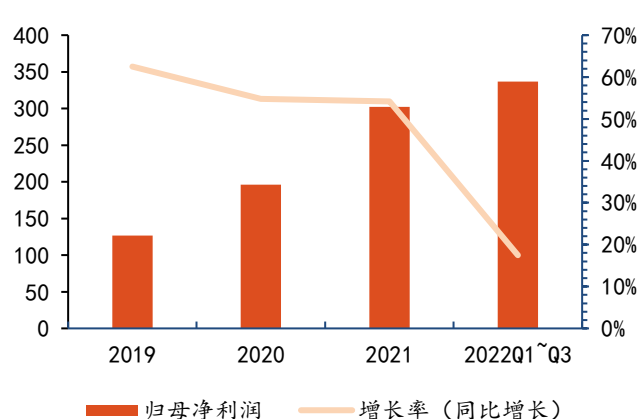
公司业绩总体上稳中有进，按业务分析，轨交工程橡胶制品业务发展成熟，目前毛利率稳定维持在 60% 左右。公司锂化物业务受益于下游需求爆发，毛利率自 2020 年以后开始飞速上升。2022 年 H1，公司的锂化物业务的毛利率将近 80%，已经超过橡胶制品，且锂化物业务毛利润占比从 2019 年开始稳步提升至 16%，锂化物业务已成为公司利润上升新增长极。

图表 9：公司营业收入及增长率（万元）



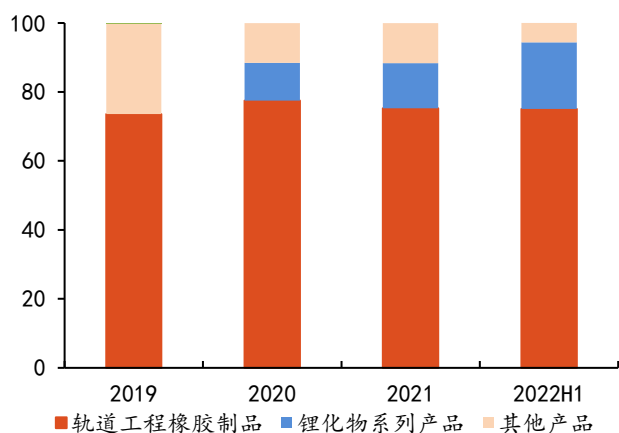
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 10：公司归母净利润及增长率（万元）



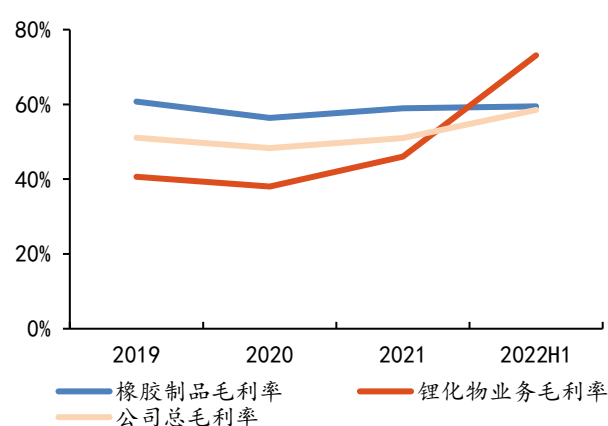
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 11：公司主要业务毛利占比（%）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

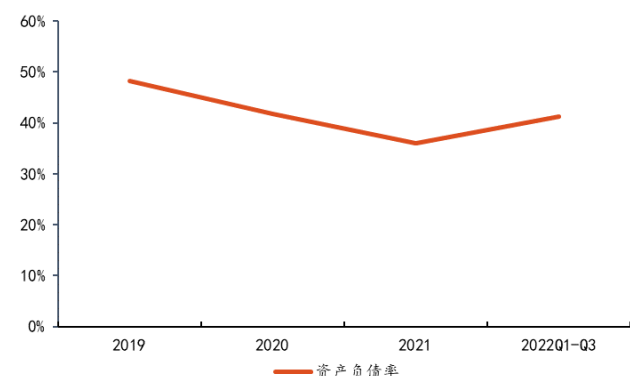
图表 12：公司各业务毛利率



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

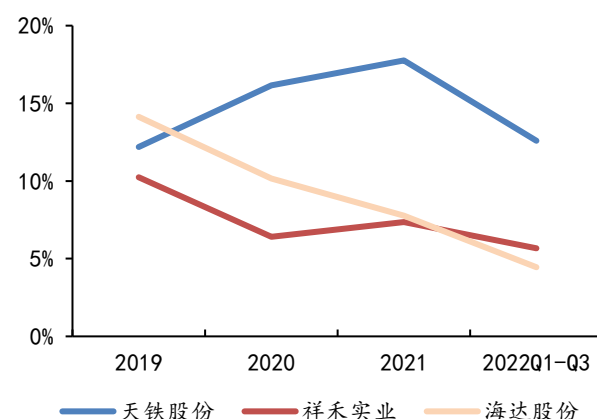
公司目前资产负债率相对合理，在 40% 上下浮动，债务风险较低。公司净资产收益率与同行相比处于领先地位，说明公司运用自有资本的产生的收益较高，侧面展现了公司的资本运用效率以及盈利能力。

图表 13：公司资产负债率



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 14：公司净资产收益率处于行业领先



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2. 锂盐：资源端是关键，锂价或将维持高位

2.1 锂资源整体格局

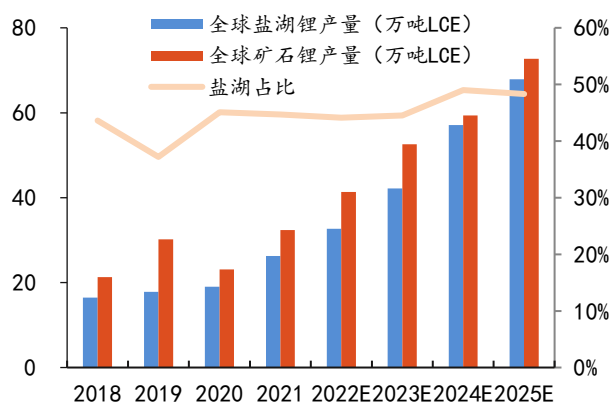
2.1.1 锂资源供给体系分为盐湖和矿山两种

盐湖矿山组成目前主要锂资源供给体系。锂资源供给目前主要有两种体系，一种是矿山，另一种是盐湖。矿山经过采选以锂辉石、透锂长石等锂精矿作为产物，而盐湖的开采方法则是因地制宜，多种多样，例如吸附法，太阳池法等，但主要原理是将卤水中的锂离子提炼出，形成粗制锂盐。目前矿山和盐湖的供给比例约为 6:4，纵观未来各大公司的锂矿和盐湖建设进度，预计短中期这个比例不会有太大变化。

矿山和盐湖两种锂资源体系各有优劣。矿山建设技艺成熟，因此前期开采

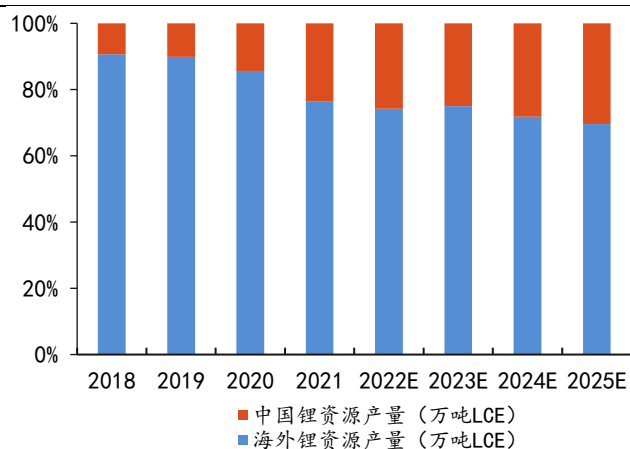
成本较低，建设周期相对较短，约为 2~3 年，产能爬坡周期约为 6~12 个月，具体情况视矿山的大小、结构复杂度、形态以及产线建设情况而异。露天矿山相对便于采掘但环境污染较大，容易受到政策限制以及当地居民抵制，而地下矿山则采掘难度更大，成本更高。盐湖提锂是近几年才开始成熟的技艺，建设周期较长，一般需要 3~6 年，而产能爬坡周期更是平均超 12 个月。限制盐湖提锂的另一大瓶颈在于提锂技艺，盐湖提锂的技术需要因地制宜，不仅结合盐湖卤水的品质（如镁锂比、酸碱性等），还要考虑盐湖所在地的自然环境。因此前期投入较高，项目规划推进较为缓慢。但盐湖本身储量的上限更大，举个例子，世界第一大锂盐湖，玻利维亚的 Salar de Uyuni 盐湖，其锂储量可达 2928 万吨 LCE，而世界第一大锂矿山，澳大利亚 Greenbush 的锂储量为 830 万吨 LCE，相比可见一斑。另一方面，盐湖产出物一般是粗制锂盐，因此无论是运输成本还是加工成本都要更低一些。

图表 15：盐湖矿山占比相对稳定



资料来源：各公司公告，东方财富证券研究所

图表 16：我国锂资源高度依赖海外



资料来源：各公司公告，东方财富证券研究所

2.1.2 我国锂资源高度依赖海外

锂资源分布具有高度的地理聚集性。高达 73%的锂资源分布在北美洲和南美洲，而这部分的锂资源又主要分布在南美洲“锂三角”地区：玻利维亚、智利和阿根廷，合计资源量占全球约 56%。三国虽然储量丰富，但是大片的盐湖仍处于开发和勘探阶段，在产的盐湖并不多。从产量上看，目前全球的锂供给主要来源于澳大利亚的矿山。目前从澳大利亚各矿山的生产计划来看，2022 年澳大利亚约能贡献 27.3 万吨 LCE 的锂资源，而南美锂三角的盐湖约能供给 18.45 万吨 LCE。可以说短期而言，世界锂资源的第一产区仍是澳大利亚。除此之外，各国的锂公司也不断致力于在非洲和欧洲等地发掘新的锂资源。

我国锂资源供给主要来自海外。我国无论是盐湖还是锂矿，锂资源的禀赋和储量都不及国外。然而由于下游新能源汽车渗透率的增长，以及锂的用途越来越多的被发掘，我国的锂资源需求量已经远大于国内锂资源的供给。虽然随着我国越来越多的矿山和盐湖建成和扩产，近几年我国本土锂资源供给比例有了显著上升，但仍仅能满足国内锂需求的 25%左右。据工信部数据统计，2022 年 H1，我国碳酸锂产量为 16.8 万吨，同比+42.4%，氢氧化锂产量为 11 万吨，同比+35%。而根据海关总署统计，2022 年 H1，我国锂精矿进口达 116.2 万吨，同比+13.5%；碳酸锂进口 7.1 万吨，同比+66.5%。我国的锂资源供给高度依赖

国外的情况短期预计不会改变。

2.1.3 国内优质资源主要分布在江西、四川、青藏高原

我国的锂资源分布具有地域性特色。目前我国查明资源储量折合金属锂约为 540 万吨，锂资源以盐湖为主，占锂资源总形态的 81.6%，硬质锂辉石占比 10.9%，锂云母占比为 7.5%。但我国目前锂资源产量仍主要来自于锂矿山，盐湖的开采进度相对较慢，大部分盐湖仍处于未开发状态。盐湖锂资源主要集中在海柴达木盆地、西藏区域，整个地区盐湖锂矿床数量大约为 90 多个，但是大部分盐湖为高镁锂比盐湖，资源禀赋相比南美洲较差，提锂难度大，生产成本低；国内锂矿受地质条件，主要分布于花岗岩体较大且集中的区域，主要是四川和江西，两地锂矿占全国锂矿 75%以上，湖南、贵州、河南、内蒙古等地也有少量分布。其中四川锂矿以锂辉石矿为主，占国内锂矿的 60%左右，江西锂矿主要以锂云母矿为主，占国内锂矿的 15%。

图表 17：国内主要锂资源统计一览

盐湖资源名称	所在地	浓度	储量(万吨)	投产进度	股权
结则茶卡盐湖和龙木错盐湖	西藏	-	447.6	一期1万吨氢氧化锂，预计2023年底完工	国能矿业（西藏城投（41%））
西藏扎布耶盐湖	西藏	-	178.76	一期1万吨LCE，已投产；二期2万吨LCE，预计2023年H2投产	扎布耶锂矿（西藏矿业（50.7%）；比亚迪（18%）；天齐锂业（20%））
捌千错盐湖	西藏	2153.86mg/L	18.6	一期2000吨LCE，2022年5月底投产；二期6000-8000吨LCE，预计2022年11月底投产	锂源矿业（金圆股份（51%））
拉果错盐湖	西藏	270mg/L	214	一期拟为2万吨/LCE，二期拟为5万吨/LCE	紫金矿业
察尔汗盐湖	青海	-	氯化钾：5,400 氯化锂：800	-	盐湖股份
一里坪盐湖	青海	-	165	已投产	五矿盐湖（赣锋锂业（49%））
大柴旦盐湖	青海	-	-	大华化工：三万吨碳酸锂和氢氧化锂项目；中天硼锂：5000吨LCE，预计2024年投产	大华化工、中天硼锂
西台吉乃尔盐湖	青海	1500mg/L	-	30万吨/年	中信国安，恒信融锂业
东台吉乃尔盐湖	青海	-	-	1万吨/年，已建成运营	吉乃尔资源（西部矿业（27%））
巴伦马海盐湖	青海	-	113.84万吨	一期3000吨LCE，于2017年4月投产；二期7000吨LCE，于2019年7月投产	锦泰钾肥
矿山资源名称	所在地	品位	储量(万吨LCE)	投产进度	股权
李家沟	四川	1.30%	126.12	18万吨锂精矿，2022H2投产	德鑫矿业（川能动力（47%）；雅化集团（28%））
甲基卡	四川	1.42%	101.96	现有8万吨锂精矿，鸳鸯坝扩产项目47万吨锂精矿，扩产项目总建设周期为31个月	融捷股份
马尔康党坝	四川	1.33%	120.12	5万吨锂精矿，停产状态	金鑫矿业
雅江措拉	四川	1.30%	-	10.69万吨原矿，暂缓开发	天齐锂业
木绒钨钼矿	四川	1.63%	-	勘探阶段	惠康矿业
德扯弄巴	四川	1.18%	精矿：14.70	勘探阶段	斯诺威矿业
业隆沟	四川	1.30%	-	2019年11月投产	奥伊诺矿业（盛新锂能（75%））
太阳河口锂多金属矿	四川	-	63	勘探阶段	奥伊诺矿业（盛新锂能（76%））
宜春化山瓷石	江西宜春	0.39%	4,507.30	目前100万吨/年，扩建后300.00万吨/年；已经取得300万吨/年的采矿安全许可证	永兴材料（70%），鑫丰锂业（30%）
宜春钽铌矿	江西宜春	高品位锂云母精矿 4.5% 低品位锂云母精矿 3.5%	工业品味：46.20 低品位：8.50	年产高品位锂云母精矿量 3.83万吨 年产低品位锂云母精矿量 3.69万吨 2021年3月扩能改造已竣工	江西钨业
高坑瓷石矿	江西宜春	0.46%	11,138	选采规模：300万吨LCE，探转采	江特电机
宁都河源	江西赣州	1.03%	10	未投产	赣锋锂业（100%）
松树岗钽铌矿	江西上饶	0.20%	149	已获得探矿权	金峰矿业
湖南湘潭锂多矿	湖南	-	216	-	紫金矿业
小石桥	云南玉溪	平均品位0.3%，最高1.02%	氧化锂：489	项目一期计划在2023年12月31日前完成 项目二期计划在2025年12月31日前完成	恩捷股份（22%），亿纬锂能（20%），华友控股（18%），云天化（17%）

资料来源：各公司公告，东方财富证券研究所

2.2 供给格局或将维持紧平衡，2023 年锂价仍将维持高位

2.2.1 需求端：新能源汽车渗透率大大提升

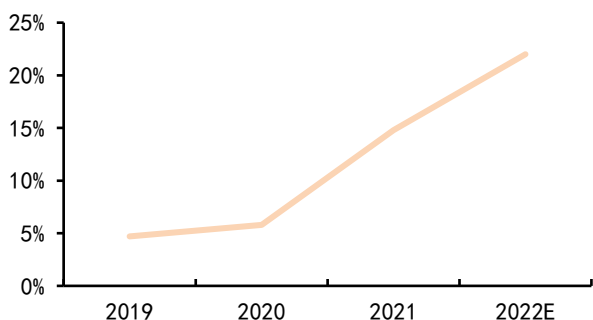
动力电池是锂电池的主要应用场景。锂盐通过进一步冶炼成金属锂，主要应用于锂电池的正极材料，目前有多种类型，例如钴酸锂，磷酸铁锂和三元材料，其下根据各金属比例不同还有具体细分类型。根据赛迪智库的统计，从锂电池应用领域来看，目前车载动力电池占锂电池总量的 57.3%，是锂电池的第一大应用领域。其次是电子消费产品，占比 32.8%。锂电池销售量的增长主要

得益于新能源汽车的渗透率逐年增长。目前新能源汽车行业的需求已从政策补贴驱动转为市场需求驱动，即使中国的新能源汽车补贴政策逐渐退出，但是市场需求依然居高不下，这也预示着未来行业的供求格局将会更加健康稳定。

据高工产业研究院（GGII）统计，2022 年 H1 全球新能源乘用车销售量约为 408.7 万辆，同比+65%。新能源汽车因其环保特性得到各国政府的大力支持，其市场认可度也与日俱增。协会统计分析，2022 年 H1，中国新能源汽车产销分别达到 266.1 万辆和 260 万辆，同比增长+120%，市场渗透率达到 21.6%。作为新能源汽车最重要的市场之一，我国的新能源汽车产业已进入规模化快速发展新阶段，此前在《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》中设立下的“2025 年新能源汽车销售量达到新车总销量的 20%”的目标基本可宣布提前完成。

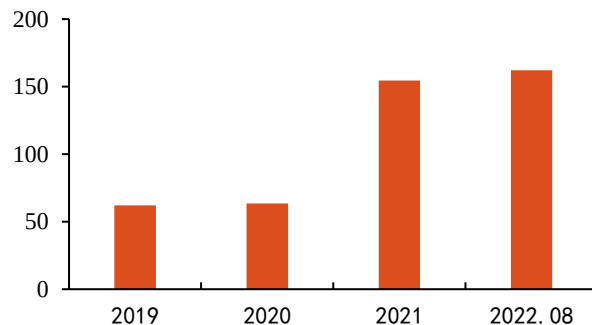
除车用锂电池以外，储能领域未来也是锂电池的重要应用场景，随着对于锂电池特性的进一步发掘，研究人员发现锂电池在电化学储能领域具有高循环次数，高响应速度和高能量密度的优势。根据前瞻产业研究院的数据，锂电池已占目前电化学储能电池装机量的 90%，我国储能锂电池的出货量从 2017 年的 4.1Gwh 上升到 2021 年的 42.3Gwh，四年时间翻了十倍。2025 年，储能电池的市场规模有望超过 900 亿元。无论是新能源车市场需求的持续高涨，亦或是锂在电化学储能领域异军突起，传导至上游的体现则是锂盐需求的暴增，这对锂资源的供给提出了更大的要求。

图表 18：新能源汽车渗透率



资料来源：中国乘联会、工信部，东方财富证券研究所

图表 19：锂动力电池装机量



资料来源：choice，东方财富证券研究所

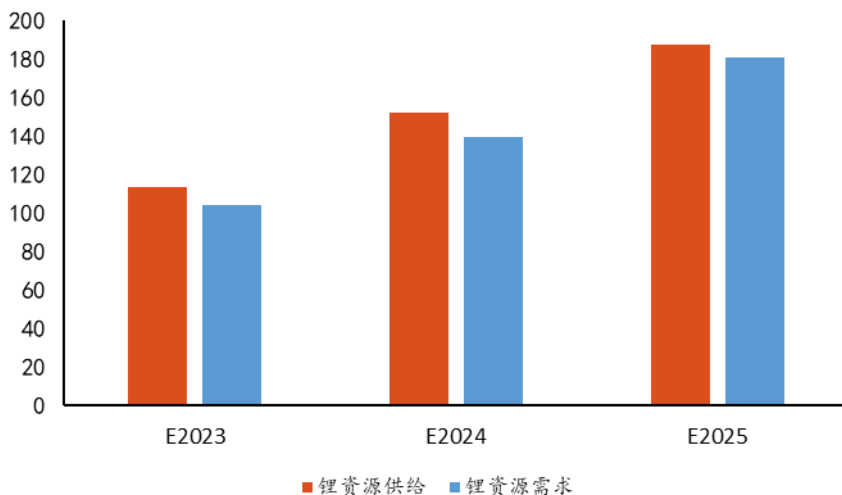
2.2.2 供给端：上游供给受限，澳洲各大矿山产量不达预期

基于下游锂资源需求保障的现状，上游供给的增量却不甚乐观。经历过 2019-2020 年锂价的大跌，澳洲三大矿停产，各地的锂资源开发陷入停滞。随着 2021 年全球各地新能源汽车补贴政策出台，自 2020 年开始，锂需求端在下游需求的推动下逐步回暖。根据力鼎产业研究网统计，2023-2025 年，全球锂资源有效产能预计分别为 113.48 万吨 LCE、152.37 万吨 LCE 和 187.72 万吨 LCE，需求量预计为 104.01 万吨 LCE、139.48 万吨 LCE 和 181.22 万吨 LCE 主要原因系锂矿的重启以及建设需要的周期较长，相对快一点的矿山也需要并不能很快的及时匹配下游需求。预计随着未来几年世界各大盐湖和矿山的相继投产，供给状况会有好转，但短期锂的供求关系整体仍将维持紧平衡的格局。

各地矿山盐湖皆受到不同程度的阻碍，供给增量仍是未知数。由于矿石品位下降，劳工问题以及基础设施等问题，多家澳洲锂矿供应商下调了产量预期，Pilabra 将锂精矿产量目标由 46 万-51 万吨下调至 40 万-45 万吨；Mt Marion 锂

精矿 2022 财年预计出货量 45 万-47.5 万吨，实际出货量仅为 44.2 万吨。欧洲方面，塞尔维亚因环境和政治因素叫停力拓公司开发的欧洲最大锂项目 Jadar，南美锂 OPEC 渐行渐近，意图收回本地盐湖开发的自主权，各国在南美锂三角投资开发盐湖的未来并不明朗。

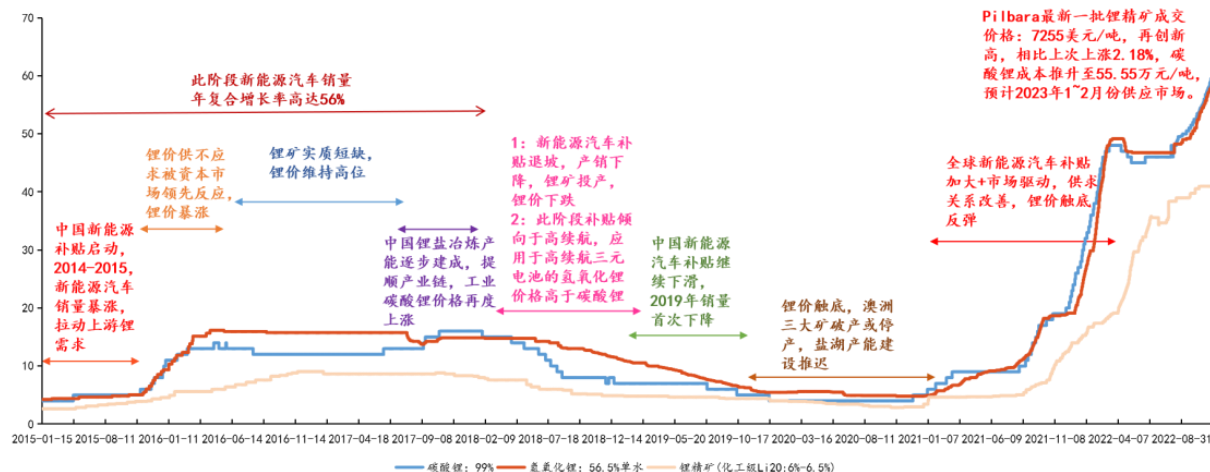
图表 20：全球锂资源供需（折合万吨 LCE）



资料来源：力鼎产业研究网，东方财富证券研究所

锂价仍将维持高位。锂价从 2020 年的低迷中复苏之后，从 2021 年下半年开始飞速爬升。目前电池级碳酸锂的市场价已达 58 万/吨，相较 2021 年 6 月涨幅已达 552%。锂价的高涨的逻辑目前已经不仅仅依赖于供求关系，还有成本传递链条的畅通。电池厂商的成本可以更轻松的分摊给下游车企，导致对上游的议价意愿减弱。预计 2023 锂价仍将维持高位。

图表 21 全球锂资源的价格变化（万元）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

3. 交轨业务成熟推进，锂盐纵向一体化格局逐渐清晰

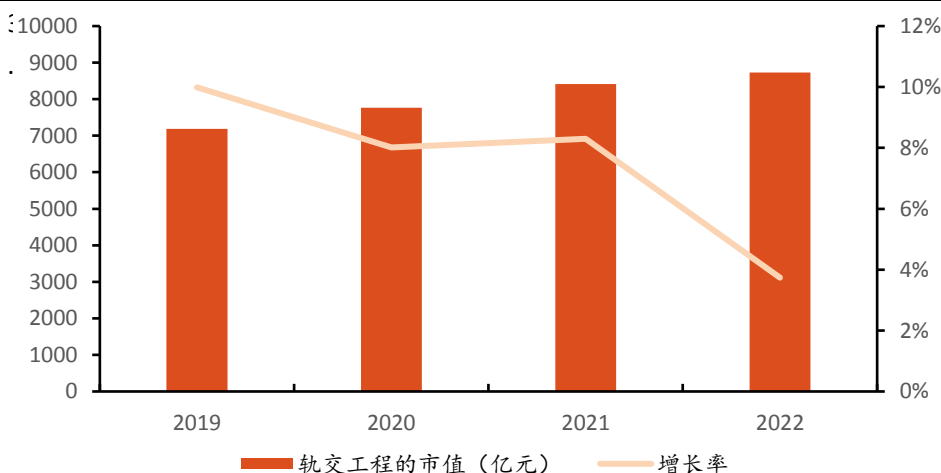
3.1. 减振降噪业务：市场前景良好，市占率奠定行业地位

3.1.1. 交轨减振降噪市场空间大有可为

轨交减振降噪愈加被重视。随着我国建设现代化国家的脚步不断加快，轨道交通行业的要求越来越高，里程和速度已经不能满足我国轨交业务的发展需要，轨交运行产生的噪声与振动污染则越来越受到政府和社会的关注和重视。特别是近几年，轨道交通发展越来越多样化，城市轻轨与地铁呈爆炸式的增长，当铁轨距离居民越来越近，轨道的减振降噪就越来越必要。

轨交市场未来价值值得期待。十九大报告指出，十八大以来的五年，我国城镇化率年均提高 1.2 个百分点。根据《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，预计“十四五”时期我国的常住人口城镇化率将提高至 65%，城镇化进程地快速推进需要城市轨道交通建设的进一步发展。2014 年至 2021 年末，我国城市轨道交通运营线路总长度由 3173 公里增长至 9207 公里，年复合增长率达到 16.44%。而 2018 年至 2021 年末，我国开通城轨交通的城市由 35 城增长至 50 城，运营线路由 185 条增加至 283 条，增长迅速。十四五规划提出，将新增城市轨道交通运营里程 3000 公里、城际铁路和市域（郊）铁路运营里程 3000 公里。未来该领域的市场价值值得被期待。

图表 22：轨交市场前景值得期待



资料来源：华经产业研究院，东方财富证券研究所

公司轨交市占率行业前列。公司研发的轨道结构减振产品已经广泛应用于轨道交通领域。广深港高速铁路、兰新第二双线等铁路项目，以及北京、上海、重庆、深圳、南京、杭州、成都、等 30 多个城市的近 200 条轨道交通线路，均选用了公司的轨道结构减振产品，公司轨道结构减振产品市场占有率据行业前列，可以说轨道交通未来的繁荣发展和市值提升将助力公司业绩更上一层楼。

技术引领行业优势。公司市占率的优势离不开公司始终不变的对技术前沿的追求。公司是橡胶减振市场最先一批成功脱离海外技术依赖，自主研发的公司。公司设有大型现代化研发中心，研发设备皆是业内顶尖。公司具备模

仿地铁、高铁轨道结构建立的专业轨道试验平台，配有 COINV DASP 数据采集分析软件、ISI 轨道相互作用动力学模拟软件，大大提高了研发的软实力；公司与青岛科技大学、北京化工大学等多所科研院所建立了科研合作关系。公司主要产品隔离式橡胶减振垫在减振性能、产品结构、适用范围、施工速度和养护维修等多方面具有显著优势。

图表 23 主要产品橡胶减振垫具备竞争优势

优势	特点
减振性能	隔离式橡胶减振垫固有频率低，动静刚度比小，可有效减少列车运行对噪声敏感目标的影响和干扰。
产品结构	由面层和橡胶弹簧组成，面层具有良好拉伸变形能力，可使橡胶弹簧在挤压变形时能保持稳定的位置关系；下部锥形结构的设计，使其在各种压强载荷下都保持稳定的低刚度特性，此种结构无应力集中点，充分发挥产品性能，延长使用寿命
适用范围	隔离式橡胶减振垫可用于碎石道床、整体道床、道岔等多种形式的轨道结构，受结构条件制约较小；同时，该产品可适用于城市轨道交通和铁路领域，满足不同列车速度和轴重对运营安全的要求
施工速度	隔离式橡胶减振垫采用了无缝式搭接设计，铺设速度快
养护维修	采用了隔离式橡胶减振垫的轨道结构，通过满铺的方式将道床和下部结构分离，增加了该部位的弹性，在减少振动能量向下部结构传递的同时，改善了轨道各部件和下部结构受力状态，降低了养护维修工作量。

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

庞大的客户群体彰显综合竞争力。公司在长期业务发展过程中积累了大量优质的客户资源，并与他们长期保持着稳定的合作共赢关系。目前，公司已经与中国中铁和中国铁建下属设计和施工单位，以及北京、天津、广州、重庆、深圳、无锡等轨道交通建设、维护或产业公司建立了良好的深度合作关系。这些良好的合作关系并不仅仅对公司业绩稳定增长提供帮助，更将辐射到公司其他的业务领域。例如公司班戈错盐湖的建设便得以由中国中铁承建，效率和质量保证大大提升。这与公司在轨交领域多年来积累的客户资源是密不可分的。

3.1.2. 建筑减/隔震受益相关政策落地

建筑减震/隔震即在房屋基础、底部或下部结构与上部结构之间设置由叠层橡胶隔震支座组成具有整体复位功能的隔震层，以延长整个结构体系的自振周期，减小输入上部结构的水平地震作用，达到预期防震要求。地震灾害是不可避免的，也是不可预期的，此前地震灾害的惨痛代价使我国开始重视建筑减震。随着国务院颁布的《建设工程抗震管理条例》的强制实施，建筑减/隔震需求从西南地区向全国其他地区扩展，不仅仅是战略建筑和关键建筑，普通民房对于减/隔震的需求也快速上升。据观研网统计，2021 年我国建筑减/隔震房屋的需求量已达 19.16 万套，五年复合增长率 14.34%。而减/隔震的市场规模则达到 21.19 亿元，五年复合增长率 24.89%。

图 24 建筑减/隔震政策出台

国家政策法规	发布时间	内容
房屋建筑工程减隔震设防管理规定	2006年1月27日	制定工程建设标准时将先进适用的抗震新技术、新材料和新结构体系纳入标准规范
关于房屋建筑工程推广应用减隔震技术的若干意见	2014年2月21日	对抗震安全性或使用功能有较高需求的标准设防类建筑提倡采用减隔震技术
产业结构调整指导目录	2019年10月30日	修订“建筑隔震减隔震结构体系及产品研发与推广”为鼓励类
建设工程抗震管理条例	2021年5月12日	对于重点地区和重点建筑物，减隔震技术的运用成为刚需，减隔震行业发展转向强制型
建筑隔震设计标准	2021年9月1日	对隔震支座及隔震构造、抗震墙砌体建筑、既有建筑和历史建筑的隔震加固设计等多方面发展提供了参考依据

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

轨交工程切入建筑减/隔震业务，由研到产效率高。公司建筑减隔震业务自 2022 年开始正式由研发阶段转入生产阶段，且衔接效率极高，目前继续保持快速的发展节奏。公司建筑减/隔震业务主要由子公司新疆天铁负责，新疆天铁的股东之一是乌鲁木齐建筑设计研究院，有助于公司在建筑减/隔震领域的技术攻关。目前公司已经完成了对建筑减隔震产品的系列化覆盖，全面满足市场上对建筑减隔震产品的性能需求，而在产品设计方面，公司已经能够批量生产直径 1.4 米及直径 1.6 米支座实现批量供货，其中，直径 1.6 米支座产品已经能够代表国内较高准的技术要求；产能建设方面，公司完成了建筑减隔震产品产能储备的部署工作，为业务扩张提供产能保证。公司建筑减隔震业务立足高端，成长迅速，实现了“从无到有”、“从有到精”的跨越式发展。

3.2. 冶炼端：锂化物业务异军突起

3.2.1. 江苏昌吉利技术优势显著

烷基锂产品具有很高的技术壁垒。公司全资子公司江苏昌吉利此前以烷基锂系列产品作为主营业务，深耕锂化物行业多年，是国家高新技术企业。烷基锂产品主要用于合成橡胶、医药、农药、液晶材料、特种专用新材料等行业的高效催化剂，是近几年发展起来的一种新型催化剂。烷基锂生产具有较高的技术壁垒，国内目前能够生产的商家很少，短时间内市场供应受到较大制约，无法满足市场需求，产品价格持续上升。江苏昌吉利作为国内少数可以生产烷基锂的商家，在锂化物技术领域的资质无可置疑。

锂化物科研领域成果丰硕。目前公司设有江苏省有机锂催化剂工程技术研究中心，具备各类试验装置及检测仪器，具有较强的研发基础，同时昌吉利与中国科学院化学研究所、中国石油化工科学研究院、中国科学院药物化学研究所、南京大学等建立科研合作关系，对技术难点实现重点突破，保持公司研发的前瞻性和可持续性。在生产技术上，氯代烷和烷基锂采用了行业尖端技术，极大地提高了产品纯度和色泽；而公司生产的无水氯化锂则首创 DTB 结晶技

术，实现了连续除杂的无杂质（核）结晶，从根本上降低了产品中的杂质并可以连续不间断结晶，保证了产品品质的一致性。

图表 25 昌吉利多年培育技术优势



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3.2.2. 锂盐扩产五万吨，业绩上升空间大

五万吨锂盐拉升产能空间。江苏昌吉利技术条件优异，每年销售锂盐三千吨左右，锂盐扩产潜力大。昌吉利在天铁的支持下于安徽庐江建设了年产 5 万吨锂盐（3 万吨氯化锂+1 万吨电池级氢氧化锂+1 万吨电池级碳酸锂）、3800 吨烷基锂项目，该项目已于 2022 年上半年顺利开建，计划 2023 年 5 月底投产。预计届时锂价仍将维持高位，公司五万吨碳酸锂项目的投产将使公司业绩出现跨越式提升。

图表 26 昌吉利安徽庐江项目已顺利开工



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

3.3 资源端：入股班戈错盐湖，锁定上游优质资源

3.3.1. 班戈错盐湖品质上佳，收购性价比高

收购西藏中鑫，布局锂资源上游。2022 年 5 亿元收购西藏中鑫 21.74% 股权，西藏中鑫拥有班戈错盐湖的采矿权，公司通过子公司昌吉利与西藏中鑫签订战略合作协议，规定西藏中鑫拥有并控制的锂矿产品应优先满足昌吉利及其指定方的需求。双方协议若班戈错盐湖氯化锂储量（332、333）低于 19.14 万吨，则天铁有权要求西藏中鑫按照“本次交易价格+利息”的价格回购公司所持有的西藏中鑫的股份，从而保证了全体股东尤其是中小股东的利益。公司收购西藏中鑫股权，为未来锂化物生产提供了原材料保障，并借此推动锂化物业务实现上下游一体化布局的跨越式发展。

班戈错盐湖目前主产水菱镁，但锂资源潜力巨大。班戈错盐湖目前主要矿产资源是镁、锂、硼、钾、芒硝等，该矿山尚未进行规模开发利用，近三年主要有少量水菱镁矿开采和销售，其他矿产资源如锂、钾等资源尚未开采。根据此前针对水菱镁的储量报告，发现地表卤水中 LiCl 平均品位 251.82mg/L，KCl 平均品位 0.40%。据表面卤水采样化验数据显示，B₂O₃、LiCl 和 KCl 平均含量接近边界品位或大于最低工业品位要求；按照盐湖矿的成矿规律，浅藏卤水中 B₂O₃、KCl 和 LiCl 的品位基本大于地表卤水，浅藏卤水资源较地表卤水资源潜力大。根据公司盐湖卤水小样检测，该盐湖是优质的碳酸类盐湖，PH 值为 9.07，且镁和钙含量极少，镁锂比较低，减少了提锂的困难。此外，由于西藏等地的环保需求，盐湖卤水提锂后不可添加其他物质，因此预计班戈错盐湖产物将是粗制氯化锂，不需要进行进一步加工。而氯化锂刚好是江苏昌吉利无水氯化锂的主要原材料公司，完美匹配了公司下游的锂盐生产需求。

携手蓝晓科技，技术赋能盐湖提锂。2022 年 7 月，公司与蓝晓科技签订战略合作协议，宣布在同一技术路线的同等条件下，优先选择蓝晓科技作为项目规划、设计、采购、运营维护等业务的承包商和服务商。双方将尽力推动蓝晓科技利用自有技术为西藏班戈错盐湖资源开发利用项目提供氯化锂整套中试设备及吸附材料，中试成功后进一步提供正式生产设备及吸附材料。蓝晓科技

的树脂吸附剂技术的尝试将为班戈错盐湖提锂方法的确定提供重要指导意见。

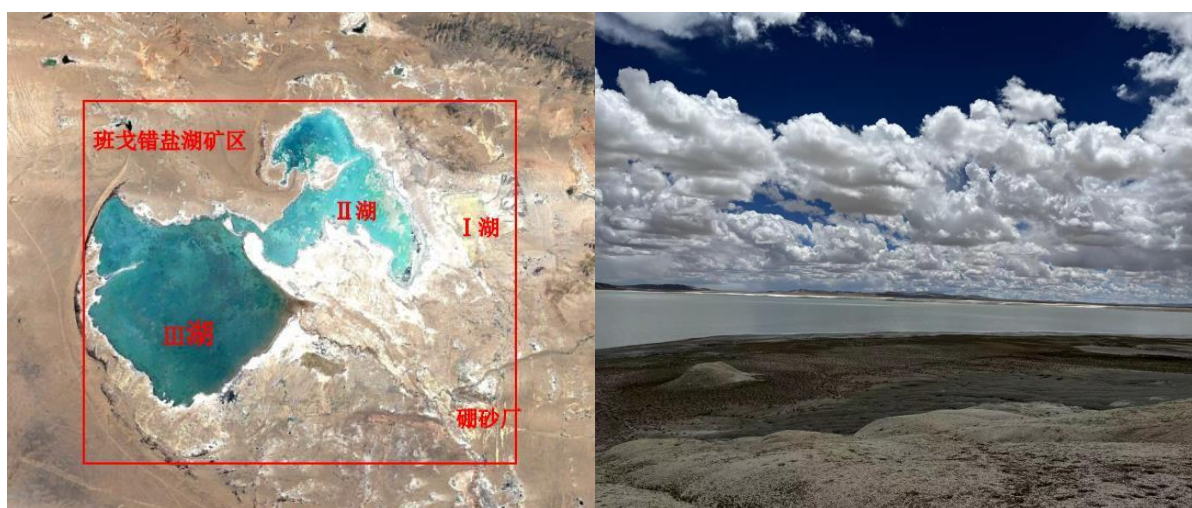
3.3.2. 矿区建设利好条件诸多，储量公告在即

水电供应充足，交通便利。矿区的水电供应条件便利。班戈错III湖西南侧约1千米为卡挖藏布淡水河，该河流量较为稳定，水质较好，可为班戈错湖资源开发利用提供淡水供应。从矿区南东侧约30千米有国家电网，班戈县工业用电约0.7元/度，可满足矿山生产、生活用电需求。交通方面，矿区距离班戈县城直线距离约70千米处，西距S301省道约6千米，距青藏铁路安多站约200千米，G317国道从班戈错III湖北侧通过，距离约35千米，青藏铁路与原有青藏公路对藏北及东部地区的盐湖资源开发带来较为便利的交通运输条件，同时也保证了班戈错湖区资源开发时所使用的矿物燃料等能源供应。

地势平坦，建设团队专业。矿区地势较平坦，湖盆区平均海拔为4530米，最低侵蚀基准面标高为4520米，便于高原型机器设备机械化作业，能够加速矿山建设进程。此外，此次矿区建设团队来自于中国中铁，工程作业相对专业，对于工人后勤保障较为充足，能够极大的提升矿山建设进程。待公司取得开采许可证之后，工程建设就将开始，预计建设时长为4~6个月，2023年10月底以前建成投产。

班戈错盐湖储量公示在即。此前公司公告于8月底公示班戈错湖储量，但由于西藏地区疫情形势紧张，因疫情防控工作需要，储量核实工作被延迟，随着疫情缓解，储量核实结果也会在不久的将来被公示。

图表 27 班戈错盐湖地理位置示意



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 28 班戈错盐湖的进程图

序号	主要步骤	同步实施工作	预计办理时长	说明
1	完成储量核实报告，并经评审备案	在完成主要步骤的同时，计划同步完成技术 方案、合作模式的确定，及小试研究（如需）、中试研究（如需）	待定	原计划因疫情延迟，待西藏疫情好转便继续流程
2	完成开发利用方案，并经评审备案		2022 年 10 月 31 日前	
3	环评批复、水土保持方案批复、取水许可等配套许可文件		2023 年 4 月 30 日前	上述配套许可文件基本可以同时办理
4	矿山补充建设，实现投产		2023 年 10 月 31 日前	

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

4. 盈利预测

营业收入：根据公司 2021 年年报，将公司业务拆分为轨道工程橡胶制品和锂化物两大类。公司轨道工程橡胶制品主要产品产能保持稳定增长，产销较为稳定，目前市场空间大，客户群稳定，因此预计 2022/2023/2024 年营业收入为 14.55 亿元/19.18 亿元/25.62 亿元。

受益于下游新能源汽车需求拉升，锂价上涨，公司锂化合物业务收入预计将有较大提升，预计 2022 年公司锂化合物收入将达到 10.72 亿，同比+343.23%。2023 年 5 月公司庐江 5 万吨锂盐项目将投产，我们认为新增的锂盐产能在 2023 年将经历产能爬坡，最终完全体现在 2024 年的收益上，因此预计 2023/2024 年锂化合物收入 14.51 亿/30.9 亿。

图表 29：主营业务拆分及预估

		2021A	2022E	2023E	2024E
轨道工程橡胶制品	收入（百万元）	1,073.44	1,455.01	1,917.54	2,562.44
	成本（百万元）	435.43	566.05	735.87	956.63
	毛利率	59.44%	61.10%	61.62%	62.67%
锂化合物	收入（百万元）	241.87	1,072.05	1,450.93	3,089.90
	成本（百万元）	130.64	836.53	1,040.32	2,214.88
	毛利率	45.99%	21.97%	28.30%	28.32%
其他收入（百万元）		397.96	551.42	746.58	1,004.10
营业总收入（百万元）		1,713.27	3,078.48	4,115.04	6,656.43
YOY		60.44%	79.68%	33.67%	61.76%
平均毛利率		40.77%	47.95%	51.98%	54.96%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

毛利率：由于原材料价格上升，2022 年锂化物产品的毛利率同比 2021 年有所下降，但随着公司参股的班戈错盐湖的投产，公司将得以用优惠价格购得优质原材料，因此 2023/2024 年锂化物毛利率将上升至 28.3%/28.3%。轨交橡胶制品 2022/2023/2024 年毛利率分别为 61.1%/61.62%/62.67%，总体保持稳定。公司 2022 年总体毛利率由于受锂化物影响，预计为 42.96%，而 2023/2024 随着公司两大业务进一步深入发展之后，毛利率将会上升至 45.74%/43.49%。

图表 30 同行业估值比较（2022-11-24）

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)			评级
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
300121.SZ	阳谷华泰	47.32	1.5150	1.8500	2.2500	7.82	6.40	5.26	未评级
300767.SZ	震安科技	113.68	0.7656	1.6388	2.8287	60.44	28.24	16.38	未评级
002381.SZ	双箭股份	25.19	0.3800	0.8200	0.9800	16.15	7.47	6.22	未评级
	行业平均	62.06	0.4007	0.6501	0.8726	36.35	22.40	16.69	
300587.SZ	天铁股份	129.76	0.7460	1.1900	1.7710	14.20	8.90	5.98	增持

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

公司业务布局极具前瞻性，主营业务减振降噪业务技术成熟，行业地位稳固。从突破产能瓶颈和布局上游优质资源两方面入手，推动锂化物业务发展。未来从业务结构以及市场前景来看，公司业绩增量空间较大，我们维持预计 2022-2024 年公司营业收入为 30.78 亿元、41.15 亿元、66.56 亿元；归母净利润为 4.72 亿元、7.53 亿元、11.20 亿元，对应 EPS 至 0.75 元、1.19 元、1.77 元，对应 PE 分别为 14.2 倍、8.9 倍、5.98 倍。鉴于公司未来发展前景良好，成长明确，竞争力突出，我们维持“增持”评级。

图表 31 盈利预测

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1713.27	3078.48	4115.04	6656.43
增长率(%)	38.69%	79.68%	33.67%	61.76%
EBITDA（百万元）	514.40	784.94	1165.21	1667.93
归属母公司净利润（百万元）	302.41	471.92	753.40	1120.72
增长率(%)	54.21%	56.06%	59.64%	48.76%
EPS(元/股)	0.52	0.75	1.19	1.77
市盈率（P/E）	38.40	14.20	8.90	5.98
市净率（P/B）	4.97	2.24	1.79	1.38
EV/EBITDA	24.60	8.30	5.11	3.05

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

5. 风险提示

行政干预锂价；

国际局势紧张，地缘政治风险；

不可控因素导致工程建设进度不达预期。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2785.09	4032.68	4793.98	7996.44
货币资金	621.64	916.13	1474.36	2345.01
应收及预付	1293.94	1539.58	1545.90	2989.93
存货	368.34	802.30	891.09	1198.67
其他流动资产	501.18	774.68	882.63	1462.84
非流动资产	1296.90	1479.67	1542.07	1584.59
长期股权投资	36.93	36.93	36.93	36.93
固定资产	666.63	848.94	910.76	952.57
在建工程	60.64	60.64	60.64	60.64
无形资产	168.06	168.06	168.06	168.06
其他长期资产	364.65	365.10	365.68	366.39
资产总计	4081.99	5512.35	6336.05	9581.04
流动负债	986.57	1903.14	1916.48	3955.23
短期借款	217.13	217.13	217.13	217.13
应付及预收	497.34	1120.02	1021.99	2677.85
其他流动负债	272.10	565.99	677.37	1060.26
非流动负债	481.05	481.05	481.05	481.05
长期借款	379.26	379.26	379.26	379.26
应付债券	58.23	58.23	58.23	58.23
其他非流动负债	43.56	43.56	43.56	43.56
负债合计	1467.62	2384.19	2397.53	4436.28
实收资本	628.22	628.22	628.22	628.22
资本公积	1019.44	1019.44	1019.44	1019.44
留存收益	860.12	1332.04	2085.44	3206.16
归属母公司股东权益	2522.02	2993.94	3747.34	4868.05
少数股东权益	92.36	134.23	191.19	276.70
负债和股东权益	4081.99	5512.35	6336.05	9581.04

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1713.27	3078.48	4115.04	6656.43
营业成本	839.61	1755.95	2232.76	3761.55
税金及附加	14.30	25.02	34.02	54.81
销售费用	92.75	197.38	248.92	403.65
管理费用	171.73	337.18	439.16	709.42
研发费用	74.82	117.92	162.11	264.55
财务费用	35.81	33.31	27.42	16.26
资产减值损失	-16.44	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-11.44	-6.95	-11.74	-21.92
资产处置收益	1.09	1.28	1.73	3.03
其他收益	12.11	22.23	28.97	47.29
营业利润	392.29	628.28	989.59	1474.61
营业外收入	0.97	0.51	0.59	0.62
营业外支出	0.84	1.98	1.89	1.74
利润总额	392.42	626.81	988.29	1473.49
所得税	73.60	113.01	177.94	267.26
净利润	318.83	513.79	810.36	1206.23
少数股东损益	16.42	41.87	56.96	85.51
归属母公司净利润	302.41	471.92	753.40	1120.72
EBITDA	514.40	784.94	1165.21	1667.93

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	134.42	752.83	935.88	1262.09
净利润	318.83	513.79	810.36	1206.23
折旧摊销	60.30	117.69	138.19	158.19
营运资金变动	-373.31	68.46	-69.72	-168.07
其它	128.61	52.88	57.06	65.75
投资活动现金流	-639.72	-412.60	-331.90	-345.71
资本支出	-187.89	-300.19	-199.57	-198.09
投资变动	-269.91	-105.00	-120.00	-125.00
其他	-181.92	-7.41	-12.33	-22.62
筹资活动现金流	877.84	-45.74	-45.74	-45.74
银行借款	690.00	0.00	0.00	0.00
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	804.09	0.00	0.00	0.00
其他	-616.25	-45.74	-45.74	-45.74
现金净增加额	372.35	294.49	558.23	870.64
期初现金余额	190.92	563.27	857.76	1415.99
期末现金余额	563.27	857.76	1415.99	2286.64

主要财务比率

至 12 月 31 日	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长	38.69%	79.68%	33.67%	61.76%
营业利润增长	52.58%	60.16%	57.51%	49.01%
归属母公司净利润增长	54.21%	56.06%	59.64%	48.76%
获利能力 (%)				
毛利率	50.99%	42.96%	45.74%	43.49%
净利率	18.61%	16.69%	19.69%	18.12%
ROE	11.99%	15.76%	20.10%	23.02%
ROIC	11.03%	14.17%	18.04%	21.04%
偿债能力				
资产负债率 (%)	35.95%	43.25%	37.84%	46.30%
净负债比率	4.17%	-	-	-
流动比率	2.82	2.12	2.50	2.02
速动比率	2.32	1.66	1.99	1.69
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.56	0.65	0.69
应收账款周转率	1.48	2.50	3.21	2.84
存货周转率	4.65	3.84	4.62	5.55
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	0.75	1.19	1.77
每股经营现金流	0.21	1.19	1.48	1.99
每股净资产	4.01	4.73	5.92	7.69
估值比率				
P/E	38.40	14.20	8.90	5.98
P/B	4.97	2.24	1.79	1.38
EV/EBITDA	24.60	8.30	5.11	3.05

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。