

投资评级 优于大市 首次覆盖

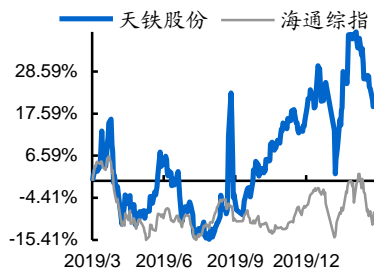
轨交减振龙头盈利向好, 建筑减震打开未来成长空间

股票数据

03月26日收盘价(元)	15.59
52周股价波动(元)	10.90-26.68
总股本/流通A股(百万股)	182/142
总市值/流通市值(百万元)	2833/2213

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-12.9	-5.1	4.4
相对涨幅(%)	-3.7	2.6	12.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

分析师: 孙维容

Tel: (021)23219431

Email: swr12178@htsec.com

证书: S0850518030001

分析师: 余炜超

Tel: (021)23219816

Email: swc11480@htsec.com

证书: S0850517010001

投资要点:

- **公司为轨交减振领先企业, 17-19年营收复合增速高达78.99%**。公司主营轨道交通工程橡胶产品的研发、生产和销售, 产品主要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。根据2019年业绩快报, 公司实现营业收入10.17亿元, 同比增长107.4%, 公司实现归母净利润1.2亿元, 同比增长54.18%。公司17-19年营收复合增速高达78.99%。
- **公司在建产能丰富, 公司预计在建产能全部建成后营收增长3.15亿元**。2019年12月10日, 公司发布公告称将公开发布可转换公司债券募集资金不超过3.99亿元, 其中2.88亿元将用于弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴生产线建设项目、弹簧隔振器产品生产线建设项目及建筑减隔震产品生产线建设项目, 建设期均为2年。
- **轨交行业增速较快, 前景向好**。1) 城轨在建项目充沛, 14-19年投资额复合增速达17.94%, 运营里程长度复合增速达19.04%; 2) 政策频频发力, 城轨作为“新基建”重要领域之一有望迎来强劲发展; 3) 国铁投资与高铁运营里程保持稳健增长, 2019年我国铁路固定资产投资达8029亿元, 投产新线8489公里; 4) 轨交系统快速发展为轨交减振行业带来机遇。
- **建筑减震行业前景广阔, 我们预计市场规模达282.63亿元**。1) 我国地震多发, 损害大, 应用减震技术具有现实需求; 2) 2019年10月, 国家司法部出台《建设工程抗震管理条例(征求意见稿)》, 我们认为该强制性措施有望使减震行业进一步快速发展; 3) 建筑减震行业集中度较分散, 尚在发展初期; 4) 政策落地后, 我们预计建筑减震行业市场需求规模约为282.63亿元。
- **公司轨交减振产品技术壁垒高、应用范围广、客户黏性强, 未来拟进军建筑减震领域**。1) 技术与应用成为行业壁垒, 公司面对新进入者威胁较小; 2) 下游主要客户为铁建、中铁, 合作稳定, 客户黏性高; 3) 研发人员数量占比7.76%, 公司重视研发投入; 4) 公司拟投资9752.65万元于建筑减隔震产品生产线建设项目, 未来拟进军建筑减震行业。
- **盈利预测与投资建议**。我们预计天铁股份19-21年归母净利润分别为1.2、1.93、2.26亿元, 对应EPS分别为0.66元、1.06元、1.24元。考虑到公司在建产能尚未释放, 随着产能的释放和新项目的投产, 我们认为公司盈利能力将有所提高。综合来看, 我们给予2020年天铁股份21-23倍估值区间, 对应合理价值区间22.26-24.38元。首次覆盖, 给予“优于大市”投资评级。
- **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

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	318	491	1017	1338	1459
(+/-)YoY(%)	9.4%	54.5%	107.4%	31.5%	9.1%
净利润(百万元)	71	78	120	193	226
(+/-)YoY(%)	0.9%	9.6%	54.2%	60.9%	17.0%
全面摊薄EPS(元)	0.39	0.43	0.66	1.06	1.24
毛利率(%)	61.8%	55.8%	54.8%	57.2%	57.6%
净资产收益率(%)	8.4%	8.4%	11.0%	15.5%	15.9%

资料来源: 公司年报(2017-2018), 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

目 录

1. 天铁股份：轨交减振行业领先企业.....	5
1.1 公司近年营收增长迅速，17-19 年营收复合增速达 78.99%.....	6
1.2 公司在建产能丰富，公司预计在建产能全部建成后营收增长 3.15 亿元.....	7
1.3 公司实际控制人为王美雨、许吉锭、许孔斌.....	8
2. 轨交行业增速较快，前景向好.....	8
2.1 城轨在建项目丰沛，14-19 年投资额复合增速达 17.94%，运营里程长度复合增 速达 19.04%.....	8
2.2 政策频频发力，城轨作为“新基建”重要领域之一有望迎来强劲发展.....	9
2.3 国铁投资与高铁运营里程保持稳健增长.....	11
2.4 轨交系统快速发展为轨交减振行业带来机遇.....	11
3. 建筑减震行业前景广阔，我们预计需求规模达 286.63 亿元.....	12
3.1 我国地震多发，损害大，应用减震技术具有现实需求.....	12
3.2 政策扶持，助力减震行业发展.....	13
3.3 建筑减震行业集中度较分散，尚在发展初期.....	14
3.4 政策落地后，我们预计建筑减震行业市场需求规模约为 282.63 亿元.....	15
4. 公司轨交减振产品技术壁垒高、应用范围广、客户黏性强，未来拟进军建筑减震领域 15	
4.1 技术与应用成为行业壁垒，公司面对新进入者威胁较小.....	15
4.2 下游主要客户为铁建、中铁，合作稳定，客户黏性高.....	16
4.3 研发人员数量占比 7.76%，公司重视研发投入.....	17
4.4 公司拟投资 9752.65 万于建筑减隔震产品生产线建设项目，未来拟进军建筑减 震行业.....	17
5. 盈利预测与估值区间.....	17
6. 风险提示.....	18
财务报表分析和预测.....	19

图目录

图 1 2012-2019 公司营业收入及同比增速	6
图 2 2012-2019 公司归母净利润及同比增速	6
图 3 公司收入构成 (亿元)	6
图 4 公司毛利构成 (亿元)	6
图 5 公司销售、管理、财务费用率	7
图 6 公司销售毛利率、销售净利率	7
图 7 2019 年天铁股份股权结构 (截至 2019 年 9 月 30 日)	8
图 8 14-19 年城市轨道交通固定资产投资额及同比增速	9
图 9 城市轨道交通运行线路总长及同比增速	9
图 10 城市轨道交通新增线路长度及同比增速	9
图 11 “十三五”期间国铁固定资产投资额及同比增速	11
图 12 2014-2030E 中国铁路运营里程数及增速	11
图 13 2018 年城轨交通运营线路制式结构	12
图 14 2018 年城轨交通在建线路制式结构	12
图 15 中国地震烈度区划图	13
图 16 公司轨道结构减振产品应用分布图	16

表目录

表 1	公司主要产品情况.....	5
表 2	公司在建工程情况.....	7
表 3	公司发行可转换公司债券募集资金投资项目情况	8
表 4	国家多次部署“新基建”	10
表 5	市域（郊）铁路第一批试点项目表	10
表 6	各地重大地震死亡人数	13
表 7	国家政策重视建筑减震	14
表 8	建筑减震行业主要企业概况	14
表 9	天铁股份 2019 年 1-6 月前五名客户销售金额及营收占比	16
表 10	天铁股份分业务盈利预测.....	18
表 11	天铁股份可比公司估值表.....	18

1. 天铁股份：轨交减振行业领先企业

公司主营轨道工程橡胶制品的研发、生产和销售，产品主要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、高速铁路、重载铁路和普通铁路。同时，公司积极拓展多元化业务，通过多家子公司分别从事精细化工产品（锂化物及氯代烃等）、环保设备（雨、污水处理系统等），以及其他铁路配件等产品的研发、生产和销售。

公司主导产品为轨道结构减振产品。针对轨道交通列车运行引起的振动和噪声，该产品可从振动源减少轨道交通振动以及由振动引起的二次辐射噪声污染，目前主要用于降低轨道交通列车运行对精密仪器、轨道沿线居民区、古建筑、学校、剧院、音乐厅、医院和敬老院等对噪声与振动控制要求较高的噪声敏感目标的影响和干扰。

表 1 公司主要产品情况

产品类别	产品系列	用途
轨道结构减振产品	隔离式橡胶减振垫	隔离式橡胶减振垫是一种道床类轨道结构减振产品，采用天然橡胶、合成橡胶、骨架材料、炭黑和多种助剂等制成，在减振性能、结构设计、适用范围、施工速度和养护维修等方面具有优势。根据结构不同，隔离式橡胶减振垫可分为平面型垫和异型垫两个系列多种型号产品，可用于有砟轨道与无砟轨道。
	弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴	发行人研发的弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴是一种轨枕类轨道结构减振产品，由套靴和微孔橡胶垫板构成，主要应用于客货共线及重载铁路专用线的隧道内无砟轨道地段，以减少运营期间轨道的养护维修工作量，同时降低重载列车运行过程中振动对隧道的危害。
	其他轨道结构减振产品	包括钢轨波导吸振器和橡胶弹性垫板等。
嵌丝橡胶道口板	嵌丝橡胶道口板	主要用于轨道和公路平面交叉地段，提高汽车通过和列车运行的平顺性，降低汽车通过对轨道结构的影响，同时降低轨道养护维修工作量。经过十余年发展，公司自主研发的嵌丝橡胶道口板已在轨道交通、冶金、采矿等领域得到广泛应用。
其他	其他产品	主要包括精细化工产品、环保设备、其他铁路器材等产品。

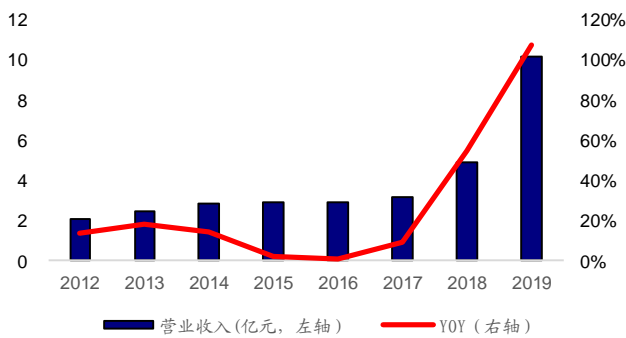
资料来源：天铁股份创业板公开发行可转换公司债券募集说明书、海通证券研究所

经过多年发展,公司已掌握轨道结构噪声与振动控制相关的多项核心技术,其中橡胶减振降噪产品配方和生产工艺在国内轨道交通减振降噪领域具有技术领先地位。依托成熟的产品配方、结构设计和生产工艺等多项专业技术,目前公司技术团队已开发出多种轨道结构减振产品,广泛应用于轨道交通噪声与振动控制项目,为城市轨道交通和铁路的运营提供有力的运营安全和环境保护的技术支持。

1.1 公司近年营收增长迅速, 17-19 年营收复合增速达 78.99%

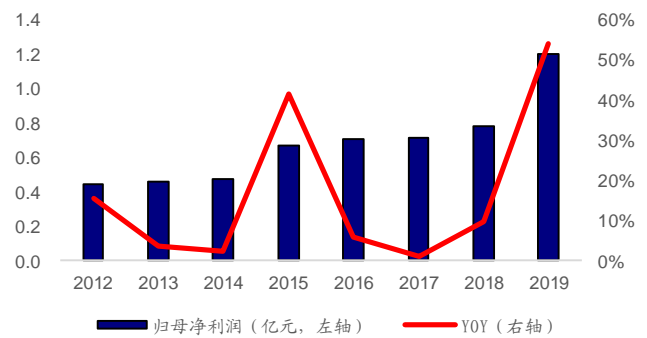
根据 Wind 数据及天铁股份 2019 年业绩快报, 2019 年, 公司实现营业收入 10.17 亿元, 同比增长 107.4%, 公司实现归母净利润 1.2 亿元, 同比增长 54.18%。公司 17-19 年营业收入复合增速高达 78.99%。公司 2012 至 2018 年营业收入分别为 2.09 亿元、2.47 亿元、2.82 亿元、2.89 亿元、2.90 亿元、3.18 亿元和 4.91 亿元, 归属母公司所有者净利润分别为 0.45 亿元、0.46 亿元、0.47 亿元、0.67 亿元、0.71 亿元、0.71 亿元和 0.78 亿元。公司 2012 至 2018 年营业收入增速分别为 13.74%、18.38%、14.26%、2.16%、0.61%、9.40%和 54.47%, 归母净利润增速分别为 15.42%、3.52%、2.27%、41.49%、5.79%、0.89%和 9.58%。

图 1 2012-2019 公司营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 天铁股份 2019 年业绩快报, 海通证券研究所

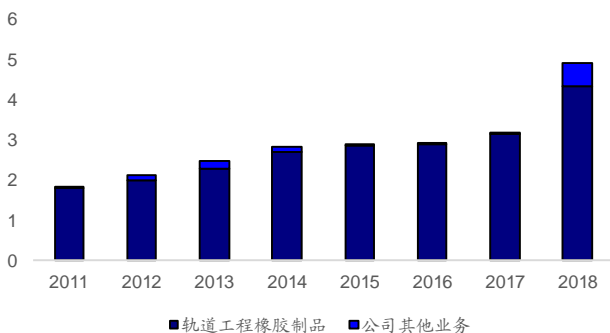
图 2 2012-2019 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 天铁股份 2019 年业绩快报, 海通证券研究所

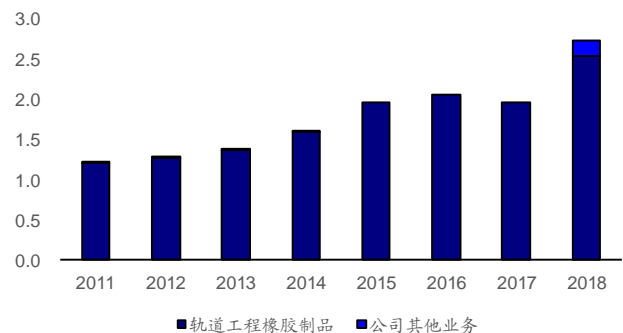
轨道工程橡胶产品是目前公司主要营收来源。根据 Wind 数据, 2018 年, 公司的轨道工程橡胶制品及其他业务 (包括其他主营业务、其他橡胶制品) 营业收入分别为 4.34 亿元、0.57 亿元, 在公司收入方面占比分别为 88.39%、11.43%。2018 年, 公司的轨道工程橡胶制品及其他业务 (包括其他主营业务、其他橡胶制品) 毛利分别为 2.54 亿元、0.2 亿元, 在公司毛利方面占比分别为 91.24%、7.3%。

图 3 公司收入构成 (亿元)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 4 公司毛利构成 (亿元)

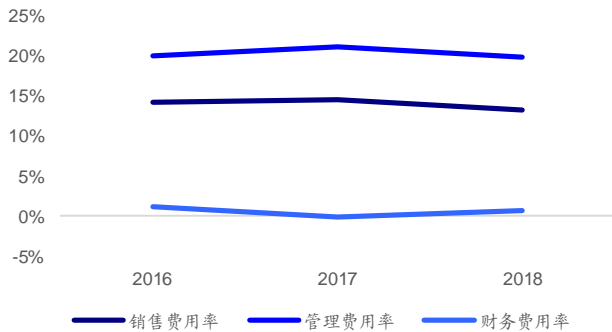


资料来源: Wind, 海通证券研究所

公司各项费用率均维持在稳定水平。根据 Wind 数据，2016-2018 年，公司平均销售费用率、平均管理费用率、平均财务费用率分别为 13.96%、20.02%、0.54%。

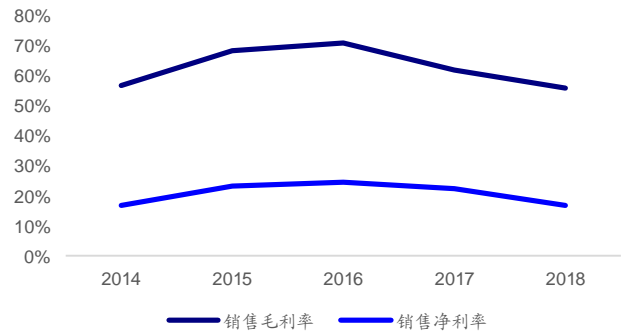
公司销售毛利率及净利率基本保持稳定。根据 Wind 数据，2014-2018 年公司销售毛利率分别为 56.71%、68.13%、70.75%、61.77%、55.82%，销售净利率分别为 16.69%、23.11%、24.3%、22.34%、16.88%。

图 5 公司销售、管理、财务费用率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 6 公司销售毛利率、销售净利率



资料来源: Wind, 海通证券研究所

1.2 公司在建产能丰富，公司预计在建产能全部建成后营收增长 3.15 亿元

根据公司预计，公司在建产能全部建成后将实现公司年均销售收入增长 3.15 亿元，年均净利润 0.52 亿元。根据公司于 2019 年 8 月 23 日发布的《关于部分募集资金投资项目延期的公告》，公司年产 24 万平方米橡胶减振垫建设项目已于 2019 年 6 月完工，我们认为投产后销量有望迎来大幅提升。2019 年 12 月 10 日，公司发布公告称将公开发布可转换公司债券募集资金不超过 3.99 亿元，其中 2.88 亿元将用于弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴生产线建设项目、弹簧隔振器产品生产线建设项目及建筑减隔震产品生产线建设项目，建设期均为 2 年。我们预计项目将于 2021 年底建成并开始投产。

表 2 公司在建工程情况

工程名称	设计产能	预计完工时间
年产 24 万平方米橡胶减振垫建设项目	24 万平方米	2019 年 6 月
研发中心建设项目	-	2020 年 3 月
弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴生产线建设项目	70 万套	2021 年底
弹簧隔振器产品生产线建设项目	4.8 万套	2021 年底
建筑减隔震产品生产线建设项目	7200 套	2021 年底

资料来源:《天铁股份:关于部分募集资金投资项目延期的公告》、《浙江天铁实业股份有限公司与兴业证券股份有限公司关于浙江天铁实业股份有限公司创业板公开发行可转换公司债券申请文件反馈意见的回复》、《天铁股份:公开发行可转换公司债券募集资金投资项目可行性分析报告(修订稿)》、海通证券研究所

表 3 公司发行可转换公司债券募集资金投资项目情况

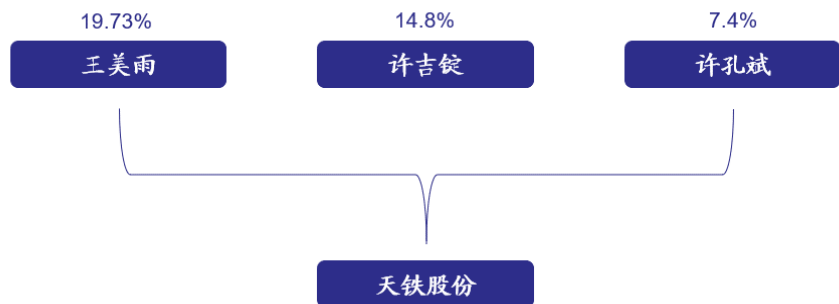
项目名称	拟投资总额 (亿元)	募集资金拟投入金额 (亿元)	预计实现年均销售收入 (亿元)	预计实现年均净利润 (亿元)
弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴生产线建设项目	1.45	1.21	1.21	0.22
弹簧隔振器产品生产线建设项目	1.03	0.85	1.34	0.18
建筑减隔震产品生产线建设项目	0.98	0.82	0.60	0.12
补充流动资金项目	1.11	1.11	-	-
合计	4.57	3.99	3.15	0.52

资料来源:《天铁股份:公开发行可转换公司债券募集资金投资项目可行性分析报告(修订稿)》、海通证券研究所

1.3 公司实际控制人为王美雨、许吉锭、许孔斌

公司实际控制人为王美雨、许吉锭、许孔斌。根据 2019 年三季度报,截至 2019 年 9 月 30 日,王美雨持有公司 3584.8 万股股份,占公司股本总数的 19.73%;许吉锭持有公司 2688.7 万股股份,占公司股本总数的 14.8%;许孔斌持有公司 1344.3 万股股份,占公司股本总数的 7.4%。许吉锭任董事长,许孔斌任总经理。

图 7 2019 年天铁股份股权结构 (截至 2019 年 9 月 30 日)

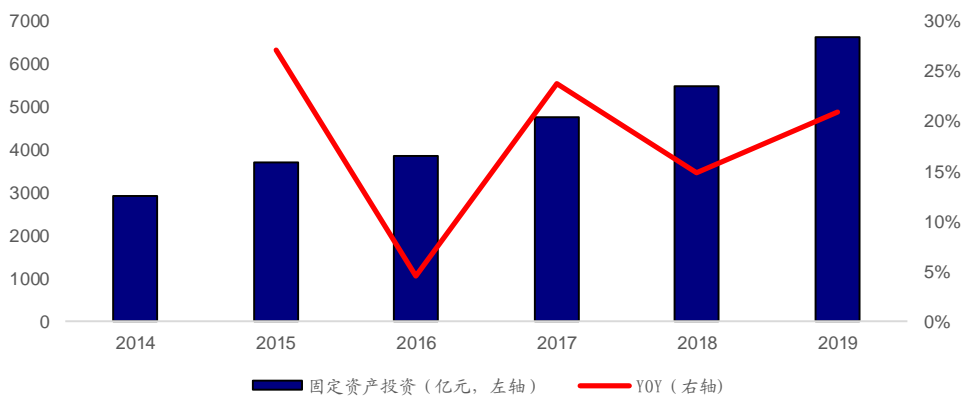


资料来源:天铁股份 2019 年三季度报,海通证券研究所

2. 轨交行业增速较快, 前景向好

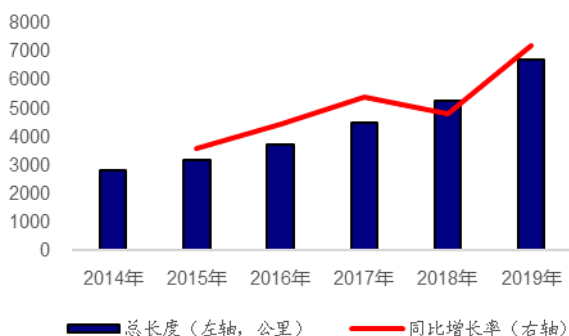
2.1 城轨在建项目丰沛, 14-19 年投资额复合增速达 17.94%, 运营里程长度复合增速达 19.04%

城轨在建项目丰沛, 19 年投资额达 6614 亿元, 14-19 年复合增速达 17.94%。根据 RT 轨道交通微信公众号援引基建通大数据统计, 2019 年国内外中标额超 6614 亿, 历经 18 年中标大幅减少后, 19 年增速触底反弹, 同比 17 年总中标额增长 22.5%。根据百家号援引中国 e 车网统计, 2019 年底我国内地城轨在建里程达 5773 公里, 根据 RT 轨道交通微信公众号统计, 2019 年约有 59 条城轨交通线路获得国家及省市发改委批复同意, 总项目投资额约 9700 亿元。根据公众号 RT 轨道交通统计, 2014-2019 年, 中国城市轨道交通固定资产投资额为 2899、3683、3847、4762、5470、6614 亿元, 2015-2019 年同比增速分别为 27%、4%、24%、15%、21%。

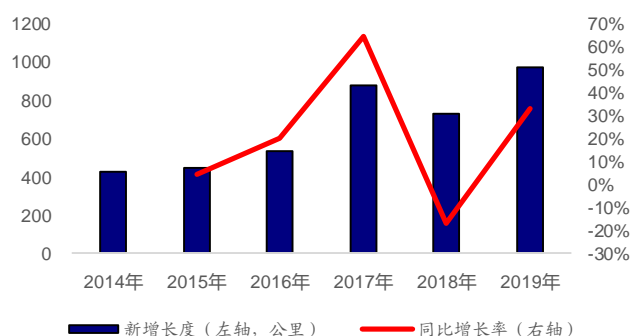
图 8 14-19 年城市轨道交通固定投资额及同比增速


资料来源：微信公众号 RT 轨道交通、海通证券研究所

19 年新增城轨里程 969 公里，14-19 年运营里程长度复合增速达 19.04%。根据天铁股份关于公开发行可转换公司债券的论证分析报告、中国城市轨道交通协会发布的统计报告及公众号 RT 轨道交通相关文章，自 2014 至 2019 年，我国城市轨道交通运营线路总长度分别为 2816.1、3195.4、3727.5、4484.2、5295.1、6730.3 公里，2015-2019 年同比增速分别为 13%、17%、20%、18%、27%。2014-2019 年每年新增城市轨道交通运营线路长度分别为 427、445、534.8、880、728.7、969 公里，2015-2019 年同比增速分别为 4%、20%、65%、-17%、33%。截至 2019 年 12 月 31 日，中国内地累计已有 40 个城市开通轨道交通运营线路。

图 9 城市轨道交通运行线路总长及同比增速


资料来源：《天铁股份-公开发行可转换公司债券的论证分析报告》，公众号 RT 轨道交通、海通证券研究所

图 10 城市轨道交通新增线路长度及同比增速


资料来源：中国城市轨道交通协会，公众号 RT 轨道交通、海通证券研究所

2.2 政策频频发力，城轨作为“新基建”重要领域之一有望迎来强劲发展

“十三五”期间，是国家新型城镇化规划的启动时期，又处于城镇化率 30%-70% 的快速发展区间，将带来城市规模的进一步扩大。根据《“十三五”城轨交通发展形势报告》指出，“十三五”期间新增的约一亿城市人口将扩充现有城市的规模，加剧拥堵状况，提升城轨交通的市场需求。《国家新型城镇化规划 2014-2020》提出，到 2020 年，百万以上人口城市公共交通出行比例要达到 60% 以上，这将大幅提高城轨交通分担率，带动城轨交通的发展。

根据央视网消息，2018 年 12 月中央经济工作会议提出“新基建”概念，指出要加快 5G 商用步伐，加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设，加大城际

交通、物流、市政基础设施等投资力度。

国家于近日多次部署新型基础设施建设。我们认为城市轨道交通作为“新基建”的重要领域之一，将在未来得到强劲发展增长。

表 4 国家多次部署“新基建”

时间	会议	内容
2020 年 1 月 3 日	国务院常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造。
2020 年 2 月 14 日	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。
2020 年 2 月 23 日	中央统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作部署会议	要以此为契机，改造提升传统产业，培育壮大新兴产业。
2020 年 3 月 4 日	中央政治局常务委员会会议	加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。要注重调动民间投资积极性。

资料来源：中国政府网、界面新闻、海通证券研究所

国家大力推进市域铁路建设。市域（郊）铁路是城市中心城区联接周边城镇组团及其城镇组团之间的通勤化、快速度、大运量的轨道交通系统，提供城市公共交通服务，是城市综合交通体系的重要组成部分。2017 年 6 月，国家发展改革委、住房城乡建设部、交通运输部、国家铁路局、中国铁路总公司联合提出了《关于促进市域（郊）铁路发展的指导意见》。根据该文件，至 2020 年，京津冀、长江三角洲、珠江三角洲、长江中游、成渝等经济发达地区的超大、特大城市及具备条件的大城市，市域（郊）铁路骨干线路基本形成，构建核心区至周边主要区域的 1 小时通勤圈；其余城市群和城镇化地区具备条件的城市启动市域（郊）铁路规划建设工作。

表 5 市域（郊）铁路第一批试点项目表

项目名称	所在省（区、市）	项目类型
副中心线（北京西站至通州站）	北京	
S5 线（黄土店站至怀柔北站）	北京	
金山铁路（莘庄站至金山卫站）	上海	
天津至蓟州	天津	
北京至蓟州	北京、天津	利用既有线路开行列车
天津至于家堡	天津	
诸暨至杭州东	浙江	
宁波至余姚	浙江	
福田至深圳坪山	广东	
温州 S1 线一期工程（温州南至半岛）	浙江	利用既有通道新建铁路
虹桥机场至浦东机场	上海	新建铁路

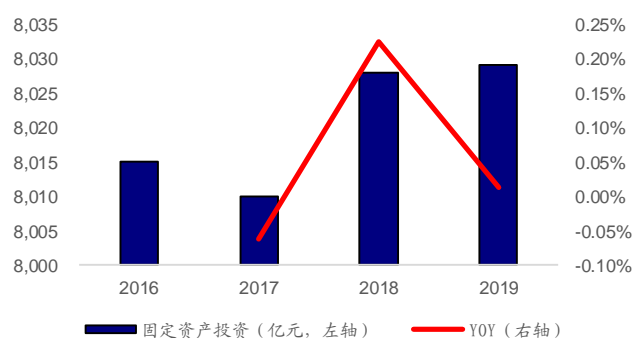
资料来源：国家发展改革委、住房城乡建设部、交通运输部、国家铁路局、中国铁路总公司联合发布的《关于促进市域（郊）铁路发展的指导意见》，海通证券研究所

2.3 国铁投资与高铁运营里程保持稳健增长

国铁投资保持稳健增长。根据国铁集团工作会议，2019年我国铁路固定资产投资达8029亿元，其中国家铁路完成7511亿元，总投资额近年来均保持稳定高位，保障了行业的景气发展。2019年投产新线8489公里，其中高铁5474公里。根据Wind数据及中铁官方消息，2016-2019年，中国铁路固定资产投资额为8015、8010、8028、8029亿元，2017-2019年同比增速分别为-0.06%、0.22%、0.01%。我们预计2020年固定投资额将继续稳定于8000亿元左右，“十三五”期间固定资产投资额同比“十二五”将增长约13.77%。

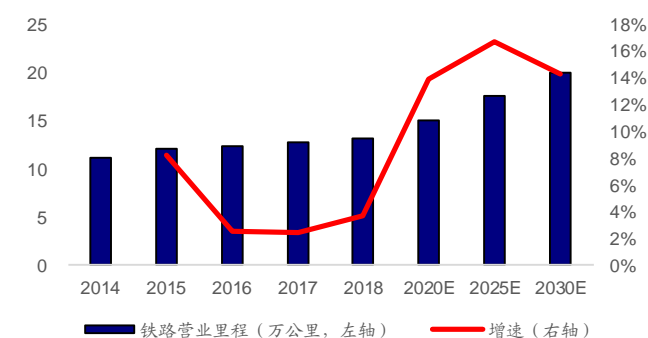
中国铁路运营里程增长稳定。根据Wind数据，2014-2018年，中国铁路营业总里程数分别为11.18、12.10、12.40、12.70、13.17万公里，2015-2018年同比增速分别为8%、3%、2%、4%。根据“十三五”规划及《中长期铁路网规划》，预计在2020年国家铁路总里程将达到15万公里，在2025年国家铁路总里程将达到17.5万公里，在2030年国家铁路总里程将达到20万公里。

图 11 “十三五”期间国铁固定资产投资额及同比增速



资料来源：Wind、中国国家铁路集团有限公司、海通证券研究所

图 12 2014-2030E 中国铁路运营里程数及增速



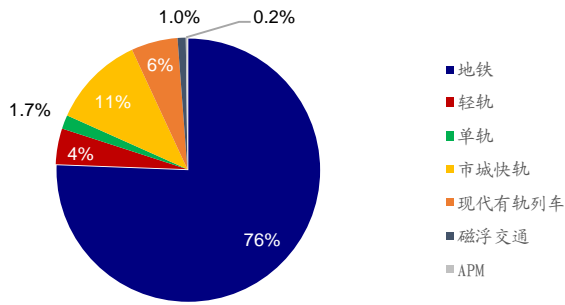
资料来源：Wind、国家发展改革委、交通运输部、中国铁路总公司联合发布的《中长期铁路网规划》，海通证券研究所

“十三五”期间，国家在全面贯彻“四纵四横”高速铁路主骨架的基础上，推进以沿海、京沪等“八纵”通道和陆桥、沿江等“八横”通道为主干的“八纵八横”主通道建设，构建便捷、高效的高速铁路网络，同时完善干线铁路布局，推进城际铁路建设。目的在于实现相邻大中城市间1-4小时交通圈、城市群内0.5-2小时交通圈。

2.4 轨交系统快速发展为轨交减振行业带来机遇

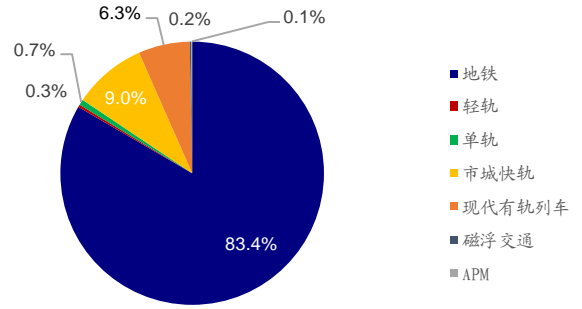
中国城市轨交系统仍以地铁为主，根据中国城市轨道交通协会发布的《城市轨道交通2018年度统计和分析报告》，地铁占2018年城轨交通运营线路制式结构的75.6%，占在建线路制式结构83.4%。而地铁主要经过人口建筑密集地段，对减振降噪要求很高，需要较高要求的轨交减振产品。此外，根据天铁股份招股说明书，铁路向客运高速化、货运重载化的发展方向，对结构减振提出更高要求，而铁路沿线噪声问题也正逐步引起重视，因此未来铁路对减振材料的需求也将进一步增大。所以我们认为快速发展的轨交行业将带动轨交减振行业的增长。

图 13 2018 年城轨交通运营线路制式结构



资料来源：中国城市轨道交通协会、海通证券研究所

图 14 2018 年城轨交通在建线路制式结构



资料来源：中国城市轨道交通协会、海通证券研究所

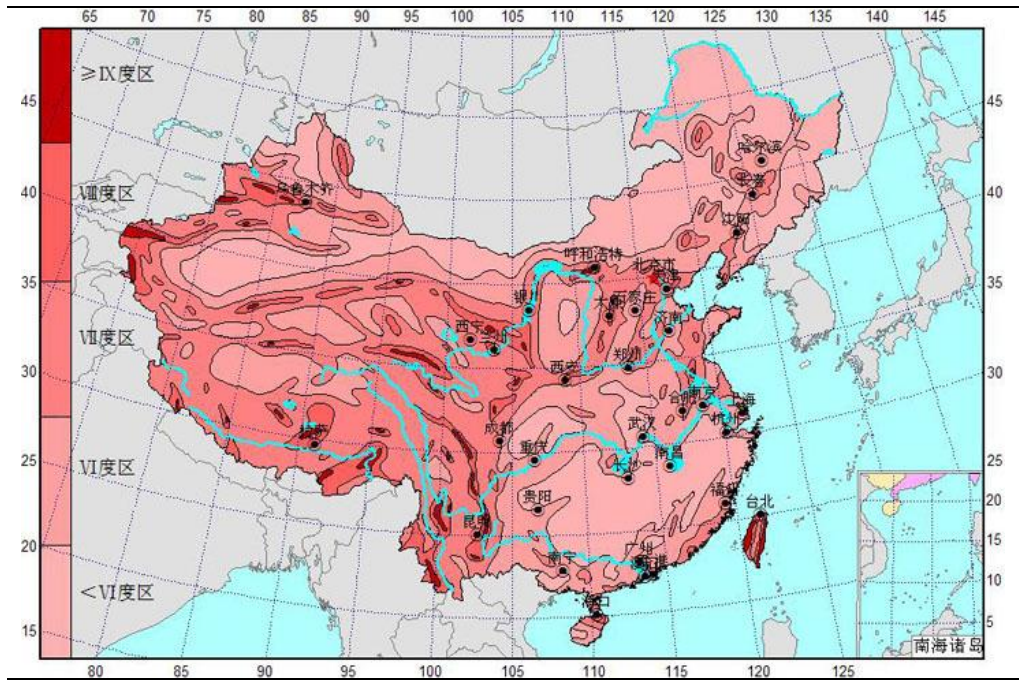
3. 建筑减震行业前景广阔，我们预计需求规模达 286.63 亿元

3.1 我国地震多发，损害大，应用减震技术具有现实需求

我国是一个地震多发的国家。根据中国产业信息网相关报告，我国地处欧亚板块的东南部，受环太平洋地震带和欧亚地震带的影响，是个多地震的国家，据中国产业信息网相关报告统计，我国大陆 7 级以上的地震占全球大陆 7 级以上地震的 1/3，因地震死亡人数占全球的 1/2；我国有 41% 的国土、一半以上的城市位于地震基本烈度 7 度或 7 度以上地区，6 度及 6 度以上地区占国土面积的 79%。我国几个地震活动较为强烈的地区是：青藏高原和云南、四川西部，华北太行山和京津唐地区，新疆及甘肃、宁夏，福建和广东沿海，中国台湾等。

我国地震呈现出地震多、强度大、分布广、震源浅的特点。根据公众号中国地震台网消息，我国大陆年平均发生 24 次 5 级以上地震，4 次 6 级以上地震，0.6 次 7 级以上地震。21 世纪以来全球共发生 23 次 8 级以上地震，绝大多数发生在海洋里，仅有的 3 次大陆 8 级以上地震均发生在我国大陆地区及附近。我国有 30 个省份发生过 6 级以上地震，19 个省份发生过 7 级以上地震，12 个省份发生过 8 级以上地震。没有记载过强震的地方，并不意味着以后就不发生，例如青海和四川历史上就没有发生 8 级以上地震的记载，2001 年青海发生了昆仑山口西 8.1 级地震，2008 年四川发生了汶川 8.0 级地震。我国大陆的地震 94% 以上都是浅源地震，易对地表的建筑物造成较为严重的破坏。

图 15 中国地震烈度区划图



资料来源：河南省地震局、海通证券研究所

同等强度地震下，发展中国家由于抗震技术落后，其受到地震的损害比发达国家更严重。根据中国产业信息网相关报道，在大地震中，发达国家的伤亡人数仅为发展中国家十分之一左右，其中一个主要原因在于发达国家的房屋建筑物大量采用隔震技术，从而提高了房屋建筑物的抗震性能。因此，在我国研发和应用建筑隔震技术更加具有重要的意义和现实需求。

表 6 各地重大地震死亡人数

国家	地震	震级	死亡人数
中国	2008 年汶川地震	8.0 级	6.9 万人
伊朗	2003 年伊朗巴姆地震	6.3 级	3 万多人
巴基斯坦	2005 年巴基斯坦地震	7.8 级	3.9 万人
美国	1989 年美国加州洛马普里埃塔地震	7.1 级	62 人
日本	1995 年日本阪神地震	7.3 级	6500 余人
日本	2011 年东日本大地震	9.0 级	1.6 万人

资料来源：百家号援引环球网、维普、百家号援引中国应急管理报、人民网、中国数字科技馆、《洛马普里埃塔地震考察》、海通证券研究所

3.2 政策扶持，助力减震行业发展

2019 年 10 月，国家司法部出台《建设工程抗震管理条例（征求意见稿）》。条例中要求学校、幼儿园、医院、养老机构、应急指挥中心、应急避难场所等公共建筑，应当按照高于一般房屋建筑的要求采取抗震措施。位于高烈度设防地区、地震重点监视防御区的新建学校、幼儿园、医院、养老机构、应急指挥中心、应急避难场所等公共建筑应当采用隔震减震技术，保证发生本区域设防地震时不丧失建筑功能。同时国家鼓励在装配式建筑中应用隔震减震技术，提高抗震性能。我们认为该强制性措施有望使减震行业进一步快速发展。

近几年，随着政府对于减隔震行业的法规规范和政策扶持，国家对抗震防灾工作的重视和减隔震技术宣传普及度的提高，未来减隔震技术推广和应用总体呈上升趋势，整个行业处于平稳成长期，未来市场前景广阔，属于相对的朝阳产业。

表 7 国家政策重视建筑减震

发布时间	文件	内容
2006 年 1 月	《房屋建筑工程抗震设防管理规定》	国家鼓励采用先进的科学技术进行房屋建筑工程的抗震设防。制定、修订工程建设标准时，应当及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，在房屋建筑工程中推广使用。
2010 年 5 月	《[GB 50011-2010]建筑抗震设计规范》	抗震设防烈度为 6 度及以上的建筑，必须进行抗震设计。
2014 年 2 月	《住房和城乡建设部关于房屋建筑工程推广应用减隔震技术的若干意见（暂行）》	位于抗震设防烈度 8 度（含 8 度）以上地震高烈度区、地震重点监视防御区或地震灾后重建阶段的新建 3 层（含 3 层）以上学校、幼儿园、医院等人员密集公共建筑，应优先采用减隔震技术进行设计。鼓励重点设防类、特殊设防类建筑和位于抗震设防烈度 8 度（含 8 度）以上地震高烈度区的建筑采用减隔震技术。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。
2016 年 12 月	《防震减灾规划（2016-2020 年）》	“十三五”期间，以全国地震重点监视防御区和 VIII 度以上地震高烈度区所在地为主，重点对 1800 多万户农居进行抗震加固或新建，提高农居抗震防灾能力。
2019 年 2 月	《住房和城乡建设部工程质量安全监管司 2019 年工作要点》	开展城镇住宅抗震性能排查；实施城镇住宅抗震加固工程；推广应用减隔震技术；完善抗震防灾法规制度。
2019 年 10 月	《建设工程抗震管理条例（征求意见稿）》	学校、幼儿园、医院、养老机构、应急指挥中心、应急避难场所等公共建筑，应当按照高于一般房屋建筑的要求采取抗震措施。位于高烈度设防地区、地震重点监视防御区的新建学校、幼儿园、医院、养老机构、应急指挥中心、应急避难场所等公共建筑应当采用隔震减震技术，保证发生本区域设防地震时不丧失建筑功能。国家鼓励在装配式建筑中应用隔震减震技术，提高抗震性能。
2019 年 10 月	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	鼓励建筑隔震减震结构体系及产品研发与推广

资料来源：北京市地震局、中国政府网、司法部政府网、中华人民共和国住房和城乡建设部、[GB 50011-2010]建筑抗震设计规范、《产业结构调整指导目录（2019 年本）》、海通证券研究所

3.3 建筑减震行业集中度较分散，尚在发展初期

截至 2018 年，国内建筑隔震行业发展不成熟。根据前瞻网相关研究，近年来，随着建筑隔震技术在近几年大地震中表现出了良好性能，加上相关法律法规和产业政策的支持和鼓励，一些企业（如传统橡胶制品企业，桥梁支座生产企业等）开始进入建筑隔震行业，在一定程度上刺激了行业的发展。但这些企业因缺乏自主研发能力，始终局限于单纯隔震产品的生产，缺乏为客户提供成套解决方案的能力。

表 8 建筑减震行业主要企业概况

公司名称	创立时间	主要产品	2018 年收入
震安科技股份有限公司	2010 年 1 月	建筑隔震橡胶支座	4.6 亿
无锡圣丰建筑新材料有限公司	2006 年 8 月	橡胶隔震支座、滑移支座、阻尼器	-
衡水震泰隔震器材有限公司	1997 年 12 月	建筑减震橡胶支座、桥梁支座等	4.9 亿
苏州海德新材料科技股份有限公司	2007 年 8 月	公路及轨道桥梁支座、桥梁伸缩缝装置、建筑及桥梁隔震支座、阻尼装置等	2 亿
上海路博减振科技股份有限公司	1996 年 3 月	建筑及桥梁支座、阻尼器	0.63 亿
上海蓝科建筑减震科技股份有限公司	2001 年 10 月	建筑减震产品	-

资料来源：震安科技招股说明书、Wind、海通证券研究所

3.4 政策落地后，我们预计建筑减震行业市场需求规模约为 282.63 亿元

我们推算行业需求规模约为 282.63 亿元。

我们的核心假设：1) 根据中国报告网披露，2016-2018 年我国建筑业房屋施工面积为 1264216.27、1317195.36、1408920.41 万平方米，16-18 年复合增速为 5.57%。以此推算 2020 年全国房屋施工面积为 1570187.61 万平方米。2) 根据环球网援引广东日报，全国八度区及以上面积约占国土面积 18%。我们假设施工区域均匀分布，即八度区施工面积/总建筑业房屋施工面积约等于 18%。3) 根据震安科技招股说明书披露的减振成本，我们预估房屋减振成本占总成本的 5%。4) 假设位于高烈度设防地区、地震重点监视防御区的新建学校、幼儿园、医院、养老机构、应急指挥中心、应急避难场所等公共建筑占施工区域 20%。5) 假设单位平方米房屋建造成本为 1000 元/平米。6) 《建设工程抗震管理条例（征求意见稿）》2020 年落地。

我们利用计算公式： $2020 \text{ 年全国房屋施工面积} * \text{八度区及以上施工面积比例} * \text{政策要求八度区及以上的区域内强制使用减振技术场所的施工面积} * \text{单位面积减振成本} = 2020 \text{ 年中国建筑减震行业市场需求规模}$ 。

具体计算过程为： $1570187.61 * 18\% * 20\% * 1000 * 5\% = 2826337.698 \text{ 万元} = 282.63 \text{ 亿元}$

4. 公司轨交减振产品技术壁垒高、应用范围广、客户黏性强，未来拟进军建筑减震领域

4.1 技术与应用成为行业壁垒，公司面对新进入者威胁较小

市场领先企业具有技术人才优势，技术能力构成行业进入壁垒。目前，轨道结构减振领域内市场份额较高的企业在技术和人才方面都具有一定的领先优势。对于新进入市场者而言，生产技术的积累和人才的培养都需要较长的时间，而且新产品的研发至正式应用的周期较长，新进入的企业在短期内很难实现多种高级别减振技术的突破和应用。因此，技术能力在一定程度上构成了行业进入壁垒。

公司持续的技术创新推动了公司的成长。公司采取内部自主研发与技术引进相结合的路线，掌握了产品配方设计和生产工艺等方面的多项核心技术，并跻身国内轨道结构减振领域技术领先企业行业。

客户重视产品应用可行性，产品应用案例构成行业进入壁垒。对于下游客户而言，由于应用涉及轨道交通安全的问题，产品是否成功应用于轨道交通行业极为重要。对于行业新进入者而言，要想在该领域取得一席之地必须要有成功的产品应用案例，否则在市场开拓过程之中很难占到优势。

截至 2020 年 3 月，公司研发的轨道结构减振产品已广泛应用于轨道交通领域。广深港高速铁路、兰新第二双线、汉孝城际铁路、长株潭城际铁路、渝黔客专等铁路项目，以及北京、上海、重庆、深圳、南京、杭州、成都、武汉、西安、长沙、青岛、大连、长春、哈尔滨、无锡、苏州、宁波、郑州、昆明、南昌、福州、兰州、沈阳、天津、合肥、贵阳等城市轨道交通项目，均选用了公司的轨道结构减振产品。

图 16 公司轨道结构减振产品应用分布图


资料来源：天铁股份招股说明书、海通证券研究所

4.2 下游主要客户为铁建、中铁，合作稳定，客户黏性高

公司下游主要客户为**中铁、铁建**。根据天铁股份创业板公开发行可转换公司债券募集说明书，2019年1-6月公司前五名客户分别为中国中铁、中国铁建、东南沿海铁路福建有限责任公司、山东斯瑞生物医药有限公司、浙江龙游沃鑫铁路器材有限公司，销售金额分别为18563.52万元、2630.37万元、2533.92万元、1004.17万元、891.87万元，分别占当期营收比例49.26%、6.98%、6.72%、2.66%、2.37%。

下游客户对产品的性能指标要求较高，客户对合格供应商的认证程序复杂，对企业管理、品质保证、技术研发和售后服务等方面要求严格，认证时间较长，并且十分重视建立长期稳定的合作关系。目前，公司已经与中国中铁和中国铁建下属单位，以及北京、上海等多家城市轨道交通建设或运营公司建立了良好的合作关系。优质的客户资源为公司业绩的持续稳定增长提供了保障。

表 9 天铁股份 2019 年 1-6 月前五名客户销售金额及营收占比

客户名称	销售金额 (万元)	占当年营业收入比例
中国中铁股份有限公司	18563.52	49.26%
中国铁建股份有限公司	2630.37	6.98%
东南沿海铁路福建有限责任公司	2533.92	6.72%
山东斯瑞生物医药有限公司	1004.17	2.66%
浙江龙游沃鑫铁路器材有限公司	891.87	2.37%
合计	25623.85	67.99%

资料来源：天铁股份创业板公开发行可转换公司债券募集说明书、海通证券研究所

4.3 研发人员数量占比 7.76%，公司重视研发投入

根据公司 2018 年年报，公司共有研发人员 61 人，数量占比 7.76%。根据公司 2018 年年报，2016-2018 年研发人员分别为 28 人、28 人、61 人，17-18 年研发人员数同比增长 117.86%。

4.4 公司拟投资 9752.65 万于建筑减隔震产品生产线建设项目，未来拟进军建筑减震行业

公司拟投资 9752.65 万元于建筑减隔震产品生产线建设项目。根据天铁股份《公开发行可转换公司债券募集资金投资项目可行性分析报告》，公司公开发行可转换公司债券募集资金不超过 39900 万元用于投资，其中拟募集 8230.34 万元用于投资建筑减隔震产品生产线建设项目，该投资项目拟投资总额为 9752.65 万元。根据上述公告，公司预计该项目建成后将实现年均收入 6013.44 万元，年均净利润 1223.99 万元。公司的战略发展愿景是成为全球振/震动控制行业领导者。通过本项目的建设，将能够顺利进入建筑减隔震行业，发展建筑减隔震业务，从而为实现公司战略延伸迈出重要一步，并进一步增强公司的盈利能力。

5. 盈利预测与估值区间

我们预计天铁股份 19-21 年归母净利润分别为 1.2、1.93、2.26 亿元，对应 EPS 分别为 0.66 元、1.06 元、1.24 元。考虑到公司在建产能尚未释放，随着产能的释放和新项目的投产，我们认为公司盈利能力将有所提高。综合来看，我们给予 2020 年天铁股份 21-23 倍估值区间，对应合理价值区间 22.26-24.38 元。首次覆盖，给予“优于大市”投资评级。

关键盈利预测假设：1) 销量假设：根据天铁股份 2019 年 8 月 23 日发布的《关于部分募集资金投资项目延期的公告》，年产 24 万平方米橡胶减振垫建设项目已于 2019 年 6 月 30 日启用投产，我们预计 19-21 年隔离式橡胶减振垫销量分别为 50 万平方米、81 万平方米、92 万平方米，产能利用率分别为 208.33%、222.34%、251.99%；弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴销量分别为 90 万套、90 万套、90 万套，产能利用率分别为 189.71%、189.71%、189.71%；嵌丝橡胶道口板销量分别为 2 万平方米、2 万平方米、2 万平方米，产能利用率分别为 89.69%、89.69%、89.69%。2) 价格假设：我们预计 19-21 年隔离式橡胶减振垫价格将为 849、849、849 元/平方米，嵌丝橡胶道口板价格为 1000、1000、1000 元/平方米；我们预计 19-21 年弹性支承式无砟轨道用橡胶套靴价格为 200、200、200 元/套。3) 公司于 2019 年开始拓展多元业务，设立及购买子公司开展锂化物、环保设备等生产销售。2018 年 12 月公司公告称同意收购江苏昌吉利新能源科技有限公司 60% 股权。根据 2019 年半年报披露，子公司江苏昌吉利新能源科技有限公司于 2019 年 1-6 月期间营收达 0.7 亿元，使得公司于 2019 年 1-6 月期间其他收入增至 1.32 亿元。随着该公司成长，我们预计其盈利能力将不断提高，我们预计 19-21 年公司其他收入分别为 2.73、3.3、3.6 亿元。

表 10 天铁股份分业务盈利预测

项目	2018	2019E	2020E	2021E
总收入(百万元)	490.51	1017.33	1337.69	1459.38
总成本(百万元)	216.66	459.37	572.92	618.57
总毛利(百万元)	273.85	557.96	764.77	840.81
总毛利率	55.83%	54.85%	57.17%	57.61%
轨道工程橡胶制品				
收入(百万元)	433.55	744.50	1007.69	1099.38
成本(百万元)	179.56	294.31	373.27	400.77
毛利(百万元)	253.99	450.19	634.42	698.61
毛利率	58.58%	60.47%	62.96%	63.55%
其他				
收入(百万元)	56.96	272.83	330.00	360.00
成本(百万元)	37.10	165.06	199.65	217.80
毛利(百万元)	19.86	107.77	130.35	142.20
毛利率	34.87%	39.50%	39.50%	39.50%

资料来源：天铁股份 2018 年年报，海通证券研究所

表 11 天铁股份可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价(元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
震安科技	300767.SZ	71.36	1.91	1.13	1.77	37.36	63.15	40.32
海达股份	300320.SZ	5.85	0.28	0.37	0.44	20.89	15.81	13.30
中鼎股份	000887.SZ	8.4	0.91	0.61	0.76	9.23	13.77	11.05
平均值						22.49	30.91	21.55

资料来源：WIND，海通证券研究所，股价为 2020 年 3 月 26 日收盘价，每股收益均为 WIND 一致预期

6. 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。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	491	1017	1338	1459
每股收益	0.43	0.66	1.06	1.24	营业成本	217	459	573	619
每股净资产	5.08	6.02	6.85	7.83	毛利率%	55.8%	54.8%	57.2%	57.6%
每股经营现金流	-0.05	-0.20	0.35	1.33	营业税金及附加	4	7	14	16
每股股利	0.15	0.14	0.23	0.26	营业税金率%	0.9%	0.7%	1.0%	1.1%
价值评估 (倍)					营业费用	65	138	181	194
P/E	38.64	25.08	15.59	13.33	营业费用率%	13.2%	13.5%	13.5%	13.3%
P/B	3.26	2.75	2.42	2.12	管理费用	83	169	227	247
P/S	3.60	2.96	2.25	2.06	管理费用率%	16.9%	16.6%	17.0%	17.0%
EV/EBITDA	16.09	11.77	9.87	8.53	EBIT	108	214	303	339
股息率%	0.9%	0.8%	1.4%	1.6%	财务费用	3	21	42	51
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.7%	2.1%	3.2%	3.5%
毛利率	55.8%	54.8%	57.2%	57.6%	资产减值损失	9	14	9	8
净利润率	15.9%	11.8%	14.4%	15.5%	投资收益	5	1	13	15
净资产收益率	8.4%	11.0%	15.5%	15.9%	营业利润	103	186	271	305
资产回报率	4.4%	5.1%	6.2%	6.9%	营业外收支	-1	-2	-2	-2
投资回报率	6.6%	9.3%	10.1%	10.8%	利润总额	102	184	269	302
盈利增长 (%)					EBITDA	127	280	369	404
营业收入增长率	54.5%	107.4%	31.5%	9.1%	所得税	19	41	59	67
EBIT 增长率	35.6%	98.8%	41.9%	11.7%	有效所得税率%	18.8%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润增长率	9.6%	54.2%	60.9%	17.0%	少数股东损益	5	24	17	10
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	78	120	193	226
资产负债率	41.1%	47.5%	54.6%	51.5%					
流动比率	1.54	2.25	2.05	2.00	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	1.26	1.83	1.66	1.64	货币资金	93	136	170	286
现金比率	0.15	0.22	0.19	0.28	应收账款及应收票据	629	911	1198	1307
经营效率指标					存货	164	202	270	292
应收帐款周转天数	390.75	327.00	327.00	327.00	其它流动资产	77	138	176	180
存货周转天数	275.88	160.82	171.72	172.38	流动资产合计	963	1388	1814	2066
总资产周转率	0.28	0.43	0.43	0.44	长期股权投资	15	15	15	15
固定资产周转率	1.67	2.22	2.22	2.04	固定资产	293	459	601	714
					在建工程	90	90	263	93
					无形资产	114	108	102	97
					非流动资产合计	810	970	1279	1217
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	1772	2358	3093	3282
净利润	78	120	193	226	短期借款	196	60	140	210
少数股东损益	5	24	17	10	应付票据及应付账款	196	233	308	335
非现金支出	28	80	74	73	预收账款	1	2	3	3
非经营收益	-10	8	-6	-4	其它流动负债	230	322	432	487
营运资金变动	-111	-267	-213	-63	流动负债合计	623	616	883	1034
经营活动现金流	-10	-36	64	242	长期借款	79	79	379	229
资产	-207	-228	-377	-5	其它长期负债	26	425	425	425
投资	-202	0	0	0	非流动负债合计	105	504	804	654
其他	104	1	13	15	负债总计	729	1120	1687	1689
投资活动现金流	-304	-227	-364	11	实收资本	106	182	182	182
债权募资	329	-136	380	-80	普通股股东权益	924	1094	1245	1423
股权募资	39	75	0	0	少数股东权益	120	144	160	170
其他	-59	367	-47	-57	负债和所有者权益合计	1772	2358	3093	3282
融资活动现金流	309	306	333	-137					
现金净流量	-5	43	34	116					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 26 日
 资料来源：公司年报 (2018)，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
 余炜超 机械行业

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： 皇马科技,梅花生物,诺普信,茶花股份,联瑞新材,双一科技,和远气体,利安隆,扬农化工,百傲化学,玲珑轮胎,新洋丰,苏博特,浙江龙盛,雅本化学,万润股份,国光股份,中旗股份,鲁西化工,利民股份,光华科技,海利尔,黑猫股份,赛轮轮胎,安道麦 A,雅化集团,华峰氨纶,飞凯材料,先达股份,万顺新材

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；	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。
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。	行业投资评级	优于大市
	行业投资评级	中性
	行业投资评级	弱于大市

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。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zwx10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
李凡 lf12596@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相美(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峥青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 l fz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 顾慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 顾慧菁 yhj12866@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨禛昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com 郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com
--	---	--

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com