

天宜上佳 (688033.SH)

新股覆盖研究

动车刹车闸片国产化先锋

主要看点

- ◆ **公司是动车刹车闸片国产化的先锋。**公司是国内领先的动车组用粉末冶金闸片供应商。主要从事动车组用粉末冶金闸片及机车、城轨车辆闸片、闸瓦系列产品的研发、生产和销售。公司是时速350公里“复兴号”中国标准动车组粉末冶金闸片的核心供货商，公司自主研发、生产的动车组用粉末冶金闸片已覆盖铁路总公司下属的全部18个地方铁路局，是动车刹车闸片国产化先锋。
- ◆ **公司掌握动车刹车闸片核心技术。**高铁刹车闸片需要获得中铁检验认证中心有限公司(CRCC)的认证。只有掌握核心技术，才能够获得CRCC认证。公司目前获得动车组闸片CRCC证书5个，覆盖车型18个，其中300-350公里/小时以上车型11个，覆盖中国标准动车组车型2个。通过比较可以发现，公司在300-350公里/小时动车组车型领域，有较大竞争优势。特别是在“复兴号”中国标准动车组车型上有先发优势。
- ◆ **募集资金项目简介。**1、轨道交通机车车辆制动闸片及闸瓦项目投资2.6亿，建成后年产能设计为60万对/块。2、时速160公里动力集中电客车组制闸片研发及制造项目投资3.1亿，建成后年产能25.6万片/年。3、营销与服务网络建设项目投资0.76亿，在全国六个城市建立区域营销中心，为客户搭建完善的后续配套服务体系。募投项目符合公司长期战略规划，能够进一步优化产品结构，助力公司的产业布局，同时巩固公司的规模优势与市场领先地位，更好地满足客户需求。
- ◆ **估值分析：**询价区间为17.20-20.64元。我们选取的4家相关可比公司2018年静态PE均值为29倍。再考虑到科创板发行受到投资者密切关注，给予20%的新股发行溢价，按公司发行后总股本4.49亿股，2018年净利润2.63亿元估算，2018年静态PE估值区间29-35倍测算，公司发行的市值区间在76.77-92.12亿元，询价区间为17.20-20.64元。
- ◆ **风险提示：**1、我国高铁建设速度或动车采购进度低于预期。2、行业竞争格局激烈程度超预期。3、新产品研发进度低于预期。。

公司近3年收入和利润情况

会计年度	2016A	2017A	2018A
主营收入(百万元)	468.4	507.1	557.9
同比增长(%)	%	8.26%	10.01%
营业利润(百万元)	229.1	260.1	308.2
同比增长(%)	%	13.52%	18.50%
净利润(百万元)	194.5	221.9	263.1
同比增长(%)	%	14.08%	18.56%
每股收益(元)	0.72	0.49	0.59

数据来源：贝格数据、华金证券研究所。注：上表中每股收益按发行后总股本4.49亿股调整。

交易数据

总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
总股本(百万股)	400.86
流通股本(百万股)	
12个月价格区间	/元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
-----	----	----	-----

分析师

王轶铭
 SAC执业证书编号：S0910519030001
 wangyiming@huajinsec.cn

相关报告

内容目录

一、公司简介.....	3
(一) 主营业务介绍.....	3
(二) 公司募投情况介绍.....	6
二、估值分析.....	6
三、风险提示.....	7

图表目录

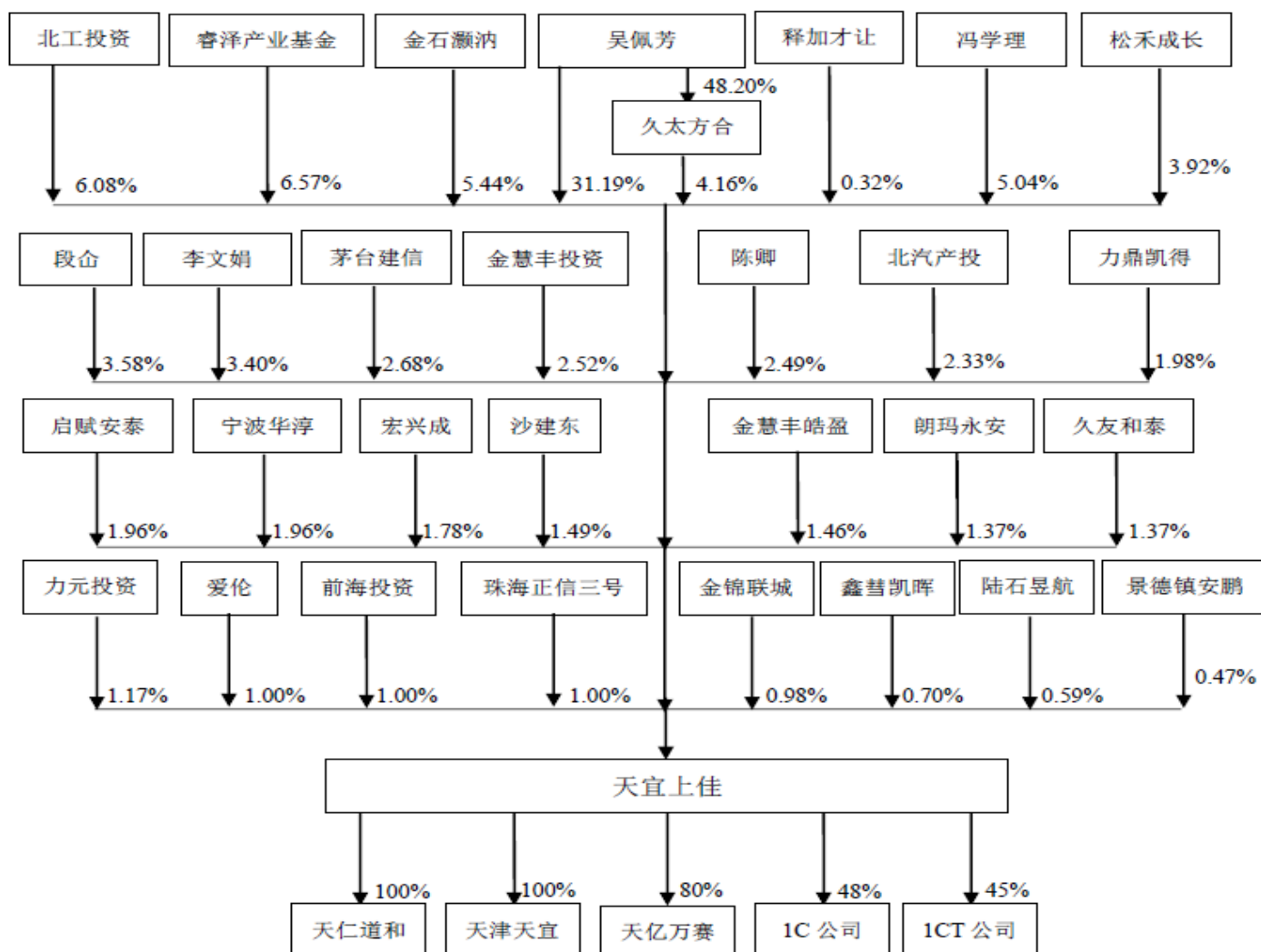
图 1: 天宜上佳股权结构图 (公开发前)	3
图 2: 天宜上佳技术大事纪	4
图 3: 2016-2018 公司收入及增速	5
图 4: 2016-2018 公司利润率变化	5
图 5: 2016-2018 年公司各主营业务收入变化	5
表 1: 主要动车组闸片 CRCC 正式认证情况	4
表 2: 申请募集资金用途	6
表 3: 可比公司估值分析	6

一、公司简介

天宜上佳（688033）成立于2009年，公司是国内领先的动车组用粉末冶金闸片供应商。主要从事动车组用粉末冶金闸片及机车、城轨车辆闸片、闸瓦系列产品的研发、生产和销售。公司自设立以来，依靠自主研发，在动车组用粉末冶金闸片的材料配方、工艺路线、生产装备等方面陆续取得重大突破。

公司前身天宜有限由吴佩芳、冯学理共同出资与2009年11月成立设立，注册资本为1,000万元。2016年3月4日，公司更名为天宜上佳。此后经过一系列增资和股权转让，现股权结构如下：

图 1：天宜上佳股权结构图（公开发行前）



资料来源：招股说明书、华金证券研究所

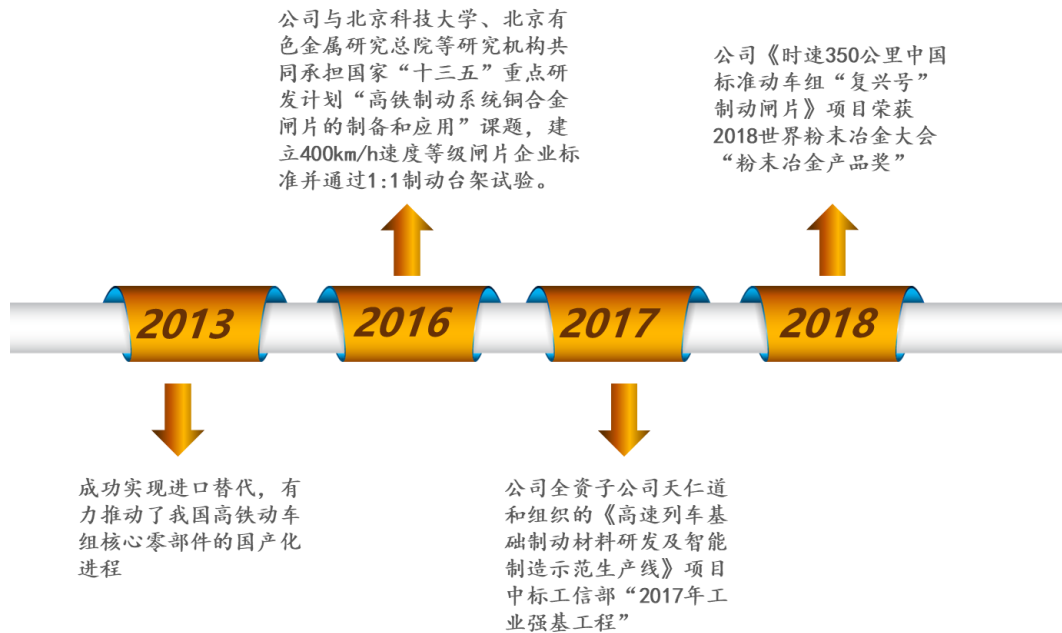
目前第一大股东吴佩芳及其一致行动人释加才让直接及间接持股合共比例为35.68%，第二大股东睿泽产业基金持股比例为6.57%，第三大股东北工投资持股比例为6.08%，吴佩芳是公司科研的核心领军人物，对公司有较强的掌控力。

（一）主营业务介绍

在 2012 年之前，根据中国与外资方协议，动车刹车片处于技术保护期。我国高铁使用的动车刹车闸片全部引进国外产品。主要国外生产商有德国克诺尔集团、德国 **Becorit** 公司和美国西屋公司等。其中德国克诺尔公司占全球 **80%**以上高铁刹车片的市场份额。

2012 年以后，中国开始了高铁刹车闸片国产化的进程。天宜上佳作为国内领先的动车组用粉末冶金闸片供应商，2013 年就取得中铁检验认证中心有限公司（**CRCC**）的认证，成功实现了进口替代，推动了中国动车组核心零部件的国产化。

图 2：天宜上佳技术大事纪



资料来源：招股说明书、华金证券研究所

高铁刹车闸片需要获得中铁检验认证中心有限公司（**CRCC**）的认证。根据获得认证证书的多少，就可以看出公司的技术实力。公司目前获得动车组闸片 **CRCC** 证书 5 个，覆盖车型 18 个，其中 300-350 公里/小时以上车型 11 个，覆盖中国标准动车组车型 2 个。

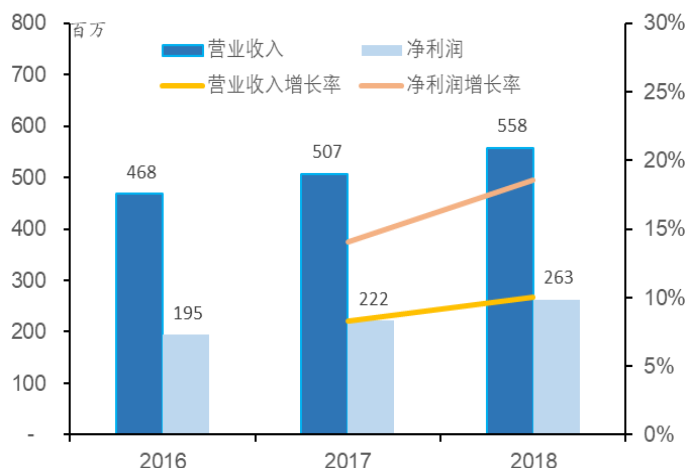
表 1：主要动车组闸片 CRCC 正式认证情况

公司	动车组闸片 CRCC 证书	覆盖动车组车型总数	覆盖动车组车型 (200-250km/h)	覆盖动车组车型 (300-350km/h 及以上)	其中：覆盖“复兴号”中国标准动车组车型
北京天宜上佳新材料股份有限公司	5 个	18 个	7 个	11 个	2 个 (CR400AF 和 CR400BF)
克诺尔车辆设备 (苏州) 有限公司	7 个	17 个	12 个	5 个	0 个
中车戚墅堰机车车辆工艺研究所有限公司	5 个	9 个	1 个	8 个	2 个 (CR400AF 和 CR400BF)
北京浦然轨道交通科技有限公司	6 个	11 个	4 个	7 个	2 个 (CR400AF 和 CR400BF)
北京瑞斯福高新科技股份有限公司	3 个	5 个	3 个	2 个	0 个
博深工具股份有限公司	2 个	3 个	1 个	2 个	0 个

资料来源：中铁检验认证中心有限公司 (CRCC) 官网，招股说明书，华金证券研究所

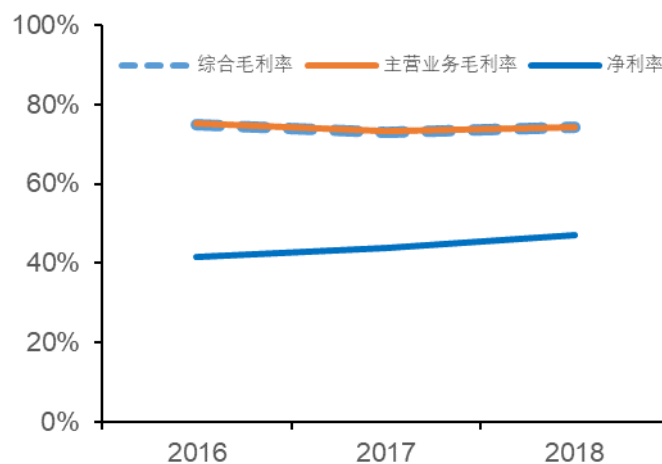
目前与公司形成竞争关系的企业主要为德国克诺尔集团在中国的全资子公司克诺尔车辆设备（苏州）有限公司、中车戚墅堰机车车辆工艺研究所有限公司、北京浦然轨道交通科技有限公司、北京瑞斯福高新科技股份有限公司以及博深工具股份有限公司等。通过比较可以发现，公司在 300-350 公里/小时动车组车型领域，有较大竞争优势。特别是在“复兴号”中国标准动车组车型上有先发优势。

图 3: 2016-2018 公司收入及增速



资料来源: 招股说明书、华金证券研究所

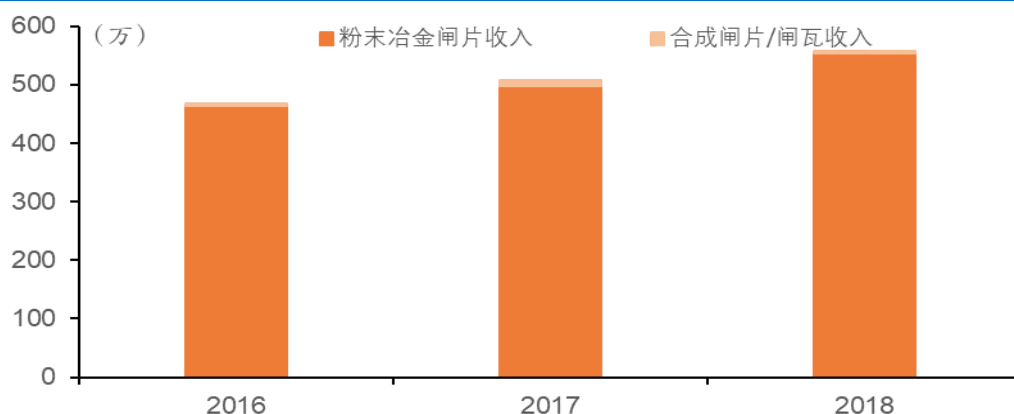
图 4: 2016-2018 公司利润率变化



资料来源: 招股说明书、华金证券研究所

公司营业收入和利润保持稳步增长。2016-2018 年，天宜上佳营业收入分别为 4.68 亿元、5.07 亿元和 5.58 亿元，近两年营收增速分别为 8%和 10%。公司净利润 1.95 亿元、2.22 亿元、2.63 亿元，同比增长 119.41%、14.08%、18.56%。公司的毛利率在 74%左右，净利率一般为 42%-47%之间变化。公司收入和利润均稳步增长的主要原因是我国高铁建设增加了对动车刹车闸片需求以及动车刹车闸片的国产化加速。

图 5: 2016-2018 年公司各主营业务收入变化



资料来源: 招股说明书、华金证券研究所

公司主要产品包括粉末冶金闸片和合成闸片/闸瓦。其中:

1) 粉末冶金闸片主要应用于速度在 160km/h、200-250km/h 以及 300-350km/h 的动车组制动系统，其具有良好的耐磨性、导热性和摩擦性能，并且对制动盘有较好的保护作用。

2) 合成闸片主要应用于速度在 200km/h 以下的铁路机车、城市轨道交通（含地铁）。公司 2013 年成功实现进口替代，有力推动了我国动车组核心零部件的国产化进程。

粉末冶金闸片销售收入占公司主营业务收入的 **99%**左右。

公司是时速 350 公里“复兴号”中国标准动车组粉末冶金闸片的核心供货商，公司自主研发、生产的动车组用粉末冶金闸片已覆盖铁路总公司下属的全部 18 个地方铁路局。公司将伴随中国高铁建设和运营里程的增长而不断成长。

（二）公司募投情况介绍

公司本次发行 4,788 万股，发行后公司总股本为 4.49 亿股。本次发行募集资金扣除发行费用后，公司募集资金用途如表 2 所示：

表 2：申请募集资金用途

序号	项目名称	项目总投资金额（万元）	募集资金投资金额（万元）
1	年产 60 万件轨道交通机车车辆制动闸片及闸瓦项目	26,000	26,000
2	时速 160 公里动力集中电动车组制动闸片研发及智能制造示范生产线项目	31,000	31,000
3	营销与服务网络建设项目	7,560	7,560
	合计	64,560	64,560

资料来源：招股说明书、华金证券研究所

公司本次募投项目的实施符合公司长期战略规划，能够进一步优化产品结构，助力公司的产业布局，同时巩固公司的规模优势与市场领先地位，更好地满足客户需求。

二、估值分析

表 3：可比公司估值分析

公司概况				经营能力			2018 年				估值水平		
股票代码	股票简称	最新股价（元）	市值（亿元）	净利率	ROE %	总资产周转率（次）	收入（亿元）	收入增速 %	利润（亿元）	利润增速 %	PE	PB	PS
000976	华铁股份	5.64	90	7.7	3.5	0.34	17	-0.4	1.33	-73.0	62	2.1	5.2
002282	博深股份	9.24	40	8.2	4.4	0.42	11	78.0	0.86	68.7	46	1.9	3.8
600114	东睦股份	6.56	42	18.1	12.5	0.57	19	7.6	3.47	10.0	15	1.7	2.3
600330	天通股份	7.75	77	11.1	7.5	0.46	26	19.8	2.90	81.8	27	2.0	3.0
	均值										29	2.0	3.8
688033	天宜上佳	-	-	47.2	23.2	0.45	6	10.01	2.63	18.6	-	-	-

资料来源：WIND、华金证券研究所

天宜上佳（688033）收入 98%来自轨道交通闸片。尽管 A 股上市公司中国中车（601766）旗下的戚墅堰机车车辆工艺研究所有限公司有对应的轨道交通闸片业务，但是考虑到公司收入规模和业务的可比性，在可比公司中我们没有选取中国中车（601766）作为比较公司。

为了方便比较，我们选取了华铁股份（000976）、博森工具（002282）两家轨道交通核心部件企业，此外还选取了东睦股份（600114）、天通股份（600330）两家从事粉末冶金部件成型业务的上市公司，作为天宜上佳（688033）的可比公司。

我们选取的 4 家可比公司 2018 年静态 PE 均值为 29.18 倍。再考虑到科创板发行受投资者密切关注，给予 20% 的新股发行溢价，按公司发行后总股本 4.49 亿股，2018 年净利润 2.63 亿元估算，2018 年静态 PE 估值区间 29.18-35.01 倍测算，公司发行的市值区间在 76.77-92.12 亿元，询价区间为 17.20-20.64 元。

三、风险提示

- 1、我国高铁建设速度或动车采购进度低于预期。
- 2、行业竞争格局激烈程度超预期。
- 3、新产品研发进度低于预期。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王轶铭声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn