

科创板高端装备公司系列研究：天宜上佳

未评级

核心观点：

1、公司主营业务：公司是高铁动车粉末冶金闸片核心零部件供应商，主要产品为粉末冶金闸片和合成闸片、闸瓦。粉末冶金闸片主要用于高铁动车组，闸片、闸瓦则主要针对机车、城轨车辆，为轨道交通制动系统的核心关键零部件。公司的盈利模式包括将产品应用于新造整车（系统集成）和车辆后续修检（铁总联采及检修）两种模式。公司客户主要集中为铁路总公司下属 18 个地方铁路局及其附属企业、铁路总公司下属制动系统集成商，以及中国中车下属车辆制造企业。

2、核心技术：公司具有粉末冶金闸片和合成闸片、闸瓦生产领域的核心技术。公司产品成熟，可在高速高温以及高寒环境下保持良好性能。公司是“复兴号”动车粉末冶金闸片核心供应商，所持证书覆盖车型居国内第一；公司所持证书覆盖车型居国内第一，拥有多项专利并参与制定行业标准。

3、竞争对手以及公司地位：公司在国内粉末冶金闸片产品的领军者，具有明显竞争优势与市场地位。国内主要竞争企业主要为克诺尔车辆设备（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和博深工具股份有限公司。

4、实控人及重要股东：公司的实际控制人为吴佩芳。吴佩芳直接持有公司 31.19% 的股份，通过久太方合持有公司 4.16% 的股份，吴佩芳的一致行动人释加才让持有公司 0.32% 的股份，即吴佩芳、久太方合和释加才让共计持有发行人 35.68% 的股份。吴佩芳女士行业经验丰富，同时为公司核心技术人员。

5、财务状况：2016-2018 年公司营业收入分别为 4.68 亿元、5.07 亿元和 5.58 亿元，2017 年和 2018 年分别比上年增长 8.26% 和 10.01%，整体呈现良好的增长态势；综合毛利率分别为 74.32%、73.12% 和 75.11%，稳定保持在较高水平。粉末冶金闸片始终保持为公司第一大业务，2018 年实现收入 5.53 亿元，占比达 99.18%，为公司增长的主要驱动力。短期新造整车模式具有较强的增长态势，远期车辆后续修检模式能为公司业绩提供稳定支撑。考虑到公司所处行业未来增速相对平稳，公司的业务结构较为单一，我们给予公司 18-23 倍的估值，对应市值为 48-60 亿元。

6、风险提示：下游动车组需求不及预期的风险；产品认证证书和维修资质无法取得的风险；行业竞争加剧使主要产品毛利率下降的风险。

主要财务指标

指标	2018A	2017A	2016A
营业收入（亿元）	5.58	5.07	4.68
同比增长率（%）	10.06%	8.33%	-
净利润（亿元）	2.63	2.22	1.95
同比增长率（%）	18.47%	13.85%	-
EPS（元）	0.66	0.55	0.81
资产负债率（%）	9.42%	7.07%	6.15%
ROE（%）	24.29%	22.55%	48.74%
毛利率（%）	75.11%	73.12%	74.32%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师

刘兰程

☎：(8610) 83571383

✉：liulancheng@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517100001

特此鸣谢

范想想

☎：(8610) 83571383

✉：fanxiangxiang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130518090002

吴佩芳

☎：010-66568846

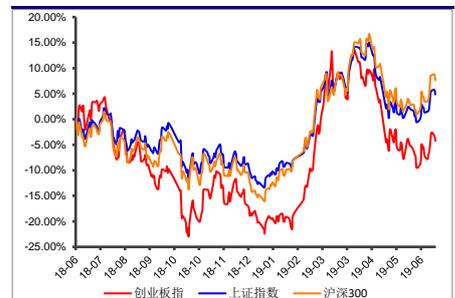
✉：wupeiwei_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2019/6/26

科创板受理企业数量	127
已中止审查企业数量	1
上证指数	2976.28
沪深 300 指数	3794.33
当前总股本（万股）	400,85.72
拟发行股数（万股）	不超过 7,000
发行后总股本（万股）	不超过 47,085.72

相对指数表现



资料来源：wind，中国银河证券研究院

相关研究

1、【银河机械】科创板高端装备公司系列研究_交控科技_190611

2、【银河机械】科创板高端装备公司系列研究_天准科技_190613

目录

一、天宜上佳：国内高铁动车闸片的领军者.....	1
（一）基本情况：高铁动车粉末冶金闸片领先企业.....	1
（二）核心技术及研发投入.....	2
（三）盈利模式及竞争优势.....	3
（四）股权结构.....	5
二、所处行业现状及竞争格局.....	6
（一）市场空间.....	6
（二）竞争格局.....	7
三、财务状况及募集资金计划.....	8
（一）主要财务指标.....	8
（二）募集资金计划.....	9
四、估值分析	10
五、风险提示	10
六、附录	11

一、天宜上佳：国内高铁动车闸片的领军者

(一) 基本情况：高铁动车粉末冶金闸片领先企业

表 1：公司主要产品及应用与功能

主要产品	主要应用及功能
粉末冶金闸片	应用于速度在 160km/h、200-250km/h 以及 300-350km/h 的高铁动车组制动系统，具有良好的耐磨性、导热性和摩擦性能，并对制动盘有较好的保护作用。应用在高寒地区的产品能够有效解决冰雪恶劣气候导致的制动盘异常磨损的问题，首次在哈大线(高寒地区)实现进口替代。
合成闸片、闸瓦	应用于速度在 200km/h 以下的铁路机车、城市轨道交通(含地铁)。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司是高铁动车粉末冶金闸片核心零部件供应商。公司的主要产品为粉末冶金闸片和合成闸片、闸瓦。粉末冶金闸片及合成闸片、闸瓦是轨道交通制动系统的核心关键零部件，其状态直接关系到制动系统的正常运转和动车组的安全运营。粉末冶金闸片主要用于高铁动车组，闸片、闸瓦则主要针对机车、城轨车辆。

图 1：公司生产的粉末冶金闸片示意图（以 TS399 为例）


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司实现量产的粉末冶金闸片覆盖国内 18 个动车组车型，是“复兴号”核心供应商。随着动车组从 CRH1、CRH2、CRH3 等型号升级到 CRH380、CR400 型号，公司生产的粉末冶金闸片不断升级并实现多样化。其中，公司 2015 年研制的适用于时速 350 公里“复兴号”中国标准动车组的 TS588A/32 型粉末冶金闸片为唯一取得“复兴号”两个车型（CR400AF 和 CR400BF）的闸片产品。储备技术方面，应用于高寒地区的时速 350 公里“复兴号”的 TS588B/32 闸片和应用用于 CR200 时速 160 公里“复兴号”的 TS699 闸片，已通过装车运用考核，正在 CRCC 取证中；应用于时速 400 公里高铁动车组的 TS759、TS769 闸片已经进行试生产。

表 2：公司主要产品的适用范围及技术所处阶段

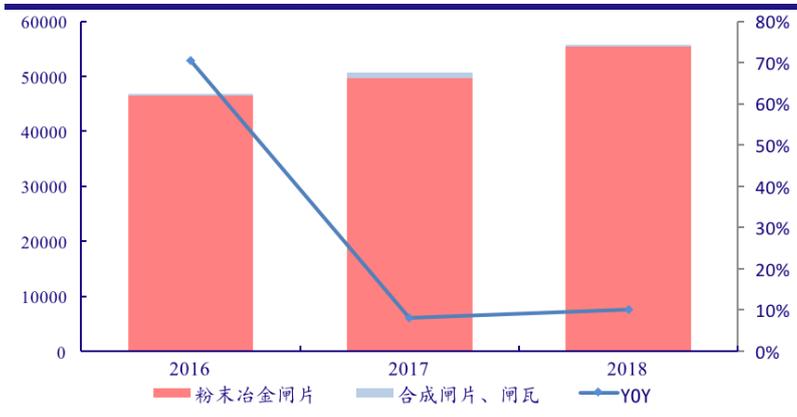
产品名称	适用范围	技术所处阶段
TS399 粉末冶金闸片	300-350km/h; 适用车型：CRH380B/BG	大批量生产
TS399B 粉末冶金闸片	300-350km/h; 适用车型：CRH380A/AL、 CRH380B/BL/BG/CL、CRH3C、CRH2C-2	大批量生产
TS355 粉末冶金闸片	300-350km/h; 适用车型：CRH380A/AL、CRH380B/BL/CL、 CRH3C、CRH380D、CRH2C-2	大批量生产
TS122 粉末冶金闸片	200-250km/h; 适用车型：CRH1A/1B/1E	大批量生产
TS588 粉末冶金闸片	200-250km/h; 适用车型：CRH2A 统、CRH1A-A/1E、CRH2G	大批量生产
TS588/32	200-250km/h;	小批量生产

粉末冶金闸片	适用车型: CR300AF、CR300BF	
TS588A/32	300-350km/h;	大批量生产
粉末冶金闸片	适用车型: CR400AF、CR400BF	
TS588B/32	300-350km/h;	小批量生产
粉末冶金闸片	适用车型: CR400BF 高寒	
TS566	160km/h;	小批量生产
粉末冶金闸片	适用车型: CR200	
TS700	200-250km/h;	大批量生产
粉末冶金闸片	适用车型: CRH5A/5G/5E	
合成闸片	城轨、铁道机车、动车组等	批量生产
合成闸瓦	地铁、城轨、铁道机车、动车组等	批量生产

资料来源:公司公告, 中国银河证券研究院

公司业绩稳定增长。2017年、2018年公司实现营业收入5.58亿元和5.07亿元,同比增长8.26%和10.01%;实现归母净利润2.22亿元和2.63亿元,同比增长14.08%和18.56%。其中,收入的基本来源于粉末冶金闸片。2018年,粉末冶金闸片实现收入5.53亿元,占比达99.18%;合成闸片/闸瓦实现收入459万元,占比0.82%。从趋势来看,由于“复兴号”动车组的大面积推广,TS588A/32型闸片的销量增加,驱动营收稳定增长。

图2:公司主营业务收入构成及增长趋势



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 核心技术及研发投入

动车组提速升级对粉末冶金闸片提出更高的技术要求。高速列车在制动时,其制动闸片的温度可达到500℃,局部瞬时温度可达1000℃以上。以1辆轴重为17t的动车为例,当速度为380km/h时,单个制动盘的紧急制动耗能高达47MJ。而随着国内高铁动车时速的提高,为避免制动盘因显著升温形成制动盘疲劳裂纹,需要保持制动盘与闸片的接触状态稳定,使接触压力分布和摩擦热传导均匀,同时对粉末冶金闸片的耐磨性、导热性和摩擦性能提出更高要求。

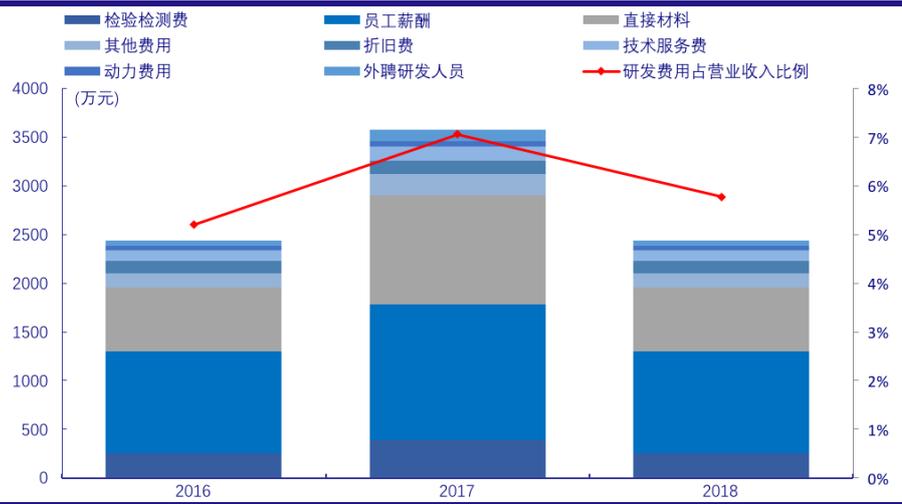
公司具有粉末冶金闸片和合成闸片、闸瓦生产领域的核心技术。通过多年自主研发,公司已经具备完整的自主知识产权体系,拥有了成熟的动车组用粉末冶金闸片技术,形成了较为丰富的粉末冶金闸片、合成闸片、闸瓦等系列产品生产线。公司技术能够支持时速350公里的“复兴号”动车组列车高速运行,并在高速运行带来的高温环境下保持优异性能,具有高可靠性、经济性、安全舒适性等特点。

公司产品成熟,可在高速高温以及高寒环境下保持良好性能。公司的TS588A/32闸片,通过350km/h紧急制动等多项型式试验,制动盘及闸片表面状态良好,完全满足时速350公里标准动车组的使用工况。而公司自主研发生产的TS399,通过调整材料配方中的硬质粒,降低恶劣冰雪天气对制动盘的损耗,在哈大线全面实现进口替代。此外,公司于2016年研制出TS588B/32“复兴号”标准动车组高寒闸片,为一带一路的项目建设做好准备。

公司所持证书覆盖车型居国内第一，拥有多项专利并参与制定行业标准。公司持有 6 张 CRCC 颁发的正式《铁路产品认证证书》，是持有证书覆盖车型最多的国产厂商；共计拥有 20 项发明专利、95 项实用新型专利及 7 项外观设计专利。同时，公司参与制定行业标准，是中国铁道行业标准《动车组用粉末冶金闸片》的主要起草单位之一。

公司保持稳定的产品研发投入。公司 2016-2018 年的研发费用分别为 2,436.61 万元、3,578.57 万元及 3,223.45 万元，费用占比 5.2%、7.06% 和 5.78%，主要由于直接材料费用的减少导致下降趋势，分析为粉末冶金闸片 T588A/32 研发完成，性能测试等流程所需材料明显减少。2016-2018 年同行业上市公司平均研发投入占比分别为 7.15%、7.31% 和 7.63%，公司研发投入与行业平均水平基本持平。

图 3：公司研发费用构成及占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）盈利模式及竞争优势

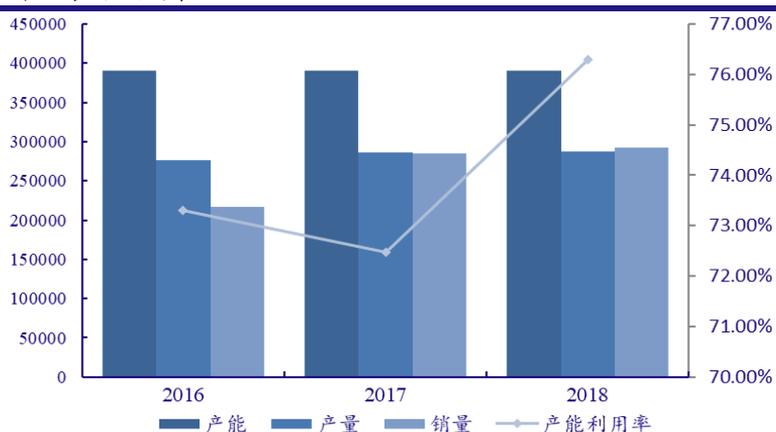
公司的盈利模式包括将产品应用于新造整车（系统集成）和车辆后续修检（铁总联采及检修）两种模式。2018 年检修收入占比 74.53%，依然为收入的主要来源。但随着复兴号 CR400 的推广，应用于系统集成的 588A/32 的销量增长，新造整车占收入的比重持续提升。毛利率方面，新造整车模式毛利率分别为 68.81%、71.65% 和 75.1%，车辆后续检修模式毛利率分别为 74.53%、73.67% 和 75.32%，基本保持统一水平。

表 3：公司两种盈利模式的销售占比与毛利率

产品最终用途	2018 年度		2017 年度		2016 年度	
	销售占比	毛利率	销售占比	毛利率	销售占比	毛利率
新造整车	24.88%	75.10%	13.54%	71.65%	2.92%	68.81%
车辆后续检修	74.53%	75.32%	85.29%	73.67%	96.80%	74.53%
其中：铁总联采	10.85%	80.32%	8.08%	74.59%	21.44%	75.08%
检修模式	63.68%	74.47%	77.21%	73.57%	75.36%	74.37%
其他	0.59%	50.55%	1.17%	55.74%	0.29%	66.92%
合计	100.00%	75.12%	100.00%	73.22%	100.00%	74.34%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司产能利用率稳定，产品结构变化明显。按照这两种产品最终用途划分，应用于新造整车的产品为“新造片+新大钢背”，毛利率较高，销售收入占比快速增长。预计未来短期内随着“复兴号”动车组更多车型的出现，新造整车模式仍能使收入保持较快增长，短期驱动力仍然强劲。但由于国内高铁行业正在逐步脱离快速增长期，预计新造整车模式在长期内缺乏一定增长驱动力。

图 4：产能利用率


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

车辆后续检修模式为未来业绩提供稳定保障。目前公司车辆后续检修服务中包括铁总联采（新造闸片）和检修模式（检修闸片）两类。应用于铁总联采的产品为新造闸片，其主要原材料的大钢背为新采购；而应用于检修模式的产品为检修闸片，部分通过旧闸片处理再利用，成本也相对较低。综合来看，检修闸片毛利率略低于新造闸片，但需求量相比而言更大，是维修业务的主要来源。从远期趋势看，随着动车保有量的增长，铁总联采与检修模式均将保持稳步增长，为公司业绩提供稳定支撑。

采购模式，公司主要通过和供应商建立长期合作模式，采购电解铜粉、钢背、三角托、卡簧等原材料。生产模式上，公司以销定产为主，制定生产计划并实施。销售模式上，公司主要采取直销模式，下游客户主要为铁路总公司下属 18 个地方铁路局及其附属企业、铁路总公司下属制动系统集成商，以及中国中车下属车辆制造企业。

公司是“复兴号”动车粉末冶金闸片核心供应商，所持证书覆盖车型居国内第一。公司共持有 6 张 CRCC 颁发的正式《铁路产品认证证书》，是持有 CRCC 核发的动车组闸片正式认证证书最多且覆盖车型最多的厂商。同时，公司也是唯一获得时速 350 公里“复兴号”中国标准动车组两个车型（CR400AF 和 CR400BF）CRCC 正式认证证书的厂商。

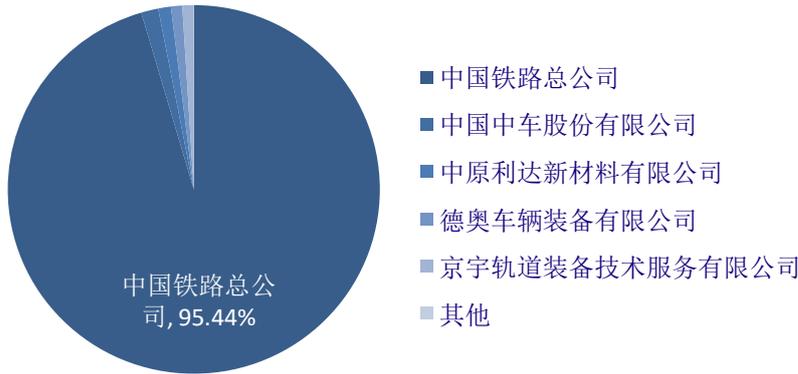
表 4：公司与国内同行业企业的资质比较

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”车型
天宜上佳	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	3 个	15 个	10 个	5 个	0 个
中车戚墅堰机车车辆工艺研究所有限公司	2 个	8 个	0 个	8 个	1 个 (CR400AF)
北京浦然轨道交通科技有限公司	4 个	9 个	5 个	4 个	0 个
北京瑞斯福高新科技股份有限公司	1 个	3 个	0 个	3 个	0 个
博深工具股份有限公司	1 个	4 个	0 个	4 个	0 个

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司客户主要为铁路总公司，客户质地优良。公司客户主要为铁路总公司下属 18 个地方铁路局及其附属企业、铁路总公司下属制动系统集成商，以及中国中车下属车辆制造企业。2016-2018 年，按同一控制合并口径前五大客户销售收入合计占各期营业收入的比例分别为 99.97%、99.85%、99.96%。

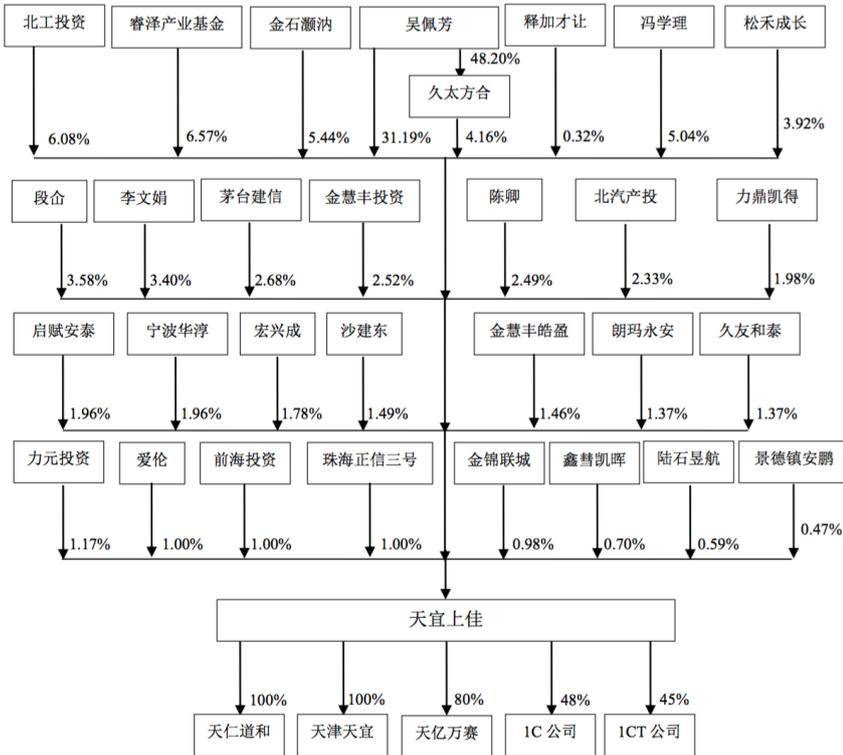
图 5：2018 公司同一控制口径前五大客户



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（四）股权结构

图 6：公司目前股权结构



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究院

公司的实际控制人为吴佩芳。吴佩芳直接持有公司 31.19% 的股份，通过久太方合持有公司 4.16% 的股份，吴佩芳的一致行动人释加才让持有公司 0.32% 的股份，即吴佩芳、久太方合和释加才让共计持有发行人 35.68% 的股份。

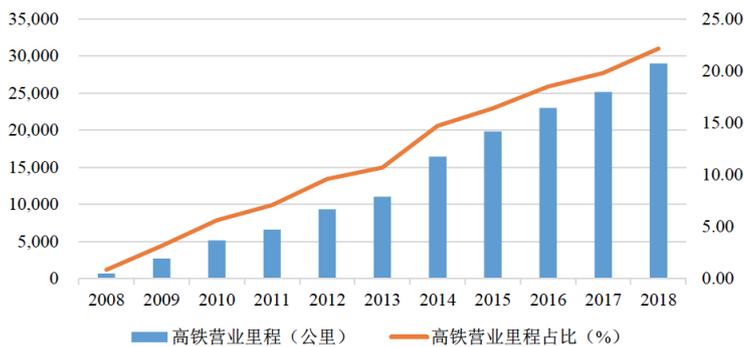
吴佩芳女士行业经验丰富，为公司核心技术人员。吴佩芳具有博士学位，1981 年至 1990 年，历任北京摩擦材料厂技术员、代厂长；1991 年至 1993 年，任北京超硬材料厂厂长；1993 年至 2002 年，任北京上地硬质合金工具厂厂长，现兼任中国轨道交通安全网理事会副理事长、北京新能源汽车产业协会副会长及北京科技大学兼职教授等职务。

二、所处行业现状及竞争格局

(一) 市场空间

国内高铁营运里程迅猛增长，高铁密度扩张速度快。2011-2018年，高铁营业里程在铁路营业里程中占比从 7.08% 提升至 22.14%，“十二五”间我国已建成投入运营的高铁总里程位居世界第一，2018 年达到 2.9 万公里。高铁密度从 2011 年的 6.88 公里/万平方公里，增长至 2018 年的 30.21 公里/万平方公里。

图 7：2008-2018 年高铁营业里程及占比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

城市轨道交通处于快速发展阶段，市场空间巨大。截至 2017 年全国城轨运营线路增长 21.2%，大陆地区城轨交通投资增长 23.78%；截至 2018 年全国城市轨道交通可研批复投资额累计 3.88 万亿元，另有 62 个城市的城轨交通线网规划获批。公司拟募集资金项目意在大力进军城市轨道交通行业，为城市轨道交通车辆制动系统配套。

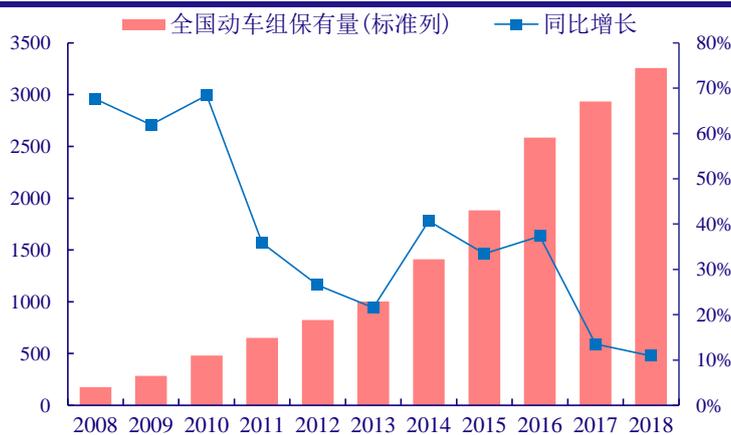
根据新造车市场与后续检修市场分别测算，2016-2018 年动车组闸片市场规模约为 94.32 万片、109.02 万片和 122.54 万片。根据国家铁路局发布的历年《铁道统计公报》，2016-2018 年铁总新投放动车组新车分别为 380、349、321 标准组，按照每标准组装配闸片 160 片测算，预计新造车市场闸片分别为 6.08 万片、5.58 万片和 5.14 万片；2015-2017 年全国铁路动车组拥有量分别为 2,206、2,586、2,935 标准组，按平均每年闸片更换量为 2.5 次进行测算，年使用量约 88.24 万片、103.44 万片和 117.40 万片。

表 5：2016-2018 动车组闸片市场规模测算

主要产品	2016 年	2017 年	2018 年
新造车市场：			
新投放动车组新车（标准组）	380	349	321
每标准组装配闸片数（片）	160	160	160
新造车闸片市场规模（万片）	6.08	5.58	5.14
动车后续检修市场：			
年初全国铁路动车组拥有量（标准组）	2206	2586	2935
每标准组装配闸片数（片）	160	160	160
平均每年闸片更换次数（次）	2.5	2.5	2.5
动车组闸片检修市场规模（万片）	88.24	103.44	117.40
合计：			
新造市场规模（万片）	94.32	109.02	122.54

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

随着我国的动车保有量增长，预计未来闸片市场的前景良好。由于动车组闸片属于磨耗件，在列车运行过程中磨损较大，截至 2018 年底我国高速铁路动车组保有量达 3256 标准组，对应着巨大的维护、更新市场需求。随着我国高铁里程的逐年增加和动车组的逐步投放，以及未来时速 160 公里“复兴号”动力集中电动车组逐步取代现有的 T25 型客车（绿皮车），预计未来动车组闸片市场将呈稳步增长趋势。

图 8：我国动车组保有量增长趋势


资料来源：国家铁路局，中国银河证券研究院

(二) 竞争格局

我国动车组核心零部件国产化进程加快。2012 年以前由于处于技术保护期，我国动车组闸片市场基本被国外产品垄断，近年来动车组核心零部件国产化进程加快。2013 年公司自主研发生产的 TS399 粉末冶金闸片成功实现进口替代，有力推动了我国高铁动车组核心零部件的国产化进程。

行业准入门槛高，行业集中度高，市场竞争有序。为保证车辆的安全运行，下游整车制造企业、系统集成商和各铁路局对零部件的可靠性、一致性和供应商的工艺水平、质量检测水平和售后服务水平要求高，而且下游客户更加愿意维持与现有供应商的合作关系，因而本行业形成了较高的行业准入门槛，行业集中度相对较高，市场竞争相对有序。

目前动车组闸片行业公司竞争对手主要有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，但在复兴号 CR400 领域，公司 TS588A/32 产品占据领先地位。

表 6：公司主要产品竞争情况

产品名称	主要对应车型	竞争企业数量	供需状况
粉末冶金闸片 TS355	CRH380A/AL	3 家	供需有序
	CRH2C-2		
	CRH380D	3 家	供需有序
粉末冶金闸片 TS588A/32	CRH380B/BL/CL CRH3C	9 家	竞争充分
	CR400AF	2 家	供需有序
粉末冶金闸片 TS39（包含 TS399B）	CR400BF	1 家	供需有序
	CRH380BG	2 家	供需有序
粉末冶金闸片 TS122	CRH1A/1B/1E	3 家	供需有序
粉末冶金闸片 TS566	CRH5A/G/E	3 家	供需有序
粉末冶金闸片 TS588	CRH2A 统	3 家	供需有序
合成闸片/闸瓦	机车、城轨车辆	较多	竞争充分

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司在高铁动车组闸片领域具有较强的技术优势。公司持有 6 张 CRCC 颁发的正式《铁路产品认证证书》，是持有证书覆盖车型最多的国产厂商，远超上述同行业竞争企业。公司也是唯一获得时速 350 公里“复兴号”动车组两个车型（CR400AF 和 CR400BF）CRCC 正式认证证书的厂商，是“复兴号”动车组核心零部件供应商。

三、财务状况及募集资金计划

（一）主要财务指标

公司收入稳定增长，未来的业绩确定性较强。2016-2018 年公司营业收入分别为 4.68 亿元、5.07 亿元（+8.26%）和 5.58 亿元（10.01%），整体呈现良好的增长态势。粉末冶金闸片始终保持为公司第一大业务，2018 年实现收入 5.53 亿元，占比达 99.18%，为公司增长的主要驱动力。随着国内高铁动车里程的增加以及复兴号动车组的普及，预计新造整车模式业务在 2019-2021 年将保持增长态势。而从远期来看，随着动车保有量的增长，车辆后续检修模式在未来能为公司业绩提供稳定的支撑。

表 7：各项业务指标（万元）

产品	项目	2018 年度	2017 年度	2016 年度
粉末冶金闸片	产量（片）	271832	256257	261148
	销量（片）	277151	253960	204125
	单价（元/片）	1996.11	1957.64	2273.31
	销售收入（万元）	55322.26	49716.20	46404.04
合成闸片、闸瓦	产量（片）	15253	30580	15717
	销量（片）	15467	31336	11024
	销量（元/片）	296.95	295.48	385.40
	销售收入（万元）	459.30	925.92	424.87

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司盈利能力整体相对保持较高水平。2016-2018 年公司综合毛利率分别为 74.32%、73.12% 和 75.11%，稳定保持在较高水平。粉末冶金闸片毛利率水平较高且不存在较大变化；合成闸片/闸瓦毛利率呈逐年下降趋势，主要系毛利率较高的有机合成闸片占比下降，毛利率较低的有机合成闸瓦占比上升所致。根据公司两种盈利模式，公司的产品结构有所调整，但由于新造整车和车辆后续检修两种模式毛利率接近，整体呈现出毛利率水平稳定的结果。

表 8：公司各项业务毛利率指标

项目	2018 年度			2017 年度			2016 年度		
	营收	营收占比	毛利率	营收	营收占比	毛利率	营收	营收占比	毛利率
粉末冶金闸片	55322.26	99.18%	75.28%	49716.20	98.17%	73.41%	46404.04	99.09%	74.32%
合成闸片/闸瓦	459.30	0.82%	55.76%	925.92	1.83%	63.31%	424.87	0.91%	76.82%
合计	55781.56	100.00%	75.11%	50642.12	100%	73.12%	46828.91	100.00%	74.32%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

资产流动性良好，高端制造业基地建设稳步推进。2016-2018 年，公司资产结构中流动资产占比分别为 91.20%、74.16% 和 56.97%，占总资产比重较高。非流动资产占比的快速增长主要系公司在房山区窦店镇高端制造业基地及天津武清生产基地的推进建设，在建工程增加金额较大所致，若未来项目简称落地，预计流动资产比率将重新上升。

存货周转率持续提升，未计提存货跌价准备。2016-2018 年，公司存货周转率分别为 1.95 次、2.39 次和 2.73 次，主要由于公司生产工艺进步并采用自动化设备，使产品合格率提高。公司存货跌价准备为 0，行业平均存货跌价比率较低，高铁行业产品整体流动性较好。

应收账款质量相对较高，坏账比率较低。2018 年公司应收账款账面余额为 2.72 亿元，应收账款坏账准备为 1,524 万元。应收账款主要为一年以内的应收账款，考虑到客户资金实力较为雄厚、偿债能力较强、资信良好，公应收账款发生大额坏账损失的可能性较低。

收账款周转率相对稳定，尚有提升空间。2018 年公司应收账款周转率为 1.96，同比保持不变。随着公司生产经营规模的扩大，公司应收账款仍将保持较大规模，应收账款的高效管理具有一定的必要性。

财务状况良好、资产负债率低。2016-2018 年，公司资产负债率分别为 6.15%、7.07%、9.42%，稳定在较低水平。截至 2018 年末，公司负债均为经营性债务，不存在银行借款、关联方借款或其他有息债务。

表 9：主要财务指标（万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
资产总额	135806.54	111345.16	106013.92
归属于母公司所有者权益	123008.97	103475.90	99496.98
资产负债率	9.42%	7.07%	6.15%
营业收入	55789.62	50713.40	46842.18
净利润	26311.03	22193.09	19454.23
归母净利润	26311.03	22193.09	19454.23
扣非归母公净利润	25822.89	21299.96	19547.01
稀释每股收益（元/股）	0.66	0.55	0.81
加权平均净资产收益率	24.29%	22.55%	48.74%
经营活动产生的现金流量净额	5485.45	8517.83	9319.60
现金分红	6814.57	18239.00	10000.00
分红比率	25.90%	82.18%	51.40%
研发投入占营业收入的比例	5.78%	7.06%	5.20%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）募集资金计划

本次公司计划申请公开发行不超过 7,000 万股普通股，募集资金约 6.46 亿元，主要用于相关项目建设。其中，“年产 60 万件轨道交通机车车辆制动闸片及闸瓦项目”和“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”将大规模扩大公司现有产品产能，满足高速增长的市场需求，其产品市场空间巨大，预期给公司带来营业收入的大幅增长。“营销与服务网络建设项目”将促进公司由生产型制造商向“生产+服务型”制造商转型，巩固和提升市场占有率和品牌地位。

表 10：募集资金用途（万元）

序号	项目名称	项目总投资	使用本次募集资金金额	计划建设期
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 年
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	2 年
3	营销与服务网络建设项目	7,560	7,560	2 年
合计		64,560	64,560	-

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（1）年产 60 万件轨道交通机车车辆制动闸片及闸瓦项目

本项目主要建设目的为新增研发试验检测设备、生产设备及配套公用设备，建设形成合成闸片/闸瓦研发和产业化生产基地，为铁路机车和城市轨道交通车辆制动系统配套。项目建设期 2 年，投产期 2 年，于第 5 年达产。本项目建设总投资 26,000 万元。

国内城轨交通目前处于快速发展阶段，本项目所生产的产品将应用于城轨交通装备，市场空间巨大。截至2017年末，全国城轨运营线路增长21.2%，大陆地区城轨交通投资增长23.78%；全国城市轨道交通可研批复投资额累计3.88万亿元，另有62个城市的城轨交通线网规划获批。国内城轨交通进入快速发展新时期，运营规模、客运量、在建线路长度、规划线路长度创历史新高，可研批复投资额、投资完成额均为历年之最。

(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

本项目建设目的为打造国际、国内领先的动力集中车粉末冶金制动闸片智能制造基地，购置先进的关键公寓与配套设备。预计项目建设期2年，投产期2年，于第5年达产。

本项目所生产的时速160公里动力集中电动车组制动闸片具有巨大的市场前景。制动系统作为高铁九大关键技术之一，是国家科技支撑项目的重要内容。时速160公里动力集中电动车组可全面替代以25T型客车（绿皮车）为代表的普通客车，成为我国下一代普速客车的主力产品。

(3) 营销与服务网络建设项目

本项目建设目的为促进公司由生产型制造商向“生产+服务型”制造商转型，通过在全国六个城市建立区域营销中心，加强公司销售与服务网络，拓展“制造+服务”商业模式，为客户搭建完善的后续配套服务体系。预计项目2年内完成建设。有利于提升公司营销能力、客户服务能力及影响力和品牌知名度。

四、估值分析

公司是国内领先的高铁动车组用粉末冶金闸片供应商，是“复兴号”动车粉末冶金闸片核心供应商，也是持有证书覆盖车型最多的国产厂商。尽管国内高铁行业发展换挡，进入稳步增长期，但随着动车组保有量的提升，维修业务对未来收入形成较强的支撑。此外，公司积极拓展新型产品，TS588A/32伴随复兴号列车的覆盖率实现稳定增长，带动业务稳步提升。2016-2018年公司的收入增长稳定，盈利状况良好，建议可以使用PE法进行分析，PS作为参考指标。

我们选择同为高铁动车零部件供应商神州高铁、晋西车轴、鼎汉技术和康尼机电作为可比公司，但由于其年业绩波动相对较大，选择19年的估值作为参考。考虑到公司所处行业未来增速相对平稳，公司的业务结构较为单一，我们给予公司18-23倍的估值，对应市值为48-60亿元。

表11：同行业可比公司估值

公司名称	代码	总市值(亿元)	PE(TTM)	PE(19E)	P/S
神州高铁	000008	105.95	32.5	24.8	3.98
晋西车轴	600495	56.91	105.5	-	3.64
鼎汉技术	300011	35.08	(6.2)	32.9	2.44
康尼机电	603111	51.65	(1.6)	17.2	1.50

资料来源：wind，中国银河证券研究院

五、风险提示

下游动车组需求不及预期的风险；产品认证证书和维修资质无法取得的风险；行业竞争加剧使主要产品毛利率下降的风险。

六、附录

附表 1: 公司财务报表 (百万元)

财务报表 (百万元)			
利润表	2016A	2017A	2018A
营业收入	468.4	507.1	557.9
减:营业成本	120.3	136.3	138.9
税金及附加	5.9	6.8	7.6
销售费用	21.7	24.6	29.3
管理费用	62.8	51.5	49
研发费用	24.4	35.8	32.2
财务费用	-0.5	-2.4	-3.3
资产减值损失	5.5	5	1.3
加:其他收益	0.2	1.2	1
投资收益	0.7	9.3	4.3
公允价值变动收益	-	-	-
资产处置收益	-0.1	-	-
营业利润	229.1	260.1	308.2
加:营业外收入	1.3	-	-
减:营业外支出	3	0.1	-
利润总额	227.4	260	308.2
减:所得税	32.9	38.1	45.1
净利润	194.5	221.9	263.1
减:少数股东损益	-	-	-
归属母公司所有者净利润	194.5	221.9	263.1
资产负债表	2016A	2017A	2018A
货币资金	170.8	325.6	305.6
应收票据及应收账款	232.1	335.2	365.6
预付款项	2.7	1.5	4
其他应收款	29.2	3.9	17
存货	61.8	52.2	49.3
其他流动资产	470.3	107.2	32.1
长期应收款	11.4	3.4	2.6
长期股权投资	-	-	24.1
投资性房地产	-	-	-
固定资产	35.1	31.6	48.9
在建工程	0.4	75	316.3
无形资产	10.7	114.3	111.8
开发支出	-	-	-
其他非流动资产	-	0.1	0.1
资产总计	1060.1	1113.5	1358.1
短期借款	-	-	-
应付票据及应付账款	32.4	28.6	52.1
预收账款	-	-	-
应付职工薪酬	10.6	39.3	32.5
应交税费	18.7	3.3	3.2
其他应付款	0.6	4.5	5.5

长期借款	-	-	-
其他负债	2.9	3.1	34.7
负债合计	65.2	78.7	128
股本	100.2	100.2	400.9
资本公积	738.7	739	438.7
盈余公积	19.5	41.6	67.6
未分配利润	136.5	153.9	323
归属母公司股东权益	995	1034.8	1230.1
少数股东权益	-	-	-
股东权益合计	995	1034.8	1230.1
负债和股东权益合计	1060.1	1113.5	1358.1
现金流量表	2016A	2017A	2018A
经营性现金净流量	92.6	134.5	244
投资性现金净流量	-578.9	217.4	-181.3
筹资性现金净流量	584.8	-151.9	-79
现金流量净额	98.6	199.8	-17.8

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

插图目录

图 1: 公司生产的粉末冶金闸片示意图 (以 TS399 为例)	1
图 2: 公司主营业务收入构成及增长趋势.....	2
图 3: 公司研发费用构成及占比	3
图 4: 产能利用率	4
图 5: 2018 公司同一控制口径前五大客户.....	5
图 6: 公司目前股权结构	5
图 7: 2008-2018 年高铁营业里程及占比	6
图 8: 我国动车组保有量增长趋势.....	7

表格目录

表 1: 公司主要产品及应用与功能.....	1
表 2: 公司主要产品的适用范围及技术所处阶段.....	1
表 3: 公司两种盈利模式的销售占比与毛利率.....	3
表 4: 公司与国内同行业企业的资质比较.....	4
表 5: 2016-2018 动车组闸片市场规模测算	6
表 6: 公司主要产品竞争情况	7
表 7: 各项业务指标 (万元)	8
表 8: 公司各项业务毛利率指标	8
表 9: 主要财务指标 (万元)	9
表 10: 募集资金用途 (万元)	9
表 11: 同行业可比公司估值.....	10
附表 1: 公司财务报表 (百万元)	11

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

刘兰程，机械行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

杰瑞股份（002353.SZ）、海油工程（600583.SH）、中海油服（601808.SH）、中集集团（000039.SZ）、惠博普（002554.SZ）、通源石油（300164.SZ）、海默科技（300084.SZ）、道森股份（603800.SH）、博迈科（603727.SH）、恒泰艾普（300157.SZ）、富瑞特装（300228.SZ）、厚普股份（300471.SZ）、派思股份（603318.SH）、中国中车（601766.SH）、鼎汉技术（300011.SZ）、埃斯顿（002747.SZ）、机器人（300024.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层
北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479gengyouyou@ChinaStock.com.cn