

2019年7月05日

科创板询价报告之天宜上佳
有色金属
主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	558	609	664	725
(+/-)	10.0%	9.1%	9.1%	9.1%
营业利润	308	333	365	400
(+/-)	18.5%	8.0%	9.6%	9.5%
归属母公司净利润	263	284	312	341
(+/-)	18.6%	8.0%	9.6%	9.5%
EPS（元）	0.66	0.60	0.66	0.73

数据来源：Wind，华鑫证券研发部

建议询价区间：[8.72, 11.34]元/股

● **高铁动车粉末冶金闸片龙头**，动车组闸片认证证书最多。公司是国内领先的高铁动车组用粉末冶金闸片供应商，主要从事高铁动车组用粉末冶金闸片生产和销售。公司是持有 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，是时速 350 公里“复兴号”中国标准动车组制动闸片的核心供货商。同时，公司是唯一获得时速 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。

● **高铁里程稳定增长，高铁客运量占比逐年增加**。2017 年，高铁营业里程突破 2.5 万公里，高铁营业里程在铁路营业里程中所占的比重由 2011 年的 7.08% 迅速上升到 2017 年的 19.80%。2017 年，高铁客运量 175,216 万人，高铁客运量占铁路客运量比重由 2011 年的 15.80% 上升至 37.90%。

● **轨道交通建设持续增长，新增运营长度大幅增加**。2017 年中国内地城轨交通完成建设投资 4,762 亿元，在建线路长度 6,246 公里，在建项目可研批复投资额累计达到 38,756.1 亿元，创历史新高；共有 62 个城市的城轨交通建设项目获批，规划线网长度 7,424 公里。

● **公司估值及询价建议**：我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 6.09 亿元、6.64 亿元、7.25 亿元；预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 2.84 亿元、3.12 亿元、3.41 亿元。公司是国内领先的高铁动车组用粉末冶金闸片供应商，目前公司已实现盈利且有望保持稳定增长，采用 PE 估值较为合理。基于谨慎的原则，我们参考国内中国中铁、康尼机电和华铁股份的估值水平，三家企业 2019 年动态 PE 为 16.62 倍，计算得出公司合理估值中枢为 10.03 元/股，对应市值为 47.24 亿元，上下 15% 的询价区间为 [8.72, 11.34] 元/股。

● **风险提示**：铁路产品认证失败、因公司产品导致重大安全事故、客户集中度高、市场竞争加剧导致产品毛利率下降、市场系统性风险等。

分析师：徐鹏
 执业证书编号：S1050516020001
 联系人：谢玉磊
 电话：021-54967579
 邮箱：xieyl@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
 地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
 邮编：200030
 电话：(8621) 64339000
 网址：http://www.cfsc.com.cn

目 录

一、同类公司估值	3
二、公司估值及询价建议	3
三、公司概况	4
1. 公司简介	4
2. 公司股权结构及融资历程	5
四、国内领先的摩擦材料制造商	6
1. 技术研发成果显著，动车组闸片认证证书最多	6
2. 高铁里程稳定增长，高铁客运量占比逐年增加	7
3. 轨道交通建设持续增长，新增运营长度大幅增加	7
五、财务数据	8
六、风险提示	9

图表 1 主要竞争对手及同类公司估值情况（截止到 2019 年 7 月 4 日）	3
图表 2 公司粉末冶金闸片产品一览	4
图表 3 公司主要客户一览	5
图表 4 公司股权结构图	5
图表 5 公司主要股权转让及增资情况	6
图表 6 公司与同行业企业获得 CRCC 认证证书对比	6
图表 7 国内高铁营业里程及占比情况	7
图表 8 国内高铁客运量及占比情况	7
图表 9 全国轨道交通运营线路长度及同比增幅	8
图表 10 全国轨道交通新增运营线路长度及同比增幅	8
图表 11 2018 年公司营业收入划分（按产品）	9
图表 12 公司近三年营业收入和净利润情况	9
图表 13 公司盈利预测	10

一、同类公司估值

公司主要竞争对手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。

克诺尔集团是世界领先的轨道车辆和商用车辆制动系统的制造商，克诺尔车辆设备（苏州）有限公司，位于苏州，是德国克诺尔集团的全资子公司，是集团国内国际市场制动系统产品的主要生产点。中车戚墅堰机车车辆工艺研究所有限公司是中国中车旗下全资子公司，目前已形成了轨道交通装备关键零部件、齿轮传动系统、工程机械、汽车零部件、柴油机零部件等主要产业板块。北京浦然轨道交通科技有限公司，主要从事轨道车辆制动产品研究、生产和销售；北京瑞斯福高新科技股份有限公司，主要从事轨道交通机车车辆关键零部件的研发、生产、销售。博深工具股份有限公司，是中国金刚石工具行业的龙头企业之一，其自主研发的动车制动闸片已获得 CRCC 的产品认证。

国内瑞斯福公司在新三板挂牌（代码：430348），但由于缺乏流动性，无法作为估值参考，国内其余竞争对手未上市。国际方面，截止到 2019 年 7 月 4 日，德国克诺尔集团 PE（TTM）为 24.72 倍。

国内同行业可比上市公司有中国中车、康尼机电和华铁股份，为国内轨道交通整车、系统及配件供应商，截止到 2019 年 7 月 4 日，三家企业 2019 年动态 PE 均值为 16.62 倍。

图表 1 主要竞争对手及同类公司估值情况（截止到 2019 年 7 月 4 日）

代码	公司简称	上市地	股价（元/股）	总市值（亿元）	EPS			PE		
					TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
601766.SH	中国中车	上海	8.23	2,362	0.41	0.46	0.52	20.0	17.94	15.91
603111.SH	康尼机电	上海	5.23	51.95	-3.21	0.3	0.37	-1.6	16.57	13.96
000976.SZ	华铁股份	深圳	5.68	84.41	0.09	0.37	0.44	62	15.35	12.91
KBX.F	克诺尔集团	法兰克福	746.75	1,195.19	3.9	-	-	24.72	-	-
平均值								16.62	14.26	

注：海外公司股价及市值单位已折算为人民币

资料来源：雅虎财经，Wind，华鑫证券研发部

二、公司估值及询价建议

1. 假设条件

- 1) 公司主导产品粉末冶金闸片未来三年营业收入保持 2017-2018 年的平均增速 9.21%；
- 2) 公司其他产品及业务营收和毛利保持稳定；
- 3) 公司未来三年销售费用比率小幅增长，管理费用和研发费用比率维持下降趋势；

4) 公司本次发行后股份数量为 47,085.7188 万股（不考虑超额配售选择权）。

2. 公司估值及询价建议

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 6.09 亿元、6.64 亿元、7.25 亿元；预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 2.84 亿元、3.12 亿元、3.41 亿元。

公司是国内领先的高铁动车组用粉末冶金闸片供应商，目前公司已实现盈利且有望保持稳定增长，采用 PE 估值较为合理。基于谨慎的原则，我们参考国内中国中铁、康尼机电和华铁股份的估值水平，三家企业 2019 年动态 PE 为 16.62 倍，计算得出公司合理估值中枢为 10.03 元/股，对应市值为 47.24 亿元，上下 15% 的询价区间为 [8.72, 11.34] 元/股。

三、公司概况

1. 公司简介

天宜上佳成立于 2009 年 11 月，注册资本为 40,085.7188 万元，是国内领先的高铁动车组用粉末冶金闸片供应商，主要从事高铁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，在高铁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，2013 年成功实现进口替代，有力推动了我国高铁动车组核心零部件的国产化进程。

公司主要产品包括粉末冶金闸片和合成闸片/闸瓦等，其中公司自主研发的粉末冶金闸片主要应用于速度在 160km/h、200-250km/h 以及 300-350km/h 的高铁动车组制动系统；公司自主研发的合成闸片、闸瓦产品主要应用于速度在 200km/h 以下的铁路机车、城市轨道交通（含地铁）。

图表 2 公司粉末冶金闸片产品一览



资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

公司主要客户为铁路总公司下属的 18 家地方铁路局及其附属企业、铁路总公司下属的制动系统集成商以及中国中车下属车辆制造企业等，同时，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。

图表 3 公司主要客户一览

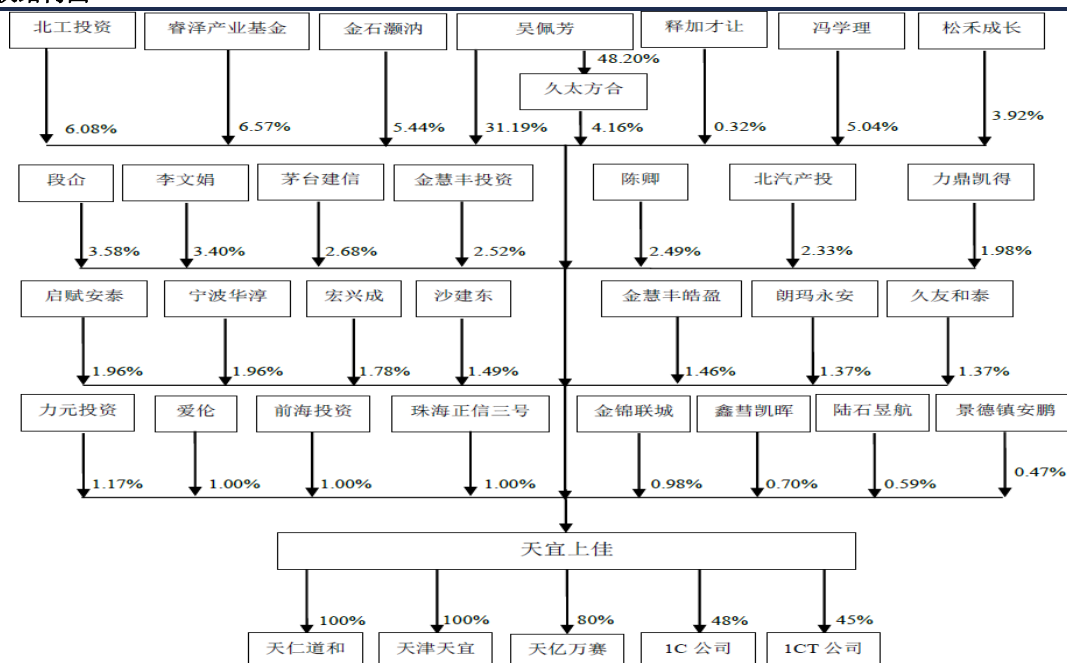


资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

2.公司股权结构及融资历程

公司控股股东、实际控制人均为吴佩芳，吴佩芳直接持有公司 31.19%的股份。久太方合持有公司 4.16%的股份，吴佩芳担任久太方合普通合伙人且持有其 48.20%的出资份额。吴佩芳的一致行动人释加才让持有久太方合 3.84%的份额并直接持有公司 0.32%的股份；因此，吴佩芳、久太方合和释加才让共计持有公司 35.68%的股份。

图表 4 公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司前身为天宜有限，2016 年 6 月变更为股份有限公司，公司自成立至今历经多次股权转让和新增注册资本。2016 年 11 月，公司新增注册资本 755.9 万股，北工投资和金慧丰皓盈分别以 2.5 亿元和 0.6 亿元认购新增 609.6 万股和 146.3 万，公司整体估值达 41.1 亿元。2018 年 7 月，公司原有股东瞪羚创投将股权转让给力元投资、珠海正信三号等机构，公司整体估值为 46 亿元。

图表 5 公司主要股权转让及增资情况

时间	事件	注册资本及股本变动明细	估值
2009 年 11 月	天宜有限成立	注册资本 1000 万元	-
2016 年 6 月	变更为北京天宜上佳新材料股份有限公司	注册资本变更为 8,339 万元	-
2016 年 11 月	睿泽产业基金以 3.8 亿元认购新增 926.5556 万股	注册资本增加至 9,265.5556 万元	38 亿元
2016 年 11 月	金慧丰皓盈和北工投资认购新增股份	注册资本增加至 10,021.4297 万元	41.1 亿元
2018 年 5 月	天宜上佳相关股东股权转让	新增股东松禾成长、金锦联城、前海投资等	51 亿元
2018 年 5 月	变更为北京天宜上佳新材料股份有限公司	-	-
2018 年 7 月	天宜上佳相关股东股权转让	新增股东力元投资、珠海正信三号	46 亿元
2018 年 12 月	资本公积转增股本，每 10 股转增 30 股	注册资本增加至 40,085.7188	-

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

四、国内领先的摩擦材料制造商

1. 技术研发成果显著，动车组闸片认证证书最多

动车组闸片是轨道交通车辆的核心关键零部件，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。因此，拟进入该行业的企业需要经过较长时间的审核、验证。供应商生产的动车组闸片需要取得中铁检验认证中心有限公司（CRCC）核发的《铁路产品认证证书》后，方有资格向整车制造企业、系统集成商和各铁路局供货。

公司是持有 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，是时速 350 公里“复兴号”中国标准动车组制动闸片的核心供货商。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。

图表 6 公司与同行业企业获得 CRCC 认证证书对比

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
天宜上佳	5 个	18 个	7 个	11 个	2 个
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
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

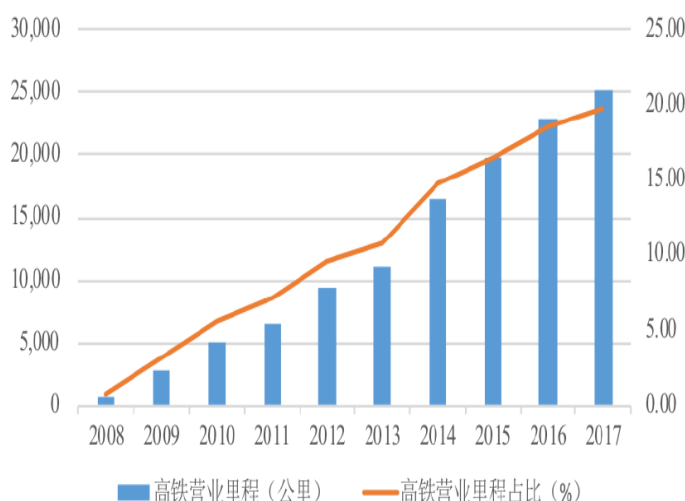
资料来源：中铁检验认证中心有限公司（CRCC）官网，招股说明书，华鑫证券研发部

2. 高铁里程稳定增长，高铁客运量占比逐年增加

“十二五”期间，中国已建成投入运营的高铁总里程达到 1.9 万公里，位居世界第一，占世界高铁总里程的 60% 以上。2017 年，高铁营业里程突破 2.5 万公里。高铁营业里程在铁路营业里程中所占的比重也呈现出逐年快速上升的趋势，由 2011 年的 7.08% 迅速上升到 2017 年的 19.80%。高铁正逐渐成为我国铁路运输行业最重要的运输方式之一。

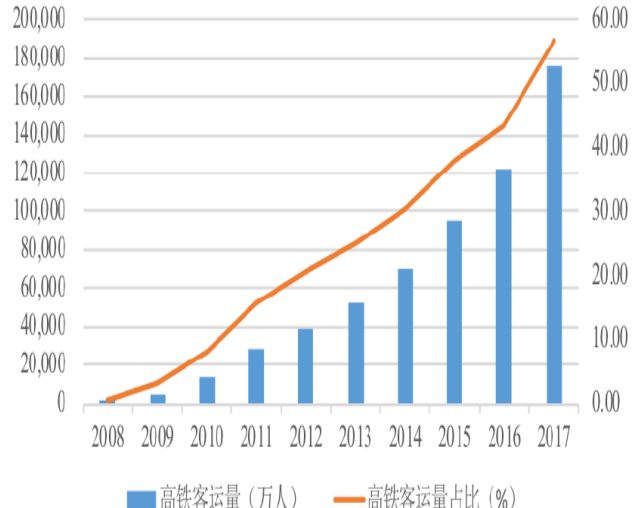
“十二五”期间，高铁客运量由 2011 年的 2.86 亿人次增长到 2015 年的 9.61 亿人次，年均复合增长率 27.48%，高铁旅客发送量呈现快速增长的趋势。在客流比重方面，“十二五”期间高铁客运占比逐年递增，2011 年全年高铁客运量占铁路总客运量的比重为 15.80%，2015 年该比例则上升为 37.90%。2017 年，高铁客运量 175,216 万人，高铁客运量占铁路客运量比重上升至 56.80%，逐年快速攀升，高铁在旅客运输方面发挥极其重要的作用。

图表 7 国内高铁营业里程及占比情况



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

图表 8 国内高铁客运量及占比情况



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

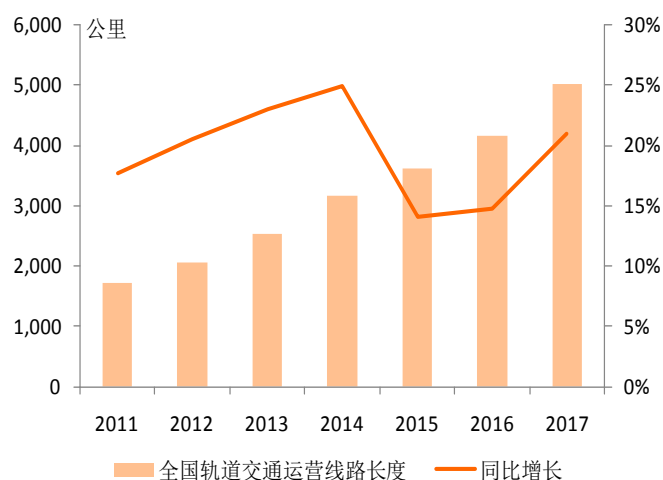
3. 轨道交通建设持续增长，新增运营长度大幅增加

城市轨道交通是城市公共交通系统中的一个重要组成部分，泛指在城市中沿特定轨道运行的快速大、中运量公共交通工具，其中包括了地铁、轻轨、市郊通勤铁路、有轨电车以及磁悬浮铁路等多种类型。作为城市发展的重要一环，轨道交通在缓解城市拥堵，改善城市环境，缓解资源压力，促进低碳经济的过程中发挥重要作用，并帮助实现中心城市为依托、周边城市为居住或产业配套的城市发展关系，带动区域经济发展。

根据中国城市轨道交通协会发布的《城市轨道交通 2017 年度统计和分析报告》，2017 年中国内地城轨交通完成建设投资 4,762 亿元，在建线路长度 6,246 公里，在建项目可研批复投资额累计达到 38,756.1 亿元，创历史新高；共有 62 个城市的城轨交通建设项目获批，规划线网长度 7,424 公里。2017 年，我国城市轨道交通进入重要发

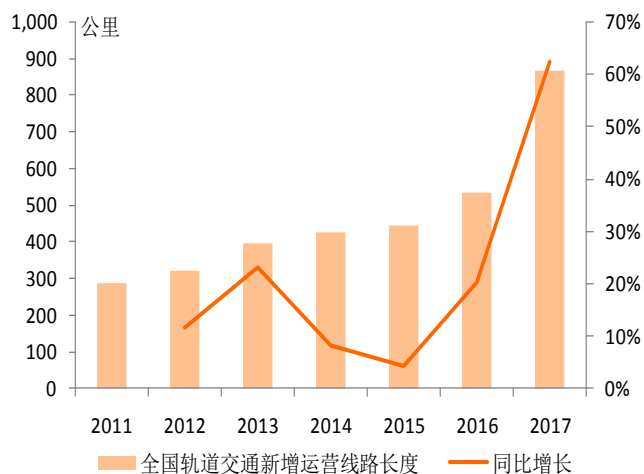
展时期，城市轨道交通行业运营规模、客运量、在建线路长度均创历史新高；可研批复投资额、投资完成额均为历史之最。

图表 9 全国轨道交通运营线路长度及同比增幅



资料来源：Wind，国家统计局，华鑫证券研发部

图表 10 全国轨道交通新增运营线路长度及同比增幅



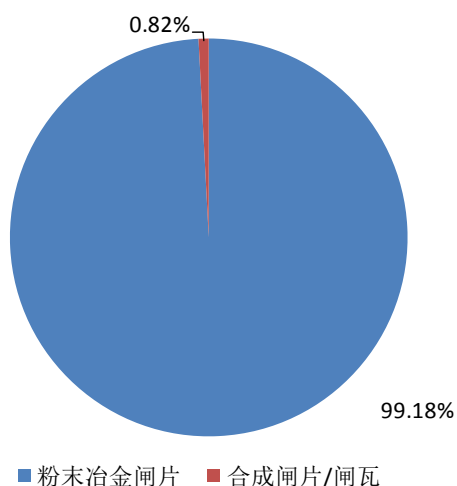
资料来源：Wind，国家统计局，华鑫证券研发部

五、财务数据

受益于轨道交通的快速发展以及中国标准动车组的投入运营，凭借公司较强的自主研发和创新能力，以及在轨道交通尤其是高铁动车组制动闸片领域积累的丰富经验，同时在国家财税和产业政策的大力支持下，近年来公司的业务实现了较快发展，营业收入、盈利水平持续增长。2016-2018 年期间公司主营业务收入快速增长，分别为 46,842.18 万元、50,713.40 万元和 55,789.62 万元，其中 2017 年、2018 年分别比上年增长 8.26%和 10.01%。2016-2018 年期间公司实现归属于母公司股东的净利润分别为 19,454.23 万元、22,193.09 万元和 26,311.03 万元，其中 2017 年、2018 年分别比上年增长 14.08%和 18.56%。

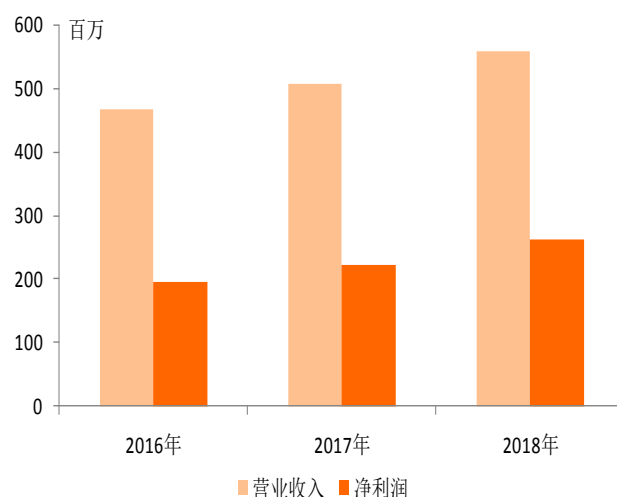
公司产品为动车组、机车、城轨车辆制动系统关键部件，产品的安全性及稳定性要求高，行业具有较高的技术、资质和客户壁垒。较高的门槛使得行业内竞争相对有序，竞争格局能够在一定时期内保持稳定，整体毛利率较高。2016 年至 2018 年期间，公司综合毛利率分别为 74.32%、73.12%和 75.11%。

图表 11 2018 年公司营业收入划分（按产品）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 12 公司近三年营业收入和净利润情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

六、风险提示

风险主要包括：铁路产品认证失败、因公司产品导致重大安全事故、客户集中度高、市场竞争加剧导致产品毛利率下降、市场系统性风险等。

图表 13 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产:					营业收入	558	609	664	725
货币资金	306	587	298	436	营业成本	139	158	173	189
应收款	383	418	456	497	营业税金及附加	8	8	9	10
存货	49	56	61	67	销售费用	29	32	37	41
其他流动资产	36	36	36	36	管理费用	49	52	56	59
流动资产合计	774	1,097	851	1,036	财务费用	-3	-7	-7	-6
非流动资产:					费用合计	75	78	86	94
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	1	1	2	2
固定资产+在建工程	365	900	1,378	1,446	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	112	112	112	112	投资收益	4	4	4	4
其他非流动资产	108	108	108	108	营业利润	308	333	365	400
非流动资产合计	584	1,119	1,597	1,666	加: 营业外收入	0	0	0	0
资产总计	1,358	2,216	2,448	2,702	减: 营业外支出	0	0	0	0
流动负债:					利润总额	308	333	365	400
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	45	49	53	58
应付账款、票据	52	59	65	71	净利润	263	284	312	341
其他流动负债	41	41	41	41	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	93	101	106	112	归母净利润	263	284	312	341
非流动负债:									
长期借款	0	0	0	0	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
其他非流动负债	35	35	35	35	成长性				
非流动负债合计	35	35	35	35	营业收入增长率	10.0%	9.1%	9.1%	9.1%
负债合计	128	135	141	147	营业利润增长率	18.5%	8.0%	9.6%	9.5%
所有者权益					归母净利润增长率	18.6%	8.0%	9.6%	9.5%
股本	401	471	471	471	总资产增长率	22.0%	63.2%	10.5%	10.4%
资本公积金	439	1,014	1,014	1,014	盈利能力				
未分配利润	323	500	695	909	毛利率	75.1%	74.0%	74.0%	74.0%
少数股东权益	0	0	0	0	营业利润率	55.2%	54.7%	54.9%	55.1%
所有者权益合计	1,230	2,081	2,307	2,555	三项费用/营收	13.4%	12.8%	12.9%	13.0%
负债和所有者权益	1,358	2,216	2,448	2,702	EBIT/销售收入	53.9%	54.7%	54.9%	55.1%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	47.2%	46.7%	46.9%	47.1%
净利润	263	284	312	341	ROE	21.4%	13.7%	13.5%	13.4%
折旧与摊销	11	64	121	141	营运能力				
财务费用	0	-7	-7	-6	总资产周转率	41.1%	27.5%	27.1%	26.8%
存货的减少	3	-7	-5	-6	资产结构				
营运资本变化	-32	-28	-33	-36	资产负债率	9.4%	6.1%	5.7%	5.4%
其他非现金部分	-1	0	0	0	现金流质量				
经营活动现金净流量	244	307	388	436	经营净现金流/净利润	0.93	1.08	1.25	1.28
投资活动现金净流量	-181	-599	-599	-210	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	-79	574	-78	-88	每股收益	0.66	0.60	0.66	0.72
现金流量净额	-18	282	-289	138	每股净资产	3.07	4.42	4.90	5.43

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师简介

徐鹏：工学硕士，2013 年 6 月加盟华鑫证券。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>