

2019年07月06日

证券研究报告·新股分析报告

天宜上佳 (688033) 机械设备

合理价格区间

9.3~12.4元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

高铁核心标的，份额有望提升

投资要点

- 公司根据第一项标准上市。
- 中国标准动车组制动闸片的核心供货商。公司主要产品为粉末冶金闸片、合成闸片/闸瓦，需求主要源于下游动车组新车采购需求和闸片更新需求。公司目前是持有 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，成为时速 350 公里“复兴号”中国标准动车组制动闸片的核心供货商。公司 2018 年实现营收 5.6 亿元 (+10%)、归母净利润 2.6 亿元 (+18.6%)，稳健增长。
- 粉末冶金闸片龙头企业，2018 年份额达 22.6%，有望进一步提升。中国高铁列车自开通以来，由于 2012 年以前处于技术保护期，中国动车组闸片市场基本被国外产品垄断，动车组闸片曾长期依赖进口。公司依靠自主研发，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，推动了我国高铁动车组核心零部件的国产化进程，带动公司业绩持续较快增长。2018 年公司粉末冶金闸片销量 27.7 万片，市占率约 22.6%，公司持续扩产，份额有望进一步提升。
- 闸片更新需求为主，市场规模持续攀升。新增需求方面，2018 年动车采购量为 321 标准组，闸片需求 160 片/组，新造车市场闸片需求为 5.1 万片。更新需求方面，2017 年末动车拥有量为 2935 组，更新频率为 2.5 次/年，检修市场年使用量为 117.4 万片。为此，2018 年新增和更新需求合计为 122.5 万片，对应金额约 24 亿元。随着动车拥有量持续攀升，市场规模将进一步增长，公司持续扩产，份额有望提升，保障公司长期稳健发展。
- 盈利预测与估值。公司产品主要用于高铁领域，可比公司众多，2019 年众合科技、中国中车、今创集团、神州高铁等可比公司 PE 估值最低为 17 倍、最高为 26 倍，平均为 21 倍，结合公司 2019 年、2020 年、2021 年净利润增速分别为 10.9%、10.3%、16.2%，我们认为，公司 2019 年合理估值区间为 15~20 倍 PE，对应市值 43.8~58.4 亿元，对应股价 9.3~12.4 元。
- 风险提示。铁路产品认证风险；产品价格下降至盈利能力不及预期风险；募投项目进展不及预期风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	557.90	619.15	693.27	821.08
增长率	10.01%	10.98%	11.97%	18.44%
归属母公司净利润(百万元)	263.11	291.87	321.77	373.77
增长率	18.56%	10.93%	10.25%	16.16%
每股收益 EPS(元)	0.56	0.62	0.68	0.79
净资产收益率 ROE	21.39%	14.07%	14.03%	14.63%

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

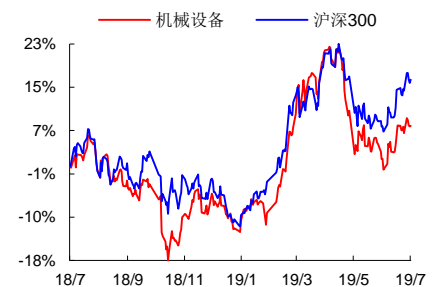
分析师: 梁美美

执业证号: S1250518100003

电话: 021-58351937

邮箱: lmm@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源: 聚源数据

本次发行情况

发行前总股本(万股)	40,086
本次发行(万股)	7,000
发行后总股本(万股)	47,086
2018 年每股收益(摊薄后)(元)	0.0869
2018 年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	0.0527

主要指标 (2018)

每股净资产(元)	3.07
毛利率(%)	75.11
流动比率	8.29
速动比率	7.76
应收账款周转率	2.07
资产负债率(%)	9.42
净资产收益率(%)	21.39

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

投资要件

关键假设

(1) **粉末冶金闸片**: 公司 2018 年粉末冶金闸片市占率约 22.6%，随着公司产能不断释放，份额有望持续上升，假设 2019~2021 年粉末冶金闸片市占率分别为 24%、26%、30%，粉末冶金闸片价格每年下降 5%，则公司粉末冶金闸片 2019~2021 年收入增速分别为 11.1%、12.1%、18.6%，假设毛利率维持高位，但每年下降 1 个百分点，2019~2021 年毛利率分别为 74.3%、73.3%、72.3%。

(2) **合成闸片/闸瓦**: 公司合成闸片/闸瓦 2018 年收入仅 459 万元，占比不到 1%，募投项目达产需要一定时间，未来两三年业绩贡献整体较低，假设合成闸片/闸瓦 2019~2021 年收入增速均为 0%，假设毛利率维持 56% 不变。

公司亮点

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。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，成为时速 350 公里“复兴号”中国标准动车组制动闸片的核心供货商，公司持续扩产，提升份额，保障业绩稳健增长。

股价上涨的催化因素

- 1) 份额提升超预期；
- 2) 铁路投资规模超预期。

估值和目标价格

公司产品主要用于高铁领域，可比公司众多，2019 年众合科技、中国中车、今创集团、神州高铁等可比公司 PE 估值最低为 17 倍、最高为 26 倍，平均为 21 倍，结合公司 2019 年、2020 年、2021 年净利润增速分别为 10.9%、10.3%、16.2%，我们认为，公司 2019 年合理估值区间为 15~20 倍 PE，对应市值 43.8~58.4 亿元，对应股价 9.3~12.4 元。

投资风险

1) 铁路产品认证风险；2) 产品价格下降至盈利能力不及预期风险；3) 募投项目进展不及预期风险。

目 录

1 国内领先的高铁动车组用粉末冶金闸片供应商.....	1
2 动车拥有量持续攀升，闸片需求稳健增长.....	6
3 进口替代，市占率稳步提升.....	8
3.1 自主研发粉末冶金闸片技术领先.....	8
3.2 CRCC 核发的动车组闸片认证证书覆盖车型最多.....	8
3.3 “复兴号”动车组闸片核心供货商，客户集中度高.....	11
3.4 持续扩产，提升市场份额.....	12
4 盈利预测与估值.....	14
4.1 盈利预测.....	14
4.2 相对估值.....	15
5 风险提示.....	16

图 目 录

图 1: 公司 2018 年业务收入结构	3
图 2: 公司 2018 年业务毛利结构	3
图 3: 公司历年营收及同比	3
图 4: 公司历年归母净利润及同比	3
图 5: 公司新造整车用闸片营收 (百万元)	4
图 6: 公司车辆后续检修用闸片营收 (百万元)	4
图 7: 粉末冶金闸片 TS588A/32 历年销量 (万片)	4
图 8: 公司历年闸片/闸瓦合计销量 (万片)	4
图 9: 公司股权结构 (发行前)	5
图 10: 全国铁路固定资产投资及增长率	6
图 11: 全国铁路历年营业里程及增长率	6
图 12: 全国高铁历年营业里程及增长率	7
图 13: 全国高铁新增营业里程及增长率	7
图 14: 动车历年采购量及增长率	7
图 15: 动车历年拥有量及增长率	7
图 16: 动车闸片需求预测 (万片)	7
图 17: 动车闸片空间预测 (亿元)	7
图 18: 粉末冶金闸片结构与外形示意图	8
图 19: 粉末冶金闸片销量 (万片)	12
图 20: 粉末冶金闸片市占率	12

表 目 录







表 1: 公司主要粉末冶金闸片产品	1
表 2: 公司合成闸片、闸瓦产品	2
表 3: 公司非独立董事会成员	4
表 4: “十三五”铁路发展主要指标	6
表 5: 动车组粉末冶金闸片产品技术参数	8
表 6: 公司与同行业其他 13 家企业动车组闸片获证对比情况	9
表 7: 公司与上述 5 家同行业企业所获的动车组闸片 CRCC 正式认证证书情况对比	10
表 8: 2018 年度前五大客户销售情况	11
表 9: 2017 年度前五大客户销售情况	11
表 10: 2016 年度前五大客户销售情况	11
表 11: 产能利用率及产销量情况	12
表 12: 募投项目投资情况	12
表 13: 募投项目建设期及投产期折旧摊销费用及盈利情况	13
表 14: 在建工程投资情况	13
表 15: 公司在建项目及募投项目情况	14
表 16: 公司各业务收入预测	14
表 17: 可比公司估值情况 (截止 2019 年 7 月 5 日收盘)	15
附表: 财务预测与估值	17

1 国内领先的高铁动车组用粉末冶金闸片供应商

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。截止目前，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、生产的高铁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，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。公司自主研发的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。

表 1：公司主要粉末冶金闸片产品

产品名称	适用范围	特点	技术所处阶段	样本
TS399 粉末冶金闸片	300-350km/h; 适用车型: CRH380B/BG	1、制动摩擦系数稳定; 2、闸片采用单点浮动结构, 摩擦块分布采用大间隙布局, 有利于制动时磨削物及时排出; 3、摩擦块采用整体无孔设计, 避免磨削物的堆积, 可有效降低冰雪天气制动盘出现异常磨损的风险。	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	1、闸片采用单点整体浮动结构, 摩擦块布局更趋于合理; 2、弹性元件具有良好的浮动性能; 3、降低制动时制动盘表面温度, 有效的保护了制动盘; 4、闸片平均寿命提高将近一倍	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	1、与制动盘匹配性能良好。2、采用三角托弹性浮动结构; 3、摩擦块受力均匀, 不同压力、速度下的摩擦磨损性能稳定。	大批量生产	
TS122 粉末冶金闸片	200-250km/h; 适用车型: CRH1A/1B/1E	1、与制动盘匹配性能良好。2、采用三角托弹性浮动结构; 3、摩擦块受力均匀, 不同压力、速度下的摩擦磨损性能稳定。	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 (注 1)	1、采用单点分体浮动结构; 2、制动时制动盘温度低, 且分布均匀; 3、与制动盘匹配性能良好。	大批量生产	
TS588/32 粉末冶金闸片	200-250km/h; 适用车型: CR300AF、CR300BF (注 2)	1、采用单点分体浮动结构; 2、制动时制动盘温度低, 且分布均匀; 3、与制动盘匹配性能良好。	小批量生产	

产品名称	适用范围	特点	技术所处阶段	样本
TS588A/32 粉末冶金闸片	300-350km/h; 适用车型: CR400AF、CR400BF	1、采用单点分体浮动结构; 2、制动时制动盘温度低, 且分布均匀; 3、与制动盘匹配性能良好; 4、磨耗小, 使用寿命长。	大批量生产	
TS588B/32 粉末冶金闸片	300-350km/h; 适用车型: CR400BF 高寒 (注3)	1、采用单点分体浮动结构; 2、摩擦块分布采用大间隙布局, 有利于制动时磨削物及时排出; 3、制动时制动盘温度低, 且分布均匀; 4、与制动盘匹配性能良好。	小批量生产	
TS699 粉末冶金闸片	160km/h; 适用车型: CR200 (注4)	1、采用分体式燕尾铆接结构; 2、燕尾与背板铸造一体, 避免闸片燕尾与钢背脱离。3、与制动盘匹配性能良好。	小批量生产	
TS566 粉末冶金闸片	200-250km/h; 适用车型: CRH5A/5G/5E	1、采用分体式燕尾铆接结构; 2、燕尾与背板铸造一体, 避免闸片燕尾与钢背脱离。3、与制动盘匹配性能良好。	大批量生产	

注1:适用于 CRH1A-A/1E、CRH2G 车型的 TS588 闸片目前取得 CRCC 核发的试用书, 其中已在 CRH1A-A/1E 车进行装车运用考核。

注2:适用于 CR300AF、CR300BF 时速 250 公里标准动车组的 TS588/32 闸片目前已进入装车运用考核。


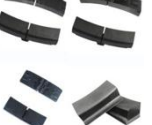
注3:CR400BF 时速 350 公里标准高寒动车组目前还未取得车型型号, TS588B/32 闸片已完成运用考核, 目前正在取证中。

注4:适用于 CR200 时速 160 公里动力集中动车组的闸片正在认证中。

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

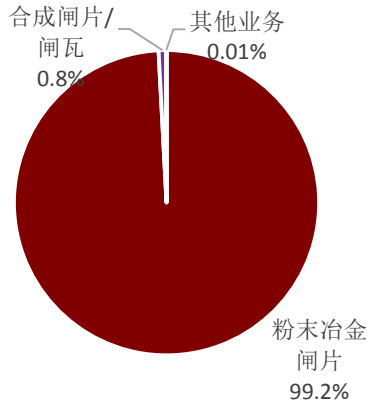
公司自主研发的合成闸片、闸瓦产品主要应用于速度在 200km/h 以下的铁路机车、城市轨道交通 (含地铁) 以及 200-250km/h 的动车组。

表 2: 公司合成闸片、闸瓦产品

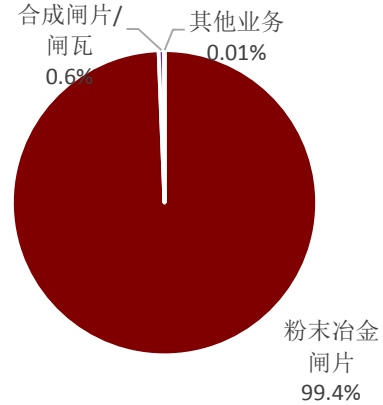
产品名称	适用范围	特点	技术所处阶段	样本
合成闸片	城轨、铁道机车、动车组等	1、闸片采用 UIC 标准燕尾结构。2、材料性能能够有效降低连续制动后的热衰退。3、摩擦系数稳定可靠, 确保运营安全。	批量生产	
合成闸瓦	地铁、城轨、铁道机车、动车组等	1、材料配方有效降低制动噪音。2、缓解车轮与闸瓦产生金属镶嵌。	批量生产	

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

粉末冶金闸片产品为核心业务，占主营业务收入、主营业务毛利比例均分别为 99.2%、99.4%。2016~2018 年，粉末冶金闸片销售收入分别为 4.6 亿元、5.0 亿元、5.5 亿元。

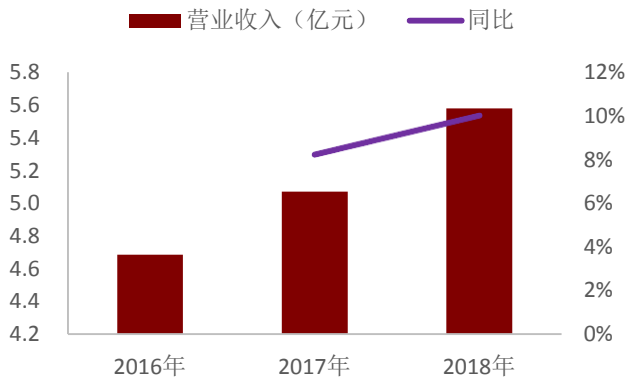
图 1：公司 2018 年业务收入结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

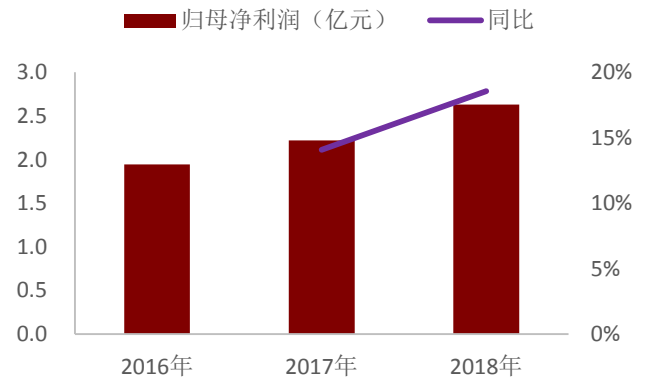
图 2：公司 2018 年业务毛利结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩稳定增长，盈利能力强。凭借较高的行业与技术准入壁垒以及公司较强的自主创新、研究开发和成本管理能力和受益于轨道交通装备行业的快速发展、国家政策的大力支持，2016~2018 年度，天宜上佳分别实现营收 4.7 亿元、5.1 亿元(+8.3%)、5.6 亿元(+10%)，净利润为 2.0 亿元、2.2 亿元(+14.1%)、2.6 亿元(+18.6%)。

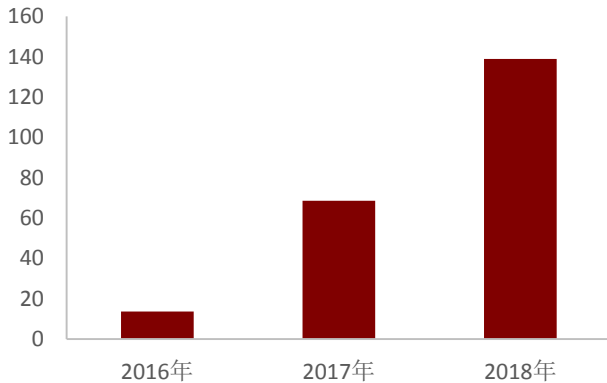
图 3：公司历年营收及同比


数据来源：公司公告，西南证券整理

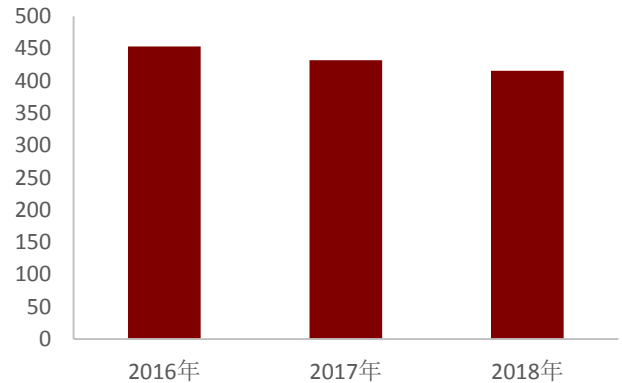
图 4：公司历年归母净利润及同比


数据来源：公司公告，西南证券整理

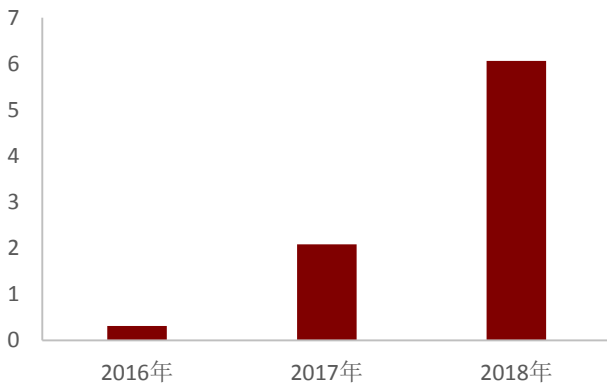
车辆后续检修用闸片营收平稳，新造整车闸片需求带动营收稳健增长。2016~2018 年，按照产品最终用途，产品用于新造整车的销售收入分别为 1366 万元、6859 万元和 1.4 亿元，占比分别为 2.9%、13.5%和 24.9%，收入及占比呈逐年增长趋势，主要系速 350 公里“复兴号”中国标准动车组得到大面积推广，用于新造整车的粉末冶金闸片 TS588A/32 销量大幅增长所致。该型号粉末冶金闸片 2017 年销售量同比增长 572%，2018 年销售量同比增长 191%。

图 5：公司新造整车用闸片营收（百万元）


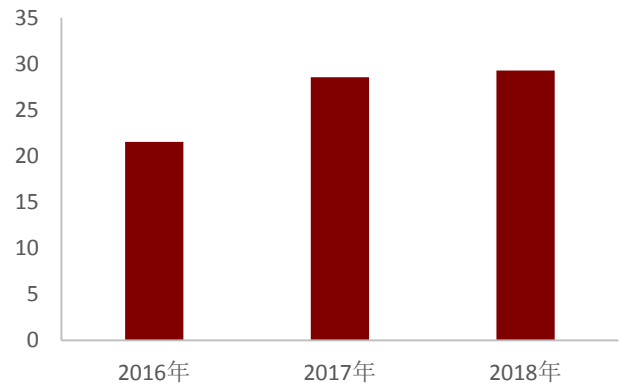
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司车辆后续检修用闸片营收（百万元）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7：粉末冶金闸片 TS588A/32 历年销量（万片）


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 8：公司历年闸片/闸瓦合计销量（万片）


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构：本次发行前，吴佩芳直接持有公司 31.2% 的股份。久太方合持有公司 4.2% 的股份，吴佩芳担任久太方合普通合伙人且持有其 48.2% 的出资份额。吴佩芳的一致行动人释加才让持有久太方合 3.8% 的份额并直接持有发行人 0.3% 的股份；因此，吴佩芳、久太方合和释加才让共计持有公司 35.7% 的股份。

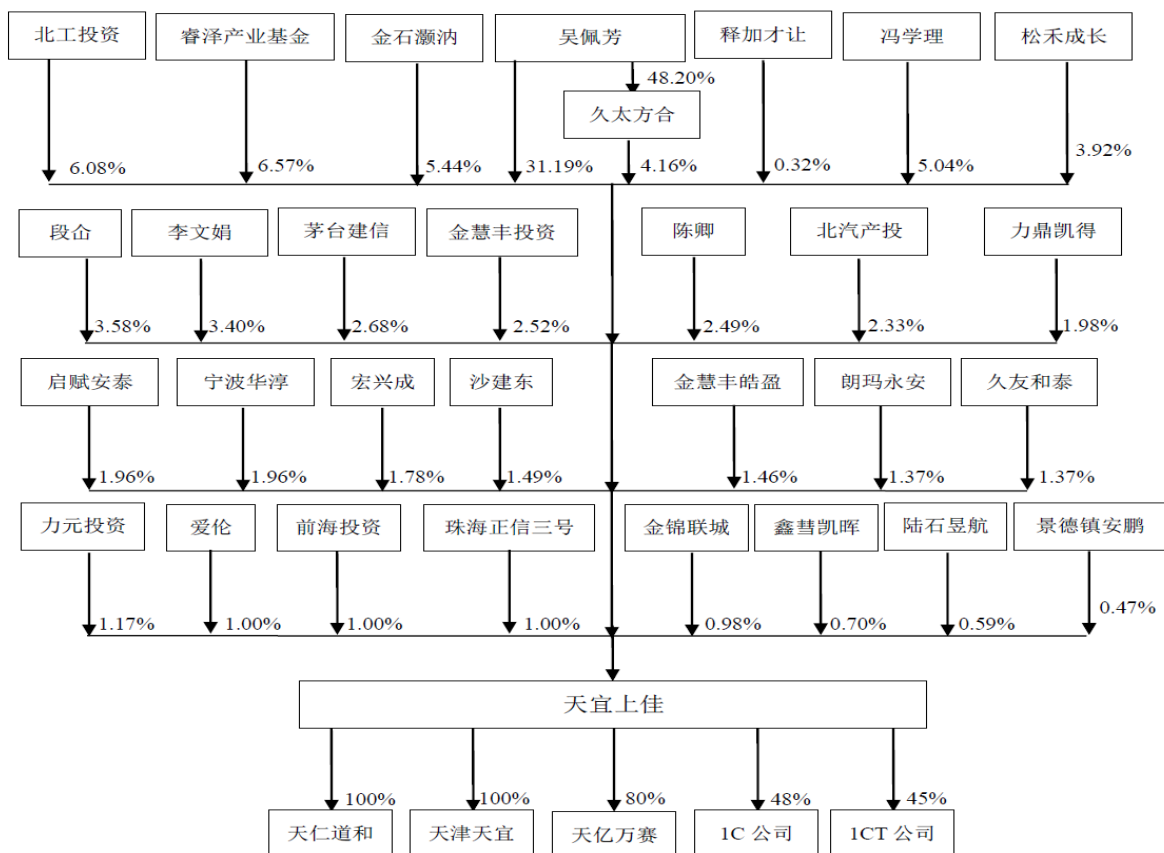
表 3：公司非独立董事会成员

姓名	职务	本届任期	简介
吴佩芳	董事长	2019年5月-2022年5月	1961年5月出生，中国国籍，无境外永久居留权 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；2003年至2008年，任北京上佳合金有限公司总经理；2009年至今，任本公司董事长兼总经理；同时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、轨道交通运维技术与装备四川省重点实验室客座研究员、北京科技大学兼职教授。
冯学理	董事	2019年5月-2022年5月	1956年10月出生，中国国籍，美国永久居住权 学士学位。1982年至1986年任原铁道部大连内燃机车研究所电传动研究室工程师；1986年至1987年任原铁道部南口机车车辆机械厂轴一车间工程师；1987年至1989年任国际电脑工程公司产品研发中心主任；1989年至1991年任北京通信与计算机应用技术研究所所长；1991年至1995年任北京市海淀区华文计算机视频技术研究所所长；1996年至1998年任广电部中央电视台发射台科技开发总公司总经理；1998年至

姓名	职务	本届任期	简介
			2011 年任 Metal PowderTech Inc.CEO; 2012 年至今, 任本公司董事。
罗迅	董事	2019 年 5 月 -2022 年 5 月	1982 年 8 月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权 硕士学位。2007 年至 2010 年, 任三峡财务有限责任公司分析员; 2010 年至 2012 年, 任中国长江三峡集团有限公司国际合作部研究员; 2012 年至 2016 年, 任中国长江三峡集团有限公司发展研究院主办; 2016 年至 2017 年, 任天风证券中小企业服务中心业务董事; 2017 年至今, 任三峡建信(北京)投资基金管理有限公司执行董事; 2018 年至今任本公司董事。
吴鹏	董事	2019 年 5 月 -2022 年 5 月	1978 年 12 月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权 专科学位。2001 年至 2003 年, 任北京市东环球王保龄球娱乐有限公司球具用品店经理; 2003 年至 2009 年, 任海洋国际旅行社有限责任公司国际合作部副总经理; 2009 年至 2013 年, 任本公司销售部部长; 2013 年至 2016 年任本公司副总经理; 2016 年至今, 任本公司董事兼副总经理。
胡乾	董事	2019 年 5 月 -2022 年 5 月	1978 年 12 月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权 硕士学位。2004 年至 2010 年, 任英飞凌科技(中国)有限公司设计部经理; 2012 年至 2014 年, 任家乐福中国华北区战略发展总监; 2014 年至 2016 年, 任航天科工资产管理有限公司并购部高级投资经理; 2016 年至 2017 年, 任航天云网科技发展有限公司资产运营部经理; 2017 年至今, 历任北京工业发展投资管理有限公司资深投资经理、投资管理部副总经理; 2019 年至今, 任本公司董事。
杨锐璘	董事	2019 年 5 月 -2022 年 5 月	1990 年 10 月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权 学士学位。2013 年至 2016 年, 任本公司总经理助理; 2016 年至今, 任本公司董事、董事会秘书。

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 9: 公司股权结构 (发行前)

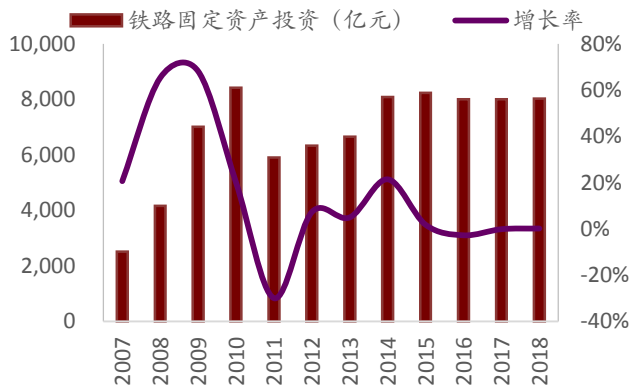


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 动车拥有量持续攀升，闸片需求稳健增长

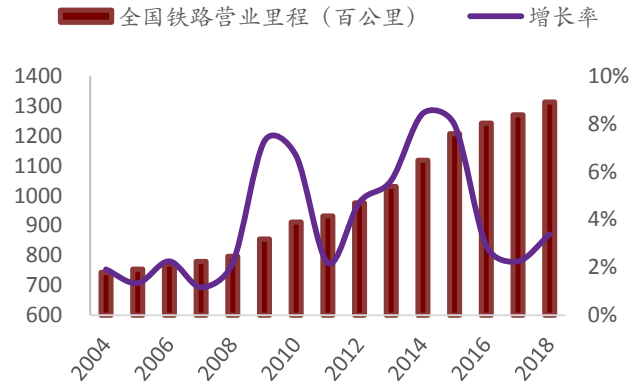
近三年铁路固定资产投资趋于稳定，铁路营业里程逐年递增。2018 年我国铁路固定资产投资总额完成 8028 亿元，投产新线 4683 公里，其中高速铁路 4100 公里。截至 2018 年末，中国铁路营业里程达 13.1 万公里，同比增长 3.2%，呈现逐年递增趋势，全国铁路路网密度 136.9 公里/万平方公里，比上年增加 4.7 公里/万平方公里。

图 10：全国铁路固定资产投资及增长率



数据来源：Choice，西南证券整理

图 11：全国铁路历年营业里程及增长率



数据来源：Choice，西南证券整理

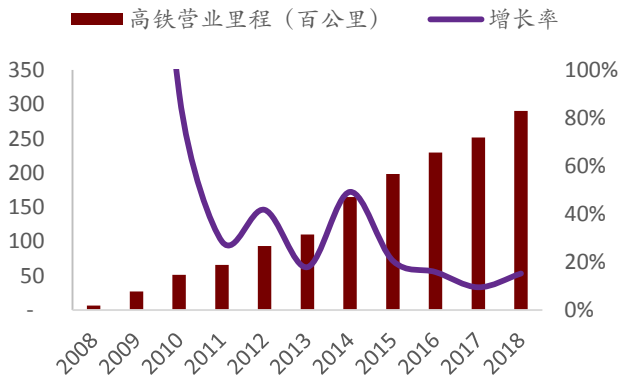
铁路建设快速发展，投资将继续保持高增长。2016 年 7 月，经国务院批准，国家发改委、交通运输部、中国铁路总公司印发最新修订的《中长期铁路网规划》，规划提出到 2020 年，一批重大标志性项目建成投产，铁路网规模达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里，覆盖 80% 以上的大城市，为完成“十三五”规划任务、实现全面建成小康社会目标提供有力支撑。到 2025 年，铁路网规模计划达到 17.5 万公里左右，其中高速铁路 3.8 万公里左右。

表 4：“十三五”铁路发展主要指标

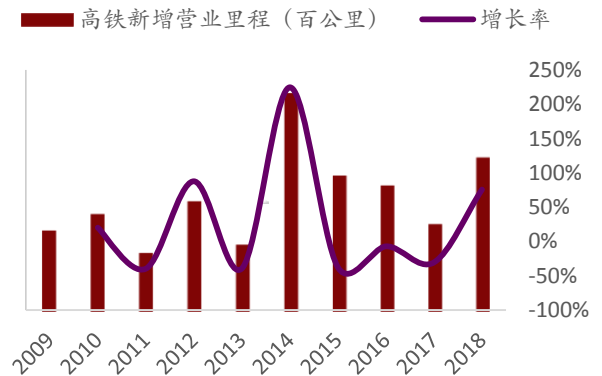
指标	2020 年	五年增加值	年均增长率 (%)
营业里程 (万公里)	15	2.9	4.8
高速铁路营业里程 (万公里)	3	1.1	11.6
复线率 (%)	60	7	大于 2.0
电气化率 (%)	70	9	大于 2.5
客运量 (亿人)	40	14.6	9.5
货运量 (亿吨)	37	3.4	2.0
国家铁路货运量 (亿吨)	30	2.9	2.1
旅客周转量 (亿人公里)	16000	4040	6.0
货运周转量 (亿吨公里)	25780	2030	1.7
国家铁路货运周转量 (亿吨公里)	23500	1902	1.8

数据来源：铁路“十三五”发展规划，西南证券整理

高铁里程实现持续增长。高铁营业里程逐年攀升，“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。2018 年，高铁营业里程达到 2.9 万公里。

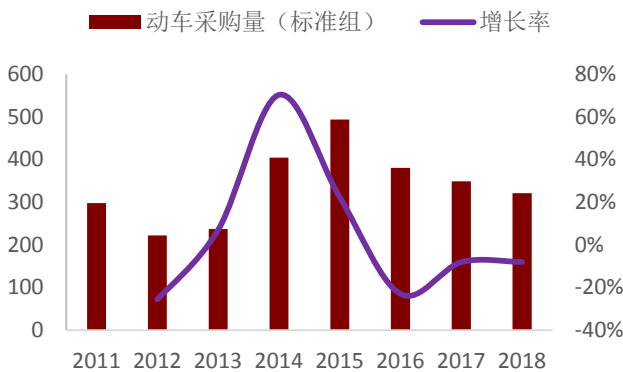
图 12: 全国高铁历年营业里程及增长率


数据来源: Choice, 西南证券整理

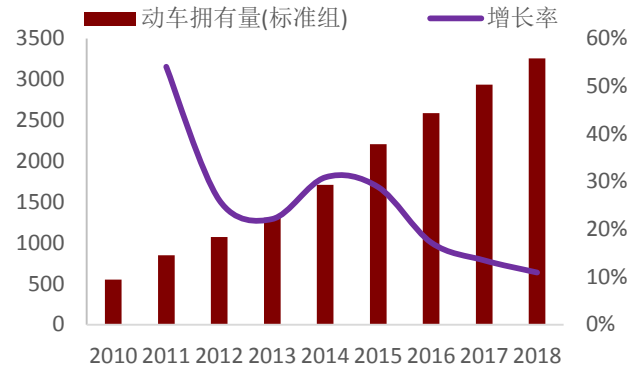
图 13: 全国高铁新增营业里程及增长率


数据来源: Choice, 西南证券整理

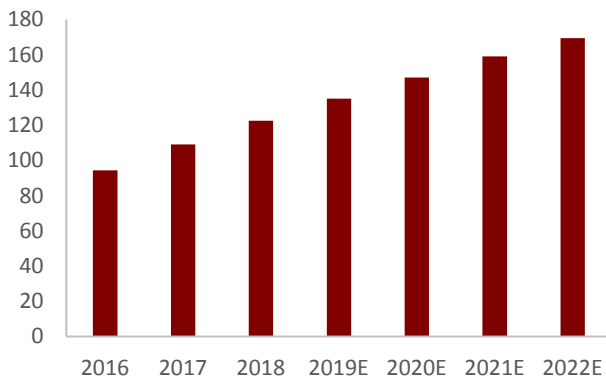
动车闸片市场规模稳健增长。2016~2018 年铁总新投放动车组新车分别为 380、349、321 标准组，按照每标准组装配闸片 160 片测算，新造车市场闸片分别为 6.1 万片、5.6 万片和 5.1 万片。2015~2017 年末，全国铁路动车组拥有量分别为 2206、2586、2935 标准组，按每动车组标准组装配闸片 160 片、平均每年闸片更换量为 2.5 次进行测算，2016~2018 年动车组闸片检修市场年使用量约 88.2 万片、103.4 万片和 117.4 万片。

图 14: 动车历年采购量及增长率


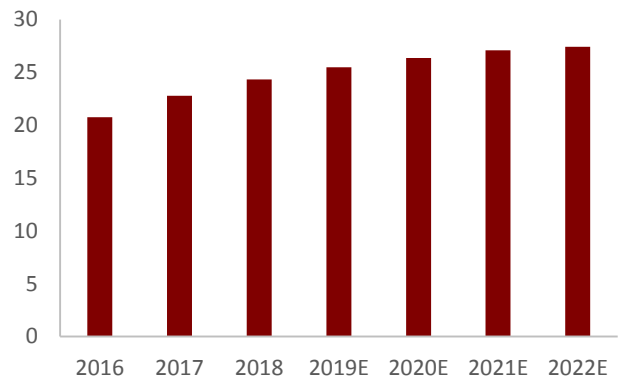
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 15: 动车历年拥有量及增长率


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 16: 动车闸片需求预测 (万片)


数据来源: Choice, 西南证券整理

图 17: 动车闸片空间预测 (亿元)


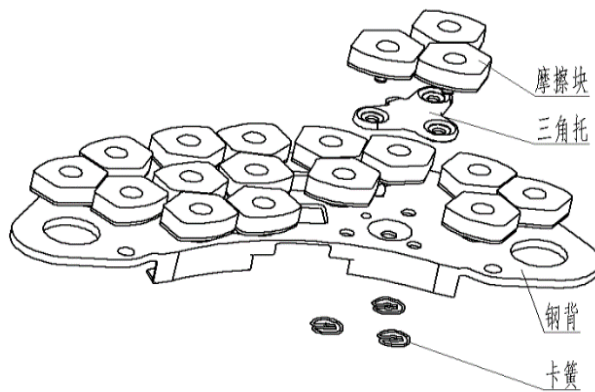
数据来源: Choice, 西南证券整理

3 进口替代，市场占有率稳步提升

3.1 自主研发粉末冶金闸片技术领先

我国高铁列车自开通以来，动车组闸片曾长期依赖进口，由于 2012 年以前处于技术保护期，我国动车组闸片市场基本被国外产品垄断。近几年，以公司为代表的国内企业通过消化、吸收、再创新，依靠长期的自主研发，成功研制出动车组用粉末冶金闸片产品，并成功实现进口替代，有力推动了我国动车组核心零部件的国产化进程。

图 18: 粉末冶金闸片结构与外形示意图



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 5: 动车组粉末冶金闸片产品技术参数

闸片型号	密度 g/cm ³	硬度 HBW	摩擦体剪切强度 MPa	摩擦体与背板粘接面剪切强度 MPa
TS122	5.2±0.52	10~30	≥6	≥7.5
TS355				
TS399				
TS566				
TS588	5.0±0.50	10~30	≥6	≥7.5
TS588/32				
TS399B				
TS588A/32	5.0±0.50	10~30	≥6	≥8.0
TS588B/32				

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 CRCC 核发的动车组闸片认证证书覆盖车型最多

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。根据中铁检验认证中心有限公司（CRCC）官网认证信息显示，截至 2019 年 4 月 30 日，全行业共有 14 家企业取得 CRCC 动车组闸片正式认证证书。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，是持有 CRCC 核发的动车组闸片认证证书覆盖车型最多的国产厂商，相

较行业内其他生产企业，公司具有较强的先发优势，共持有 6 张 CRCC 颁发的正式《铁路产品认证证书》，产品覆盖国内时速 200-250 公里、300-350 公里的 18 个动车组车型。

表 6：公司与同行业其他 13 家企业动车组闸片获证对比情况

企业	认证单元	规格型号（产品及适用车型）
天宜上佳（5 张证书，8 种产品，覆盖 18 种车型）	300-350km/h 及以上动车组粉末冶金闸片（非燕尾型）	TS355 (TS355-PD/010000Z) CRH380A/AL、CRH380B/BL/CL、CRH3C、CRH380D、CRH2C-2；TS399 (TS399-PD/010000Z) CRH380B/BG；TS399B (TS399B-PD/010000Z) CRH380A/AL、CRH380B/BL/BG/CL、CRH3C、CRH2C-2
	200-250km/h 动车组粉末冶金闸片（燕尾通用型）	TS566 (TS566-PD/010000Z) CRH5A/5G/5E；TS588 (TS588-PD/010000Z) CRH2A 统
	200-250km/h 动车组粉末冶金闸片（非燕尾型）	TS122 (TS122-PD/010000Z) CRH1A/1B/1E
	200-250km/h 动车组合成闸片	TS123 (TS123-PD/010000Z) CRH1A/1B/1E
	300-350km/h 及以上动车组粉末冶金闸片（燕尾通用型）	TS588A/32 (TS588A-PD/010000Z) CR400AF、CR400BF
克诺尔车辆设备（苏州）有限公司（3 张证书，4 种产品，覆盖 15 种车型）	200-250km/h 动车组合成闸片	UIC400SOZS35(C105255C105255/3520X)CRH1A/1B/1E
	300-350km/h 及以上动车组粉末冶金闸片（非燕尾型）	BISO400TSX17 (C159549, II48487/17105, ICERRAIL) CRH3C、CRH380B/BL/BG/CL
	200-250km/h 动车组粉末冶金闸片（燕尾通用型）	FLX400SSZS30 (C151288,II75745/30105,COFREN) CRH3A、CRH1A-A/1E、CRH2A 统/2E/2G；FLX400SSZS30 (C151288, II75745/30122,ICERRAIL) CRH6F
中车戚墅堰机车车辆工艺研究所有限公司（2 张证书，2 种产品，覆盖 8 种车型）	300-350km/h 及以上动车组粉末冶金闸片（燕尾通用型）	DC-31 (D243058000) CR400AF
	300-350km/h 及以上动车组粉末冶金闸片（非燕尾型）	DC-20(TMG.ZP02-00-000)CRH2C-2、CRH380A/AL、CRH3C、CRH380B/BL/CL
北京浦然轨道交通科技有限公司（4 张证书，4 种产品，覆盖 9 种车型）	300-350km/h 及以上动车组粉末冶金闸片（非燕尾型）	PRF1103 (PRFZP350A-00-000) CRH380B/BL/CL、CRH3C
	200-250km/h 动车组粉末冶金闸片（非燕尾型）	PRF1104 (PRFZP350B-00-000) CRH1A/1B/1E
	200-250km/h 动车组合成闸片	BZP625-B (PP20035-20 (1、2)) CRH1A/1B/1E
	200-250km/h 动车组粉末冶金闸片（燕尾通用型）	PRF1101 (PRFZP250A-00-000) CRH5A/5G
北京瑞斯福高新科技股份有限公司（1 张证书，1 种产品，覆盖 3 种车型）	300-350km/h 及以上动车组粉末冶金闸片（非燕尾型）	GT-380(RSF-FZP01-00-00)CRH380B/BL、CRH3C
博深工具股份有限公司（1 张证书，1 种产品，覆盖 4 种车型）	300-350km/h 及以上动车组粉末冶金闸片（非燕尾型）	BZ-A0350-000 (TJ/CRC380-61-0000) CRH380B/BL/CL、CRH3C
吉林东邦制动技术有限公司（1 张证书，1 种产品，覆盖 3 种车型）	200-250km/h 动车组粉末冶金闸片（燕尾通用型）	FM435 (BD06-005) CRH5A/5E/5G
北京西屋华夏技术有限公司（1 张证书，1 种产品，覆盖 2 种车型）	200-250km/h 动车组粉末冶金闸片（燕尾通用型）	X6 (SP134/201) (HX/X6-1-00) CRH5A/5G

企业	认证单元	规格型号 (产品及适用车型)
北京优材百慕航空器材有限公司 (1张证书, 1种产品, 覆盖4种车型)	300-350km/h 及以上动车组粉末冶金闸片 (非燕尾型)	YC518 (G380AP-1-0) CRH380A、CRH380B/BL、CRH3C
常州中车铁马科技实业有限公司 (2张证书, 3种产品, 覆盖5种车型)	200-250km/h 动车组粉末冶金闸片 (燕尾通用型)	DC-40 (TMG.ZP13-00-000) CRH2A 统/2E/2G
	200-250km/h 动车组粉末冶金闸片 (燕尾非通用型)	M-2 (TMG.ZP00-00-000) CRH2A/2B/2E ; T-2 (TMG.ZP01-00-000) CRH2A/2B/2E
青岛亚通达铁路设备有限公司 (2张证书, 4种产品, 覆盖4种车型)	200-250km/h 动车组粉末冶金闸片 (燕尾非通用型)	MD100A (图号: ZPT1-00-00-000)CRH2A/2B/2E; MD106A (图号: ZPM1-00-00-000)CRH2A/2B/2E
	300-350km/h 及以上动车组粉末冶金闸片 (燕尾非通用型)	MD100A(图号: ZPT1-00-00-000)CRH2C-1; MD106A (图号: ZPM1-00-00-000)CRH2C-1
铁科克诺尔干线铁路车辆制动盘制造 (北京) 有限公司 (1张证书, 2种产品, 覆盖3种车型)	200-250km/h 动车组合成闸片	KRS400SOZS35(C105546,C105546/35E1X)CRH1A/1B/1E ; UIC400SOZS35(C105255,C105255/3520X)CRH1A/1B/1E
湖南博科瑞新材料有限责任公司 (1张证书, 2种产品, 覆盖4种车型)	300-350km/h 及以上动车组粉末冶金闸片 (非燕尾型)	BKR380FA (BKR380FA/2210/01) CRH3C、CRH380B/BL ; BKR380FA (BKR380FA/2210/01-B) CRH380D
北京北摩高科摩擦材料股份有限公司 (1张证书, 1种产品, 覆盖4种车型)	300-350km/h 及以上动车组粉末冶金闸片 (非燕尾型)	BMCRH300 (BMCRH300-000) CRH380B/BL/CL、CRH3C

数据来源: 中铁检验认证中心有限公司 (CRCC) 官网, 西南证券整理

目前国内动车组上使用的制动闸片仍有较大比例为国外进口产品, 最主要供应商为国际轨交巨头德国克诺尔, 全球高铁闸片市场 80%以上被克诺尔垄断, 其在国内闸片市场占有率接近 50%。本行业内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。

表 7: 公司与上述 5 家同行业公司所获的动车组闸片 CRCC 正式认证证书情况对比

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
发行人	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

数据来源: 中铁检验认证中心有限公司 (CRCC) 官网, 西南证券整理

3.3 “复兴号”动车组闸片核心供货商，客户集中度高

动车组闸片供货主要客户为铁总下属地方铁路局及其附属企业、系统集成商、中国中车下属车辆制造企业，客户采购方式以招投标、竞争性谈判、单一来源采购或询价等方式进行。按照客户同一控制口径，2016~2018年，公司前五名客户合计销售占比分别为99.97%、99.85%和99.96%，客户集中度较高。公司客户集中度较高主要是由下游行业市场格局所决定的，我国铁路运输业务主要集中在铁路总公司管理的18个地方铁路局，轨道交通装备整车制造业务主要集中在中国中车各下属企业。2016~2018年，公司不存在向单个客户销售金额超过营业收入50%的情况。

表 8：2018 年度前五大客户销售情况

序号	客户名称	销售收入 (万元)	占公司营业收入比例
1	中国铁路总公司	53246.3	95.44%
2	中国中车股份有限公司	832.6	1.49%
3	郑州中原利达新材料有限公司	615.4	1.10%
4	江门德奥车辆装备有限公司	544.0	0.98%
5	昆明京宇轨道装备技术服务有限公司	528.7	0.95%
合计		55766.9	99.96%

注：郑州中原利达新材料有限公司、昆明京宇轨道装备技术服务有限公司为与公司签署闸片检修协议的客户，其最终用户分别对应郑州局、昆明局，由于上述2家公司非铁路总公司控股公司，因此销售收入未纳入铁路总公司合并范围。数据来源：公司公告，西南证券整理

表 9：2017 年度前五大客户销售情况

序号	客户名称	销售收入 (万元)	占公司营业收入比例
1	中国铁路总公司	47295.0	93.26%
2	中国中车股份有限公司	1953.5	3.85%
3	昆明京宇轨道装备技术服务有限公司	700.9	1.38%
4	汝州郑铁三佳道岔有限公司	641.0	1.26%
5	天津滨海快速交通发展有限公司	46.9	0.09%
合计		50637.2	99.85%

注：昆明京宇轨道装备技术服务有限公司、汝州郑铁三佳道岔有限公司为与公司签署闸片检修协议的客户，其最终用户对应昆明局，由于上述3家公司非铁路总公司控股公司，因此销售收入未纳入铁路总公司合并范围。数据来源：公司公告，西南证券整理

表 10：2016 年度前五大客户销售情况

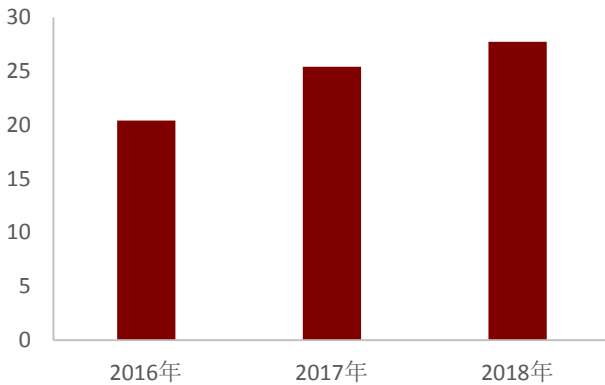
序号	客户名称	销售收入 (万元)	占公司营业收入比例
1	中国铁路总公司	46244.9	98.72%
2	中国中车股份有限公司	568.8	1.21%
3	株洲中远轨道发展有限责任公司	9.7	0.02%
4	南京勃朗峰马特轨道装置制造有限公司	4.1	0.01%
5	北京联泰信科铁路技术股份有限公司	1.4	0.00%
合计		46828.9	99.97%

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.4 持续扩产，提升市场份额

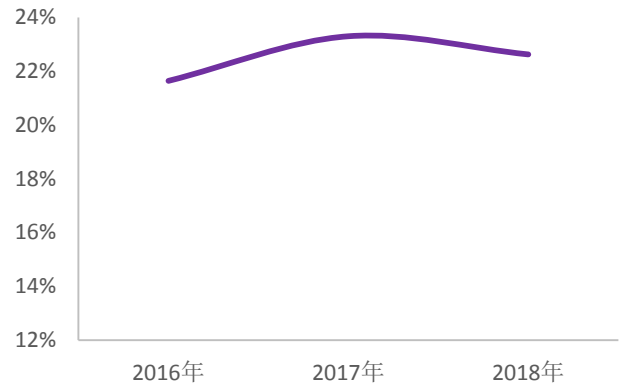
粉末冶金闸片作为公司主要营收来源，销量逐年增长，市占率维持稳定。2016~2018年，粉末冶金闸片需求稳定上涨，市占率约为 23%。

图 19：粉末冶金闸片销量（万件）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20：粉末冶金闸片市占率



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 11：产能利用率及产销量情况

产品	指标	2018 年度	2017 年度	2016 年度
粉末冶金闸片	产能利用率	76.6%	72.2%	73.6%
	产销率	102.0%	99.1%	78.2%
合成闸片/闸瓦	产能利用率	43.6%	87.4%	44.9%
	产销率	101.4%	102.5%	70.1%

注：上述产能利用率以产品产量除以极限条件下的产能计算。数据来源：公司公告，西南证券整理

公司加大科技创新和产品开发力度，市占率具备提升潜力。公司将依据已制定的“一四一”企业发展战略，即“一个集团公司、四大材料领域、四大运营中心、一个现代交通材料产学研用联盟平台”，努力成为全球领先的制动闸片制造商；远期，公司将加大新型复合材料领域的研发力度和产品开发力度，全面拓展高铁、地铁、民航、高端汽车等应用领域，努力打造成为全球领先的现代交通材料制品制造商。

募集资金拟投资项目围绕主营业务进行。天宜上佳拟在上交所科创板上市，公开发行不超过 7000 万股人民币普通股，拟募集资金净额 6.5 亿元，投资于以下 3 项目：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、年产 60 万件轨道交通机车车辆制动闸片及闸瓦项目、营销与服务网络建设项目。

表 12：募投项目投资情况

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金(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	26000	26000
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	31000	31000
3	营销与服务网络建设项目	7560	7560
	合计	64560	64560

数据来源：公司公告，西南证券整理

募投项目在前两年的建设期，没有折旧摊销费用，也均未盈利。在第三年，三个项目相应固定资产和无形资产开始计提折旧和摊销，且均开始盈利，其中“年产 60 万件轨道交通机车车辆制动闸片及闸瓦项目开发项目”第三年盈利 3357 万元、“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”第三年盈利 3715 万元，盈利合计为 7072 万元；第四年，募集资金投资项目继续盈利，两个项目共盈利 1.2 亿元；而“营销与服务网络建设项目”在建设期结束后开始计提折旧摊销费用，计提额为 263 万元，在投产期及以后期间足以被其它两个盈利项目产生的利润所消化。因此，三个募集资金投资项目在投产期扣除折旧摊销费用后，仍具备良好的盈利能力，募投项目的折旧摊销费用不会导致公司未来盈利能力下降。

表 13：募投项目建设期及投产期折旧摊销费用及盈利情况

项目		年产 60 万件轨道交通机车车辆制动闸片及闸瓦项目 (万元)	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 (万元)	营销与服务网络建设项目 (万元)	合计
第 1 年	折旧摊销费用	-	-	-	-
	净利润	-	-	-	-
第 2 年	折旧摊销费用	-	-	-	-
	净利润	-	-	-	-
第 3 年	折旧摊销费用	2173	2522	263	4958
	净利润	3357	3715	-	7072
第 4 年	折旧摊销费用	2173	2522	263	4958
	净利润	5178	7287	-	12465

数据来源：公司公告，西南证券整理

在建项目继续投入。截至 2018 年末，公司在建工程为位于房山区窦店镇等“高速列车基础制动材料研发及智能制造示范生产线项目”和位于天津市的“武清厂区建设项目”。其中高速列车基础制动材料研发及智能制造示范生产线项目投资预算为 5 亿元，截至 2018 年 12 月 31 日已投入 2.8 亿元，尚需投资 2.2 亿元；武清厂区建设项目投资元位 9500 万元，截至 2018 年 12 月 31 日已投入 3229 万元，尚需投资 6271 万元。

表 14：在建工程投资情况

项目	账面原值 (万元)	账面净值 (万元)
高速列车基础制动材料研发及智能制造示范生产线项目	28399.3	28399.3
武清厂房建设项目	3228.8	3228.8
合计	31628.1	31628.1

数据来源：公司公告，西南证券整理

本次募投项目与在建项目均为公司长期战略规划的体现。

公司在建项目“高速列车基础制动材料研发及智能制造示范生产线项目”建设地点为北京市房山区中关村国家自主创新示范区北京高端制造业（房山）基地，实施主体为公司全资子公司天仁道和，本项目计划完成高速列车 1:1 制动动力检测试验平台、研发楼、实验中心、检测楼及厂房。项目建成后，预计新增高速列车制动闸片产能 80 万件。

“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”建设地点位于北京市房山区中关村国家自主创新示范区北京高端制造业（房山）基地，实施主体为公

司全资子公司天仁道和，本项目将新购 27 台（套）关键工艺和配套设备，全力打造国际、国内领先的动力集中车粉末冶金制动闸片智能制造基地。项目完全达产后预计新增时速 160 公里动力集中电动车组用粉末冶金闸片产能 25.6 万件。

“年产 60 万件轨道交通机车车辆制动闸片及闸瓦项目”建设地点位于天津市武清汽车产业园，项目实施主体为公司全资子公司天津天宜，本项目将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，项目完全达产后预计新增合成闸片/闸瓦产能 60 万件。

表 15：公司在建项目及募投项目情况

项目	名称	新增产能（片、对、块）	产品类型	实施地点
在建项目	高速列车基础制动材料研发及智能制造示范生产线项目	80 万	粉末冶金闸片	北京
	武清厂房建设项目	-	-	武清
本次募投项目	年产 60 万件轨道交通机车车辆制动闸片及闸瓦项目	60 万	合成闸片/闸瓦	武清
	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	25.6 万	时速 160 公里动力集中电动车组用粉末冶金闸片	北京
	营销与服务网络建设项目	-	-	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

(1) 粉末冶金闸片：公司 2018 年粉末冶金闸片市占率约 22.6%，随着公司产能不断释放，份额有望持续上升，假设 2019~2021 年粉末冶金闸片市占率分别为 24%、26%、30%，粉末冶金闸片价格每年下降 5%，则公司粉末冶金闸片 2019~2021 年收入增速分别为 11.1%、12.1%、18.6%，假设毛利率维持高位，但每年下降 1 个百分点，2019~2021 年毛利率分别为 74.3%、73.3%、72.3%。

(2) 合成闸片/闸瓦：公司合成闸片/闸瓦 2018 年收入仅 459 万元，占比不到 1%，募投项目达产需要一定时间，未来两三年业绩贡献整体较低，假设合成闸片/闸瓦 2019~2021 年收入增速均为 0%，假设毛利率维持 56% 不变。

表 16：公司各业务收入预测

	百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
合计	营业收入	558	619	693	821
	yoy	10.01%	10.98%	11.97%	18.44%
	成本	139	160	186	228
	毛利	419	459	507	593
	毛利率	75.11%	74.14%	73.16%	72.18%
粉末冶金闸片	收入	553	614	689	816

	百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
	yoy	11.28%	11.07%	12.06%	18.56%
	成本	137	158	184	226
	毛利	416	456	505	590
	毛利率	75.28%	74.28%	73.28%	72.28%
合成闸片/闸瓦	收入	5	5	5	5
	yoy	-50.40%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	2	2	2	2
	毛利	3	3	3	3
	毛利率	55.67%	56.00%	56.00%	56.00%
其他业务	收入	0.08	0.08	0.08	0.08
	yoy	-88.69%	0.00%	0.00%	0.00%
	成本	0.06	0.06	0.06	0.06
	毛利	0.02	0.02	0.02	0.02
	毛利率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

数据来源: Wind, 西南证券

综上, 我们预计公司 2019-2021 年营收分别为 6.2 亿元、6.9 亿元和 8.2 亿元, 同比增速分别为 11%、12%和 18.4%, 毛利率分别为 74.1%、73.2%和 72.2%。

4.2 相对估值

公司产品主要用于高铁领域, 可比公司众多, 2019 年可比公司众合科技、中国中车、今创集团、神州高铁等 PE 估值最低为 17 倍、最高为 26 倍, 平均为 21 倍, 结合 2019 年、2020 年、2021 年净利润增速分别为 10.9%、10.3%、16.2%, 我们认为, 公司 2019 年合理估值区间为 15~20 倍 PE, 对应市值 43.8~58.4 亿元, 对应股价 9.3~12.4 元。

表 17: 可比公司估值情况 (截止 2019 年 7 月 5 日收盘)

证券代码	证券简称	EPS (元)			PE		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
000925	众合科技	0.05	0.29	0.46	153	26	16
601766	中国中车	0.39	0.46	0.52	21	18	16
603680	今创集团	0.73	0.99	1.17	23	17	14
000008	神州高铁	0.12	0.15	0.20	33	25	19
平均值					57	21	16

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

- 1) **铁路产品认证风险。**公司生产的动车组用粉末冶金闸片属于 CRCC 认证的铁路产品范围且已取得《铁路产品认证证书》。公司目前持有的动车组闸片 CRCC 认证证书以及所生产动车组闸片，在过渡期内（即 2020 年 12 月 31 日前），仍可继续使用原技术条件。此外，按照上述规范性文件的时间要求，公司目前正在积极按照新认证实施规则，向 CRCC 提交主要产品的认证申请，确保在截止时间前完成换证工作。公司面临的经营环境、政策环境处于不断发展变化过程中，公司生产的动车组用粉末冶金闸片未来能否持续通过认证存在不确定性。一旦出现产品不能通过 CRCC 认证的情形，公司经营状况和盈利能力将面临不确定性风险。
- 2) **产品价格下降至盈利能力不及预期风险。**2016 年、2017 年及 2018 年，公司综合毛利率分别为 74.3%、73.1%和 75.1%，维持在较高水平。鉴于公司主要产品销售价格是在铁总联采限价范围内充分考虑市场竞争环境及成本等因素的基础上确定，公司主要客户为铁路总公司下属企业。若因铁路总公司加强成本控制导致联合采购限价下降，或公司主要客户因成本控制向公司施加降价压力，或行业竞争加剧，竞争对手采取低价竞争的策略等因素，可能导致公司主要产品的销售价格下降，进而引起公司毛利率下滑，对公司的经营业绩造成不利影响。
- 3) **募投项目进展不及预期风险。**下游需求总体稳健增长，公司加大投入，扩充产能，提升份额，存在市场拓展不顺利，项目进展不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	557.90	619.15	693.27	821.08	净利润	263.11	291.87	321.77	373.77
营业成本	138.85	160.12	186.07	228.38	折旧与摊销	11.37	31.88	55.02	76.09
营业税金及附加	7.64	8.42	9.45	11.18	财务费用	-3.28	-8.40	-10.30	-11.68
销售费用	29.27	33.03	37.75	45.61	资产减值损失	1.29	1.00	1.00	1.00
管理费用	49.02	88.19	97.43	113.83	经营营运资本变动	47.36	-22.36	-66.08	-87.23
财务费用	-3.28	-8.40	-10.30	-11.68	其他	-75.87	-6.00	-6.00	-6.00
资产减值损失	1.29	1.00	1.00	1.00	经营活动现金流净额	243.99	287.98	295.41	345.94
投资收益	4.29	5.00	5.00	5.00	资本支出	-258.57	-200.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	77.27	5.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-181.30	-195.00	-195.00	-195.00
营业利润	308.20	341.79	376.87	437.75	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	308.19	341.79	376.87	437.75	股权融资	0.37	644.00	0.00	0.00
所得税	45.08	49.92	55.10	63.98	支付股利	-68.15	-92.09	-102.15	-112.62
净利润	263.11	291.87	321.77	373.77	其他	-11.22	8.40	10.30	11.68
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-78.99	560.32	-91.85	-100.94
归属母公司股东净利润	263.11	291.87	321.77	373.77	现金流量净额	-17.84	653.30	8.56	50.00
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	305.61	958.91	967.47	1017.47	成长能力				
应收和预付款项	386.55	379.72	454.93	538.66	销售收入增长率	10.01%	10.98%	11.97%	18.44%
存货	49.35	58.38	67.27	82.80	营业利润增长率	18.50%	10.90%	10.26%	16.15%
其他流动资产	32.14	67.42	63.64	80.05	净利润增长率	18.56%	10.93%	10.25%	16.16%
长期股权投资	24.11	24.11	24.11	24.11	EBITDA 增长率	18.48%	15.48%	15.42%	19.11%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	365.16	545.47	702.64	838.75	毛利率	75.11%	74.14%	73.16%	72.18%
无形资产和开发支出	111.76	100.07	88.37	76.68	三费率	13.44%	18.22%	18.01%	18.00%
其他非流动资产	83.39	82.89	82.39	81.89	净利率	47.16%	47.14%	46.41%	45.52%
资产总计	1358.07	2216.96	2450.82	2740.40	ROE	21.39%	14.07%	14.03%	14.63%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	19.37%	13.17%	13.13%	13.64%
应付和预收款项	87.83	108.41	122.65	151.09	ROIC	33.09%	29.16%	26.43%	25.87%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	56.69%	58.99%	60.81%	61.16%
其他负债	40.15	34.68	34.68	34.68	营运能力				
负债合计	127.98	143.09	157.33	185.77	总资产周转率	0.45	0.35	0.30	0.32
股本	400.86	470.86	470.86	470.86	固定资产周转率	13.86	3.68	1.82	1.50
资本公积	438.69	1012.69	1012.69	1012.69	应收账款周转率	2.07	2.34	2.32	2.31
留存收益	390.55	590.33	809.94	1071.09	存货周转率	2.73	2.97	2.96	3.04
归属母公司股东权益	1230.09	2073.87	2293.49	2554.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.26%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1230.09	2073.87	2293.49	2554.63	资产负债率	9.42%	6.45%	6.42%	6.78%
负债和股东权益合计	1358.07	2216.96	2450.82	2740.40	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.29	13.51	12.66	11.38
					速动比率	7.76	12.97	12.12	10.83
					股利支付率	25.90%	31.55%	31.75%	30.13%
					每股指标				
					每股收益	0.56	0.62	0.68	0.79
					每股净资产	2.61	4.40	4.87	5.43
					每股经营现金	0.52	0.61	0.63	0.73
					每股股利	0.14	0.20	0.22	0.24
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	316.29	365.26	421.59	502.16					
PE	0.00	0.00	0.00	0.00					
PB	0.00	0.00	0.00	0.00					
PS	0.00	0.00	0.00	0.00					
EV/EBITDA	0.00	0.00	0.00	0.00					
股息率	--	--	--	--					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyf@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn