

风险评级：中高风险

国内动车组闸片领域领先企业

天宜上佳（688033）

2019年7月12日

分析师：何敏仪（SAC 执业证书编号：S0340513040001）

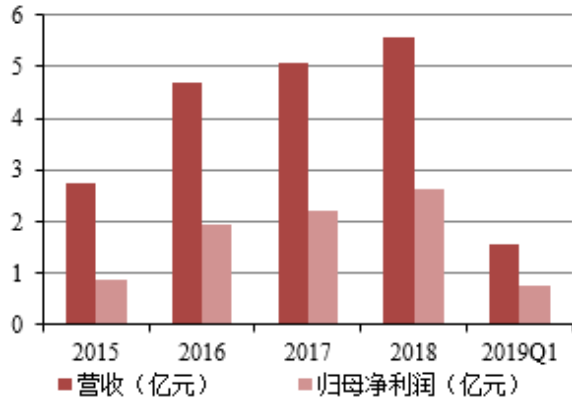
电话：0769-23320072 邮箱：hmy@dgzq.com.cn

助理分析师：张豪杰（SAC 执业证书编号：S0340118070047）

电话：0769-22119416 邮箱：zhanghaojie@dgzq.com.cn

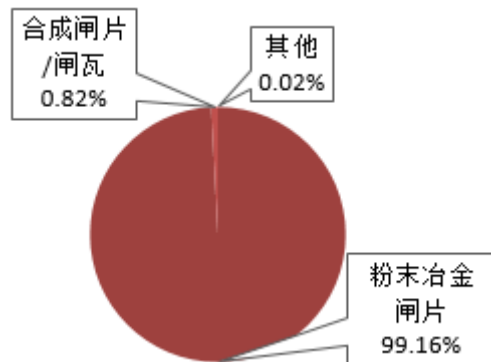
- 公司是国内领先的高铁动车组用粉末冶金闸片供应商。主要从事高铁动车组用粉末冶金闸片及机车、城轨车辆闸片、闸瓦系列产品的研发、生产和销售。2013年公司自主研发的高铁动车组用粉末冶金闸片实现进口替代，有力推动了我国高铁动车组核心零部件的国产化进程。公司是时速350公里“复兴号”中国标准动车组粉末冶金闸片的核心供货商，公司自主研发、生产的高铁动车组用粉末冶金闸片已覆盖铁路总公司下属的全部18个地方铁路局。公司产品覆盖国内时速200-250公里、300-350公里的18个动车组车型，是持有CRCC核发的动车组闸片认证证书覆盖车型最多的国产厂商。
- 经营业绩稳定增长，毛利率水平较高。2018年，公司实现营收5.6亿元，同比增长10.0%；实现归母净利润2.6亿元，同比增长18.6%；公司营收和归母净利润均实现稳定增长。2019年一季度，公司实现营收1.6亿元，同比降低13.0%；实现归母净利润0.8亿元，同比降低15.2%。一季度公司业绩增速有所下滑。公司预计2019年上半年实现营收3.2亿元，同比增长3.3%；预计实现扣非后归母净利润1.6亿元，同比增长8.5%。上半年营收和扣非后归母净利润预计将小幅增长。2019年一季度，公司毛利率达75.1%，净利率达48.8%，ROE达5.9%。公司毛利率维持在较高水平，盈利能力较强。一季度，公司经营活动现金净流量为0.2亿元，现金流情况持续改善。

图1：公司历年营收与归母净利润（亿元）



数据来源：招股说明书，东莞证券研究所

图2：2018年公司主营业务构成（%）



数据来源：招股说明书，东莞证券研究所

- 动车组闸片市场空间广阔。动车组闸片属于磨耗件，在列车运行过程中磨损较大，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。
- 总体评价和估值建议。我们采用市盈率相对估值法进行估值。把神州高铁、鼎汉技术、康尼机电作为可比公司，根据Wind一致预测，可比公司2019年的平均市盈率为25.0倍。公司盈利能力显著高于可比公司，具有一定的估值溢价，我们给予公司（25，35）倍的合理市盈率区间，预计公司2019年归母净利润达到3.0亿元，公司发行后总股本为4.5亿股。对应的合理股价区间为（16.6，23.3）元/股，合理总市值区间为（75，105）亿元。
- 风险提示：宏观经济下滑，政策推进不及预期，行业景气度下降，技术迭代不及预期，业绩不及预期等。

表 1：可比公司估值

股票代码	股票名称	股价(元)	市值(亿元)	EPS (元)			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
000008	神州高铁	3.63	100.9	0.12	0.15	0.20	33.73	23.61	18.07
300011	鼎汉技术	6.53	36.5	-1.03	0.19	0.30	-5.86	34.25	21.98
603111	康尼机电	5.36	53.2	-3.17	0.32	0.37	-1.25	16.98	14.31
	均值	-	63.53	-1.36	0.22	0.29	8.87	24.95	18.12
688033	天宜上佳	-	-	0.66	0.66	0.76	-	-	-

备注：每股收益预测使用wind一致预期每股收益。

资料来源：Wind资讯、东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告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证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn