

天宜上佳 (688033.SH)

闸片主业修复，新产品放量在即

公司 Q2 单季度实现归母净利润达 **0.46 亿元**，同比大增 **144.38%**。8 月 5 日，公司发布了 2021 年度半年度报告，2021H1 公司实现营收和归母净利润分别为 2.23 和 0.56 亿元，同增 56.75% 和 48.07%，Q2 单季度分别为 1.48 和 0.46 亿元，同增 103.54% 和 144.38%。收入增长的主要原因在于疫情缓解和瑞合科技的并表。若扣掉瑞合科技并表的影响，Q2 单季度实现营收和归母净利润分别为 1.36 和 0.41 亿元，同增 87.60% 和 117.93%。2021H1 公司管理费用率达 21.36%，其主要原因在于业务扩张和厂房设施投入增加了职工薪酬、折旧及摊销以及房租、物业及水电费，三者占营收比重高达 15.82%，后期随着公司规模及收入体量的扩张，管理费用率或将随之降低。

疫情缓解下，闸片收入逐步恢复到疫情前水平。公司业务总体可分为四大板块，其中粉末冶金闸片为公司主要的收入来源，去年占营业收入的 97.33%。根据公司半年报统计，2021H1 全国铁路累计发送旅客 13.65 亿人次，同比增长 5.48 亿人次。粉末冶金闸片作为易耗品，其耗量则会随着高铁运输次数及运载人数的增加而增加。公司今年上半年盈利较去年有大幅增长，但仍未完全恢复到 2019 年上半年水平。扣掉瑞合科技的并表影响，今年 Q2 单季度营收占 2019 年的比重为 83.66%，未来闸片业务的收入仍有上行空间。对于碳纤维复合材料，其是轻量化结构件的理想材料，在航空航天、海洋船舶、兵器装备等领域有着广阔的应用前景。当前公司全资子公司天仁道和负责该领域的研发与生产，截至 6 月 30 日，天仁道和驱散系统面板底座支架已经实现销售收入。

天力九陶已实现光伏热场的小批量生产，江油天力新陶也已正式开工。对于碳碳/碳陶复合材料业务板块，其主要由公司控股子公司天力九陶和天力新陶负责研发和生产，其可应用的领域包括光伏热场和制动材料。其中在光伏热场领域，目前已基本实现了在坩埚、导流筒、保温筒部件等关键热场系统部件上对石墨材料的替代，天力九陶在光伏热场领域已实现小批量生产，且江油天力新陶在今年 8 月 4 日也已正式开工。在制动材料环节，碳陶复合材料在飞机、高速列车等高速环境制动系统上具有广泛的应用。目前，天力九陶已经完成汽车碳陶制动盘的设计研发。

瑞合科技上半年实现营收和净利润分别为 **0.18 和 0.08 亿元**。大型金属结构件加工业务板块则以公司控股子公司瑞合科技为主体，其产品包括机身框类、大梁、翼梁、翼肋、桁条等主要零部件。今年上半年，瑞合科技实现营收 0.18 亿元，净利润为 0.08 亿元，公司已完成与中航工业下属多家主机厂、凌云集团等多家客户的订单合同签署及产品交付，根据公司公告，预计“十四五”期间我国军用飞机将新增 2900 架，对应航空零部件制造的市场空间约为 1140 亿元，部队的加速升级换装将为军用航空零部件制造行业带来巨大的增量空间。

盈利预测与估值。考虑公司主业的业绩反转以及其他三大业务板块的逐步推进，预计 2021-2023 年公司归母净利润为 2.26、3.50、5.25 亿元，对应当前 PE 为 54.7、35.3、23.5 倍，维持“增持”评级。

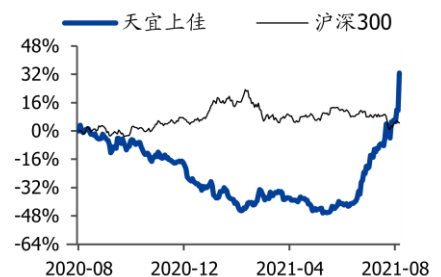
风险提示：疫情控制不及预期；新业务拓展不及预期。

增持 (维持)

股票信息

行业	运输设备
前次评级	增持
8月6日收盘价(元)	27.53
总市值(百万元)	12,353.73
总股本(百万股)	448.74
其中自由流通股(%)	68.13
30日日均成交量(百万股)	12.23

股价走势



作者

分析师 姚健

执业证书编号: S0680518040002

邮箱: yaojian@gszq.com

研究助理 林卓欣

邮箱: linzhuoxin@gszq.com

相关研究

- 1、《天宜上佳 (688033.SH): Q4 收入快速增长，外延并购推动企业长足发展》2021-04-16
- 2、《天宜上佳 (688033.SH): 闸片王者归来，内生外延打造大交通领域新材料领先供应商》2021-03-30

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	582	415	623	1,013	1,509
增长率 yoy (%)	4.3	-28.6	50.1	62.6	49.0
归母净利润 (百万元)	271	114	226	350	525
增长率 yoy (%)	2.9	-57.8	97.5	55.1	50.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.60	0.25	0.50	0.78	1.17
净资产收益率 (%)	11.5	4.6	8.6	11.8	15.2
P/E (倍)	45.6	108.1	54.7	35.3	23.5
P/B (倍)	5.3	5.1	4.7	4.2	3.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 6 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1763	1726	1964	2063	2388
现金	1168	1170	1265	1350	1429
应收票据及应收账款	406	354	453	359	505
其他应收款	3	8	8	17	21
预付账款	13	16	28	43	62
存货	38	52	85	168	245
其他流动资产	135	126	126	126	126
非流动资产	794	867	1000	1305	1730
长期投资	24	21	17	14	10
固定资产	384	522	614	820	1131
无形资产	109	131	154	180	190
其他非流动资产	277	193	214	291	399
资产总计	2557	2592	2964	3369	4119
流动负债	166	133	299	380	639
短期借款	0	30	30	30	30
应付票据及应付账款	120	53	210	276	517
其他流动负债	46	50	59	74	92
非流动负债	48	47	47	47	47
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	48	47	47	47	47
负债合计	214	180	346	427	686
少数股东权益	0	-5	-6	-8	-11
股本	449	449	449	449	449
资本公积	1259	1260	1260	1260	1260
留存收益	636	707	907	1206	1654
归属母公司股东权益	2343	2417	2625	2949	3443
负债和股东权益	2557	2592	2964	3369	4119

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	210	190	255	435	575
净利润	271	110	225	348	522
折旧摊销	15	35	40	52	72
财务费用	-19	-33	-32	-32	-32
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-77	38	22	67	14
其他经营现金流	21	39	0	0	0
投资活动现金流	-188	-176	-173	-357	-497
资本支出	185	163	137	309	428
长期投资	0	-9	3	3	3
其他投资现金流	-3	-23	-33	-45	-65
筹资活动现金流	836	-13	14	7	1
短期借款	0	30	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	48	0	0	0	0
资本公积增加	820	2	0	0	0
其他筹资现金流	-31	-44	14	7	1
现金净增加额	859	2	95	85	79

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	582	415	623	1013	1509
营业成本	138	107	162	299	488
营业税金及附加	7	8	5	8	12
营业费用	34	29	37	56	78
管理费用	61	90	87	122	151
研发费用	41	70	93	142	181
财务费用	-19	-33	-32	-32	-32
资产减值损失	0	-2	0	0	0
其他收益	4	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	322	143	270	419	631
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	5	6	3	3	4
利润总额	317	137	267	416	626
所得税	46	27	42	67	104
净利润	271	110	225	348	522
少数股东损益	0	-4	-1	-2	-3
归属母公司净利润	271	114	226	350	525
EBITDA	297	139	272	430	658
EPS (元)	0.60	0.25	0.50	0.78	1.17

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	4.3	-28.6	50.1	62.6	49.0
营业利润(%)	4.5	-55.6	88.7	55.4	50.5
归属于母公司净利润(%)	2.9	-57.8	97.5	55.1	50.0
获利能力					
毛利率(%)	76.3	74.3	74.0	70.5	67.6
净利率(%)	46.5	27.5	36.2	34.6	34.8
ROE(%)	11.5	4.6	8.6	11.8	15.2
ROIC(%)	10.1	3.3	7.2	10.5	13.9
偿债能力					
资产负债率(%)	8.4	7.0	11.7	12.7	16.7
净负债比率(%)	-47.8	-45.3	-45.4	-43.3	-39.4
流动比率	10.6	12.9	6.6	5.4	3.7
速动比率	9.5	11.5	5.8	4.5	3.1
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4
应收账款周转率	1.5	1.1	1.1	1.1	1.1
应付账款周转率	1.6	1.2	1.2	1.2	1.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.25	0.50	0.78	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.47	0.42	0.57	0.97	1.28
每股净资产(最新摊薄)	5.22	5.39	5.85	6.57	7.67
估值比率					
P/E	45.6	108.1	54.7	35.3	23.5
P/B	5.3	5.1	4.7	4.2	3.6
EV/EBITDA	37.9	80.9	41.0	25.7	16.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 6 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用
 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com