

分析师: 邹润芳 S0640521040001

研究助理: 孙玉浩 S0640120030010

研究助理: 朱祖跃 S0640121070054

研究助理: 唐保威 S0640121040023

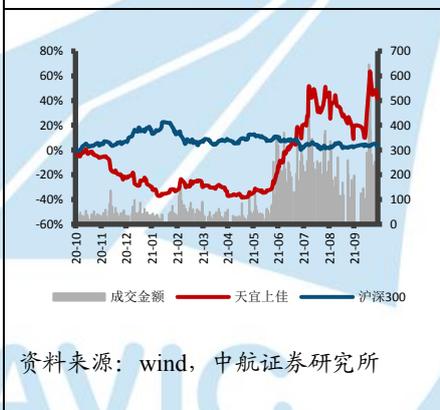
行业分类: 工业机械

2021年10月28日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.10.28)	25.79元

基础数据 (2021.10.28)

沪深300指数	4864.14
总股本(亿股)	4.49
流通A股(亿股)	2.80
2021Q3资产负债率	17.01%
2020Q3ROE(摊薄)	4.00%
PE(TTM)	87.3
PB(LF)	4.70

公司近一年与沪深300走势对比图


事件: 天宜上佳发布2021年三季报, 前三季度公司实现营业收入37,548.96万元(YOY+58.70%), 归母净利润10,022.97万元(YOY+58.42%)。公司已形成粉末冶金闸片及合成闸片/闸瓦、碳纤维复合材料制品、碳碳/碳陶复合材料制品、大型金属结构件加工四大业务板块。

传统轨交闸片业务护城河深, 给公司带来稳定的现金流。截至2021年6月, 天宜上佳拥有11张CRCC核发的《铁路产品认证证书》及6张《铁路产品试用证书》, 产品覆盖国内时速160-350公里动车组33个及交流传动机车车型, 是持有CRCC证书覆盖车型最多的厂商, 具有较强的先发优势, 护城河深。2021年1-9月, 中国铁路客运量20.55亿人次, 同比增长36.20%, 轨道闸片作为短周期耗材, 动车平均每年需要更换2.5次, 能够为公司带来稳定盈利。

碳碳光伏热场订单充足, 第二增长曲线已打开。截至10月18日, 天宜上佳碳碳复合材料制品业务在手订单总额为2.86亿, 2,000吨级碳碳材料制品生产线已取得较大进展, 共计500吨产能设备已全部进入投产状态, 较年初计划提前实现落地, 按照目前进度, 预计2,000吨产能可于年内全部实现投产。待全面投入使用后, 碳碳材料产线的生产效率、产品性能及一致性还将进一步提升。同时, 公司与光威复材和中复神鹰签订了战略合作协议, 确保碳纤维原丝供应, 可靠的上游原料+相对低廉的电价能够有效增强公司产品竞争力, 更好地拓展与光伏硅片制造企业的业务合作。

股市有风险 入市须谨慎
请务必阅读正文后的免责条款部分

 联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59562524
 传真: 010-59562637

航空航天业务进展顺利，未来空间广阔。天宜上佳 2021 年 3 月通过收购瑞合科技进入成飞供应链体系，为中航工业下属多家主机厂、成飞民机等民用客机分承制厂提供航空零部件，包括机身框类、大梁、翼梁等。瑞合科技已经并表，2021 年业绩承诺净利润为不低于 2,500 万元，2021-2022 年累计净利润不低于 6,000 万元，2021-2023 年累计净利润不低于 10,500 万元。10 月 15 日子公司天仁道和与凌空天行签订战略合作协议，正式跨入商业航天领域，双方将在超高速飞行器复合材料新技术开发与型号应用等各个方面，进一步扩大合作范围，配合总体单位快速推动复合材料产品与新技术在航天装备结构部件方面的应用，服务于国家航空航天飞行器、商业卫星等领域。

➤ **投资建议**

天宜上佳是国内轨交闸片制造龙头，深入布局高景气赛道，光伏和航空航天新业务进展顺利，成为公司新的增长极，维持买入评级。考虑到公司经营和子公司并表情况，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 6.96 亿元、10.01 亿元和 14.60 亿元，归母净利润分别为 2.35 亿元、3.36 亿元、4.73 亿元，对应 PE 为 49 倍、34 倍、24 倍。

- 风险提示：需求不及预期；新业务推进不及预期
- 盈利预测：

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	581.84	415.17	695.74	1000.89	1459.89
增长率 (%)	4.29%	-28.65%	67.58%	43.86%	45.86%
归属母公司股东净利润	270.72	114.32	235.02	335.64	472.73
增长率 (%)	2.89%	-57.77%	105.58%	42.82%	40.84%
每股收益 (EPS) (元)	0.60	0.25	0.52	0.75	1.05

数据来源：WIND，中航证券研究所



利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	415.17	695.74	1000.89	1459.89
营业成本	106.71	222.64	330.29	496.36
营业税金及附加	7.60	10.89	16.05	23.77
销售费用	28.62	43.64	64.15	94.08
管理费用	89.77	89.70	128.01	194.38
财务费用	-32.88	-0.11	-0.18	-0.22
资产减值损失	-2.06	0.00	0.00	0.00
投资收益	-0.46	0.21	0.24	0.67
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	142.93	294.79	401.75	567.51
其他非经营损益	-5.61	-5.64	-5.52	-5.51
利润总额	137.32	289.15	396.23	562.00
所得税	27.08	49.63	69.69	100.05
净利润	110.24	239.52	326.54	461.95
少数股东损益	-4.08	-4.50	-9.11	-10.78
归属母公司股东净利润	114.32	235.02	335.64	472.73
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1169.63	1296.24	1319.18	1362.68
应收和预付款项	377.63	568.86	840.70	1236.53
存货	52.28	97.43	159.77	260.35
其他流动资产	126.05	61.09	91.06	132.40
长期股权投资	20.70	20.70	20.70	20.70
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	656.75	649.84	639.29	624.88
无形资产和开发支出	131.29	133.13	134.97	136.81
其他非流动资产	57.89	69.72	82.05	91.80
资产总计	2592.22	2897.02	3287.71	3866.13
短期借款	30.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	93.45	209.69	300.14	454.92
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	56.84	62.03	71.86	84.54
负债合计	180.29	271.72	372.00	539.45
股本	448.74	448.74	448.74	448.74
资本公积	1260.44	1260.44	1260.44	1260.44
留存收益	707.49	925.36	1224.87	1646.63
归属母公司股东权益	2416.67	2634.54	2934.05	3355.81
少数股东权益	-4.74	-9.24	-18.35	-29.13
股东权益合计	2411.93	2625.30	2915.71	3326.68
负债和股东权益合计	2592.22	2897.02	3287.71	3866.13
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	190.38	289.31	236.80	320.85
投资活动现金流净额	-175.97	-66.09	-67.26	-64.96
筹资活动现金流净额	-12.76	-47.04	-35.95	-50.75
现金流量净额	1.84	176.18	133.59	205.14

数据来源: WIND, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

邹润芳, SAC 执业证书号: S0640521040001, 中航证券研究所所长。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。