

分析师: 邹润芳 S0640521040001

分析师: 孙玉浩 S0640522030001

研究助理: 朱祖跃 S0640121070054

研究助理: 唐保威 S0640121040023

天宜上佳 (688033) 点评:

碳基复合材料业务进展顺利, 绿能新材料平台公司已现雏形

行业分类: 轨交设备

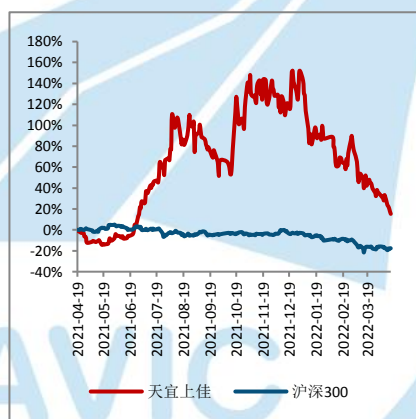
2022 年 4 月 17 日

公司投资评级	买入
当前股价(2022.04.17)	15.03 元

基础数据 (2022.04.17)

沪深 300 指数	4188.75
总股本 (亿股)	4.49
流通 A 股 (亿股)	3.06
2021 资产负债率	20.76%
2021 ROE (摊薄)	6.76%
PE (TTM)	38.55
PB (LF)	2.61

公司近一年与沪深 300 走势对比图



资料来源: Wind, 中航证券研究所

事件: 根据 2021 年报和相关公告, 天宜上佳 2021 年实现营业收入 6.71 亿元, 同比+61.88%; 实现归母净利润 1.75 亿元, 同比+53.05%。公司预计 2022Q1 实现营业收入 1.73 亿元, 同比+130.38%; 归母净利润 0.34 亿元, 同比+233.75%, 公司碳基复合材料业务进展顺利, 已成为新的业绩增长点。

轨交闸片优势业务护城河深, 保持稳定盈利能力。轨交闸片是保证高铁和地铁正常运行的短周期耗材, 天宜上佳是中国轨交闸片细分龙头, 产品种类丰富, 市占率较高, 截止 2021 年底, 公司拥有 11 张 CRCC 核发的《铁路产品认证证书》及 7 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 个车型及交流传动机车车型。随着中国高铁运输行业稳健发展, 高毛利率的轨交闸片业务预计给公司带来持续稳定的现金流。2021 年, 公司轨交闸片业务实现营业收入 4.22 亿元, 占营业收入总额比例为 62.87%, 毛利率为 69.18%。

碳碳光伏热场进展顺利, 汽车碳陶制动盘持续发力。碳碳光伏热场是光伏晶硅制造企业生产装备, 天宜上佳 2021 年战略布局相关领域, 产品主要有碳碳板材、坩埚、导流筒等, 2021 年底 2000 吨级碳碳复合材料制品和预制体产线已达到投产状态。目前, 公司已与多家光伏硅片厂商开展送样工作且进入中试阶段, 待完成后, 公司将进入光伏硅片厂商供应商体系, 2022 年有望放量增长。汽车碳陶制动盘是公司基于现有碳碳技术外延拓展的新增长点, 其能够替代传统铸铁制动盘, 可实现轻量化 30%至 50%, 显著减轻汽车整体重量, 同时提升汽车刹车稳定性。天宜上佳碳陶制动盘项目设计产能达 15 万套/年, 主要用于新能源汽车、中高端乘用车、商用车及特种车刹车制动系统。现公司已完成与国外顶尖竞品对比测试, 产品性能与竞品相当, 并与北汽福田汽车股份有限公司签订战略合作协议, 未来成长空间广阔。2021 年公司碳基复合材料业务实现营业收入 1.42 亿元, 占营业收入总额的比例为 21.18%, 毛利率为 60.18%。

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

布局航空大型结构件精密制造板块，切入军工领域协同效应初显。2021 年，天宜上佳完成对瑞合科技的收购及增资，正式切入军用航空领域，瑞合科技产品涉及机身框类、大梁、翼梁、翼肋等主要零部件。目前，瑞合科技已完成多项新型号产品/样品的设计开发工作，持续拓宽客户范围，顺利进入中航工业旗下两大主机厂、中电科旗下两家研究所的供应商序列，与中航工业下属多家主机厂、凌云集团等客户完成订单合同的签署及产品交付。2021 年公司该业务板块实现销售收入 0.74 亿元，占营业收入总额的比例为 10.95%，毛利率为 49.50%。

➤ 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，碳碳光伏热场业务进展顺利，碳陶制动盘有望成为公司新的增长极，维持买入评级。我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 12.57 亿元、17.31 亿元和 21.79 亿元，归母净利润分别为 3.74 亿元、4.97 亿元、6.03 亿元，对应 2022-2024 年的 PE 为 18 倍、14 倍、11 倍。

- 风险提示：供需格局变差；新业务拓展不及预期
- 盈利预测：

单位: 百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	415.17	671.26	1257.34	1731.23	2179.09
增长率 (%)	-28.65%	61.68%	87.31%	37.69%	25.87%
归属母公司股东净利润	114.32	174.97	374.45	496.61	602.78
增长率 (%)	-57.77%	53.05%	114.01%	32.62%	21.38%
每股收益 (EPS) (元)	0.25	0.39	0.83	1.11	1.34

数据来源：WIND，中航证券研究所

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	671.26	1257.34	1731.23	2179.09
营业成本	255.67	483.45	702.36	922.63
营业税金及附加	7.37	17.23	23.48	28.72
销售费用	32.99	72.05	97.86	121.06
管理费用	106.20	163.45	207.75	261.49
财务费用	-18.58	-0.11	-0.18	-0.22
资产减值损失	-2.43	0.00	0.00	0.00
投资收益	-1.01	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	218.01	458.99	613.65	737.13
其他非经营损益	-0.17	-2.16	-1.38	-1.58
利润总额	217.85	456.83	612.27	735.56
所得税	37.78	80.76	109.63	130.46
净利润	180.07	376.08	502.64	605.10
少数股东损益	5.10	-1.63	6.03	2.32
归属母公司股东净利润	174.97	374.45	496.61	602.78
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	627.97	731.98	966.58	1318.15
应收和预付款项	682.42	1185.63	1678.83	2125.81
存货	174.79	273.27	431.18	581.70
其他流动资产	91.86	86.87	112.79	137.16
长期股权投资	17.22	17.22	17.22	17.22
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1223.97	1172.57	1114.46	1050.04
无形资产和开发支出	287.15	288.15	289.15	290.16
其他非流动资产	231.47	243.44	255.90	265.78
资产总计	3336.86	3999.12	4866.12	5786.00
短期借款	53.87	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	250.57	449.72	660.28	858.09
长期借款	190.00	190.00	190.00	190.00
其他负债	198.25	192.53	199.30	204.76
负债合计	692.69	832.26	1049.58	1252.84
股本	448.74	448.74	448.74	448.74
资本公积	1272.48	1272.48	1272.48	1272.48
留存收益	864.51	1212.71	1651.83	2179.26
归属母公司股东权益	2586.74	2933.92	3373.05	3900.47
少数股东权益	57.43	55.80	61.83	64.14
股东权益合计	2644.17	2989.72	3434.87	3964.61
负债和股东权益合计	3336.86	3821.97	4484.45	5217.46
现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	15.02	274.52	359.16	491.67
投资活动现金流净额	-749.18	-66.09	-67.26	-64.96
筹资活动现金流净额	183.70	-104.42	-57.30	-75.14
现金流量净额	-550.46	104.01	234.60	351.56

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。
孙玉浩，SAC 执业证书号：S0640522030001，中航证券研究所先进制造研究员。

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。