

天宜上佳(688033.SH)买入 (维持评级)

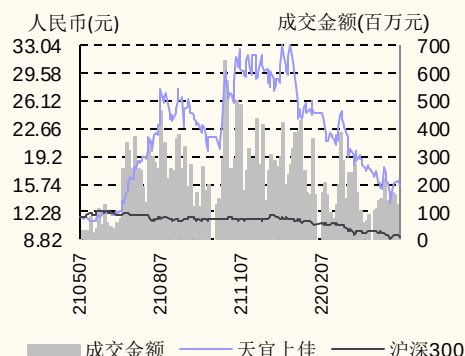
公司点评

市场价格 (人民币): 15.60 元

目标价格 (人民币): 22.28 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.49
已上市流通 A 股(亿股)	3.06
总市值(亿元)	70.00
年内股价最高最低(元)	33.28/11.22
沪深 300 指数	3909
上证指数	3002



相关报告

1. 《平台化高端材料供应商, 碳基复材进入爆发期-天宜上佳深度报告》, 2022.5.4

公司更新定增预案, 碳基复材成长可期

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	415	671	1,234	1,822	2,440
营业收入增长率	-28.65%	61.68%	83.77%	47.67%	33.96%
归母净利润(百万元)	114	175	353	500	671
归母净利润增长率	-57.77%	53.05%	101.97%	41.45%	34.14%
摊薄每股收益(元)	0.255	0.390	0.787	1.114	1.494
每股经营性现金流净额	0.42	0.03	0.71	0.61	1.01
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.73%	6.76%	12.63%	16.13%	19.15%
P/E	56.25	84.76	19.81	14.00	10.44
P/B	2.66	5.73	2.50	2.26	2.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司更新定增说明书, 拟募集资金不超过 23.7 亿元, 用于高性能碳陶盘产业化项目、碳碳材料制品预制体自动化智能编织产线项目、补充流动资金。

简评

- 根据公告, 碳陶盘项目拟投资 15.4 亿元, 长期年收入有望超过 20 亿元, 具有较强盈利能力。公司碳陶盘项目建设期为两年, 长期年产能预计达到 15 万套/年, 项目周期的第三年到第五年有望实现收入 7.62/15.23/22.40 亿元。盈利能力: 凭借自身的上游材料成本优势, 公司预计碳陶制动盘项目的毛利率和净利率为 43.73%/19.36%。合作车企: 2021-22 年期间已经与 4 家车企合作研发汽车碳陶制动盘, 随着公司碳陶制动盘生产技术不断突破, 未来有望为头部车企供货碳陶制动盘。
- 碳碳预制体项目投资 4 亿元, 年产能预计达到 5.5 万件。项目规划实现碳碳预制体年产能 5.5 万件, 并有望于一年后达产, 公司本次碳碳预制体产能仍以满足自身下游碳基复材生产需求为主, 未来会根据情况进行外销。项目每年有望在碳碳预制体领域实现 6.75 亿元收入, 其中坩埚预制体、保温筒预制体、导流筒预制体收入分别为 4.99/0.93/0.49 亿元; 火箭喉衬预制体领域每年有望实现 0.34 亿元收入。
- 上下游产业链协同效应逐步凸显, 盈利水平有望保持高位。碳碳预制体为生产碳碳热场部件和碳陶制动盘的关键上游材料, 随着公司 5.5 万件碳碳预制体项目逐渐投产, 公司通过自产自用碳碳预制体有望进一步压缩下游产品的生产成本, 提升毛利率和净利率水平。

投资建议

- 暂不考虑本次非公开发行的影响, 我们预计公司 2022-24 年营业收入为 12.34/18.22/24.40 亿元, 归母净利润为 3.53/5.00/6.71 亿元, 对应 EPS 为 0.79/1.11/1.49 元。考虑到公司业务的高成长性, 给予公司 23 年 20 倍 PE, 对应目标价 22.28 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复风险、碳基复材投产不及预期、碳陶制动盘产品推广不及预期、商誉减值风险、限售股解禁风险。

内容目录

一、碳陶盘项目三年达产，长期年收入有望超 20 亿.....	3
1.1 收入端：两年建设期，碳陶盘长期年产能达 15 万套.....	3
1.2 盈利端：对标头部碳陶盘企业，公司有望呈现更高盈利能力.....	3
1.3 项目进度：已与多家车企签订技术合作协议.....	3
二、碳碳预制体项目明年达产，有望满足下游原料需求.....	4
2.1 项目情况：碳碳预制体主要以自用为主，年产能达到 5.5 万件.....	4
2.2 收入端：碳碳预制体业务有望实现年收入 6.75 亿元.....	4
2.3 盈利端：公司碳碳预制体业务盈利能力比肩同行企业.....	5
三、盈利预测及估值.....	5
四、风险提示.....	5

图表目录

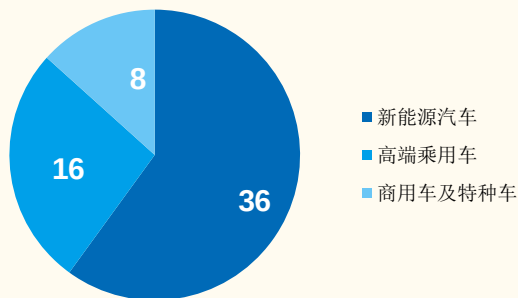
图表 1：公司各类车型碳陶盘预计年产能（万盘）.....	3
图表 2：公司碳陶制动盘项目投资情况.....	3
图表 3：公司碳陶制动盘业务长期收入有望突破 20 亿元.....	3
图表 4：公司碳陶盘项目盈利水平有望超过可比公司.....	3
图表 5：2021 年至今公司已经与 4 家车企合作研发汽车碳陶盘.....	4
图表 6：碳碳预制体项目投资情况.....	4
图表 7：碳碳预制体项目各产品收入占比预测.....	4
图表 8：碳碳预制体项目收入拆分.....	5
图表 9：公司碳碳预制体项目盈利水平比肩可比公司.....	5

一、碳陶盘项目三年达产，长期年收入有望超 20 亿

1.1 收入端：两年建设期，碳陶盘长期年产能达 15 万套

公司预计在四川江油高新技术产业园内新建厂房生产碳陶制动盘。项目建成后，可年产 60 万盘高性能碳陶盘，其中新能源车碳陶制动盘 36 万盘、高端乘用车碳陶制动盘 16 万盘、商用车及特种车碳陶制动盘 8 万盘，该项目预计投资额为 15.39 亿元，其中建设投资额为 13.94 亿元、铺底流动资金 1.54 亿元。

图表 1：公司各类车型碳陶盘预计年产能（万盘）



来源：公司定增回复函，国金证券研究所

图表 2：公司碳陶制动盘项目投资情况

项目	投资额(万元)	比例
建筑工程费	29177.84	21.07%
设备购置费	96460.50	69.65%
安装工程费	218.00	0.16%
工程建设其他费用	6047.66	4.37%
预备费	6595.20	4.76%
建设投资合计	138,499.20	100.00%

来源：公司定增回复函，国金证券研究所

完全达产预计需五年时间，届时碳陶盘项目年收入有望达到 22.40 亿元。该项目建设期为两年，第三年和第四年的达产比例为 34%/68%，预计在项目开始的五年后，公司有望具备年产 15 万套碳陶盘的生产能力。根据公司测算，预计碳陶盘的销售价格为 0.37 万元/盘，因此该项目周期的第三年到第五年有望为公司带来 7.62/15.23/22.40 亿元收入。

图表 3：公司碳陶制动盘业务长期收入有望突破 20 亿元

项目	第 3 年	第 4 年	第 5 年及以后
生产比例	34%	68%	100%
产量/销量(万盘)	20.4	40.8	60.0
平均单价(万元/盘)	0.37	0.37	0.37
营业收入(亿元)	7.62	15.23	22.40

来源：公司定增回复函，国金证券研究所

项目回收期约 8 年，投资回报率超过 15%。根据公司测算，完全达产后碳陶制动盘业务年收入有望达到 22.40 亿元，年利润总额为 5.10 亿元，该项目税后内部投资回报率为 15.29%，税后回收期（含建设期）为 8.30 年。

1.2 盈利端：对标头部碳陶盘企业，公司有望呈现更高盈利能力

公司碳陶盘业务毛利率、净利率水平有望超过海外头部企业。目前碳陶盘的生产制备主要集中海外厂商，头部供应商主要为意大利 Brembo、英国 SurfaceTransformsPlc、美国 Fusionbrakes 等。同海外厂商相比，公司碳陶制动盘业务盈利能力更强，项目达产后该项目毛利率、净利率有望达到 43.73%/19.36%。公司碳陶盘领域较高的盈利水平主要得益于：1) 上游原材料成本低：碳陶制动盘的上游材料为碳碳预制体，公司已开始量产该材料，并实现自产自用，明显降低生产成本。2) 能源费用、人力成本相对较低。

图表 4：公司碳陶盘项目盈利水平有望超过可比公司

碳陶盘业务盈利指标	Brembo SGL				本公司
	2018 年	2019 年	2020 年	三年平均	正常年份
毛利率	44.35%	40.71%	37.68%	40.91%	43.73%
净利率	17.60%	15.27%	12.86%	15.24%	19.36%

来源：公司公告，Brembo 年报，国金证券研究所

1.3 项目进度：已与多家车企签订技术合作协议

公司碳陶制动盘领域已与多家车企签订技术合作协议。根据公告，公司已经与北汽福田汽车合作研发商用车及车辆制动材料。2021-22 年，公司已累计与 4 家汽车企业合作研发汽车碳陶盘，随着公司碳陶盘产品的技术不断突破，我们预计公司有望为头部车企供货碳陶盘。

图表 5：2021 年至今公司已经与 4 家车企合作研发汽车碳陶盘

车企名称	合作研发内容	签订日期
北汽福田汽车股份有限公司	商用车及特种车辆制动材料等	2022 年 3 月 16 日
A 公司	新能源碳陶制动盘	2022 年
B 公司	新能源碳陶制动盘	2022 年
C 公司	商用车碳陶制动盘	2022 年
D 公司	特种车辆碳陶制动盘	2021 年
E 公司	汽车制动盘	2021 年

来源：公司公告，国金证券研究所

二、碳碳预制体项目明年达产，有望满足下游原料需求

2.1 项目情况：碳碳预制体主要以自用为主，年产能达到 5.5 万件

碳碳预制体以满足自身需求为主，达产后根据市场情况对外销售。公司 2000 吨级碳基复材产线已于 2021 年 9 月建成，而预制体为碳基复材生产的重要原材料。本次定增规划实现碳碳预制体年产能 5.5 万件，预计一年后达产，届时碳碳预制体的产量能满足下游碳基复材生产需求，并有望通过对外销售实现收入。

图表 6：碳碳预制体项目投资情况

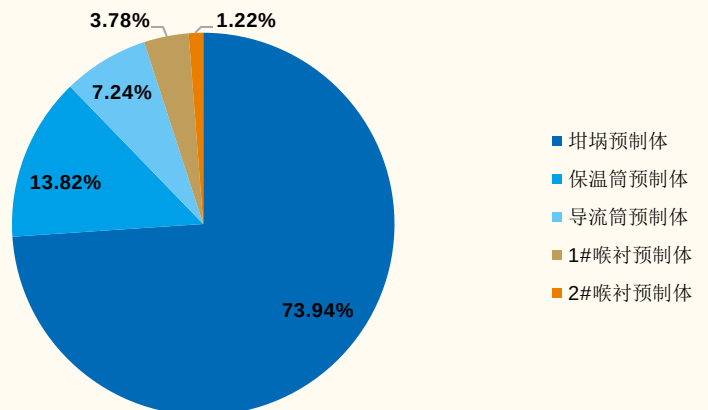
总投资构成	投资额(万元)	比例
建设投资	36,750.17	91.19%
铺底流动资金	3,550.00	8.81%
合计	40,300.17	100.00%

来源：公司定增回复函，国金证券研究所

2.2 收入端：碳碳预制体业务有望实现年收入 6.75 亿元

碳碳预制体项目长期年收入有望达到 6.75 亿元，绝大部分收入来自于碳热场业务。根据公告，公司本次碳碳预制体产能仍以满足自身下游碳基复材生产需求为主，未来会根据情况进行外销。根据公告，公司各类碳碳预制体收入情况为：坩埚预制体收入为 4.99 亿元，占比达 73.94%，保温筒预制体收入为 0.93 亿元，导流筒预制体收入为 0.49 亿元，1#喉衬预制体和 2#喉衬预制体收入分别为 0.26 亿元和 0.08 亿元。

图表 7：碳碳预制体项目各产品收入占比预测



来源：公司定增回复函，国金证券研究所

图表 8：碳碳预制体项目收入拆分

项目	第 2 年及以后
坩埚预制体：	
销售收入(万元)	49,875.00
单价(万元/件)	1.43
产量/销量(件)	35,000.00
保温筒预制体：	
销售收入(万元)	9,320.00
单价(万元/件)	0.93
产量/销量(件)	10,000.00
导流筒预制体：	
销售收入(万元)	4,886.00
单价(万元/件)	0.70
产量/销量(件)	7,000.00
1#喉衬预制体：	
销售收入(万元)	2,550.00
单价(万元/件)	8.50
产量/销量(件)	300
2#喉衬预制体：	
销售收入(万元)	822
单价(万元/件)	0.30
产量/销量(件)	2,700.00
营业收入(万元)	67,453.00

来源：公司定增回复函，国金证券研究所

碳碳预制体项目具有较高投资回报率。根据公司测算，达产后碳碳预制体业务年收入为 6.75 亿元，年利润总额为 1.96 亿元，该项目税后内部投资回报率为 37.87%，税后回收期（含建设期）为 3.87 年。

2.3 盈利端：公司碳碳预制体业务盈利能力比肩同行企业

公司碳碳预制体业务毛利率、净利率水平比肩可比公司。目前市场从事预制体业务的公司主要为上市公司楚江新材下属的江苏天鸟高新技术有限公司。公司碳碳预制体项目的毛利率、净利率预计为 39.36%/24.66%，略低于可比公司江苏天鸟。

图表 9：公司碳碳预制体项目盈利水平比肩可比公司

项目	楚江新材		本公司
	碳纤维热场预制体产业化项目	碳纤维复合材料业务	本项目(正常年份)
毛利率	44.65%	48.09%	39.36%
净利率	26.92%	NA	24.66%

来源：公司公告，楚江新材年报，国金证券研究所

三、盈利预测及估值

暂不考虑本次非公开发行的影响，我们预计公司 2022-24 年营业收入为 12.34/18.22/24.40 亿元，归母净利润为 3.53/5.00/6.71 亿元，对应 EPS 为 0.79/1.11/1.49 元。考虑到公司业务的高成长性，给予公司 23 年 20 倍 PE，对应目标价 22.28 元/股，维持“买入”评级。

四、风险提示

4.1 疫情反复风险：

近年来受到疫情影响，公司轨交闸片业务收入明显下滑，尚未恢复至疫情前水平，当前疫情仍存在不确定性；若疫情反复，轨交业务收入可能不及预期。

4.2 碳基复合材料产能不及预期：

公司近年来碳碳热场业务发展迅速，得益于新扩产线的顺利推进。若公司2000吨级碳基复合材料产能不达预期，该项业务收入可能受到不利影响。

4.3 碳陶制动盘新品推广不及预期：

汽车碳陶制动盘尚处于前期发展阶段，且产品单价较高，下游车企接受程度仍然需要一段时间，若该产品推广不及预期，可能对公司碳陶制动盘业务产生不利影响。

4.4 商誉减值风险：

公司2021年3月收购瑞合科技后产生1.27亿元商誉。若未来被收购公司经营不佳导致商誉大幅减值，将对公司业绩产生不利影响。

4.5 限售股解禁风险：

公司将于2022年7月22日解禁首发原股东限售股份14301.85万股，占解禁后流通股比例的31.87%。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	582	415	671	1,234	1,822	2,440
增长率		-28.6%	61.7%	83.8%	47.7%	34.0%
主营业务成本	-138	-107	-256	-470	-707	-965
%销售收入	23.7%	25.7%	38.1%	38.1%	38.8%	39.5%
毛利	444	308	416	764	1,115	1,475
%销售收入	76.3%	74.3%	61.9%	61.9%	61.2%	60.5%
营业税金及附加	-7	-8	-7	-12	-18	-24
%销售收入	1.3%	1.8%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-34	-29	-33	-62	-100	-146
%销售收入	5.9%	6.9%	4.9%	5.0%	5.5%	6.0%
管理费用	-61	-90	-106	-160	-237	-293
%销售收入	10.5%	21.6%	15.8%	13.0%	13.0%	12.0%
研发费用	-41	-70	-69	-105	-155	-195
%销售收入	7.1%	16.8%	10.3%	8.5%	8.5%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	300	113	200	425	605	816
%销售收入	51.6%	27.2%	29.7%	34.4%	33.2%	33.5%
财务费用	19	33	19	-10	-22	-34
%销售收入	-3.2%	-7.9%	-2.8%	0.8%	1.2%	1.4%
资产减值损失	-1	-5	-8	-4	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-1	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	322	143	218	411	581	780
营业利润率	55.3%	34.4%	32.5%	33.3%	31.9%	32.0%
营业外收支	-5	-6	0	0	0	0
税前利润	317	137	218	411	581	780
利润率	54.5%	33.1%	32.5%	33.3%	31.9%	32.0%
所得税	-46	-27	-38	-58	-81	-109
所得税率	14.6%	19.7%	17.3%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	271	110	180	353	500	671
少数股东损益	0	-4	5	0	0	0
归属于母公司的净利润	271	114	175	353	500	671
净利率	46.5%	27.5%	26.1%	28.6%	27.4%	27.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	271	110	180	353	500	671
少数股东损益	0	-4	5	0	0	0
非现金支出	15	41	74	139	168	186
非经营收益	1	0	3	21	30	44
营运资金变动	-77	40	-243	-196	-425	-449
经营活动现金净流	210	190	15	317	273	451
资本开支	-185	-162	-611	-269	-276	-226
投资	0	-9	-131	0	0	0
其他	-3	-4	-7	0	0	0
投资活动现金净流	-188	-176	-749	-269	-276	-226
股权募资	975	0	8	0	0	0
债权募资	0	30	206	-134	330	105
其他	-139	-43	-31	-161	-230	-312
筹资活动现金净流	836	-13	184	-295	100	-207
现金净流量	859	2	-550	-247	97	19

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,168	1,170	628	367	454	465
应收账款	491	430	658	914	1,350	1,808
存货	38	52	175	202	304	415
其他流动资产	66	74	116	92	138	188
流动资产	1,763	1,726	1,577	1,575	2,246	2,876
%总资产	68.9%	66.6%	47.3%	45.4%	52.9%	58.5%
长期投资	27	23	72	72	72	72
固定资产	629	657	1,224	1,467	1,560	1,585
%总资产	24.6%	25.3%	36.7%	42.3%	36.7%	32.2%
无形资产	113	135	291	311	330	349
非流动资产	794	867	1,760	1,890	2,000	2,042
%总资产	31.1%	33.4%	52.7%	54.6%	47.1%	41.5%
资产总计	2,557	2,592	3,337	3,465	4,246	4,918
短期借款	0	30	77	60	390	495
应付款项	129	63	194	241	363	495
其他流动负债	37	40	61	81	120	161
流动负债	166	133	332	382	873	1,151
长期贷款	0	0	190	190	190	190
其他长期负债	48	47	170	37	27	19
负债	214	180	693	609	1,090	1,360
普通股股东权益	2,343	2,417	2,587	2,799	3,099	3,501
其中：股本	449	449	449	449	449	449
未分配利润	538	592	733	945	1,244	1,647
少数股东权益	0	-5	57	57	57	57
负债股东权益合计	2,557	2,592	3,337	3,465	4,246	4,918

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.603	0.255	0.390	0.787	1.114	1.494
每股净资产	5.222	5.385	5.764	6.237	6.905	7.802
每股经营现金净流	0.469	0.424	0.033	0.706	0.608	1.005
每股股利	0.000	0.040	0.040	0.315	0.446	0.598
回报率						
净资产收益率	11.55%	4.73%	6.76%	12.63%	16.13%	19.15%
总资产收益率	10.59%	4.41%	5.24%	10.20%	11.77%	13.63%
投入资本收益率	10.93%	3.71%	5.66%	11.76%	13.93%	16.54%
增长率						
主营业务收入增长率	4.29%	-28.65%	61.68%	83.77%	47.67%	33.96%
EBIT 增长率	-0.31%	-62.36%	76.85%	112.71%	42.46%	34.92%
净利润增长率	2.89%	-57.77%	53.05%	101.97%	41.45%	34.14%
总资产增长率	88.30%	1.37%	28.73%	3.85%	22.53%	15.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	207.0	333.0	256.1	260.0	260.0	260.0
存货周转天数	115.5	154.6	162.1	160.0	160.0	160.0
应付账款周转天数	227.6	296.3	175.3	175.0	175.0	175.0
固定资产周转天数	241.1	459.0	494.5	320.2	225.4	157.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.84%	-47.25%	-13.64%	-4.08%	4.00%	6.18%
EBIT 利息保障倍数	-16.1	-3.4	-10.7	44.0	27.9	23.8
资产负债率	8.37%	6.96%	20.76%	17.57%	25.67%	27.65%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	4	5	6	10
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.20	1.17	1.14	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-05-04	买入	16.00	22.28 ~ 22.28

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=买入；1.01~2.0=增持；2.01~3.0=中性

3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402