

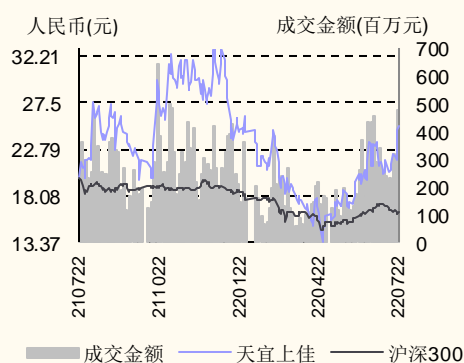
天宜上佳 (688033.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 25.05 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.49
已上市流通 A 股(亿股)	4.49
总市值(亿元)	112.41
年内股价最高最低(元)	33.28/13.49
沪深 300 指数	4238
上证指数	3270



相关报告

- 1.《公司更新定增预案，碳基复材成长可期-天宜上佳定增项目点评》，2022.5.8
- 2.《平台化高端材料供应商，碳基复材进入爆发期-天宜上佳首次覆盖报...》，2022.5.4

满在朋 分析师 SAC 执业编号: S1130522030002
manzaipeng@gjzq.com.cn

下游客户认证顺利，碳基复材持续发力

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	1,820	2,440
营业收入增长率	-28.65%	61.68%	83.84%	47.51%	34.06%
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%	101.78%	41.75%	34.15%
摊薄每股收益(元)	0.255	0.390	0.785	1.112	1.492
每股经营性现金流净额	0.42	0.03	0.70	0.61	1.00
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.73%	6.76%	12.62%	16.15%	19.17%
P/E	56.25	84.76	31.92	22.52	16.79
P/B	2.66	5.73	4.03	3.64	3.22

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 7月22日，公司发布半年报预告，2022年上半年实现收入4.01亿元，同比增长79.72%；归母净利润0.72亿元，同比增长28.14%；扣非后归母净利润为0.69亿元，同比增长28.85%，符合预期。

经营分析

- “第二成长曲线”碳基复材持续放量，收入占比超6成。根据公告及我们测算，22Q2碳基复材业务实现收入约为1.42亿元，环比22Q1提升约19%，上半年碳基复材业务收入占比达到65%。随着公司大型沉积设备在下半年逐步落地，碳基复材产能有望进一步提升，预计22-24年碳基复材年产量为1020/1740/2250吨，对应收入6.2/10.3/13.0亿元。
- 碳碳热场下游客户认证顺利，光伏硅片厂商订单占比迅速提升。截至22年5月31日，公司碳碳热场业务中光伏硅片厂商的订单比例达到14.61%，相比3月底提升近10pcts；22年4-5月光伏硅片厂商的订单比例接近25%。随着下游硅片厂商的顺利开拓，热场部件产品收入占比有望不断提升。
- 上游碳碳预制体自供比例不断提升，盈利能力有望维持高位。根据近期公告，公司规划实现年产碳碳预制体1541吨，其中70%以碳碳热场自用为主，其余30%对外出售。自制上游碳碳预制体能够大幅压缩生产成本，提升毛利率，22Q1公司碳基复材业务毛利率达到66%，随着碳碳预制体产能不断释放，碳碳热场业务有望继续保持较高盈利水平。
- 轨交业务受疫情影响短期承压，静待下半年反弹。22H1全国多个地区疫情反复，铁路旅客量大幅下滑，公司粉末冶金闸片属于车辆运营的耗材产品，受到疫情影响较大。随着疫情缓解，铁路客运量逐步恢复，公司轨交业务有望在下半年实现反弹。

投资建议

- 公司碳基复材业务持续发力，收入占比不断提升，我们看好公司未来业绩的高成长性，预计2022-2024年公司营业收入为12.34/18.20/24.40亿元，归母净利润为3.53/5.00/6.71亿元，对应PE32/23/17X，维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复导致高铁客运量下滑风险、碳基复材投产不及预期风险、商誉减值风险、限售股解禁风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	582	415	671	1,234	1,820	2,440	货币资金	1,168	1,170	628	367	453	465
增长率		-28.6%	61.7%	83.8%	47.5%	34.1%	应收款项	491	430	658	914	1,349	1,808
主营业务成本	-138	-107	-256	-486	-741	-1,004	存货	38	52	175	209	318	431
%销售收入	23.7%	25.7%	38.1%	39.4%	40.7%	41.1%	其他流动资产	66	74	116	95	144	195
毛利	444	308	416	748	1,079	1,437	流动资产	1,763	1,726	1,577	1,585	2,264	2,899
%销售收入	76.3%	74.3%	61.9%	60.6%	59.3%	58.9%	%总资产	68.9%	66.6%	47.3%	45.6%	53.1%	58.7%
营业税金及附加	-7	-8	-7	-12	-18	-24	长期投资	27	23	72	72	72	72
%销售收入	1.3%	1.8%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	629	657	1,224	1,467	1,560	1,585
销售费用	-34	-29	-33	-53	-77	-99	%总资产	24.6%	25.3%	36.7%	42.2%	36.6%	32.1%
%销售收入	5.9%	6.9%	4.9%	4.3%	4.2%	4.0%	无形资产	113	135	291	311	330	349
管理费用	-61	-90	-106	-152	-221	-293	非流动资产	794	867	1,760	1,890	2,000	2,042
%销售收入	10.5%	21.6%	15.8%	12.3%	12.1%	12.0%	%总资产	31.1%	33.4%	52.7%	54.4%	46.9%	41.3%
研发费用	-41	-70	-69	-111	-164	-212	资产总计	2,557	2,592	3,337	3,476	4,265	4,941
%销售收入	7.1%	16.8%	10.3%	9.0%	9.0%	8.7%	短期借款	0	30	77	64	394	501
息税前利润 (EBIT)	300	113	200	420	599	809	应付款项	129	63	194	249	379	513
%销售收入	51.6%	27.2%	29.7%	34.0%	32.9%	33.1%	其他流动负债	37	40	61	80	119	159
财务费用	19	33	19	-10	-22	-35	流动负债	166	133	332	393	892	1,173
%销售收入	-3.2%	-7.9%	-2.8%	0.8%	1.2%	1.4%	长期贷款	0	0	190	190	190	190
资产减值损失	-1	-5	-8	-4	-2	-2	其他长期负债	48	47	170	37	27	19
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	214	180	693	620	1,108	1,382
投资收益	0	0	-1	0	0	0	普通股股东权益	2,343	2,417	2,587	2,799	3,099	3,502
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	449	449	449	449	449	449
营业利润	322	143	218	406	575	772	未分配利润	538	592	733	944	1,245	1,647
营业利润率	55.3%	34.4%	32.5%	32.9%	31.6%	31.6%	少数股东权益	0	-5	57	57	57	57
营业外收支	-5	-6	0	0	0	0	负债股东权益合计	2,557	2,592	3,337	3,476	4,265	4,941
税前利润	317	137	218	406	575	772	比率分析						
利润率	54.5%	33.1%	32.5%	32.9%	31.6%	31.6%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-46	-27	-38	-53	-75	-100	每股指标						
所得税率	14.6%	19.7%	17.3%	13.0%	13.0%	13.0%	每股收益	0.603	0.255	0.390	0.785	1.112	1.492
净利润	271	110	180	353	500	671	每股净资产	5.222	5.385	5.764	6.220	6.887	7.783
少数股东损益	0	-4	5	0	0	0	每股经营现金净流	0.469	0.424	0.033	0.699	0.606	1.004
归属于母公司的净利润	271	114	175	353	500	671	每股股利	0.000	0.040	0.040	0.315	0.446	0.598
净利率	46.5%	27.5%	26.1%	28.6%	27.5%	27.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	11.55%	4.73%	6.76%	12.62%	16.15%	19.17%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	10.59%	4.41%	5.24%	10.16%	11.73%	13.59%
净利润	271	110	180	353	500	671	投入资本收益率	10.93%	3.71%	5.66%	11.74%	13.94%	16.55%
少数股东损益	0	-4	5	0	0	0	增长率						
非现金支出	15	41	74	139	168	186	主营业务收入增长率	4.29%	-28.65%	61.68%	83.84%	47.51%	34.06%
非经营收益	1	0	3	21	30	44	EBIT增长率	-0.31%	-62.36%	76.85%	110.28%	42.77%	34.91%
营运资金变动	-77	40	-243	-199	-426	-451	净利润增长率	2.89%	-57.77%	53.05%	101.78%	41.75%	34.15%
经营活动现金净流	210	190	15	314	272	450	总资产增长率	88.30%	1.37%	28.73%	4.16%	22.71%	15.87%
资本开支	-185	-162	-611	-269	-276	-226	资产管理能力						
投资	0	-9	-131	0	0	0	应收账款周转天数	207.0	333.0	256.1	260.0	260.0	260.0
其他	-3	-4	-7	0	0	0	存货周转天数	115.5	154.6	162.1	160.0	160.0	160.0
投资活动现金净流	-188	-176	-749	-269	-276	-226	应付账款周转天数	227.6	296.3	175.3	175.0	175.0	175.0
股权募资	975	0	8	0	0	0	固定资产周转天数	241.1	459.0	494.5	320.1	225.6	157.0
债权募资	0	30	206	-130	330	107	偿债能力						
其他	-139	-43	-31	-161	-231	-313	净负债/股东权益	-49.84%	-47.25%	-13.64%	-3.96%	4.15%	6.35%
筹资活动现金净流	836	-13	184	-291	99	-206	EBIT利息保障倍数	-16.1	-3.4	-10.7	43.0	27.3	23.3
现金净流量	859	2	-550	-247	96	19	资产负债率	8.37%	6.96%	20.76%	17.83%	25.99%	27.97%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	1	3	5	11
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.17	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
2	2022-05-08	买入	15.60	22.28

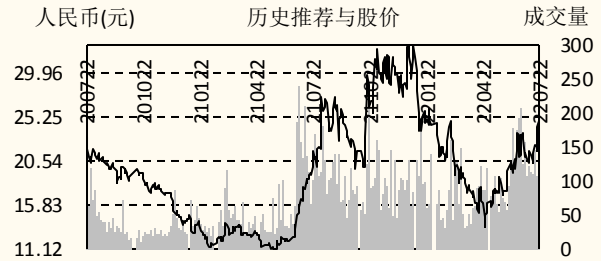
来源：国金证券研究所

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，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国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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，而不应对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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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