

## 闸片需求见底, 碳基材料快速发展

2022 年 08 月 13 日

**事件:** 公司披露 2022 年中报: 1) 2022H1, 营收 4.03 亿元, 同比+80.62%, 归母净利润 0.72 亿元, 同比+28.14%; 毛利率 55.22%, 同比-13.21pct, 净利率 18.96%, 同比-5.77pct; 2) 2022Q2 营收 2.30 亿元, 同比+55.28%, 归母净利润 0.38 亿元, 同比-17.62%, 毛利率 53.12%, 同比-14.28pct, 净利率 17.82%, 同比-13.53pct。

**疫情造成 Q2 闸片需求下滑, 碳基复材业务发展趋势良好。** 2022H1 公司粉末冶金闸片业务实现营收 0.77 亿元, yoy-61.31%, 主要受上半年疫情影响, 2022H1 全国铁路客运量 7.87 亿人次, yoy-42.35%, 其中 2022Q2 为 3.17 亿人次, yoy-61.47%, 滑坡严重。2022H1, 有机合成业务 (即碳碳热场材料业务) 实现营收 2.64 亿元, 占营业收入总额的比例为 65.63%, 毛利率为 56.68%, 相比去年全年的 1.42 亿元也实现了较大的增长; 截至目前, 公司在下游光伏硅片制造商的产品认证工作进展顺利, 已向包括高景太阳能、晶科能源、晶澳能源、包头美科等 11 家光伏硅片制造商正式供货, 另有 5 家光伏硅片企业正在试验验证中。

**碳基复材+碳陶刹车片+军用喉衬成为公司第二增长曲线。** 公司依靠高铁动车组粉末冶金闸片业务起家, 依靠产业链布局碳基复材及碳陶刹车片新业务, 上述两大业务均属于未来前景较好的业务, 且公司目前布局已初具规模, 公司第二增长曲线渐行渐近: **1) 碳基复材业务:** 公司积极响应光伏企业大尺寸、高纯度的技术需求, 启动对 2000 吨级碳碳材料制品产线自动化及装备升级, 产品纯度等各项指标满足客户要求, 同时大幅提高产品的稳定性、一致性及生产效率, 降低能耗, 提质增效, 全面提升产品竞争力; **2) 碳陶刹车片:** 2022H1, 公司成功开发近净成型全新结构预制体并设计完成无人智能针刺生产线, 彻底解决了制动盘制动表面纤维裸露和氧化烧蚀等致命缺陷。公司已与两家汽车厂商签署了战略合作协议, 开展商用车、特种车辆高性能碳陶制动材料核心部件的研制开发工作, 共同推进碳陶制动盘在商用汽车领域的应用。公司已与五家汽车厂商签订了保密/合作协议, 依据客户拟配备碳陶制动盘车型的技术输入进行正向设计开发, 为客户提供符合技术要求的配套产品。2022H1, 公司已完成四家汽车厂商样件交付, 并积极推进后续合作, 推动产业化进程; **3) 军用喉衬:** 2022 年 8 月, 公司公告全资子公司天力新陶与兵器集团下属某单位于近日签订《某型号碳基复合材料喉衬项目开发协议》, 碳碳喉衬性能优越, 作为火箭喷管新材料应用需求好。

**投资建议:** 公司闸片业务需求景气度见底, 碳基复合材料新业务产品布局全面, 发展前景较好, 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别是 2.98/5.03/6.98 亿元, 现价对应 PE 分别是 43x/26x/18x, 维持“推荐”评级。

**风险提示:** 1. 项目建设进度低于预期风险; 2. 产品验证失败风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	671	1,032	1,511	2,550
增长率 (%)	61.7	53.8	46.4	68.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	175	298	503	698
增长率 (%)	53.1	70.5	68.7	38.7
每股收益 (元)	0.39	0.66	1.12	1.55
PE	74	43	26	18
PB	5.0	4.5	3.9	3.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 8 月 12 日收盘价)

### 推荐

**维持评级**
**当前价格:**
**28.70 元**

**分析师 李哲**

执业证书: S0100521110006

电话: 13681805643

邮箱: lizhe\_yj@mszq.com

**分析师 罗松**

执业证书: S0100521110010

电话: 18502129343

邮箱: luosong@mszq.com

### 相关研究

1. 天宜上佳 (688033.SH) 事件点评: 与兵器集团签订喉衬协议, 打开碳基材料需求新领域 -2022/08/06

2. 天宜上佳 (688033.SH) 深度报告: 碳基新贵的“三段击” -2022/07/24

3. 天宜上佳 (688033) 2021 年业绩快报点评: 碳基复材营收过亿, 第二增长曲线效果初显 -2022/02/27

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	671	1,032	1,511	2,550
营业成本	256	404	549	1,084
营业税金及附加	7	11	17	28
销售费用	33	39	57	102
管理费用	106	108	144	332
研发费用	69	93	106	128
EBIT	203	395	664	918
财务费用	-19	14	34	51
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
投资收益	-1	-2	-2	-4
营业利润	218	366	612	845
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	218	366	612	845
所得税	38	55	92	127
净利润	180	311	521	718
归属于母公司净利润	175	298	503	698
EBITDA	269	547	872	1,186

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	628	297	447	632
应收账款及票据	599	846	1,097	1,766
预付款项	74	117	159	314
存货	175	182	302	357
其他流动资产	101	142	191	309
流动资产合计	1,577	1,585	2,196	3,377
长期股权投资	17	17	17	17
固定资产	909	1,163	1,479	1,764
无形资产	161	161	161	161
非流动资产合计	1,760	2,308	2,800	3,131
资产合计	3,337	3,893	4,995	6,509
短期借款	54	78	102	125
应付账款及票据	193	196	332	710
其他流动负债	86	120	161	272
流动负债合计	332	394	594	1,107
长期借款	190	390	790	1,090
其他长期负债	170	170	170	170
非流动负债合计	360	560	960	1,260
负债合计	693	954	1,555	2,368
股本	449	450	450	450
少数股东权益	57	70	87	107
股东权益合计	2,644	2,938	3,441	4,141
负债和股东权益合计	3,337	3,893	4,995	6,509

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	61.68	53.76	46.36	68.83
EBIT 增长率	80.52	94.81	68.08	38.16
净利润增长率	53.05	70.52	68.73	38.71
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	61.91	60.82	63.62	57.49
净利润率	26.07	28.91	33.33	27.38
总资产收益率 ROA	5.24	7.66	10.08	10.73
净资产收益率 ROE	6.76	10.40	15.01	17.31
<b>偿债能力</b>				
流动比率	4.75	4.02	3.69	3.05
速动比率	3.87	3.14	2.82	2.37
现金比率	1.89	0.75	0.75	0.57
资产负债率 (%)	20.76	24.52	31.12	36.38
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	252.58	250.00	230.00	200.00
存货周转天数	159.86	159.86	159.86	110.00
总资产周转率	0.23	0.29	0.34	0.44
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.39	0.66	1.12	1.55
每股净资产	5.75	6.37	7.45	8.97
每股经营现金流	0.03	0.41	1.07	1.20
每股股利	0.04	0.04	0.04	0.04
<b>估值分析</b>				
PE	74	43	26	18
PB	5.0	4.5	3.9	3.2
EV/EBITDA	46.78	24.04	15.40	11.44
股息收益率 (%)	0.14	0.14	0.14	0.14

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	180	311	521	718
折旧和摊销	67	152	208	268
营运资金变动	-243	-309	-294	-518
经营活动现金流	15	184	482	538
资本开支	-611	-700	-700	-600
投资	-131	0	0	0
投资活动现金流	-749	-702	-702	-604
股权募资	8	1	0	0
债务募资	206	224	424	324
筹资活动现金流	184	187	369	251
现金净流量	-550	-331	149	185

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026