

天宜上佳 (688033)

2022年中报点评：碳碳热场材料放量，期待碳陶制

动盘突破

投资评级

买入

维持评级

2022年08月16日

收盘价(元):

29.24

报告摘要

事件:公司发布半年度报告,22H1 公司实现营收 4.03 亿元,+80.62%; 归母净利润 0.72 亿元,+28.14%。

◆ 发展绿能新材料平台，碳碳热场材料快速放量

公司通过规模化、智能化、数字化改造，致力于发展成为绿能新材料创新及产业化应用平台型企业。分业务来看，(1) 粉末冶金闸片业务：受疫情影响铁路旅客运输量大幅下降，高铁车辆运营耗材需求回落，相关业务板块实现营业收入 0.76 亿元，同比下滑 61.31%。报告期内，在国铁集团联合采购中获得较大份额，与各铁路局下属企业保持稳定合作关系并签订供货合同，同时完成成都局三个产品检修资质评审工作，实现复兴号车型闸片与西南物资的检修合作，保持行业领先地位。(2) 碳基复合材料：碳碳热场材料实现营收 2.64 亿元，较 2021 年全年营收增长 85.92%，营收占比达到 65.95%，带动总营收规模同比大幅提升。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。(3) 树脂基碳纤维复合材料制品：实现营收 0.13 亿元，天仁道和相继开发了无人机尾段项目、商业航天全碳纤维支架结构、舰载非金属舷梯等科研项目。(4) 航空大型结构件精密制造板块：实现收入 0.41 亿元，公司在成都航空产业园新设航空结构件柔性生产线，预计今年底实现全部产能落地。我们认为，公司传统冶金闸片业务虽然短期业绩波动较大，在疫情好转后仍将稳健发展；碳基复合材料主要系热场消耗品，受益于光伏产品大尺寸、高纯度的技术需求，表现出良好的成长性，未来发展持续性较强。

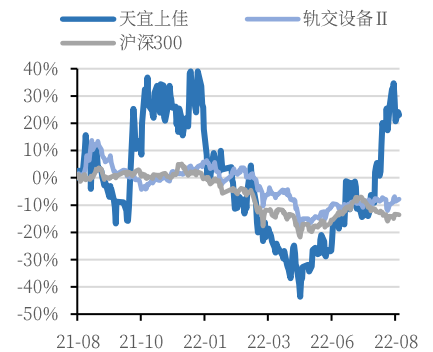
◆ 经营结构调整致毛利率与净利率有所下降，整体费用管控情况良好。

上半年毛利率、净利率为 55.22%、18.96%，较去年同期下滑 13.21pcts、5.77pcts，主要系上半年冶金闸片受疫情影响收入下滑，及公司业务结构调整、碳基复合材料业务占比大幅提升，新业务板块毛利率较传

公司基本数据

总股本(百万股)	449.93
总市值(百万)	13,155.94
流通股本(百万股)	449.93
流通市值(百万)	13,155.94
12月最高/最低价(元)	34.96/13.10
资产负债率(%)	33.05
每股净资产(元)	5.93
市盈率(TTM)	68.94
市净率(PB)	4.93
净资产收益率(%)	2.71

股价走势图



作者

邹润芳	分析师
SAC 执业证书: S0640521040001	
邮箱: zourf@avicsec.com	
卢正羽	分析师
SAC 执业证书: S0640521060001	
邮箱: luzhy@avicsec.com	
唐保威	研究助理
SAC 执业证书: S0640121040023	
邮箱: tangbw@avicsec.com	

统的冶金闸片略低所致。上半年四项费用率为 29.41%，相比去年同期下降 8.18pcts，费用管控良好。存货 2.59 亿元，同比+82.91%，主要是新业务板块稳定发展，产量持续增长所致；应收账款 7.91 亿元，同比+89.92%，主要系营业收入增加，未结算货款尚在信用期内。应付账款 2.61 亿元，同比+285.95%，主要系新业务规模扩大，应付材料采购款及长期资产款项增加所致。长短期借款同比增加 4.29 亿元，主要系业务规模扩张，资金消耗较多所致。经营活动产生的现金流量净额较上年同期减少 140.51%，主要系公司碳基复合材料业务板块购买生产经营性所需的材料费用增加所致。我们认为，公司当前的财务状况与企业发展绿能新材料平台、处于产品结构调整阶段密切相关；未来随着各板块业务的有序开展以及 23.19 亿元定增募投项目的落地，相关财务数据将会逐步明显改善。

◆ **碳陶制动盘是产业发展方向，未来可能实现突破、取得规模化应用。**

乘用车碳陶制动盘的特点是质量轻，密度小于 2.4g/cm³，不到钢的四分之一。摩擦系数在 0.3~0.6 可调节，能满足不同车型的制动技术要求。耐温性可达 1650°C。由于其耐磨损，因而使用寿命长，可以实现全生命周期使用。同时其对潮湿、低温、酸碱、风沙等不敏感，摩擦系数保持率很高，具有很高的环境耐受性。有研究表明，一辆轿车的重量下降 10%，能耗可以减少 4%~6%，排放量降低 5%~6%。对于整个汽车行业的发展来说，加快发展汽车轻量化技术已是迫在眉睫，目前高成本限制了乘用车碳陶盘的推广和应用。根据此前公司的定增预案，拟募集金额不超过 23.69 亿元，其中 13.19 亿元用于高性能碳陶制动盘产业化建设项目，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。公司是国内唯一既能生产碳陶制动盘又能生产制动衬片的企业，已完成四家汽车厂商样件交付，与五家汽车厂商签订了保密/合作协议。我们认为，未来随着公司募投项目的实施，规模化生产将大幅降低产业应用成本，为碳陶制动盘、片在汽车行业推广应用奠定坚实基础。碳陶制动盘是产业发展方向，可能为公司带来新的业绩增长动力。

◆ **投资建议**

预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 10.97 亿元、18.02 亿元、22.43 亿元；归母净利润分别为 2.98 亿元、4.91 亿元 6.07 亿元，对应目前 PE 分别为 45X /27X /22X，维持“买入”评级。

◆ **风险提示**

下游需求不及预期；产品验证不及预期；市场竞争加剧。

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	415.17	671.26	1097.05	1801.60	2243.09
增长率 (%)	-28.65	61.68	63.43	64.22	24.51
归母净利润 (百万元)	114.32	174.97	298.19	491.18	607.37
增长率 (%)	-57.77	53.05	70.42	64.72	23.66
毛利率 (%)	74.30	61.91	58.87	57.03	56.57
每股收益 (元)	0.25	0.39	0.66	1.09	1.35
市盈率 PE	116.10	75.86	44.51	27.02	21.85
市净率 PB	5.49	5.13	4.66	4.05	3.49
净资产收益率 ROE (%)	4.73	6.76	10.48	15.00	15.97

资料来源：iFind, 中航证券研究所

财务报表与财务指标

利润表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	415.17	671.26	1097.05	1801.60	2243.09	货币资金	1169.63	627.97	563.65	472.68	757.32
营业成本	106.71	255.67	451.25	774.12	974.23	应收票据及账款	440.85	661.39	1080.92	1775.12	2210.11
税金及附加	7.60	7.37	12.05	19.79	24.64	预付账款	15.62	74.01	120.95	198.62	247.30
销售费用	28.62	32.99	38.40	54.05	67.29	其他应收款	7.52	9.33	15.25	25.04	31.18
管理费用	89.77	106.20	134.94	203.58	253.47	存货	52.28	174.79	308.49	529.22	666.03
研发费用	69.57	69.38	82.28	129.72	157.02	其他流动资产	39.69	29.56	48.31	79.33	98.77
财务费用	-32.88	-18.58	10.75	9.85	9.51	流动资产总计	1725.59	1577.05	2137.56	3080.01	4010.70
资产减值损失	-2.06	-2.43	-2.19	-3.60	-4.49	长期股权投资	20.70	17.22	16.92	16.62	16.32
信用减值损失	-3.38	-5.40	-2.19	-3.60	-4.49	固定资产	522.04	952.72	868.75	793.75	702.69
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	在建工程	134.71	314.56	287.13	234.71	182.28
投资收益	-0.46	-1.01	-0.20	-0.20	-0.20	无形资产	131.29	160.53	133.77	107.02	80.26
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期待摊费用	4.02	3.66	2.82	0.99	0.99
资产处置收益	0.18	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	53.87	311.13	311.13	311.13	311.13
其他收益	2.87	8.62	8.62	8.62	8.62	非流动资产合计	866.63	1759.81	1620.53	1464.21	1293.67
营业利润	142.93	218.01	371.43	611.72	756.38	资产总计	2592.22	3336.86	3758.09	4544.22	5304.37
营业外收入	0.07	0.10	0.10	0.10	0.10	短期借款	30.00	53.87	0.00	0.00	0.00
营业外支出	5.68	0.26	0.26	0.26	0.26	应付票据及账款	53.02	192.62	339.97	583.22	733.99
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	50.32	85.79	145.38	246.52	309.67
利润总额	137.32	217.85	371.26	611.55	756.22	流动负债合计	133.34	332.29	485.35	829.74	1043.65
所得税	27.08	37.78	64.38	106.05	131.14	长期借款	0.00	240.41	240.41	240.41	240.41
净利润	110.24	180.07	306.88	505.50	625.08	其他非流动负债	46.96	119.99	119.99	119.99	119.99
少数股东损益	-4.08	5.10	8.69	14.32	17.70	非流动负债合计	46.96	360.40	360.40	360.40	360.40
归属母公司股东净利润	114.32	174.97	298.19	491.18	607.37	负债合计	180.29	692.69	845.75	1190.14	1404.05
现金流量表 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	股本	448.74	448.74	448.74	448.74	448.74
经营活动现金流量净额	190.38	15.02	92.31	35.94	42.29	资本公积	1260.44	1272.48	1272.48	1272.48	1272.48
投资活动现金流量净额	-175.97	-749.18	-53.31	-53.31	-53.31	留存收益	707.49	865.53	1125.01	1552.44	2080.97
筹资活动现金流量净额	-12.76	183.70	-103.32	-73.60	-88.34	归属母公司权益	2416.67	2586.74	2846.22	3273.65	3802.19
现金流量净额	1.84	-550.46	-64.32	-90.97	284.64	少数股东权益	-4.74	57.43	66.12	80.43	98.14
						股东权益合计	2411.93	2644.17	2912.34	3354.08	3900.32
						负债和股东权益合计	2592.22	3336.86	3758.09	4544.22	5304.37

资料来源：iFind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

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。

行业的投资评级如下:

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。

研究团队介绍汇总:

中航证券先进制造团队: 研究所所长邹润芳领衔, 曾获得 2012 至 2013 年新财富最佳分析师军工机械第一名, 2015 至 2017 年新财富最佳分析师机械行业第一名, 团队在先进制造、军民融合、新能源、新材料等领域有较深的产业资源积淀, 擅长自上而下的产业链研究和资源整合, 着眼中国制造的转型升级, 致力于探索战略产业和新兴产业的发展方向, 全面服务一二级市场, 拓展产融结合的深度与广度, 为市场创造价值。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjih@avicsec.com, S0640119020011

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, 再次申明, 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。

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: 010-59219558

传 真: 010-59562637