

信义山证汇通天下

证券研究报告

铁路交通设备

天宜上佳（688033.SH）

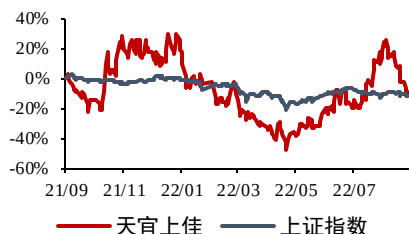
买入-A(首次)

碳基复材第二曲线超预期增长，闸片业务待修复

2022 年 9 月 4 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



事件描述

➢ 公司披露 2022 年半年报。2022 年上半年，公司实现营业收入 4.0 亿元，同比+80.6%；实现归母净利润 0.7 亿元，同比+28.1%。其中，22Q2 实现营业收入 2.3 亿元，同比+55.3%，环比+32.4%；实现归母净利润 0.4 亿元，同比-17.6%，环比+10.9%。

事件点评

➢ **碳基复材第二曲线拓展有效，带动业绩大增。**22H1 公司碳基复材业务实现收入 2.6 亿元/yoy+125.5 倍，收入贡献达 65.6%/yoy+64.7pct，毛利率 56.7%。（1）**光伏碳热场**配备超大规格沉积设备，2000 吨级碳基复合材料生产线已建成投产，已向高景太阳能、晶科能源、晶澳能源、包头美科等 11 家硅片厂商正式供货，另有 5 家硅片厂商正在验证中。（2）**碳陶制动盘**性能比肩国际厂商，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。公司与五家汽车厂商签订（保密）合作协议，已完成四家汽车厂商样件交付，并积极推进后续合作。

➢ **粉末冶金闸片业务保持竞争优势，下半年有望修复。**受收入结构影响，公司毛利率下降，22H1 公司毛利率/净利率分别为 55.2%/19.0%，同比分别 -13.2pct/-5.8pct。主要原因是，毛利率较高的粉末冶金闸片（65.6%）作为高铁制动系统耗材，受到疫情影响，销售收入 0.8 亿元/yoy-61.3%，收入贡献 19.1%/yoy-69.9pct。公司是持有 CRCC 证书最多、覆盖车型最广的厂商，截至上半年末，共拥有 CRCC 核发的 11 张《铁路产品认证证书》及 8 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。上半年，公司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。下半年粉末冶金闸片业务有望边际复苏。

➢ **碳纤维制品多领域拓展，航空结构件产能提升。**（1）**树脂基碳纤维复合材料制品**处在业务开拓阶段，销售收入 0.1 亿元，收入贡献为 3.3%。公司持续推进研发投入，开拓了航空无人机用碳纤维环氧高性能预浸料，并通过多次材料验证，现已进入型号应用。（2）**航空大型结构件产能逐步落地**，公司成为中电科下属两大研究所合格供应商，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。上半年实现销售收入 0.4 亿元，收入贡献为 10.1%，毛利率 42.21%。

市场数据：2022 年 9 月 2 日

收盘价（元）：	23.10
年内最高/最低（元）：	34.96/13.10
流通 A 股/总股本（亿）：	4.50/4.50
流通 A 股市值（亿）：	103.93
总市值（亿）：	103.93

基础数据：2022 年 6 月 30 日

基本每股收益：	0.16
摊薄每股收益：	0.16
每股净资产（元）：	6.06
净资产收益率：	2.81

分析师：

徐风

执业登记编码：S0760519110003

电话：0351-8686970

邮箱：xufeng@sxzq.com

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



➤ **盈利预测、估值分析和投资建议：**公司积极打造碳基复材第二曲线，光伏碳热场取得突破，碳纤维业务逐步拓展应用领域，航空结构件产能落地将带来业绩增量，此外，粉末冶金闸片业务有望随疫情改善边际复苏。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.0/4.9/6.3 亿元，同比分别增长 73.3%/62.9%/28.2%，对应 EPS 分别为 0.67/1.10/1.41 元，对应于 9 月 2 日收盘价 23.10 元，PE 分别为 34.3/21.0/16.4 倍。首次覆盖，给予“买入-A”的投资评级。

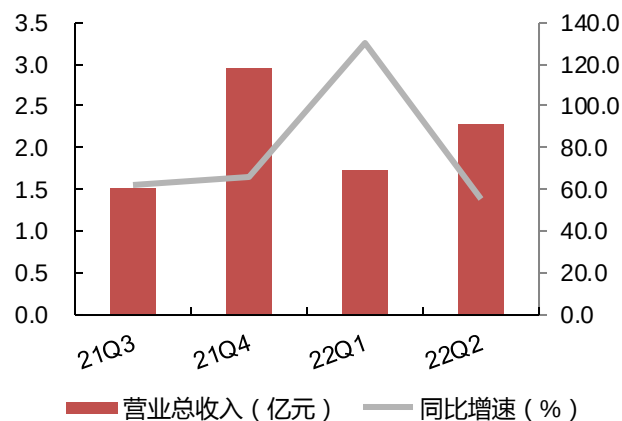
➤ **风险提示：**下游需求不及预期；新品拓展不及预期；行业竞争加剧；疫情影响超出预期。

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	415	671	1,102	1,741	2,163
YoY(%)	-28.6	61.7	64.1	58.0	24.3
净利润(百万元)	114	175	303	494	633
YoY(%)	-57.8	53.1	73.3	62.9	28.2
毛利率(%)	74.3	61.9	60.8	61.3	61.7
EPS(摊薄/元)	0.25	0.39	0.67	1.10	1.41
ROE(%)	4.6	6.8	10.3	14.5	15.7
P/E(倍)	90.9	59.4	34.3	21.0	16.4
P/B(倍)	4.3	4.0	3.6	3.1	2.6
净利率(%)	27.5	26.1	27.5	28.4	29.3

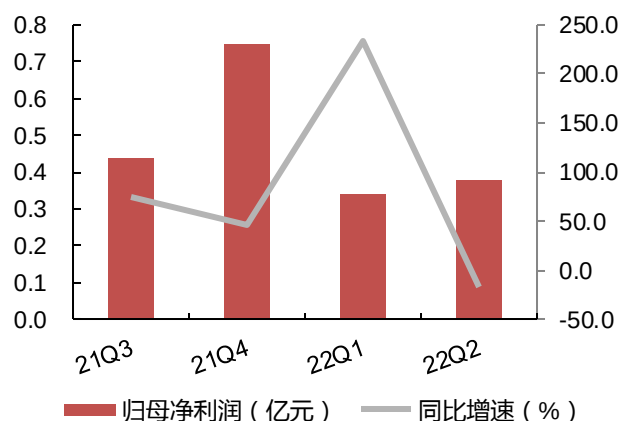
数据来源：最闻数据，山西证券研究所

图1：公司最近四个季度营收及增速



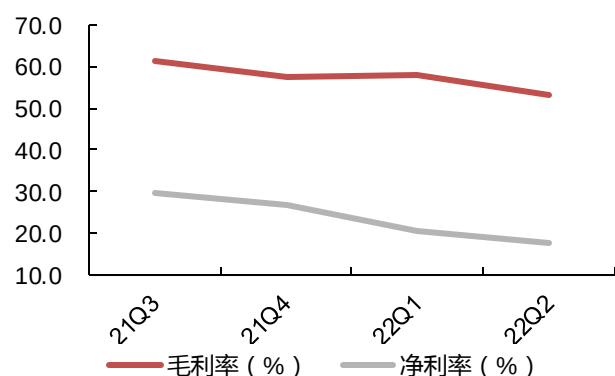
资料来源：WIND，山西证券研究所

图2：公司最近四个季度归母净利润及增速



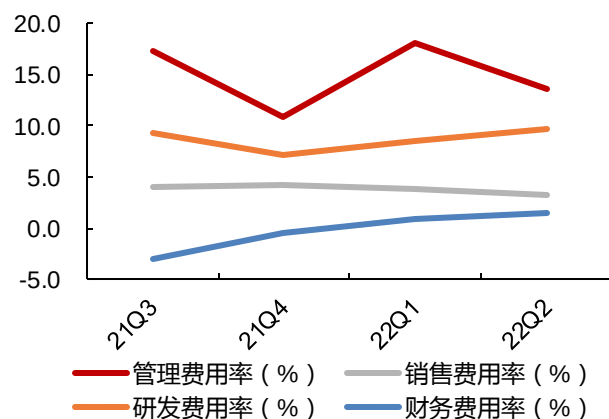
资料来源：WIND，山西证券研究所

图3：公司最近四个季度毛利率及净利率



资料来源：WIND，山西证券研究所

图4：公司最近四个季度费用率



资料来源：WIND，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1726	1577	2014	2404	2643
现金	1170	628	881	1045	1082
应收票据及应收账款	354	599	778	804	926
预付账款	16	74	73	159	130
存货	52	175	171	278	385
其他流动资产	134	101	110	117	121
非流动资产	867	1760	2066	2405	2581
长期投资	21	17	13	9	5
固定资产	522	909	1187	1442	1629
无形资产	131	161	185	194	206
其他非流动资产	193	673	681	760	741
资产总计	2592	3337	4080	4809	5224
流动负债	133	332	822	1111	956
短期借款	30	54	482	678	390
应付票据及应付账款	53	193	223	316	437
其他流动负债	50	86	117	117	129
非流动负债	47	360	328	296	259
长期借款	0	190	157	125	89
其他非流动负债	47	170	170	170	170
负债合计	180	693	1150	1406	1215
少数股东权益	-5	57	57	55	53
股本	449	449	450	450	450
资本公积	1260	1272	1272	1272	1272
留存收益	707	865	1135	1564	2117
归属母公司股东权益	2417	2587	2873	3348	3956
负债和股东权益	2592	3337	4080	4809	5224

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	190	15	201	409	613
净利润	110	180	303	493	631
折旧摊销	35	61	64	82	98
财务费用	-33	-19	-26	-29	-46
投资损失	0	1	-1	0	0
营运资金变动	38	-243	-138	-136	-70
其他经营现金流	39	34	0	0	0
投资活动现金流	-176	-749	-369	-421	-274
筹资活动现金流	-13	184	-33	-11	-12
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.39	0.67	1.10	1.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.03	0.45	0.91	1.36
每股净资产(最新摊薄)	5.37	5.75	6.38	7.44	8.79

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	415	671	1102	1741	2163
营业成本	107	256	432	673	829
营业税金及附加	8	7	12	19	24
营业费用	29	33	39	61	76
管理费用	90	106	165	235	281
研发费用	70	69	114	180	224
财务费用	-33	-19	-26	-29	-46
资产减值损失	-2	-2	-2	-4	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	-1	1	-0	-0
营业利润	143	218	365	597	770
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	6	0	3	4	3
利润总额	137	218	363	594	767
所得税	27	38	60	101	135
税后利润	110	180	303	493	631
少数股东损益	-4	5	-1	-1	-2
归属母公司净利润	114	175	303	494	633
EBITDA	139	276	426	687	869

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-28.6	61.7	64.1	58.0	24.3
营业利润(%)	-55.6	52.5	67.6	63.5	28.8
归属于母公司净利润(%)	-57.8	53.1	73.3	62.9	28.2
获利能力					
毛利率(%)	74.3	61.9	60.8	61.3	61.7
净利率(%)	27.5	26.1	27.5	28.4	29.3
ROE(%)	4.6	6.8	10.3	14.5	15.7
ROIC(%)	3.4	6.0	8.2	11.7	13.8
偿债能力					
资产负债率(%)	7.0	20.8	28.2	29.2	23.3
流动比率	12.9	4.7	2.4	2.2	2.8
速动比率	11.5	3.7	2.0	1.7	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	1.1	1.4	1.6	2.2	2.5
应付账款周转率	1.2	2.1	2.1	2.5	2.2
估值比率					
P/E	90.9	59.4	34.3	21.0	16.4
P/B	4.3	4.0	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	66.5	37.0	24.3	15.1	11.5

数据来源：最闻数据、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未

经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

