

机械组

天宜上佳(688033.SH)买入(维持评级)

公司点评

市场价格(人民币): 25.26元

收购优质石英坩埚企业，强化协同效应**市场数据(人民币)****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	1,032	1,741	2,360
营业收入增长率	-28.65%	61.68%	53.71%	68.76%	35.52%
归母净利润(百万元)	114	175	263	464	639
归母净利润增长率	-57.77%	53.05%	50.57%	76.30%	37.58%
摊薄每股收益(元)	0.255	0.390	0.469	0.827	1.138
每股经营性现金流净额	0.42	0.03	0.66	0.24	0.69
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.73%	6.76%	5.22%	8.71%	11.18%
P/E	56.25	84.76	53.82	30.53	22.19
P/B	2.66	5.73	2.81	2.66	2.48

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 11月6日晚公告披露: 公司拟使用2.7亿元自有或自筹资金收购江苏晶熠阳新材料公司90%股权, 本次收购提升两家公司在客户资源、碳碳热场生产技术环节的协同效应。

点评

- 子公司晶熠阳为优质石英坩埚供应商, 成功实现石英砂进口替代。石英坩埚是光伏单晶拉制系统中关键耗材, 在单晶硅拉制过程中直接与硅液接触, 因此客户对石英坩埚及相关配套产品的质量及使用寿命有较高要求, 晶熠阳为国内优质石英坩埚供应商, 成功优化石英砂原料配比并形成独特稳定的制造工艺, 成功实现国产石英砂对于进口砂的替代。
- 下游光伏行业高景气, N型硅片为石英坩埚贡献增量需求。石英坩埚的旺盛需求主要来自于: 1) 下游硅片产量持续高增: 根据公告披露, 2021-2030年全球电池片产量至少增长400GW, 年化CAGR达15%; 2) N型硅片占比提升驱动石英坩埚新需求: N型硅片对于多晶硅原料及复材纯度要求更高, 更换石英坩埚频率也更高, 对石英坩埚产品需求预计不断提升。
- 受益下游高景气驱动, 子公司收入进入快速增长期。根据公告披露, 子公司晶熠阳21年和22年1-7月分别实现收入2087.14和5869.88万元, 收入快速增长。受下游高景气驱动, N型硅片占比不断提升, 对于子公司晶熠阳的产品需求有望持续高增。
- 子公司在下游客户、碳碳热场生产技术端存在明显协同效应。根据公司公告, 子公司晶熠阳目前已经供货弘元新材料、晶澳科技、通威股份、晶科能源、高景太阳能等多家头部单晶硅厂商, 晶熠阳与公司在碳碳热场产品销售和生产技术端有望形成高度协同, 在辅材环节提供更全面服务。

投资建议

- 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10.32/17.41/23.60亿元, 归母净利润为2.63/4.64/6.39亿元, 对应PE54/31/22X, 维持“买入”评级。

风险提示

- 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。

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

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)					
主营业务收入	582	415	671	1,032	1,741	2,360	货币资金	1,168	1,170	628	2,702	2,348
增长率	-28.6%	61.7%	53.7%	68.8%	35.5%		应收账款	491	430	658	765	1,290
主营业务成本	-138	-107	-256	-438	-756	-1,033	存货	38	52	175	188	325
%销售收入	23.7%	25.7%	38.1%	42.5%	43.4%	43.8%	其他流动资产	66	74	116	85	146
毛利	444	308	416	594	986	1,327	流动资产	1,763	1,726	1,577	3,740	4,109
%销售收入	76.3%	74.3%	61.9%	57.5%	56.6%	56.2%	%总资产	68.9%	66.6%	47.3%	66.4%	67.3%
营业税金及附加	-7	-8	-7	-10	-17	-24	长期投资	27	23	72	72	72
%销售收入	1.3%	1.8%	1.1%	1.0%	1.0%	固定资产	629	657	1,224	1,467	1,560	
销售费用	-34	-29	-33	-51	-77	-99	%总资产	24.6%	25.3%	36.7%	26.1%	25.5%
%销售收入	5.9%	6.9%	4.9%	4.9%	4.4%	无形资产	113	135	291	311	330	
管理费用	-61	-90	-106	-144	-235	非流动资产	794	867	1,760	1,890	2,000	
%销售收入	10.5%	21.6%	15.8%	14.0%	13.5%	%总资产	31.1%	33.4%	52.7%	33.6%	32.7%	
研发费用	-41	-70	-69	-98	-157	负债总计	2,557	2,592	3,337	5,630	6,110	
%销售收入	7.1%	16.8%	10.3%	9.5%	9.0%	6,667	短期借款	0	30	77	0	0
息税前利润 (EBIT)	300	113	200	290	500		应付款项	129	63	194	225	387
%销售收入	51.6%	27.2%	29.7%	28.1%	28.7%		其他流动负债	37	40	61	70	119
财务费用	19	33	19	17	37		流动负债	166	133	332	295	506
%销售收入	-3.2%	-7.9%	-2.8%	-1.6%	-2.1%		长期贷款	0	0	190	190	190
资产减值损失	-1	-5	-8	-4	-3		其他长期负债	48	47	170	37	27
公允价值变动收益	0	0	0	0	0		负债总计	214	180	693	522	722
投资收益	0	0	-1	0	0		普通股股东权益	2,343	2,417	2,587	5,051	5,330
%税前利润	0.0%	n.a.	n.a.	0.0%	0.0%		其中：股本	449	449	561	561	561
营业利润	322	143	218	303	534		未分配利润	538	592	733	891	1,169
营业利润率	55.3%	34.4%	32.5%	29.3%	30.7%		少数股东权益	0	-5	57	57	57
营业外收支	-5	-6	0	0	0		负债股东权益合计	2,557	2,592	3,337	5,630	6,110
税前利润	317	137	218	303	534		6,667					
利润率	54.5%	33.1%	32.5%	29.3%	30.7%							
所得税	-46	-27	-38	-39	-69							
所得税率	14.6%	19.7%	17.3%	13.0%	13.0%							
净利润	271	110	180	263	464							
少数股东损益	0	-4	5	0	0							
经营活动现金净流	271	114	175	263	464							
经营现金净流	210	190	15	368	133							
资本开支	-185	-162	-611	-269	-276							
投资	0	-9	-131	0	0							
其他	-3	-4	-7	0	0							
投资活动现金净流	-188	-176	-749	-269	-276							
股权筹资	975	0	8	2,306	0							
债权筹资	0	30	206	-194	0							
其他	-139	-43	-31	-123	-201							
筹资活动现金净流	836	-13	184	1,989	-201							
现金净流量	859	2	-550	2,088	-344							

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	1	7	14	24	33
增持	1	1	2	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.13	1.13	1.11	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
3	2022-07-23	买入	25.05	N/A
4	2022-08-13	买入	28.70	N/A
5	2022-09-20	买入	22.82	N/A
6	2022-09-28	买入	23.63	N/A
7	2022-10-18	买入	22.26	N/A
8	2022-10-29	买入	19.89	N/A

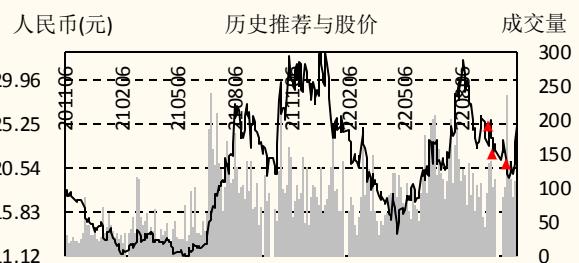
来源：国金证券研究所

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