

业务协同不断强化，外延并购步履不停

天宜上佳 (688033.SH)

推荐 (维持评级)

核心观点:

- **事件:** 11 月 7 日, 公司发布资产收购公告, 称拟以 2.7 亿自有资金收购江苏晶熠阳新材料科技有限公司持有 90% 股权, 开展光伏石英坩埚制品制造新业务。标的估值为 3.1 亿元, 增值率为 1303.44%, 此次收购完成后, 将在公司合并资产负债表中形成较大金额商誉。
- **收购晶熠阳 90% 股权切入石英坩埚, 进一步体现业务协同。** 晶熠阳主要为太阳能级单晶硅棒硅片的生产和辅助材料提供配套产品光伏石英坩埚, 2022 年 1-7 月营收达到 5869.88 万元, 净利润达到 1519.24 万元, 盈利能力较强。且其所处行业的客户黏性与技术壁垒较高, 目前已与弘元、晶澳、永祥、晶科、高景等多家单晶硅生产厂商或其子公司开展合作, 并实现国产砂对进口砂的部分替代。此外, 产品石英坩埚寿命仅为 300-400 小时, 更换频率极高, 与天宜上佳生产的碳碳热场同属于单晶拉制过程中的耗材。因此我们认为, 收购将为公司碳碳热场产品的销售业务带来良好的协同效应, 公司业绩有望进一步提升。
- **光伏行业景气向上, 带动石英坩埚市场需求增长。** 2022 年前三季度光伏板块上市公司表现较好, 受益于行业高景气度, 营业收入与归母净利润双双实现高增长。2022 年前三季度国内光伏新增装机 52.60GW, 同比增长 105.8%, 其中分布式新增装机 35.33GW, 同比增长 99.09%。由于国内分布式需求持续强劲, 限电、电力市场扩容催生工商业需求爆发, 叠加地面电站并网的节点临近, 国内需求大幅提升。同时受欧洲能源短缺、电价维持高位等影响, 海外需求保持高位上行。2022 年上半年光伏产品出口总额 259 亿美金, 同比增长 113%, 组件出口量达到 78.6GW, 同比增长 74.3%。短期看, 随着硅料放量、硅片企业开工率提升, 高纯石英砂、碳碳热场等辅材环节有望受益; 长期看, 光伏行业景气度将持续向上。因此, 我们认为通过收购标的公司进入光伏石英坩埚行业有望打开新的发展空间, 提振公司业绩。
- **碳基复材业务拓展至光伏领域, 其余三大业务稳健发展。** 公司已形成粉末冶金制动闸片、碳基复合材料、树脂基碳纤维复合材料、航空大型结构件精密制造四大业务。公司碳碳光伏热场部件业务客户认证进展顺利, 凭借较低的能源成本、大尺寸设备优势、预制体自制, 保持了稳定的发展和良好的盈利能力。此外, 公司依托多年的摩擦材料研发生产经验, 加上专业的制动盘及制动衬片技术团队, 获得了相关车企的开发定点通知书。同时, 第三季度公司高铁粉末冶金闸片业务较上半年有较大幅度的回暖, 以及公司控股子公司瑞合科技在军用航空业务领域的稳定发展, 多重因素共同助力公司整体收入规模稳步提升。
- **投资建议:** 我们认为公司主业发展持续稳定, 持续升级碳陶制动材料, 拓展碳基复合材料、树脂基碳纤维复合材料, 长期挖掘第二、第三增长曲线, 业绩稳定增长可期。随着公司传统业务稳步增长以及新材料业务发力, 如果不考虑收购晶熠阳带来的业绩变动, 我们预计 2022-2024 年可分别实现归母净利润 2.17/3.90/5.86 亿元, 对应 EPS 为 0.48/0.87/1.30 元, 对应 PE 为 48/27/20 倍, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 商誉减值的风险, 业务整合与协同效应不及预期的风险。

分析师

鲁佩

☎: (8621) 2025 7809

✉: lupei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521060001

范想想

☎: (8610) 8029 7663

✉: fanxiangxiang_yj@chinastock.com.cn

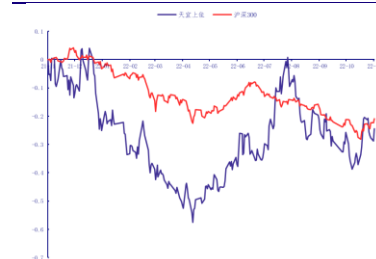
分析师登记编码: S0130518090002

市场数据

2022/11/14

A 股收盘价(元)	22.58
A 股一年内最高价(元)	34.06
A 股一年内最低价(元)	13.10
上证指数	3083.40
市盈率 (TTM)	63.82
总股本 (万股)	56136.85
实际流通 A 股(万股)	44992.97
限售的流通 A 股(万股)	11143.88
流通 A 股市值(亿元)	101.59

相对沪深 300 表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

1. 【银河机械】公司点评-天宜上佳 (688033.SH) 拳头产品稳步发展, 切入新赛道静待放量 2021.08.17
2. 【银河机械】公司点评-天宜上佳 (688033.SH) 立足新材料, 深耕碳基复材, 定增夯实未来长期增长 2022.01.12

表 1: 公司主要财务指标预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营收 (单位:亿元)	6.71	9.37	14.60	22.90
yoy	61.68%	39.64%	55.82%	56.85%
归母净利润 (单位:亿元)	1.75	2.17	3.90	5.86
yoy	53.05%	24.09%	79.72%	50.26%
EPS (单位:元)	0.39	0.48	0.87	1.30
P/E	84.76	48.92	26.78	19.55

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，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的具体推荐或观点直接或间接相关。

鲁佩 机械行业首席分析师

伦敦政治经济学院经济学硕士，证券从业7年，曾供职于华创证券，2021年加入中国银河证券研究院。2016年新财富最佳分析师第五名，IAMAC中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师第三名，2017年新财富最佳分析师第六名，首届中国证券分析师金翼奖机械设备行业第一名，2019年WIND金牌分析师第五名，2020年中证报最佳分析师第五名，金牛奖客观量化最佳行业分析团队成员。

范想想 机械行业分析师

日本法政大学工学硕士，哈尔滨工业大学工学学士，2018年加入银河证券研究院。曾获奖项包括日本第14届机器人大赛团体第一名，FPM学术会议 Best Paper Award。曾为新财富机械军工团队成员。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun-yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru-yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling-bj@chinastock.com.cn