机械组

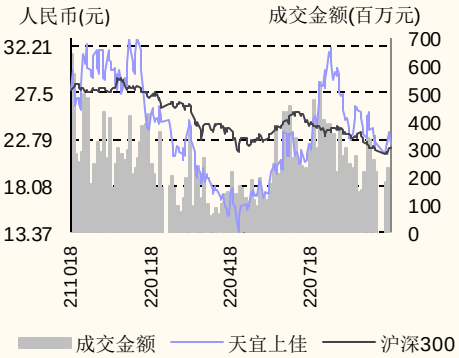
天宜上佳 (688033.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）: 22.26 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.50
已上市流通 A 股(亿股)	4.50
总市值(亿元)	100.15
年内股价最高最低(元)	33.28/13.49
沪深 300 指数	3846
上证指数	3085



相关报告

1.《光伏热场再添新客户，碳基复材持续发力-天宜上佳事件点评》，2022.9.28

2.《碳陶盘获车企定点，推动产业化进程加速-天宜上佳点评》，2022.9.20

3.《碳基复材持续发力，多项业务进展顺利-天宜上佳 22 中报点评》，2022.8.13

4.《下游客户认证顺利，碳基复材持续发力-天宜上佳 22H1 业绩预告...》，2022.7.23

5.《公司更新定增预案，碳基复材成长可期-天宜上佳定增项目点评》，2022.5.8

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

轨交板块明显修复，碳基复材稳扎稳打

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	259	459	640
归母净利润增长率	-57.77%	53.05%	47.76%	77.71%	39.24%
摊薄每股收益(元)	0.255	0.390	0.575	1.021	1.422
每股经营性现金流净额	0.42	0.03	0.81	0.31	0.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.73%	6.76%	9.43%	15.23%	18.81%
P/E	56.25	84.76	38.74	21.80	15.66
P/B	2.66	5.73	3.65	3.32	2.94

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10 月 17 日，公司发布前三季度业绩预告，2022 年前三季度实现收入 6.56 亿元，同比增长 74.80%；归母净利润 1.18 亿元，同比增长 18.03%；扣非后归母净利润为 1.09 亿元，同比增长 12.45%；其中单三季度实现收入 2.53 亿元，同比增长 66%，实现归母净利润 0.46 亿元，同比增长 5.70%，基本符合预期。

经营分析

- **“第二成长曲线”碳基复材持续放量，收入持续高增长。**22Q3 公司大型沉积设备逐步落地，碳基复材出货量稳步提升，我们预计 22Q3 碳基复材出货量有望超过 300 吨，全年碳基复材出货量有望超过 1000 吨，预计 22-24 年该板块收入为 6.2/10.3/13.0 亿元。
- **具有低能源成本、大尺寸设备、预制体自制等多个优势，盈利能力有望维持高位。**1）低能源成本：公司地处四川江油，地域优势使得具有更低的电力、天然气等能源成本；2）大尺寸设备：公司当前具有大批量超大规格沉积设备，能明显分摊单位耗电成本，规模优势明显；3）自制预制体：公司规划实现年产碳碳预制体 1541 吨（其中 70%自制），自制预制体能明显压缩生产成本，提升毛利率水平。
- **轨交业务上半年受疫情影响明显承压，22Q3 轨交业务有所反弹。**22H1 全国多个地区疫情反复，铁路旅客量大幅下滑，公司粉末冶金闸片属于车辆运营的耗材产品，受到疫情影响较大。22Q3 公司粉末冶金闸片业务明显回暖，收入环比有望大幅增长。
- **子公司瑞合科技发展稳定，全年收入有望破亿。**报告期内子公司瑞合科技业务经营稳健，预计 22-24 年瑞合科技收入为 1.19/1.66/2.14 亿元。

投资建议

- 考虑轨交板块受疫情影响较大，下调盈利预测，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 2.59/4.59/6.40 亿元，对应 PE39/22/16X，维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情反复导致高铁客运量下滑风险、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。

敬请参阅最后一页特别声明

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	**582**	**415**	**671**	**1,032**	**1,741**	**2,360**
增长率		-28.6%	61.7%	53.7%	68.8%	35.5%
主营业务成本	-138	-107	-256	-423	-716	-979
%销售收入	23.7%	25.7%	38.1%	41.0%	41.1%	41.5%
毛利	444	308	416	609	1,025	1,381
%销售收入	76.3%	74.3%	61.9%	59.0%	58.9%	58.5%
营业税金及附加	-7	-8	-7	-10	-17	-24
%销售收入	1.3%	1.8%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-34	-29	-33	-47	-74	-95
%销售收入	5.9%	6.9%	4.9%	4.6%	4.2%	4.0%
管理费用	-61	-90	-106	-144	-226	-283
%销售收入	10.5%	21.6%	15.8%	14.0%	13.0%	12.0%
研发费用	-41	-70	-69	-98	-157	-205
%销售收入	7.1%	16.8%	10.3%	9.5%	9.0%	8.7%
息税前利润（EBIT）	300	113	200	308	551	774
%销售收入	51.6%	27.2%	29.7%	29.9%	31.6%	32.8%
财务费用	19	33	19	-7	-20	-36
%销售收入	-3.2%	-7.9%	-2.8%	0.7%	1.1%	1.5%
资产减值损失	-1	-5	-8	-4	-3	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-1	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	322	143	218	297	528	735
营业利润率	55.3%	34.4%	32.5%	28.8%	30.3%	31.2%
营业外收支	-5	-6	0	0	0	0
税前利润	317	137	218	297	528	735
利润率	54.5%	33.1%	32.5%	28.8%	30.3%	31.2%
所得税	-46	-27	-38	-39	-69	-96
所得税率	14.6%	19.7%	17.3%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	271	110	180	259	459	640
少数股东损益	0	-4	5	0	0	0
归属于母公司的净利润	**271**	**114**	**175**	**259**	**459**	**640**
净利率	46.5%	27.5%	26.1%	25.1%	26.4%	27.1%

现金流量表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	271	110	180	259	459	640
少数股东损益	0	-4	5	0	0	0
非现金支出	15	41	74	139	168	186
非经营收益	1	0	3	19	29	45
营运资金变动	-77	40	-243	-52	-516	-451
经营活动现金净流	**210**	**190**	**15**	**363**	**141**	**420**
资本开支	-185	-162	-611	-269	-276	-226
投资	0	-9	-131	0	0	0
其他	-3	-4	-7	0	0	0
投资活动现金净流	**-188**	**-176**	**-749**	**-269**	**-276**	**-226**
股权募资	975	0	8	0	0	0
债权募资	0	30	206	-194	403	126
其他	-139	-43	-31	-121	-212	-301
筹资活动现金净流	**836**	**-13**	**184**	**-315**	**191**	**-176**
现金净流量	**859**	**2**	**-550**	**-221**	**56**	**19**

资产负债表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,168	1,170	628	393	438	450
应收款项	491	430	658	765	1,290	1,748
存货	38	52	175	182	308	420
其他流动资产	66	74	116	82	139	190
流动资产	1,763	1,726	1,577	1,421	2,175	2,809
%总资产	68.9%	66.6%	47.3%	42.9%	52.1%	57.9%
长期投资	27	23	72	72	72	72
固定资产	629	657	1,224	1,467	1,560	1,585
%总资产	24.6%	25.3%	36.7%	44.3%	37.3%	32.7%
无形资产	113	135	291	311	330	349
非流动资产	794	867	1,760	1,890	2,000	2,042
%总资产	31.1%	33.4%	52.7%	57.1%	47.9%	42.1%
资产总计	**2,557**	**2,592**	**3,337**	**3,312**	**4,176**	**4,851**
短期借款	0	30	77	0	403	529
应付款项	129	63	194	217	367	500
其他流动负债	37	40	61	69	114	154
流动负债	166	133	332	286	884	1,183
长期贷款	0	0	190	190	190	190
其他长期负债	48	47	170	37	27	19
负债	**214**	**180**	**693**	**512**	**1,101**	**1,392**
普通股股东权益	**2,343**	**2,417**	**2,587**	**2,742**	**3,018**	**3,401**
其中：股本	449	449	449	449	449	449
未分配利润	538	592	733	888	1,163	1,547
少数股东权益	0	-5	57	57	57	57
负债股东权益合计	**2,557**	**2,592**	**3,337**	**3,312**	**4,176**	**4,851**

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.603	0.255	0.390	0.575	1.021	1.422
每股净资产	5.222	5.385	5.764	6.094	6.707	7.560
每股经营现金净流	0.469	0.424	0.033	0.810	0.313	0.936
每股股利	0.000	0.040	0.040	0.230	0.410	0.570
回报率						
净资产收益率	11.55%	4.73%	6.76%	9.43%	15.23%	18.81%
总资产收益率	10.59%	4.41%	5.24%	7.81%	11.00%	13.19%
投入资本收益率	10.93%	3.71%	5.66%	8.97%	13.06%	16.12%
增长率						
主营业务收入增长率	4.29%	-28.65%	61.68%	53.71%	68.76%	35.52%
EBIT增长率	-0.31%	-62.36%	76.85%	54.41%	78.63%	40.52%
净利润增长率	2.89%	-57.77%	53.05%	47.76%	77.71%	39.24%
总资产增长率	88.30%	1.37%	28.73%	-0.75%	26.09%	16.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	207.0	333.0	256.1	260.0	260.0	260.0
存货周转天数	115.5	154.6	162.1	160.0	160.0	160.0
应付账款周转天数	227.6	296.3	175.3	175.0	175.0	175.0
固定资产周转天数	241.1	459.0	494.5	382.9	235.9	162.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-49.84%	-47.25%	-13.64%	-7.24%	5.03%	7.77%
EBIT利息保障倍数	-16.1	-3.4	-10.7	41.7	27.5	21.4
资产负债率	8.37%	6.96%	20.76%	15.47%	26.37%	28.70%

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	0	7	11	22	28
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**1.13**	**1.15**	**1.08**	**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

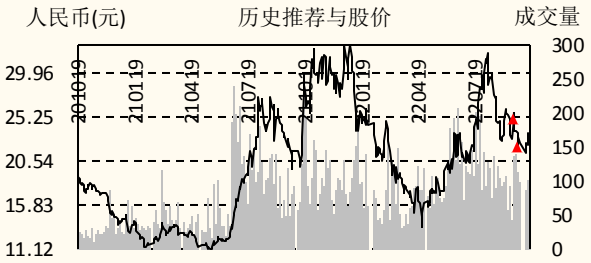
来源：国金证券研究所

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