

天宜上佳 (688033. SH) / 新材料

证券研究报告/公司点评

2023 年 1 月 5 日

**评级：增持（维持）**

市场价格：22.68

分析师：孙颖

执业证书编号：S0740519070002

Email: sunying@zts.com.cn

分析师：王可

执业证书编号：S0740519080001

Email: wangke03@zts.com.cn

分析师：韩宇

执业证书编号：S0740522040003

Email: hanyu@zts.com.cn

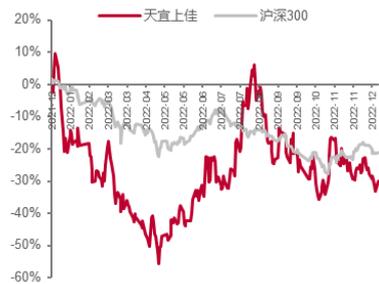
分析师：谢校辉

执业证书编号：S0740522100003

Email: xiexh@zts.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	561
流通股本(百万股)	450
市价(元)	22.68
市值(百万元)	12,732
流通市值(百万元)	10,204

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

【公司深度】天宜上佳深度：三足鼎立的新材料平台，多业务协同与景气共振向上 20221226

**公司盈利预测及估值**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	415	671	938	1,787	2,450
增长率 yoy	-29%	62%	40%	90%	37%
净利润(亿元)	114	175	206	425	601
增长率 yoy	-58%	53%	18%	106%	41%
每股收益(元)	0.20	0.31	0.37	0.76	1.07
净资产收益率	5%	7%	7%	13%	16%
P/E	111.4	72.8	61.7	30.0	21.2
P/B	5.3	4.9	4.5	4.1	3.5

备注：股价取自 2023 年 1 月 4 日收盘价

**投资要点**

- **事件：**2023 年 1 月 3 日国铁集团召开工作会议，部署 23 年工作目标。
- **22 年国内疫情多点频发，居民出行需求走弱致闸片业务盈利承压。**22 年国内居民出行需求在区域疫情多点频发和收入预期下降两重因素的压制下出现较大降幅，根据国铁集团数据，22 年全国铁路完成客运发送量 16.1 亿人次，同比-36.36%，投产高铁新线 2082 公里，同比-3.97%，高铁动车以客运为主，开行列次和新列装量预计承受较大压力。作为保障高铁动车组安全运行的耗材，粉末冶金闸片需求与高铁新列装以及高铁运行强度具备强相关关系，受 22 年高铁开行和新列装低迷影响，市场承受较大压力，规模下滑明显。天宜上佳作为在粉末冶金闸片领域高市占的行业龙头企业（我们测算 21 年公司市占率 29.48%），受行业环境影响收入和盈利承压，22H1 公司闸片业务收入 0.77 亿，同比下滑 61.11%，考虑到出货量下降带来产能利用率降低，从而推升单位成本和费用，我们预计 22H1 闸片业务盈利承压，22H2 国内疫情仍然严峻复杂，特别是 11-12 月疫情政策优化在短时间内对经济正常运行带来较大冲击，我们预计闸片盈利难有显著改善，总的看，22 年公司闸片业务底部承压。
- **国铁集团部署 23 年高增长目标，天宜上佳轨交闸片业务困境反转可期。**根据国铁集团工作会议内容，23 年目标完成旅客发送量 26.9 亿人次，同比增长 67.6%；货物发送量 39.7 亿吨、同比增长 1.8%。目标投产高铁新线 2500 公里，同比增长 20.08%。完成运输总收入 8175 亿元，同比增长 17.9%，总体恢复到 2019 年水平。可以看出，与粉末冶金闸片需求紧密相关的旅客发送量、高铁新线投产公里数两项目标相较于 22 年实际完成数值皆有明显增长，我们认为疫情优化政策迅速落地虽短期会对经济运行形成较大冲击，但随着时间拉长，经济走出疫情影响后内生活力将得到解放，居民收入预期、消费和出行需求复苏可期，国铁集团 23 年增长目标也彰显对全国铁路运输后回归正常化的决心。天宜上佳作为复兴号动车组闸片核心供应商，长期与国铁集团总公司以及 18 个铁路局保持紧密的研发和市场合作关系，产品认证、技术和市场份额优势稳固，同时公司内部持续推进智能化产线改造应用，通过改良工艺降本增效，成本得到显著节降。市占份额的长期稳定、内部持续降本增效以及新技术新产品的高毛利率有利于保证公司闸片业务综合盈利水平在高位稳定，随着 23 年居民出行需求的修复，公司轨交闸片业务盈利或出现大幅改善。
- **以海外为鉴，美国、日本、越南在疫情管控放开后，铁路客运量皆出现明显修复。**美国 22 年 3 月宣布全面放开，截止 9 月 30 日铁路客运量已达到新冠疫情前的 85%，日本 22 年 3 月全面放开，铁路客运活动指数从 3 月的 78 提升至 10 月的 87.3，同比 21 年 10 月的 81.4 出现明显改善，但较疫情前 19 年 10 月的 105.4 仍有较大差距。越南 21 年 9 月全面放开，22 年全年铁路客运运输人次同比增长 205.63%。美国、日本和越南先于国内放开疫情管控，铁路客运皆出现明显修复，虽修复程度不一，但修复方向和弹性确定，为国内铁路出行恢复趋势和空间提供指引。
- **公司核心逻辑：**1) 碳碳复材行业供需格局偏宽松，公司凭借低成本、大尺寸产品以及领先行业的产能增幅攫取稳健高水平的盈利增长；2) 新进入高景气石英坩埚领域，大尺寸产品结构优势和原料保供能力共同保障新业务贡献高盈利弹性；3) 轨交闸片行业地位稳固，确定性受益 23 年铁路客运量修复；4) 碳陶制动盘百亿市场 23

年有望从 0 到 1，公司凭技术和成本优势掘第一桶金。

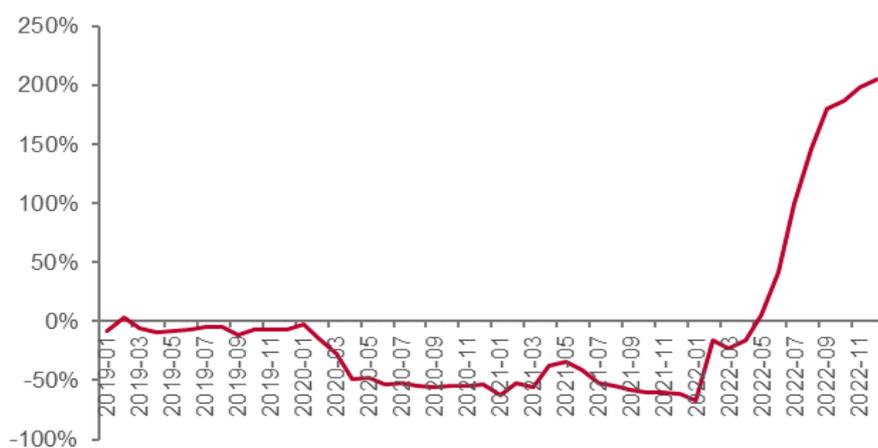
- **投资建议：**国铁规划目标符合我们对 23 年闸片业务需求端弹性判断，我们维持预测公司 22、23 年归母净利分别为 2.06、4.25 亿，对应当前股价的 22 和 23 年 PE 分别为 62 和 30 倍。维持公司评级为“增持”。
- **风险提示：**热场产能扩张超预期；出行复苏不及预期；高纯石英砂供应风险；光伏装机不及预期；市场空间测算偏差；参考信息更新不及时；碳陶刹车盘渗透不及预期等。

图表 1：日本第三产业活动指数-铁路客运



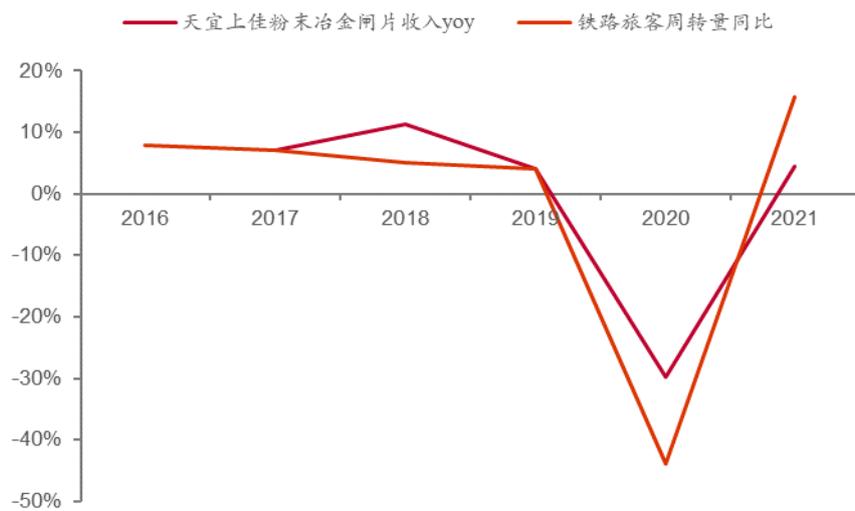
来源：wind，中泰证券研究所

图表 2：越南铁路运输运送人次累计同比



来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：天宜上佳粉末冶金闸片业务收入与国内铁路客运量具有强相关关系



来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 4: 天宜上佳核心财务数据**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	628	560	715	980	营业收入	671	938	1,787	2,450
应收票据	11	0	0	0	营业成本	256	425	775	1,047
应收账款	588	516	968	1,321	税金及附加	7	10	20	27
预付账款	74	123	224	303	销售费用	33	31	59	81
存货	175	192	368	550	管理费用	106	122	214	294
合同资产	13	15	36	62	研发费用	69	94	179	221
其他流动资产	101	139	271	384	财务费用	-19	0	11	33
流动资产合计	1,577	1,529	2,547	3,538	信用减值损失	-5	-5	-5	-5
其他长期投资	3	5	9	12	资产减值损失	-2	-2	-2	-2
长期股权投资	17	17	17	17	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	909	1,145	1,213	1,227	投资收益	-1	0	-1	-1
在建工程	315	515	665	915	其他收益	9	9	9	9
无形资产	161	167	180	192	营业利润	218	257	529	748
其他非流动资产	355	355	356	356	营业外收入	0	0	0	0
非流动资产合计	1,760	2,203	2,440	2,719	营业外支出	0	0	0	0
<b>资产合计</b>	<b>3,337</b>	<b>3,732</b>	<b>4,986</b>	<b>6,257</b>	利润总额	218	257	529	748
短期借款	54	20	719	1,168	所得税	38	45	92	130
应付票据	0	0	0	0	净利润	180	212	437	618
应付账款	193	320	584	789	少数股东损益	5	6	12	18
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	175	206	425	600
合同负债	2	17	32	44	NOPLAT	165	212	447	646
其他应付款	2	2	2	2	EPS (按最新股本摊薄)	0.31	0.37	0.76	1.07
一年内到期的非流动负债	23	23	23	23					
其他流动负债	58	62	83	102	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	332	444	1,443	2,128	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	190	240	170	250	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	61.7%	39.8%	90.4%	37.2%
其他非流动负债	170	170	170	170	EBIT增长率	90.8%	28.8%	110.5%	44.6%
非流动负债合计	360	410	340	420	归母公司净利润增长率	53.1%	18.0%	105.9%	41.4%
<b>负债合计</b>	<b>693</b>	<b>855</b>	<b>1,783</b>	<b>2,548</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	2,587	2,814	3,127	3,616	毛利率	61.9%	54.7%	56.6%	57.3%
少数股东权益	57	63	76	93	净利率	26.8%	22.6%	24.5%	25.2%
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,644</b>	<b>2,878</b>	<b>3,203</b>	<b>3,709</b>	ROE	6.6%	7.2%	13.3%	16.2%
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,337</b>	<b>3,732</b>	<b>4,986</b>	<b>6,257</b>	ROIC	7.4%	8.7%	13.8%	15.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	20.8%	22.9%	35.8%	40.7%
					债务权益比	16.6%	15.8%	33.8%	43.5%
					流动比率	4.7	3.4	1.8	1.7
					速动比率	4.2	3.0	1.5	1.4
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.4
					应收账款周转天数	253	212	150	168
					应付账款周转天数	173	217	210	236
					存货周转天数	160	155	130	158
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.31	0.37	0.76	1.07
					每股经营现金流	0.03	0.74	-0.03	0.47
					每股净资产	4.61	5.01	5.57	6.44
					<b>估值比率</b>				
					P/E	73	62	30	21
					P/B	5	5	4	4
					EV/EBITDA	84	65	34	25

来源: 公司财报, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。