

天银机电 (300342):

—节能优势明显, 市场空间广阔

深度报告

编辑: 刘卫华
电话: 0311-66006422
执业证书: S04005120900002
报告日期: 2014-02-25 星期二

摘要

投资要点

本文首先对天银机电过往经营业绩进行了分析: 公司不仅在过去多年保持了持续、稳定、快速的增长, 而且在行业衰退时期依然能够逆势增长。

而后对公司良好业绩的成因进行分析, 以发现公司的竞争优势: 1, 公司产品科技含量高, 毛利率高于市场同类产品; 2, 相比市场同类产品, 公司的产品具有明显的节能节材优势; 3, 公司采取相关多元化战略, 涉足技术含量高、盈利强的新领域。

结论: 公司的产品策略、发展战略, 符合行业未来的发展趋势, 公司在未来很长一段时间内其上述几点竞争优势都能继续保持, 即过去支撑公司持续、稳定、快速增长的因素仍将发挥作用并得到加强, 即公司在未来仍然能够保持持续、稳定、快速的业绩增长。

盈利预测

冰箱行业的节能化、变频化空间很大, 公司作为上游零部件厂商通过积极的研发储备, 将充分受益于行业升级带来的市场空间。预测公司2013年、2014年EPS分别为1.12、1.36元, 对应当前股价市盈率在32倍、26倍左右, 给予“买入”评级。

风险提示

1、冰箱行业的景气度持续低迷, 影响公司主营业务; 2、销售费用率过高, 侵蚀公司利润, 造成业绩大幅波动; 3、募投项目虽已经于近期建设完成, 如果达不到当前的盈利预期, 影响公司效益内容正文内容。

300342 [天银机电] 评级: 增持

主要数据

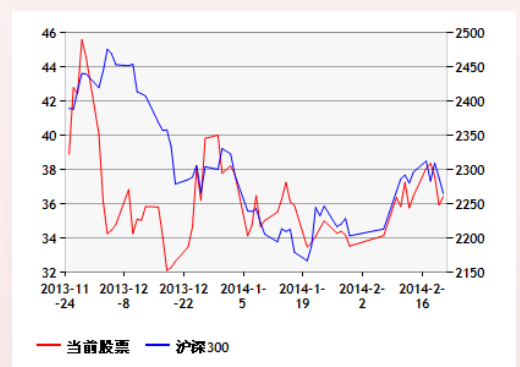
股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	0.13/0.05	0.30/0.12	0.65/0.18
总股本	100000000.000		
流通 A 股	100000000.000		
近 3 月日均成交量	2018220.344		

主要股东

常熟市天恒投资管理有限公司	50.062500
常熟市天聚投资管理有限公司	4.672500
常熟市恒泰投资有限公司	4.672500

股价表现



公司动态



目录

1. 公司概况：压缩机零配件龙头企业.....	3
2. 本文分析思路及投资逻辑.....	3
3. 持续高速增长，业绩逆势飞扬.....	4
4. 优良业绩成因：公司竞争优势分析.....	5
4.1 产品节能优势明显，市场空间广阔.....	5
4.2 涉足变频领域，打造未来增长点.....	6
5. 战略规划契合行业趋势，持续增长可期.....	7
6. 盈利预测.....	7
7. 风险分析.....	7
8. 指标分析.....	8
9. 报表预测.....	9

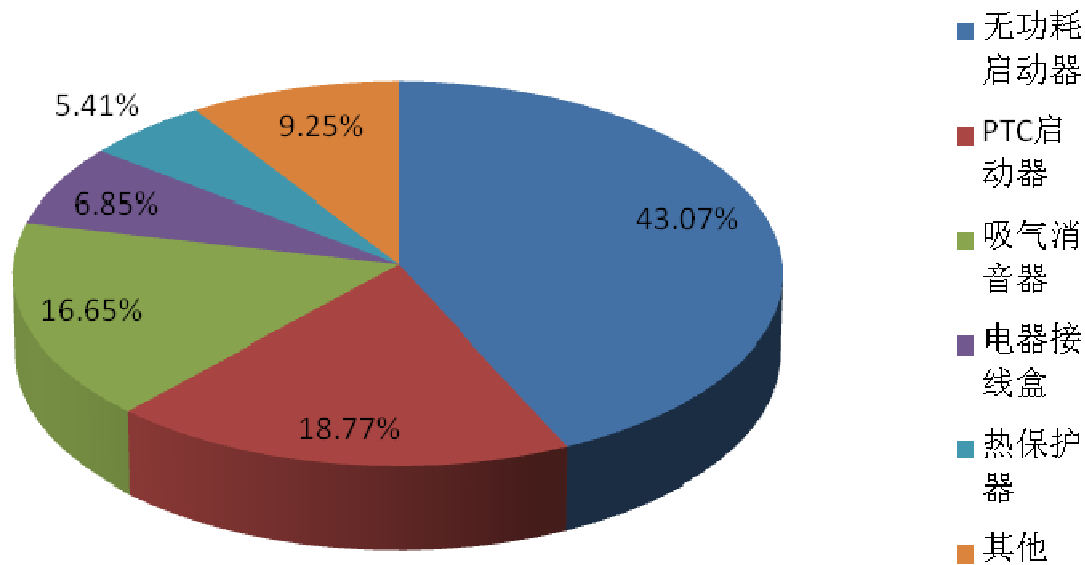
1. 公司概况：压缩机零配件龙头企业

天银机电成立于 2002 年，于 2012 年 7 月份在创业板成功上市。公司地处江苏省常熟市，位于家用电冰箱产业链条上，主营产品为冰箱压缩机零配件，包括：无功耗启动器、PTC 启动器、吸气消音器、热保护器、接线盒。

天银机电为一家民营企业，赵云文、赵晓东父子通过天恒投资、恒泰投资及个人持股，为公司的实际控制人。

公司是国内市场上最大的冰箱压缩机启动器生产商，也是世界上唯一可以规模化生产无功耗启动器的厂家。公司生产的无功耗启动器和 PTC 启动器合计占市场份额 26%，其中无功耗启动器市场占比 12%，PTC 启动器市场占比 9%（以销量计），这两种产品也是公司的主营产品，无功耗启动器占营业收入比重 43%，PTC 启动器占比 18.77%（以销售额计）。另外公司生产的冰箱压缩机吸气消音器和压缩机热保护器也占有很高的市场份额，市占率分别为 21.6%、10.78%。上市以来公司快速发展，2013 年前三季度营业收入 3.22 亿元，净利润 7900 万元，分别同比增长 23.84%、36.5%。

图 1：天银机电营业结构



资料来源：公司财报 财达研究

2. 本文分析思路及投资逻辑

本文拟通过以下逻辑思路来阐述对公司的投资分析，进而得出对于天银机电的投资建议。

首先对天银机电过往经营业绩进行分析：公司不仅在过去多年保持了持续、稳定、快速的增长，而且在行业衰退时期依然能够逆势增长。

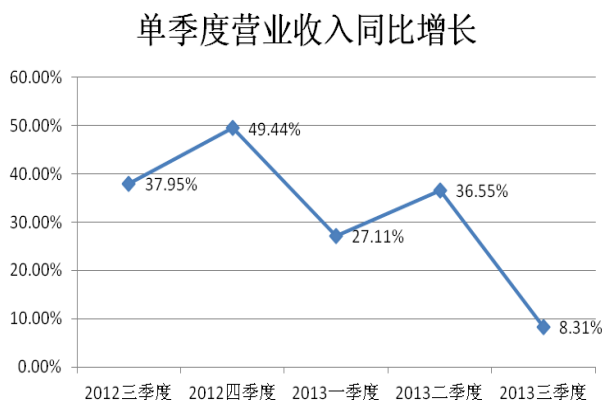
然后对公司良好业绩的成因进行分析，以发现公司的竞争优势：1，公司产品科技含量高，毛利率高于市场同类产品；2，相比市场同类产品，公司的产品具有明显的节能节材优势；3，公司采取相关多元化战略，涉足技术含量高、盈利强的新领域。

结论：公司的产品策略、发展战略，符合行业未来的发展趋势，公司在未来很长一段时间内其上述几点竞争优势都能继续保持，即过去支撑公司持续、稳定、快速增长的因素仍将发挥作用并得到加强，即公司在未来仍然能够保持持续、稳定、快速的业绩增长。

3. 持续高速增长，业绩逆势飞扬

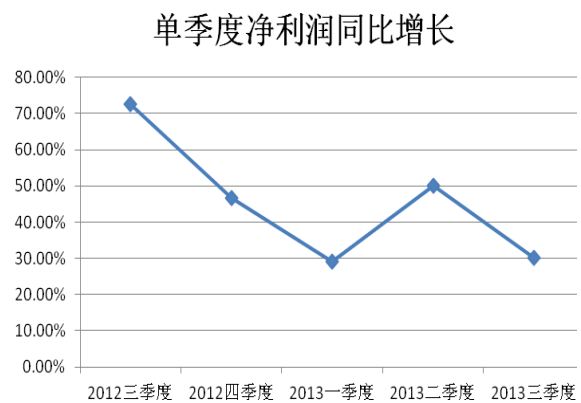
天银机电自从上市以来其经营业绩保持了持续快速地增长。2013年1至3季度，公司通过提升质量管理，提高产品技术含量，把握市场机遇，扩大产能等手段，实现了营业收入3.3亿元，同比增长23.84%，实现净利润7894.41万元，相比上年同期增长36.5%。随着公司产销量的逐步扩大，公司市场占有率也有了进一步的提升。

图 2：营业收入高速增长



资料来源：公司财报 财达研究

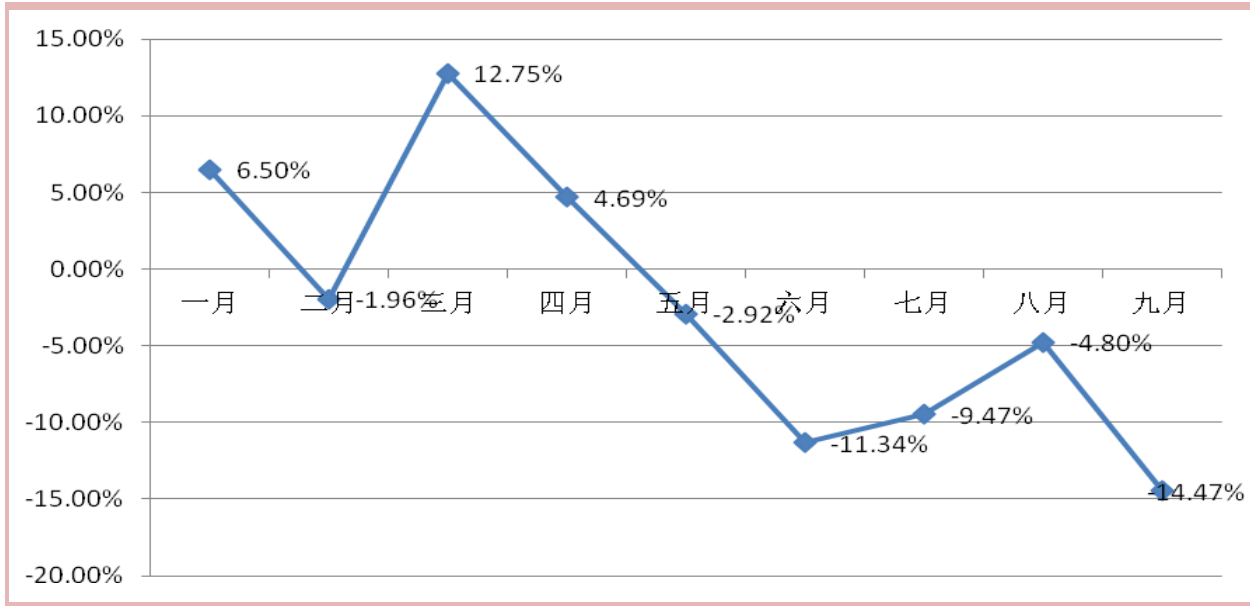
图 3：净利润高速增长



资料来源：公司财报 财达研究

值得一提的，是天银机电营业收入在最近两个季度之内的逆势增长。2013年5月31日节能惠民政策结束，政策的结束对于行业的发展影响巨大：一，行业整体出现衰退。公司最直接的下行业冰箱压缩机生产同比增速回落明显，甚至出现负增长。在有政策利好的1-5月份里，分别同比增长40%、-6%、20%、22%、16%，而政策退出后的六七八三个月里，分别同比增长2%、-4%、-9%。二，节能惠民政策透支行业高端消费市场，政策结束后行业结构出现不利于公司的变化。例如，大容积、多开门、对开门、变频、风冷这些高端产品的市场占比，从6月份开始明显萎缩。从时间上看，市场状况对公司最不利的时段，大体与公司2013三季度重合。公司上市后的2012年三、四季度以及2013年一、二季度，净利润分别同比增长68.5%、46.6%、29.12%、50%，在政策刚刚退出后的市场状况最恶劣的第三季度内，公司营业收入同比增长8.3%，净利润同比增长30%，相比前期虽有一定回落，但是考虑到市场整体环境的不利，在未来外在环境逐渐恢复之后，公司发展高效节能产品的经营战略，在很大概率上将会是成功的。

图 4: 下游终端市场衰退, 公司逆风飞扬



资料来源: 聚源数据 财达研究

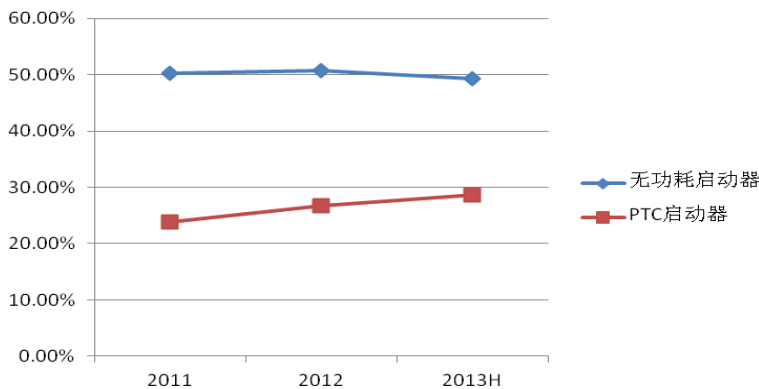
4. 优良业绩成因: 公司竞争优势分析

4.1 产品节能优势明显, 市场空间广阔

公司上市以来经营业绩优良, 快速增长, 得益于公司经过多年技术积累、沉淀, 所研发出的具有唯一生产能力的无功耗起动机良好的市场状况。

无功耗起动机, 是公司经过多年的技术积累, 自主研发成功的、并拥有独一无二生产能力的冰箱压缩机零配件。该产品毛利率高达 50%, 远远高于市场同类的 PTC 起动机 30%的毛利率。该产品如此之高的毛利率得益于其在节约能源、提高压缩机用电效率方面有着巨大的技术优势: 1、无功耗起动机功耗小于 0.05W, 远远小于 PTC 起动机 2~5W 的功耗, 节能效果明显; 2、无功耗起动机可以提升冰箱压缩机 COP 值约 0.1 左右, 这对于将目前的市场 COP 数值提升至 1.8 的目标大有助益; 3、使用无功耗启动可以节约冰箱耗电量 1%, 而该产品价格仅占冰箱价格的 0.1%~1%, 节能环保优势十分明显。

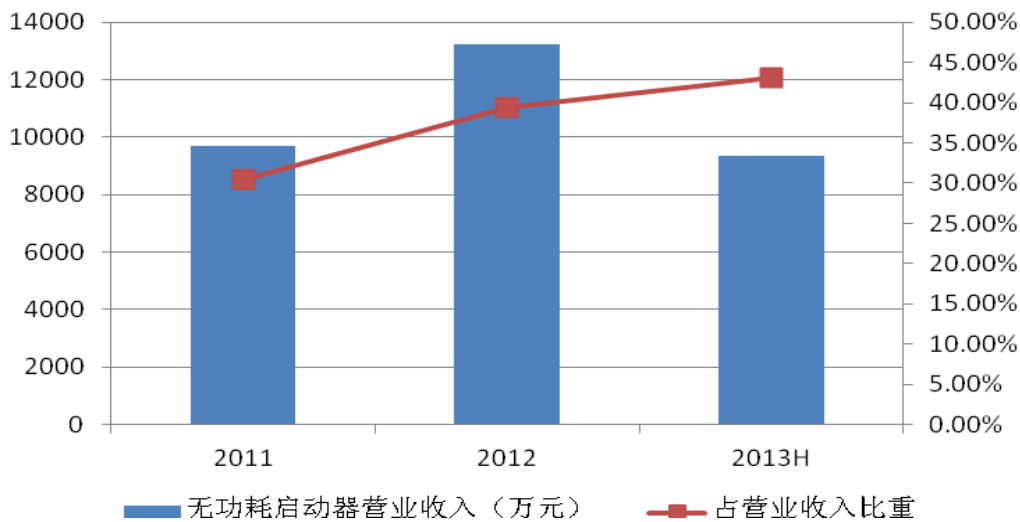
图 5: 无功耗起动机毛利率高于市场同类产品, 彰显竞争优势



数据来源: 公司财报 财达研究

不论是从市场广阔的空间来看，还是从公司内部产能扩张的角度来看，公司的优势产品——无功耗起动机都有巨大的增长动力。该产品目前的市场占有率仅为 12%，公司对于这种产品有着唯一的规模化生产能力，冰箱行业节能环保的发展趋势，为这种产品的扩张留出了巨大的发展空间。

图 6: 无功耗产品增长迅速



数据来源：公司财报 财达研究

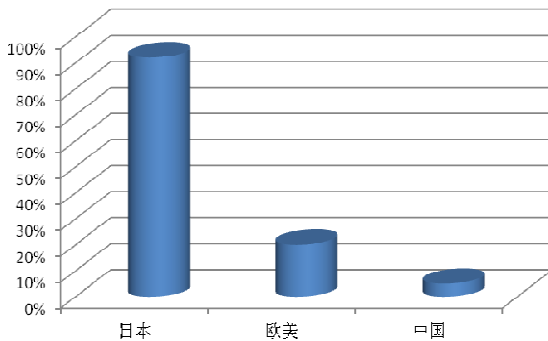
2012 年 7 月份，公司上市。上市拟募集资金 1.35 亿，计划将募集资金的 76%，即 1.03 亿用于无功耗起动机产能扩建。公司上市之前，无功耗起动机占总营业收入的 30% 不到，公司上市的计划，是将该产品的产能增加 125%，使其占到公司未来营业收入的 60% 以上。目前公司还远未达到上市的产能扩张计划，随着未来募投项目的进展，无功耗起动器的产量和销量也将进一步扩张，从而增厚公司盈利。

4.2 涉足变频领域，打造未来增长点

根据公司公开披露，公司自主研发的变频压缩机控制器已经过了下游客户的认定，并且已经在 2013 年第四季度实现向市场的小批量投放。公司投资的这一新项目完全建成后，将会形成年产 300 万套变频压缩机控制器的生产能力，目前项目建设进度已经过半。该种产品市场单价 100~150 元，在产能完全释放后，可形成 3~4.5 亿的年营业收入，而公司预计 2013 年营业收入为 4.52 亿元，因此，随着未来两三年内这一项目逐步完工，可使公司营收规模增长将近一倍。

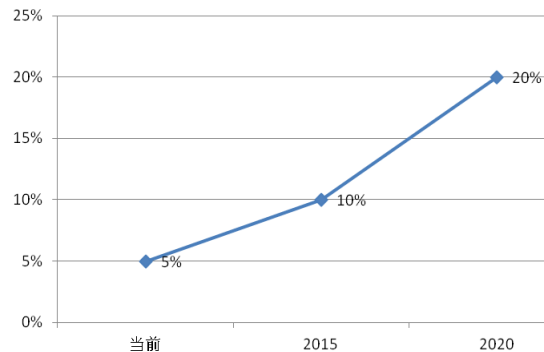
变频冰箱，以及由此衍生的上游零配件行业，在我国有着巨大的发展空间。日本的变频冰箱占比 100%，欧美为 20%，而目前我国的变频冰箱占比仅为 5%。根据国家电产业技术路线所做出的规划，至 2015 年，我国变频冰箱的市场销量，要占到 10%，2020 年，这一比重增长到 20%。因此，不论是从横向的与国外市场的对比来看，还是从纵向的我国冰箱市场发展的方向看，变频市场，在未来将会有巨大的发展空间。

图 7: 中外变频冰箱占市场比重对比图



数据来源: 中怡康

图 8: 我国变频冰箱发展规划



数据来源: 中怡康

5. 战略规划契合行业趋势，持续增长可期

节能节材将是我国家用电冰箱行业的未来发展趋势。从公司的产品特点，及其当下的发展规划来看，公司的产品策略以及发展战略，都与行业的发展趋势相契合。可想而知的是，支撑公司在过去几年实现飞速发展的竞争优势、产品因素等，在未来仍然能够得以保持，即公司在过去实现高速增长的关键因素，在未来仍然是支撑其业绩增长的竞争优势。

为达到节能减耗、可持续发展的目的，根据十二五产业规划，至 2015 年我国市场上存在的冰箱压缩机的能效平均值 COP 将提升至 1.8，而目前的市场状况距离这一目标的达成还有很大空间。当前市场中销售的冰箱压缩机，有约 60% 的产品其 COP 值都在 1.6 以下，如果在 2015 年使平均值提高到 1.8，则占比过半的冰箱压缩机将被淘汰，不能生产。这为公司自主研发的省电、节能优势明显的无功耗起动机提供了广阔的市场空间。

除家用电冰箱以外的其余白色家电行业如空调、洗衣机、厨卫电器、热水器，都于近期出台了相比之前，在节能省电方面更加严格的行业能效标准，冰箱行业的能效等级新规，目前也在加紧制定中，最快将于 2014 年出台。而未来新能效标准的实施，将会淘汰目前市场上一部分能效比相对落后的冰箱产品，促进家用电冰箱的更新换代，同时也会促进行业整体向着更加节能环保的方向大幅迈进，为天银机电的优势产品提供广阔的市场空间。

6. 盈利预测

冰箱行业的节能化、变频化空间很大，公司作为上游零部件厂商通过积极的研发储备，将充分受益于行业升级带来的市场空间。预测公司 2013 年、2014 年 EPS 分别为 1.12、1.36 元，对应当前股价市盈率在 32 倍、26 倍左右，给予“买入”评级。

7. 风险分析

公司经营的风险，主要来自于以下三个方面：

1、冰箱行业的景气度持续低迷，影响公司主营业务；2、销售费用率过高，侵蚀公司利润，造成业绩大幅波动；3、募投项目虽已经于近期建设完成，如果达不到当前的盈利预期，影响公司效益内容正文内容。

8. 指标分析

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E
成长性指标					
收入增长率		7.78%	13.66%	25.00%	25.00%
净利增长率		11.64%	21.62%	39.13%	21.63%
EBITDA 增长率		27.03%	13.64%	24.84%	24.05%
EBIT 增长率		10.87%	13.92%	25.47%	25.00%
营利性指标					
毛利率	34.59%	35.07%	36.05%	36.00%	36.00%
ROE	35.91%	28.76%	11.67%	15.01%	16.73%
ROA	20.16%	18.83%	9.99%	13.36%	14.99%
净利润率	20.05%	20.77%	22.22%	24.74%	24.07%
每股指标					
报表 EPS	0.59	0.66	0.80	1.12	1.36
每股经营现金流				-5.59	-6.80
每股净资产				7.45	8.13
流动性					
现金比率	32.56%	10.03%	384.70%	491.01%	418.74%
流动比率	138.78%	182.42%	607.65%	793.93%	816.73%
速动比率	114.35%	152.34%	559.38%	729.15%	738.35%

9. 报表预测

	2010A	2011 A	2012A	2013E	2014E
利润表 (百万元)					
主营业务收入	295.11	318.07	361.50	451.88	564.84
营业费用	6.88	7.40	8.13	10.53	13.16
管理费用	19.24	19.66	26.14	31.63	39.54
财务费用	5.54	8.22	-0.19	-14.15	-13.25
投资收益	1.16	3.81	0.60	0.00	0.00
利润总额	69.90	77.95	94.62	131.86	160.39
净利润	59.17	66.06	80.34	111.78	135.97
资产负债表 (百万元)					
流动资产	178.22	202.99	641.36	650.77	691.57
货币资金	41.82	11.17	406.04	402.48	354.56
短期投资	0	0	0	0	0
应收款项	83.85	155.33	182.29	192.31	267.02
存货	31.38	33.47	50.95	53.09	66.37
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	69.83	69.16	81.84	97.92	118.70
无形资产	14.95	37.49	36.60	39.74	44.14
总资产	293.54	350.92	804.09	836.40	907.09
无息负债	90.46	71.97	105.55	81.97	84.67
有息负债	38.31	49.28	9.81	9.81	9.81
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益	164.77	229.66	688.73	744.62	812.61
现金流量表 (百万元)					
净利润				111.78	135.97
折旧摊销				16.15	18.91
净营运资金增加				-36.56	-86.00
经营活动产生现金流				77.22	55.63
投资活动产生现金流				-39.04	-48.81
融资活动产生现金流				-41.74	-54.74
现金净增(减)				-3.56	-47.91

其他明细条目

评级定义

【市场指数评级】

看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%

【行业指数评级】

超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

【公司股票评级】

买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、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。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，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多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

地址： 石家庄市桥西区自强路 35 号庄家金融大厦 25 层
电话： 0311-66006330 传真： 0311-66006364 邮编： 050000