

## 证券研究报告

### 公司研究——年报点评

#### 天银机电（300342.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2013.10.24

王镓 行业分析师

执业编号：S1500513100001

联系电话：+86 10 63081086

邮箱：wangmo@cindasc.com

#### 相关研究

《冰箱行业结构升级为公司带来较快成长机会》

2013.8

《收入净利保持较快增长 产品结构持续优》

2013.10

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院  
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

## Q4 无功耗类起动机销售下滑，但仍长期看好公司中高端压缩机配件业务

### 2013 年报点评

2014 年 3 月 14 日

**事件：**公司公布 2013 年业绩：2013 年公司营业收入为 4.47 亿元，同比增长 23.54%；归属于上市公司股东的净利润为 1.01 亿元，同比增长 25.34%；经营活动现金流净额 3345.3 万元，同比下降 58.94%；基本每股收益 1.01 元。公司拟 10 派 5 元。

#### 点评：

- **2013 年冰箱压缩机产量增速前高后低，下游行业不景气影响公司产品销量。**根据产业在线的数据，2013 年冰箱压缩机行业产量达到 1.15 亿台，同比增长 4.2%，低于 2012 年 16.7% 的增速，整体行业的景气度并不理想，低于我们的预期，全年增长呈现前高后低的状况，受节能补贴政策的退出影响，从 7 月开始连续五个月负增长，只在年底重回正增长。公司作为生产和销售冰箱制冷压缩机配件的龙头企业，下游需求下降也间接影响到公司产品销量，主要的起动机类产品 2013 年销量仅增长 5.45%，低于 2012 年 26.7% 的增速，消音器销量增长 11.36%，低于 2012 年 23.17% 的增速。
- **无功耗类起动机销量增长低于预期。**公司主推的无功耗类起动机 2013 年销售量为 1488 万只，同比增长 13.07%，营业收入为 1.53 亿元，同比 15.68%，毛利率下降 2.04 个百分点，为 48.47%，均低于我们的预期，主要原因我们认为去岁年中节能补贴政策退出后，新的冰箱能效指标尚未颁布，冰箱的库存又居高不下，下半年冰箱厂商对高效压缩机的需求下滑，公司的无功耗类起动机订单在下半年出现了明显下滑：**我们根据中报、三季报、年报数据测算，公司无功耗类起动机上半年销售 925 万只，同比增长 55%，三季度销售 312 万只，同比增长 2.55%，而四季度只销售 251 万只，同比大幅下滑 39.52%，因此下半年总共下降 21.72%。**同时公司对不同客户采取优惠定价的方式，造成毛利率下滑。
- **PTC 类起动机销售收入和毛利率增长。**PTC 类起动机虽然销量下滑 0.61%，但是已经远好于 2012 年的增速-13.45%，营业收入同比增长 10.24%，相比 2012 年的增速为-14.4%，毛利率提高 1.87 个百分点，一方面得益于压缩机厂商补贴政策后，对传统类起动机的需求反而有所恢复，另一方面公司的迷你型整体式 PTC 起动机自下半年开始已经开始批量生产，实现销售收入 574.64 万元。该产品优化了公司产品结构，进一步降低了成本，提高了毛利率。
- **整体毛利率下降，净利率增长 0.33 个百分点。**2013 年公司整体毛利率为 33.45%，同比下降 2.6 个百分点，除去价格调整的因素，成本方面原材料的占比下降 2.63 个百分点，为 77.18%，同比增长 14.95%，低于收入增速，但是人工成本增长 45.48%，占比为 14.08%，为成本上升的主要推动力。公司净利率为 22.55%，小幅增长 0.33 个百分点，得益于管理、销售费用的良好控制和财务费用收入的增长。

- **布局冰箱变频压缩机控制器，或成公司新的利润增长点。**公司变频压缩机控制器在 2013 年底已经入小批量生产，首条自动化生产线已经投入使用，年产量预计将达到 300 万只，现已逐步开始与客户建立配套供货关系，2014 年开始小规模销售。随着冰箱行业的高端化升级，变频冰箱的市场需求扩大，公司的变频控制器产品有较好的市场前景，未来可优化公司的产品结构，提高盈利能力，成为公司新的利润增长点。
- **盈利预测及评级：**2013 年公司受到冰箱行业及冰箱压缩机行业在节能补贴政策后不景气的影响，尤其是无功耗类起动机销售增速下降致使公司业绩低于我们之前的预期。2014 年上半年受去年起动机销售收入高基数及下游对无功耗起动机需求难以出现较大增长的影响，公司业绩增长的压力较大（公司预计一季度净利下降 10%-35%）。但从长期来看，随着冰箱高端化升级，及冰箱能效要求提高，下游对中高端冰箱压缩机配件的需求，尤其像公司的无功耗起动机、变频压缩机控制器等，将会保持较快增长。我们认为公司利润增长将会是前低后高的趋势，调整之前的盈利预测，预计公司 2014-16 年 EPS 为 1.24 元、1.72 元、2.06 元（前次预测 2014、15 年分别为 1.43 元、1.99 元），对应 2014/3/14 股价 29.77 元的动态 PE 分别为 24x、17x、14x，我们依然看好公司的长期发展，维持公司“买入”评级。
- **风险因素：**冰箱新能效标准出台较晚，冰箱销量持续低迷。

#### 公司报告首页财务数据

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营业务收入(百万元)	361.50	446.58	528.16	672.56	778.20
增长率 YoY %	13.66%	23.54%	18.27%	27.34%	15.71%
归属母公司净利润(百万元)	80.34	100.70	124.20	171.54	205.55
增长率 YoY%	22.36%	25.34%	23.33%	38.12%	19.83%
毛利率%	36.05%	33.45%	34.98%	37.50%	38.74%
净资产收益率 ROE%	17.50%	14.00%	15.78%	19.17%	19.42%
每股收益 EPS(摊薄、元)	0.80	1.01	1.24	1.72	2.06
市场一致预期 EPS(元)	-	-	1.33	1.67	-
市盈率 P/E(倍)	37	30	24	17	14
市净率 P/B(倍)	4.32	3.97	3.61	3.08	2.59

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价取 2014 年 3 月 14 日收盘价

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	641.36	671.14	785.26	944.40	1,130.28
货币资金	406.04	365.16	430.35	500.97	622.09
应收票据	81.19	136.59	151.51	192.93	223.24
应收账款	95.21	98.97	120.84	153.87	178.04
预付账款	2.08	0.71	1.70	2.08	2.35
存货	50.95	49.88	61.04	74.71	84.72
其他	5.89	19.83	19.83	19.83	19.83
非流动资产	162.73	182.46	172.36	180.31	198.69
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	81.84	101.07	106.22	105.86	118.44
无形资产	36.60	36.17	35.55	34.49	35.76
其他	44.29	45.22	30.60	39.95	44.49
资产总计	804.09	853.61	957.62	1,124.71	1,328.97
流动负债	105.55	93.99	123.81	149.36	168.07
短期借款	0.00	3.79	3.79	3.79	3.79
应付账款	53.81	40.41	55.81	68.31	77.46
其他	51.74	49.79	64.22	77.26	86.82
非流动负债	9.81	9.63	9.63	9.63	9.63
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	9.81	9.63	9.63	9.63	9.63
负债合计	115.36	103.62	133.44	158.99	177.70
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	688.73	749.99	824.18	965.72	1,151.27
负债和股东权益	804.09	853.61	957.62	1,124.71	1,328.97

## 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	361.50	446.58	528.16	672.56	778.20
同比	13.66%	23.54%	18.27%	27.34%	15.71%
归属母公司净利润	80.34	100.70	124.20	171.54	205.55
同比	22.36%	25.34%	23.33%	38.12%	19.83%
毛利率	36.05%	33.45%	34.98%	37.50%	38.74%
ROE	17.50%	14.00%	15.78%	19.17%	19.42%
每股收益(元)	0.80	1.01	1.24	1.72	2.06
P/E	37	30	24	17	14
P/B	4.32	3.97	3.61	3.08	2.59
EV/EBITDA	27.28	22.02	17.96	13.32	11.19

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	361.50	446.58	528.16	672.56	778.20
营业成本	231.17	297.20	343.43	420.37	476.69
营业税金及附加	2.24	2.86	3.40	4.17	4.82
营业费用	8.13	9.81	11.62	14.80	17.90
管理费用	26.14	29.93	35.39	45.06	52.14
财务费用	-0.19	-8.33	-10.64	-12.57	-14.67
资产减值损失	1.52	0.21	1.81	2.31	2.67
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	92.50	114.90	143.14	198.42	238.65
营业外收入	2.12	3.84	2.98	3.41	3.20
营业外支出	0.00	0.03	0.01	0.01	0.02
利润总额	94.62	118.71	146.11	201.81	241.82
所得税	14.27	18.01	21.92	30.27	36.27
净利润	80.34	100.70	124.20	171.54	205.55
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	80.34	100.70	124.20	171.54	205.55
EBITDA	109.11	135.38	166.00	223.83	266.44
EPS (摊薄)	0.80	1.01	1.24	1.72	2.06

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	81.47	33.45	120.25	130.24	183.71
净利润	80.34	100.70	124.20	171.54	205.55
折旧摊销	13.41	15.79	19.66	21.79	24.39
财务费用	1.09	0.87	0.23	0.23	0.23
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-13.23	-84.13	-25.37	-65.28	-48.73
其它	-0.14	0.22	1.54	1.96	2.27
投资活动现金流	-24.63	-37.28	-9.29	-29.39	-42.37
资本支出	-24.63	-37.28	-9.29	-29.39	-42.37
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	332.52	-31.48	-50.23	-30.23	-20.23
吸收投资	378.53	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-39.30	3.79	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	1.16	40.83	50.23	30.23	20.23
现金净增加额	389.32	-35.32	60.74	70.62	121.12

## 分析师简介

王镓，北邮信息工程学士，中财经济学硕士，曾在中科院计算机网络中心任职，2011年加入信达证券。

## 家电行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
格力电器	000651	海信电器	600060	合肥三洋	600983	九阳股份	002242
美的电器	000527	老板电器	002508	海信科龙	000921	日出东方	603366
青岛海尔	600690	华帝股份	002035	天银机电	300342		

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixinxin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。