

# 受益冰箱行业升级，持续增长可期

——天银机电（300342）年度财报点评

2014年03月14日

强烈推荐/维持

天银机电

财报点评

李常	分析师	执业证书编号：S1480512070005
	lichang@dxzq.net.cn	010-66554037

## 事件：

报告期内，公司实现营业收入 4.46 亿元，同比增长 23.54%；归属于上市公司股东的净利润为 1 亿元，同比增长 25.34%。

## 公司分季度财务指标

指标	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3	2013Q4
营业收入（百万元）	90.3	91.9	93.5	109.2	123.2	99.5	114.7
增长率（%）	-	37.95%	49.44%	27.11%	36.55%	8.31%	22.66%
毛利率（%）	33.51%	34.08%	37.01%	35.00%	35.52%	35.03%	28.38%
期间费用率（%）	8.97%	10.46%	8.99%	6.34%	7.19%	8.14%	6.56%
营业利润率（%）	24.43%	22.63%	28.04%	26.87%	27.27%	27.18%	21.73%
净利润（百万元）	24.43%	22.63%	28.04%	26.87%	27.27%	27.18%	21.73%
增长率（%）	19.68	17.82	22.51	26.27	29.51	23.17	21.76
每股盈利（季度，元）	-	68.48%	46.62%	29.12%	49.98%	30.03%	-3.33%
资产负债率（%）	0.262	0.178	0.225	0.263	0.295	0.232	0.218
净资产收益率（%）	24.35%	11.57%	14.35%	12.56%	14.54%	11.92%	12.14%
总资产收益率（%）	7.29%	2.68%	3.27%	3.67%	4.19%	3.18%	2.90%

## 观点：

### 1、公司全年增速超行业平均水平，四季度净利润增速下滑

根据产业在线数据，2013年冰箱销量增速为1.72%，2013年压缩机销量与2012年基本持平。公司产品主要包括起动机、吸气消音器、过载保护器和电器接线盒，属于冰箱配件厂商。在整个行业增长停滞的情况下，公司收入和净利润均取得了20%以上的高增长，远超行业平均水平。

但是公司四季度收入增速22.66%，净利润增速-3.33%。因为受节能惠民政策的退出，公司的高毛利产品无功耗起动机在四季度下滑30%以上，影响了公司的盈利能力。

### 2、高端产品有望在下半年恢复增长

2013年公司在起动机类产品市场占有率达到28.34%，其中无功耗起动机市场占有率达到13.5%，未来还有较大提升空间。虽然冰箱行业新的能效标准出台时间尚不确定，但是从美菱等厂商大力推广的智能冰箱来看，

节能也是卖点之一，公司无功耗起动器在经历一段时间低谷后将恢复增长。

公司开发的迷你型整体式PTC起动器自2013年下半年开始供货，进一步节约了材料，降低了成本，同时提高了毛利率。公司还积极开拓现有产品在大功率商用制冷压缩机和车载冰箱压缩机等新领域的应用，主要客户为SECOP公司（原丹佛斯压缩机有限公司）。

### 3、变频压缩机控制器增长潜力大

欧美市场的变频冰箱比例接近70%，日本市场几乎为100%，中国当前占比不到5%，根据中国家电产业技术路线图的规划，到2015年变频冰箱占比10%，2020年变频冰箱占比20%。

公司的变频压缩机控制器经过多年的开发推广，2013年底已进入小批量生产阶段，并逐步开始与客户建立配套供货关系。预计2014年销量30万个以上，销售额4000万元以上。随着市场销售的逐步上升，公司将来有可能在该产品的生产设备上进一步的投入。

### 结论：

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。我们预计公司2014年、2015年eps为1.24元、1.51元，对应PE为26倍、21倍，维持“强烈推荐”评级。

**公司盈利预测表**

资产负债表					利润表						
单位: 百万元					单位: 百万元						
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产合计</b>	<b>641</b>	671	834	989	1169	<b>营业收入</b>	<b>362</b>	447	545	662	792
货币资金	406	365	507	584	679	<b>营业成本</b>	<b>231</b>	297	346	420	500
应收账款	95	99	113	138	165	营业税金及附加	2	3	3	4	5
其他应收款	0	0	0	0	0	营业费用	8	10	14	17	20
预付款项	2	1	8	16	26	管理费用	26	30	40	49	59
存货	51	50	57	69	82	财务费用	0	-8	-4	-5	-6
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1.52	0.21	2.00	2.00	2.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>163</b>	182	138	121	103	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	81.84	101.07	103.95	89.92	75.89	<b>营业利润</b>	<b>92</b>	115	144	176	213
无形资产	37	36	33	29	25	营业外收入	2.12	3.84	2.00	2.00	2.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>804</b>	854	973	1110	1272	<b>利润总额</b>	<b>95</b>	119	146	178	215
<b>流动负债合计</b>	<b>106</b>	94	120	142	166	所得税	14	18	22	27	33
短期借款	0	4	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>80</b>	101	124	151	183
应付账款	54	40	71	86	103	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	1	1	归属母公司净利	80	101	124	151	183
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	106	122	157	188	225
<b>非流动负债合</b>	<b>10</b>	10	11	12	13	<b>BPS (元)</b>	<b>0.94</b>	1.01	1.24	1.51	1.83
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>负债合计</b>	<b>115</b>	104	130	154	179	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	13.66%	23.54%	22.04%	21.47%	19.64%
实收资本(或股	100	100	100	100	100	营业利润增长	24.80%	24.23%	25.15%	22.20%	21.39%
资本公积	436	437	437	437	437	归属于母公司净	22.78%	21.89%	22.78%	21.89%	21.15%
未分配利润	137	188	268	366	485	<b>获利能力</b>					
归属母公司股	689	750	843	956	1093	毛利率(%)	36.05%	33.45%	36.47%	36.52%	36.89%
<b>负债和所有者</b>	<b>804</b>	854	973	1110	1272	净利率(%)	22.22%	22.55%	22.69%	22.77%	23.05%
<b>现金流量表</b>					<b>单位: 百万元</b>						
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	总资产净利润(%)	9.99%	11.80%	12.71%	13.58%	14.35%
<b>经营活动现金</b>	<b>81</b>	33	128	110	134	ROE(%)	11.67%	13.43%	14.67%	15.77%	16.71%
净利润	80	101	124	151	183	<b>偿债能力</b>					
折旧摊销	13.41	15.79	0.00	17.65	17.65	资产负债率(%)	14%	12%	13%	14%	14%
财务费用	0	-8	-4	-5	-6	流动比率	6.08	7.14	6.97	6.96	7.03
应收账款减少	0	0	-15	-24	-27	速动比率	5.59	6.61	6.50	6.47	6.54
预收帐款增加	0	0	0	0	0	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金</b>	<b>-25</b>	-37	44	-2	-2	总资产周转率	0.63	0.54	0.60	0.64	0.67
公允价值变动	0	0	0	0	0	应收账款周转率	4	5	5	5	5
长期股权投资	0	0	26	0	0	应付账款周转率	7.47	9.48	9.77	8.41	8.38
投资收益	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
<b>筹资活动现金</b>	<b>333</b>	-31	-30	-31	-38	每股收益(最新摊	0.94	1.01	1.24	1.51	1.83
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净现金流(最	3.89	-0.35	1.42	0.77	0.94
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	6.89	7.50	8.43	9.56	10.93
普通股增加	25	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
资本公积增加	354	1	0	0	0	P/E	35.19	32.75	26.75	21.95	18.12
<b>现金净增加额</b>	<b>389</b>	-35	142	77	94	P/B	4.80	4.41	3.93	3.46	3.03
						EV/EBITDA	27.45	24.08	17.82	14.49	11.70

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 李常

清华大学工学硕士，2010年加盟东兴证券研究所，从事家用电器行业、电子元器件行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。