

## 证券研究报告

### 公司研究——中报点评

#### 天银机电（300342.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2014.3.14

#### 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

《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》 2014.3

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

## 无功耗类起动机销量下滑，下半年业绩有望改善

### 2014 年中报点评

2014 年 8 月 19 日

**事件：**公司公布 2014 年上半年业绩：公司营业收入为 2 亿元，同比下降 13.71%；归母净利润为 4483.79 万元，同比下降 19.61%；经营活动现金流净额 7781.62 万元，同比增长 119.74%；基本每股收益 0.45 元。

#### 点评：

- **上半年冰箱压缩机行业小幅增长。**根据产业在线的数据，2014 年上半年冰箱压缩机行业产量达到 6313.9 万台，同比增长 1.4%，销量为 6596.9 万台，同比增长 3.87%，公司的下游行业保持低速增长。
- **无功耗类起动机收入下降，拖累净利润下滑。**公司主推的无功耗类起动机收入同比下降 39.6%，占公司营业收入的 28.11%，同比下降了 12 个百分点，毛利率为 48.88%，下降了 0.43 个百分点，其主要原因：一是去年由于节能补贴政策的刺激，高能效冰箱的产量增加，带动了无功耗类起动器的销售，去年上半年积累了较高的基数，随着政策退出，压缩机厂提前备货的透支现象在今年上半年开始显现，无功耗类起动机市场需求出现下滑，公司一、二季度的销量分别下滑 39.4%和 38.9%；二是受房地产市场调控及整体经济不景气的影响，白电市场相对低迷，无功耗起动机在高能效产品上的应用受到一定影响。同时产品平均单价上半年下滑 9 分钱，为 10.01 元，毛利率因此受到影响，拖累公司净利润。
- **PTC 类起动机销售收入和毛利率保持增长。**上半年 PTC 类起动机销售 1046 万只，同比增长 30.91%，销售收入为 4623.17 万元，同比增长 20.95%，占公司的营业收入为 23.05%，同比提升 5.54 个百分点；毛利率为 32.23%，同比提升 4.37 个百分点。我们认为一方面是在缺乏政策的支持下，压缩机对传统的 PTC 类起动器的需求短期内仍然比较稳定，其价格也不到无功耗类起动机的一半（上半年平均单价为 4.42 元）；另一方面公司新的迷你型整体式起动机并入了 PTC 类起动器的统计，其符合小型化整合设计，使产品性能更可靠，成本更低，并便于于整机厂的组装，使工艺简单化，上半年销售 122 万个，实现销售收入 490 万元。
- **吸气消音器销量下滑。**吸气消音器销售量为 1358 万只，同比下降 7.11%；营业收入为 3,534.67 万元，同比下降 2.11%，占营业收入的 18.12%。
- **盈利能力略有下降，现金流有所改善。**公司上半年毛利率为 34.98%，同比下降 0.29 个百分点，净利率为 22.36%，同比下降 1.64 个百分点，整体费用率上升 1 个百分点，为 7.8%，主要为管理费用和财务费用分别增长 4.95%和 1.43%所致。另一方面，公司现金流情况改善，强化应收账款管理，货款回笼情况较好经营，活动现金流量同比增加 1.12%，购买商

品、接受劳务支付的现金同比降低 32.9%，经营现金流营业收入比同比大幅提升 31.3 个百分点，为 38.8%。

- **冰箱变频控制器已进入正式销售阶段。**公司变频压缩机控制器在 2014 年 6 月已经正式进入销售阶段，实现销售收入 4.5 万元。公司变频控制器的产能为年产 300 万只，目前公司正加强与客户的沟通，大力推进变频控制器的销售工作。
- **盈利预测及评级：**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下降的影响，公司业绩出现下滑，也基本符合我们年报点评中“先低”的判断。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，尤其是能效标准的重新修订，将带动公司高能效压缩机配件的销售，提升公司盈利能力。我们预计公司下半年业绩将会部分好转，但全年可能会低于之前我们的预期，调整盈利预测，预计公司 2014-16 年 EPS 为 1.09 元、1.54 元、1.87 元（前次预测分别为 1.24 元、1.72 元、2.06 元），对应 2014/8/18 股价 34.1 元的动态 PE 分别为 31x、22x、18x，我们依然看好公司的长期发展，但公司动态估值有所上升（估值回归到配件行业平均水平），下调公司评级为“增持”。
- **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	477.47	627.68	735.53
增长率 YoY %	13.66%	23.54%	6.92%	31.46%	17.18%
归属母公司净利润(百万元)	80.34	100.70	108.98	154.31	187.44
增长率 YoY%	22.36%	25.34%	8.22%	41.59%	21.47%
毛利率%	36.05%	33.45%	33.99%	36.51%	37.77%
净资产收益率 ROE%	17.50%	14.00%	13.98%	17.71%	18.43%
每股收益 EPS(摊薄、元)	0.80	1.01	1.09	1.54	1.87
市场一致预期 EPS(元)	-	-	1.21	1.56	1.93
市盈率 P/E(倍)	42	34	31	22	18
市净率 P/B(倍)	4.95	4.55	4.22	3.65	3.10

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价取 2014/8/18 的收盘价

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	760.75	904.67	1,073.37
货币资金	406.04	365.16	437.13	488.38	590.64
应收票据	81.19	136.59	136.97	180.06	211.00
应收账款	95.21	98.97	109.24	143.60	168.28
预付账款	2.08	0.71	1.56	1.97	2.26
存货	50.95	49.88	56.02	70.83	81.36
其他	5.89	19.83	19.83	19.83	19.83
非流动资产	162.73	182.46	172.34	180.26	198.61
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	30.57	39.90	44.42
资产总计	804.09	853.61	933.08	1,084.93	1,271.98
流动负债	105.55	93.99	114.48	142.02	161.63
短期借款	0.00	3.79	3.79	3.79	3.79
应付账款	53.81	40.41	51.22	64.76	74.38
其他	51.74	49.79	59.48	73.47	83.46
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	124.11	151.65	171.26
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	808.97	933.28	1,100.72
负债和股东权益	804.09	853.61	933.08	1084.93	1271.98

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	477.47	627.68	735.53
同比	13.66%	23.54%	6.92%	31.46%	17.18%
归属母公司净利润	80.34	100.70	108.98	154.31	187.44
同比	22.36%	25.34%	8.22%	41.59%	21.47%
毛利率	36.05%	33.45%	33.99%	36.51%	37.77%
ROE	17.50%	14.00%	13.98%	17.71%	18.43%
每股收益(元)	0.80	1.01	1.09	1.54	1.87
P/E	42	34	31	22	18
P/B	4.95	4.55	4.22	3.65	3.10
EV/EBITDA	31.25	25.22	23.05	16.77	13.93

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	477.47	627.68	735.53
营业成本	231.17	297.20	315.18	398.51	457.74
营业税金及附加	2.24	2.86	3.08	3.89	4.56
营业费用	8.13	9.81	10.50	13.81	16.92
管理费用	26.14	29.93	32.47	43.94	50.75
财务费用	-0.19	-8.33	-10.64	-12.78	-14.30
资产减值损失	1.52	0.21	1.64	2.15	2.52
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	125.25	178.15	217.34
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	128.22	181.54	220.52
所得税	14.27	18.01	19.23	27.23	33.08
净利润	80.34	100.70	108.98	154.31	187.44
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	108.98	154.31	187.44
EBITDA	109.11	135.38	148.10	203.56	245.14
EPS (摊薄)	0.80	1.01	1.09	1.54	1.87

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	127.03	110.87	164.86
净利润	80.34	100.70	108.98	154.31	187.44
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	-3.23	-67.29	-49.35
其它	-0.14	0.22	1.39	1.83	2.15
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	67.52	51.25	102.26

## 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	TCL 集团	000100

## 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
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@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。