

外延扩张增强公司业绩成长持续性

投资要点：

- 今年以来，受累于冰箱行业的低迷，公司业绩增长受到较大程度拖累，同比增速出现了较大程度下滑，但是随着去年增长基数的减弱，公司业绩实际上出现了一定程度的好转，如二季度收入和净利润分别同比增长-12%，-13%，较一季度回升3和13个百分点，三季度收入和净利润增速为5.76%，1.72%，也较二季度明显好转公司，由于今年的旺季形势比去年家电刺激政策退出后的四季度强，预计公司四季度业绩增长将持续好转，今年业绩有望实现小幅正增长。
- 公司明年业绩增长形势会更为乐观，主要因素包括：公司国内外都面临更好的需求环境；2015年国家推出新的冰箱能效标准的概率很大，公司的无功耗起动机也会更多受益；公司的新产品收入有望贡献更大。
- 主业增长空间有限的情况下，公司收购华清瑞达这家军工电子企业，以获得军工资质，拓展军工业务也就是必然的选择，该企业的收购有望明显增厚公司2015年每股收益0.06元，公司2015年的市盈率大约为27倍，而考虑到公司未来仍有以华清瑞达为平台收购军工资产进行外延式扩张的可能性，该估值仍比较合理，可给予增持评级。

公司财务数据及预测

项目	2012	2013	2014	2015
营业收入(百万元)	362	447	438	477
增长率(%)	13.66%	23.54%	-2.00%	9.00%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	80.34	100.70	104.10	129.87
增长率(%)	22.36%	25.34%	3.37%	24.75%
毛利率%	36.05%	33.45%	35.00%	36.00%
净资产收益率(%)	11.67%	13.43%	12.39%	13.63%
EPS(元)	0.40	0.50	0.52	0.65
P/E(倍)	43.54	34.74	33.60	26.94
P/B(倍)	5.08	4.66	4.16	3.67

数据来源：民族证券

天银机电 (300342.SZ)

分析师：陈伟

执业证书编号：S0050510120008

Tel：010-59355914

Email：chenwei@chinans.com.cn

投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	维持
目标价格：	25

市场数据

市价(元)	17.49
上市的流通 A 股(亿股)	0.67
总股本(亿股)	2
52 周股价最高最低(元)	39.94-14.99
上证指数/深证成指	3165.82/ 10722.26
2013 年股息率	1.43%

52 周相对市场改变

13-12 14-2 14-4 14-6 14-8 14-10

相关研究

正文目录

主业增长低位回升	3
产业转型有望提高业绩增长持续性	3
财务预测	5

图表目录

表 1：行业盈利	4
----------------	---

事件：公司计划以不超过18438万元的价格收购北京华清瑞达科技有限公司（简称“华清瑞达”）51%的股权，借此进入军工电子领域，推动公司产业升级。

主业增长低位回升

今年以来，受累于冰箱行业的低迷，公司业绩增长受到较大程度拖累，同比增速出现了较大程度下滑，但是随着去年增长基数的减弱，公司业绩实际上出现了一定程度的好转，如二季度收入和净利润分别同比增长-12%，-13%，较一季度回升3和13个百分点，三季度收入和净利润增速为5.76%，1.72%，也较二季度明显好转。

而从主导产品来看，公司高毛利率的产品增长形势也有所改善。如前三季度公司无功耗类起动机销量为847万只，比去年同期下降31.5%，其中，三季度同比下降8.97%，降幅已明显收窄。

此外，公司的新产品也开始贡献收入，如迷你型整体式PTC启动器已经开始批量生产，今年1-9月份，共生产迷你型整体式PTC启动器224万只，销售192万只，实现销售收入831.95万元，其中报告期内生产101万只，销售78万只，实现销售收入341.11万元；变频冰箱控制器产品进展顺利，已开始陆续对客户销售，至目前为止，共销售变频控制器1343只，实现销售收入13.23万元。

目前，公司已经进入到行业旺季，由于今年的旺季形势比去年家电刺激政策退出后的四季度强，预计公司四季度业绩增长将持续好转，今年业绩有望实现小幅正增长。

而由于以下因素，公司明年业绩增长形势会更为乐观。

第一，公司面临更好的需求环境，如从国内来看，明年房地产市场回稳有望带来冰箱销量的增长，这有利于拉动公司产品增长；从国际来看，经济增长形势也好于今年，而由于今年以来公司已加大国外市场（巴西、墨西哥、意大利、土耳其等）的开拓力度，努力提高公司产品在国外的市场占有率，这也会使得公司受益明年出口市场的复苏。

第二，在洗衣机、空调等家电的能效标准已经出台情况下，考虑到我国冰箱的能效标准水平低（我国的电冰箱国家标准规定的1级产品能效指数40%只相当于欧盟标准的A+产品），2015年国家推出新的冰箱能效标准的概率很大，公司的无功耗起动机也会更多受益。

第三，公司的新产品收入有望贡献更大。如目前虽然公司的变频冰箱控制器收入还很小，但考虑到公司产品已经获得用户的认可，明年冰箱能效标准提高推动的变频冰箱的销量快速增长也会促进公司变频冰箱控制器进入到大规模生产销售阶段。

产业转型有望提高业绩增长持续性

虽然公司明年业绩增长有保障，但是未来仍有较大的不确定性，能效标准政策的实施进度会直接决定公司业绩增长的成长性，而且公司在这一领域的市场份额已经较大，如目前公司在国内压缩机零配件的市场占有率保持在30%左右，未来业绩持续增长的空间也会受到较大的限制，因此公司开辟产业多元化也是必然的选择，而由于公司实际控制人多年以来在军工领域有一定的资源积累，收购华清瑞达这家军工电子企业，以获得军工资质，拓展军工业务也就是必然的选择。

华清瑞达主要生产和销售雷达射频仿真及电子战环境仿真系统（雷达目标模拟器）、航空电子模块以及高速信号采集、处理及存储系统。主要客户为航空、航天、兵器、电子、核工业和军方等单位。目前，公司为国防武器装备科研生产单位保密资格审查认证委员会认证的三级保密资格单位，今年9月，公司通过了总装备部组织进行的装备承制单位资格现场审查，同时，在去年3月通过了武器装备质量管理体系初次现场审核后，相关证书正在武器装备质量体系认证委员会审批过程中。

公司业绩也具有较强的盈利能力与成长性，如华清瑞达今年预计实现收入为1,100万元左右，由于有较高的

毛利率（今年1-11月为67.9%，远高于同类上市公司的水平），全年净利润为800万元至900万元。根据华清瑞达往年业务经验，2015 年全年预计可实现收入约为6,000 万元。以华清瑞达及行业相近公司毛利率水平作参考，2015 年预计可实现净利润为2,200 万元至2,500 万元。预计2015 年、2016 年、2017 年合计净利润不少于7,500 万元。

表 1：行业盈利

公司	主营业收入（万元）	毛利率
南京长峰	25,630（2014 年 1-9 月）	61.70
北京华力创通	25,882（2014 年 1-9 月）	51.64%
华清瑞达	1,850（2014 年 1-11 月）	67.94%

资料来源：wind 资讯

公司收购华清瑞达的代价也并不高，按照1.84亿元的收购价计算，收购市盈率14倍至16倍之间，按照华清瑞达的盈利预测，我们预计被收购后2015年并表进入公司后有望明显增厚公司2015年每股收益0.06元，公司2015年的市盈率大约为27倍，考虑到公司未来仍有以华清瑞达为平台收购军工资产进行外延式扩张的可能性，该估值仍比较合理。

财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	63,276	66,069	57,940	67,999	营业收入	362	447	438	477
现金	40,333	37,450	36,000	35,000	营业成本	231	297	284	305
应收账款	17,640	23,556	16,816	27,189	营业税金及附	2	3	3	3
其它应收款	0	5	0	5	营业费用	8	10	11	12
预付账款	208	71	461	110	管理费用	26	30	32	33
存货	5,095	4,988	4,663	5,695	财务费用	0	-8	-15	-14
其他	0	0	0	0	资产减值损失	2	0	2	0
非流动资产	16,050	18,025	18,057	12,929	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	8,184	10,107	11,883	7,348	营业利润	92	115	120	150
无形资产	3,660	3,617	3,222	2,827	营业外收支	2	4	2	3
其他	4,206	4,301	2,951	2,754					
资产总计	79,326	84,094	75,997	80,928	利润总额	95	119	122	153
流动负债	9,497	8,167	9,541	9,779	所得税	14	18	18	23
短期借款	0	379	779	779	净利润	80	101	104	130
应付账款	9,471	7,782	8,732	8,991	少数股东损益	0	0	0	0
其他	26	6	30	9	归属母公司净	80	101	104	130
非流动负债	956	928	0	0	EBITDA	108	126	160	191
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.40	0.50	0.52	0.65
其他	956	928	0	0	主要财务比				
负债合计	10,453	9,095	9,541	9,779	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	10,000	10,000	10,000	10,000	营业收入	13.66%	23.54%	-2.00%	9.00%
资本公积金	43,639	43,694	43,694	43,694	营业利润	24.80%	24.23%	4.84%	24.33%
留存收益	7,200	15,234	21,305	30,336	归属母公司净	22.36%	25.34%	3.37%	24.75%
归属母公司股东权益	68,873	74,999	84,030	95,297	获利能力				
负债和股东权益	79,326	84,094	93,571	105,076	毛利率	36.1%	33.4%	35.0%	36.0%
现金流量表					净利率	22.2%	22.5%	23.8%	27.2%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	11.7%	13.4%	12.4%	13.6%
经营活动现金流	82	34	218	57	ROIC	29.3%	31.4%	3.9%	23.5%
净利润	80	101	104	130	偿债能力				
折旧摊销	1,341	1,579	5,228	5,228	资产负债率	13.18%	10.82%	12.55%	12.08%
财务费用	118	94	-1,479	-1,443	净负债比率		0	0	0
投资损失(收益前加-号)	152	21	180	0	流动比率	6.66	8.09	6.07	6.95
营运资金净变动(增加为负)	539	7,471	-7,662	10,861	速动比率	6.13	7.48	5.58	6.37
其它	-2,149	-9,232	3,847	-14,719	营运能力				
投资活动现金流	-25	-37	-42	-227	总资产周转率	0.46	0.53	0.58	0.59
资本支出	2,463	3,728	7,000	7,000	应收帐款周转	2.05	1.90	2.60	1.75
长期投资	0	0	0	18,400	存货周转率	4.54	5.96	6.10	5.36
其他	-2,488	-3,765	-7,042	-25,627	每股指标(元)				
筹资活动现金流	333	-31	51	-3	每股收益	0.40	0.50	0.52	0.65
短期借款	-3,930	379	400	0	每股经营现金	0.41	0.17	1.09	0.28
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.44	3.75	4.20	4.76
普通股增加	2,500	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	35,373	55	0	0	P/E	43.54	34.74	33.60	26.94
其他	-33,610	-466	-349	-3	P/B	5.08	4.66	4.16	3.67
现金净增加额	389	-35	227	-173	EV/EBITDA	12.51	10.95	8.75	7.40

数据来源: 贝格数据, 民族证券

分析师简介

陈伟，毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，10年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

联系人简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)