

# 天银机电 (300342.SH) 家电零部件行业

评级：买入 首次评级

公司研究

市场价格(人民币)：27.10元

## 创新型产品驱动业绩回暖，外延切入军工领域

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	66.50
总市值(百万元)	5,420.00
年内股价最高最低(元)	27.10/12.23
沪深300指数	4170.54



### 公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.803	1.007	0.456	0.557	0.684
每股净资产(元)	6.89	7.50	8.28	9.27	10.50
每股经营性现金流(元)	0.81	0.33	0.16	2.30	1.80
市盈率(倍)	21.43	37.49	35.50	48.63	39.60
行业优化市盈率(倍)	N/A	26.17	34.32	50.12	50.12
净利润增长率(%)	22.36%	25.34%	-9.52%	22.34%	22.81%
净资产收益率(%)	11.67%	13.43%	11.00%	12.03%	13.03%
总股本(百万股)	100.00	100.00	200.00	200.00	200.00

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- 公司是国内冰箱压缩机零部件龙头。公司是国内最大的冰箱压缩机零部件供应商之一，主要生产冰箱压缩机启动器、吸气消音器和热保护器等。
- 将从“领跑者”制度和能效标准的实施中受益。政策推动节能化成大势所趋，其中“领跑者”制度有利于促进家电产业升级，引导消费习惯转变，利好零部件行业的进行技术升级。年内国家推出新的冰箱能效标准令冰箱上游节能性强的配件迎来发展机遇，推动公司无功耗启动器实现较快增长。
- 坚持创新保障公司长远发展。公司自设立以来一直注重研发具有自主知识产权的新产品，已经形成了较为深厚的技术积淀。公司的重大创新产品无功耗启动器建立起较高的技术壁垒，是公司的主导产品，为公司贡献了近五成的毛利率。冰箱变频控制器经过长时间的研发试验，技术上已经处于国际领先水平，性价比高，并初步具备了批量生产的能力；新产品迷你型整体式 PTC 启动器推向市场后，各个方面反馈情况都很好，已经开始批量生产，二者成为公司近年来将进行主推的新产品。
- 控股华清瑞达，布局军工电子行业。今年初公司现金收购了华清瑞达 51% 的股权，战略性进入军工电子领域，搭乘我国军队信息化建设迎来跨越式发展的东风，与传统主业形成双轮驱动。

### 盈利预测与估值

- 根据以上关键假设，我们预测公司 2014-2016 年的主营业务收入分别达 408.77 百万元、497.79 百万元和 595.60 百万元，同比增长-8.47%、21.78%、19.65%。净利润达 91.11 百万元、111.46 百万元和 136.89 百万元，同比增长-9.52%、22.34%和 22.81%，EPS 分别为 0.46 元、0.56 元和 0.68 元（考虑到 2014 年公司以公积金转增股本，股本扩张至 2 亿股因素）。
- 公司当前股价（2015/4/3 收盘价：27.10）对应 2015-2016 年 PE 分别为 49 倍和 40 倍。考虑到未来政策行业利好政策的推出，创新型产品有望驱动公司业绩回暖，同时由于外延切入军工领域的并表原因将带来 2015 年业绩的高增长，因而公司具备估值提升的潜力，给予公司“买入”评级。

### 风险

- 政策推进不如预期；新品推广不如预期；冰箱销售持续低迷。

潘贻立 联系人  
(8621)60230252  
panyili@gjzq.com.cn

后立尧 分析师 SAC 执业编号：S1130515020001  
(8621)61038200  
houliyao@gjzq.com.cn

## 内容目录

国内冰箱压缩机零部件龙头.....	3
政府出台政策力推，节能化成大势所趋.....	5
发改委推“领跑者”制度，促进家电整机和零部件产业升级.....	5
年内国家推出新的冰箱能效标准将推动公司无功耗起动机实现较快增长.....	6
技术创新保障公司长远发展，未来寄期于新品放量.....	8
公司已形成深厚的技术沉淀.....	8
无功耗起动机面临广阔市场空间.....	8
变频控制器和迷你型整体 PTC 起动机将成为新的业绩增长点.....	9
客户关系稳定，有助于新产品的推广和放量.....	10
控股华清瑞达，布局军工电子行业.....	11
盈利预测与估值.....	12
关键假设.....	12
盈利预测与估值.....	12

## 图表目录

图表 1：公司主要产品系列.....	3
图表 2：主要产品起动机和消音器的市场占有率较高.....	3
图表 3：冰箱行业陷入低迷，公司业绩增长受到拖累.....	3
图表 4：政策退出对公司净利润的负面影响将逐渐消退.....	3
图表 5：公司今年来各项主营业务毛利率情况.....	4
图表 6：公司近年来各项主营业务毛利贡献情况.....	4
图表 7：日本“领跑者”计划能源提升效率预期和实际对比图.....	5
图表 8：家电效能“领跑者”计划图标.....	6
图表 9：变频冰箱具备多种优势.....	6
图表 10：能源效率指数计算公式.....	7
图表 11：现行能效等级标准.....	7
图表 12：公司重视研发投入，所占营收比例逐年增加.....	8
图表 13：公司无功耗起动机产品图片.....	9
图表 14：公司无功耗起动机近年来营收增长情况.....	9
图表 15：近年来变频冰箱销量和增长情况.....	10
图表 16：2014H1 来自公司主要客户的营收占比.....	10
图表 17：华清瑞达主要财务数据（万元）.....	11
图表 18：PTC 起动机和无功耗起动机对比.....	12
图表 19：公司主营业务收入拆分.....	14

## 国内冰箱压缩机零部件龙头

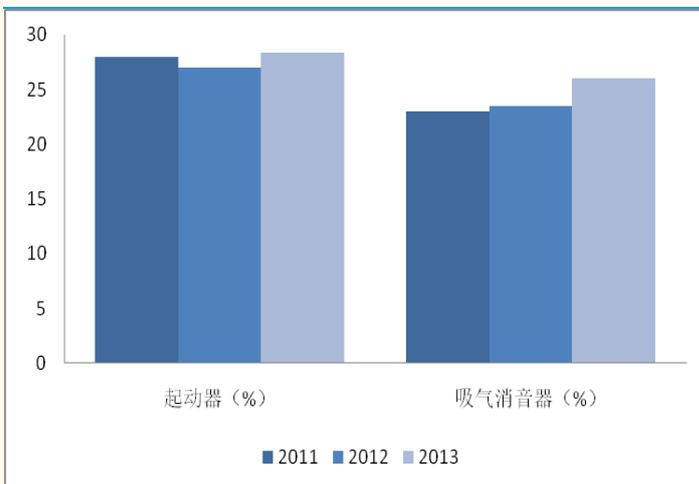
- 公司是国内最大的冰箱压缩机零部件供应商之一，主要生产冰箱压缩机启动器、吸气消音器和热保护器等。2011-2013 年公司主要产品压缩机启动器的市场占有率保持在 28%左右，吸气消音器的市占率也一直呈现上升趋势。

图表 1：公司主要产品系列



来源：公司资料，国金证券研究所

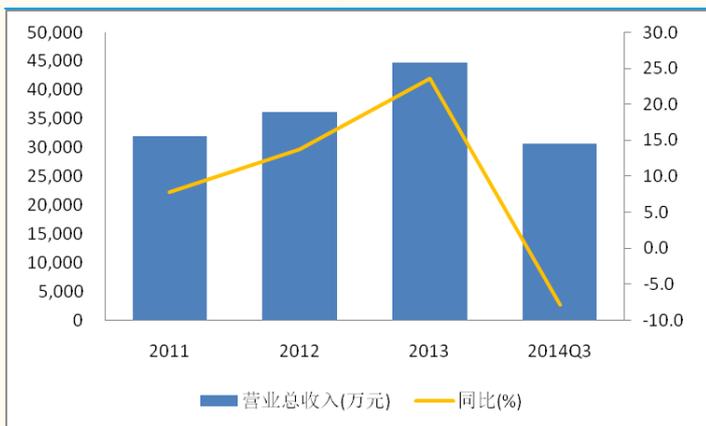
图表 2：主要产品启动器和消音器的市场占有率较高



来源：公司资料，国金证券研究所

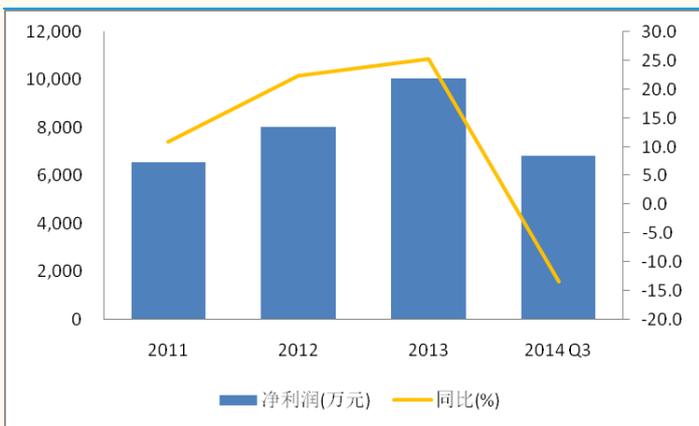
- 2010-2013 年，公司得益于家电下乡和节能惠民的政策，营收和净利润均保持 20%左右的复合增速。随着国家家电节能补贴政策的到期以及整体经济的不景气，冰箱行业陷入低迷，公司业绩增长受到较大程度拖累，2014 年上半年营收和净利润分别比上年同期降低了 13.71%和 19.61%，14Q3 公司经营状况有所回暖。预计 2014 全年公司实现营收 4.09 亿元，净利润 0.91 亿元，较上年同期分别下降 8.38%和 9.78%，政策退出对公司业绩的负面影响将逐渐消退。

图表 3：冰箱行业陷入低迷，公司业绩增长受到拖累



来源：公司资料，国金证券研究所

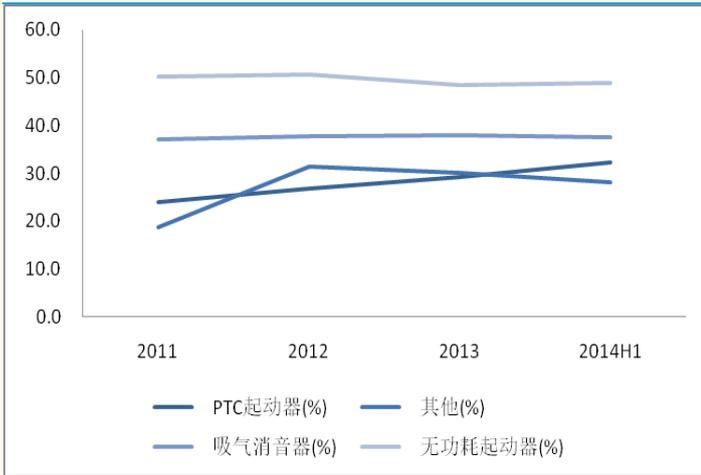
图表 4：政策退出对公司净利润的负面影响将逐渐消退



来源：公司资料，国金证券研究所

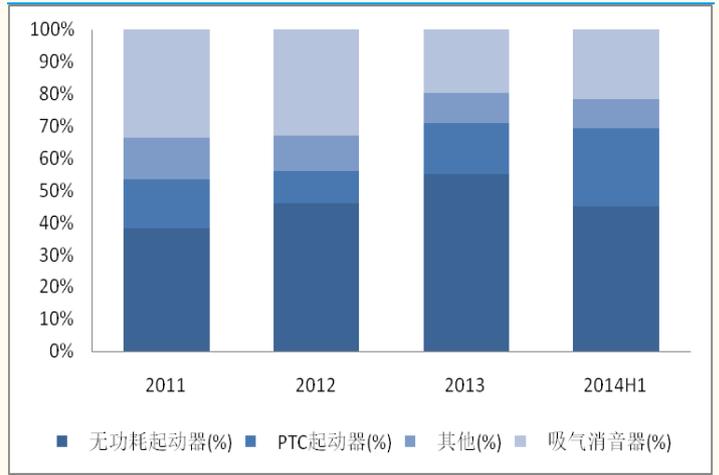
- 无功耗启动器贡献高毛利：公司主要生产启动器、吸气消音器、过载保护器和接线盒等产品。启动器可细分为无功耗类启动器和 PTC 类启动器，二者合计贡献了总营收的五成左右，市占率约 30%；吸气消音器也是公司重要的营收来源，收入占比 18%。从毛利率角度来看，根据 2014 年中报，无功耗启动器 (48.88%) > 吸气消音器 (37.75%) > PTC 启动器 (32.23%) > 其他 (28.02%)，无功耗启动器和吸气消音器的毛利率遥遥领先，对公司毛利的贡献也最大，这是由其的技术含量和价格都高于其他一般产品。

图表 5：公司今年来各项主营业务毛利率情况



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 6：公司近年来各项主营业务毛利贡献情况



来源：公司资料，国金证券研究所

## 政府出台政策力推，节能化成大势所趋

### 发改委推“领跑者”制度，促进家电整机和零部件产业升级

- 1月8日国家发改委等七部门联合发布了《关于印发能效“领跑者”制度实施方案的通知》。能效“领跑者”是指同类可比范围内能源利用效率最高的产品、企业或单位，该制度将率先在变频空调、电冰箱、滚筒洗衣机、平板电视等家电产品中实施，未来将适时将纳入能效标准体系。节能化成为大势所趋。
- 能效“领跑者”应重点满足如下要求：能效水平达到能效国家标准的1级能效以上，且为同类型可比产品中能源效率领先的产品；采用先进高效的节能技术和零配件，产品的全生命周期能耗较低等。符合条件的企业可自行申报“领跑者”，经专家评定、社会公示等流程后，每年公布两次，并逐年提高相应指标。
- 目前国家发改委正会同有关部门制定激励政策，除鼓励入围产品的生产企业在品牌宣传、产品营销中使用能效“领跑者”标志外，也将鼓励能效“领跑者”产品的技术研发、宣传和推广，具体实施细则业界预计会在今年上半年推出。
- 家电能效“领跑者”制度与前期推广的“节能惠民”政策有本质不同。领跑者制度的重点在于补贴制造厂家，推动企业在研发、生产上加大高能效产品投入的比重，以引导厂家在产品上向节能型转型升级，引导全行业提高节能技术，而不是像节能惠民政策那样对消费者推行普惠制，提前透支市场需求，只是间接对消费产生影响。
- 以日本作为参照。日本国内资源严重匮乏，加上全球变暖的趋势逼近，政府加大了节能减排的力度，于1999年推出“节能领跑者计划”。该计划对家电制造商在研发、资金、营销推广等方面给予支持，将市场上销售的电视机、冰箱等产品当中效率最优的产品性能设为该类产品目标年度的能效基准，对目标年度内未达标企业进行处罚甚至勒令不合格产品淘汰出市场，敦促企业为实现这一目标而努力，同时不干预具体实现过程以最大限度引发企业创新。此外，日本政府也将这些企业的产品列入采购目录，还对消费者实施一定的消费补贴，对零售商建立能效产品零售商评估制度。通过这样一种综合激励方法，政府、制造商、零售商和消费者形成良性互动，共同推进高能效产品的普及，以电冰箱为例，截至2004年能耗节省幅度达29.6%，超过了既定的计划22.9%，效果显著。

图表7：日本“领跑者”计划能源提升效率预期和实际对比图

Product category	Energy efficiency improvement (result)	Energy efficiency improvement (initial expectation)
TV receivers (TV sets using CRTs)	25.7% (FY 1997 → FY 2003)	16.4%
VCRs	73.6% (FY 1997 → FY 2003)	58.7%
Air conditioners * (Room air conditioners)	67.8% (FY 1997 → 2004 freezing year)	66.1%
Electric refrigerators	55.2% (FY 1998 → FY 2004)	30.5%
Electric freezers	29.6% (FY 1998 → FY 2004)	22.9%
Gasoline passenger vehicles *	22.8% (FY 1995 → FY 2005)	22.8% (FY 1995 → FY 2010)
Diesel freight vehicles *	21.7% (FY 1995 → FY 2005)	6.5%
Vending machines	37.3% (FY 2000 → FY 2005)	33.9%
Fluorescent light equipment *	35.7% (FY 1997 → FY 2005)	16.6%
Copying machines	72.5% (FY 1997 → FY 2006)	30.8%
Computers *	80.8% (FY 2001 → FY 2007)	69.2%
Magnetic disk units *	85.7% (FY 2001 → FY 2007)	71.4%
Electric toilet seats	14.6% (FY 2000 → FY 2006)	10.0%

来源：Energy Conservation Center of Japan，国金证券研究所

- 虽然目前政策实施的细则尚未确定，但是仍可以从以下几个方面**预判其为行业带来的深远影响**：

(1) 促进家电产业升级，引导消费习惯转变。以变频冰箱为例，它具备很多优点，代表了未来冰箱行业的消费升级趋势，但是在目前国内冰箱市场中渗透率并不高，根据中怡康的数据，仅为 16.58%左右，不及欧美市场超过 60%的渗透率，更比不上日本接近 100%渗透率的数据，仍有很大进步空间。能效“领跑者”制度将通过有效的激励机制，加速高能效、高附加值、高均价的家电产品普及，引导消费者消费行为转变，促进以变频冰箱、电脑温控冰箱、变频空调为主的节能性产品市占率提升，进而促进家电产业升级以及产品结构的优化，对行业整体形成利好。

(2) 利好零部件行业的进行技术升级。高能效的产品必须要采用更为节能的技术和零部件，如此一来对变频控制器、传热管、电子膨胀阀、涡旋压缩机等关键节能部件的采购量将上升。

图表 8：家电效能“领跑者”计划图标



图表 9：变频冰箱具备多种优势

优势	描述
节能节电	可调节制冷量使冰箱的制冷量与负载良好匹配，避免无谓的能量消耗，节能效率可提高四成左右
噪音降低	仅在冰箱内温度升到一定程度才会进行制冷，工作转速平滑过渡，噪音值能降低 10%以上
降温快速	变频冰箱在冰箱负载较大时压缩机可以高速运转实现快速降温，速冻能力比普通冰箱提高 20%
保鲜期长	变频冰箱可通过连续调节压缩机转速来精准稳定地控制冰箱温度，对食品的温度冲击变小从而减少食品水分流失，保鲜期可延长 3 到 5 天，保鲜效果好
经久耐用	由于冰箱所需制冷量较小时，变频压缩机能低速运转，减少了冰箱启动次数，克服了非节能冰箱压缩机瞬时启动造成电流过大而缩短冰箱使用寿命的问题。

来源：发改委，国金证券研究所

来源：中怡康，国金证券研究所

### 年内国家推出新的冰箱能效标准将推动公司无功耗起动机实现较快增长

- 我国现行的 GB12021.2-2008《家用电冰箱耗电量限定值及能源效率等级》于 2009 年 5 月 1 日正式实施，以能源效率指数范围划归能效等级。发展到今天，我国市场上九成的冰箱都达到能效 1 级标准，而且以节能惠民工程要求的超 1 级产品居多，这说明现行的冰箱能效标准已经落伍，不能完全满足行业和产品的发展需求。

图表 10: 能源效率指数计算公式

能源效率指数 (简称能效指数) 是指电冰箱实测耗电量 ( $E_{test}$ ) 与基准耗电量 ( $E_{base}$ ) 之比。其中, 基准耗电量是作为产品比较的基准线, 保持数值不变。计算公式如下:

$$\eta = \frac{E_{test}}{(M \times V_{adj} + N + CH) \times S_r / 365} \times 100\%$$

式中:

$\eta$ —能效指数;

$E_{test}$ —实测耗电量, 单位: kW·h/24h;

$V_{adj}$ —调整容积, 单位: L;

M、N—参数, 单位: kW·h;

CH—变温室修正系数;

$S_r$ —穿透式自动制冷功能修正系数

来源:《家用电冰箱耗电量限定值及能源效率等级》, 国金证券研究所

图表 11: 现行能效等级标准

能效等级	现行能效标准能效指数
1	$\eta \leq 40\%$
2	$40\% \leq \eta \leq 50\%$
3	$50\% \leq \eta \leq 60\%$
4	$60\% \leq \eta \leq 70\%$
5	$70\% \leq \eta \leq 80\%$

来源:《家用电冰箱耗电量限定值及能源效率等级》, 国金证券研究所

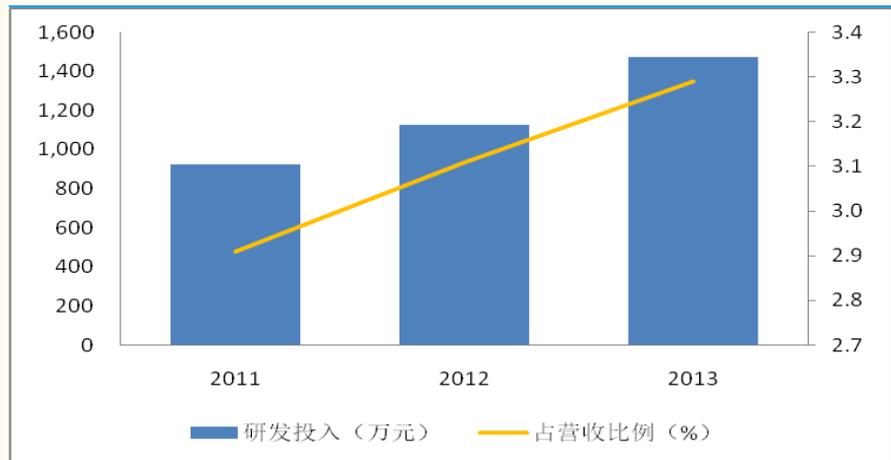
- 有鉴于此, 2013 年 9 月国家标准化委员会公布了包括该标准在内的修订项目计划, 将冰箱能效等级水平向上调整, 业内预计修订后的新冰箱能效标准将于今年推出。这一举措与行业的节能化趋势遥相呼应, 冰箱上游节能性强的配件迎来发展机遇。由于无功耗起动机在提高冰箱压缩机能效方面具备优良性价比, 公司作为国内唯一一家无功耗起动机量产企业, 无疑将从中受益。

## 技术创新保障公司长远发展，未来寄期于新品放量

### 公司已形成深厚的技术沉淀

- 公司自设立以来一直注重研发具有自主知识产权的新产品，已经形成了较为深厚的技术积淀，截至 2013 年公司拥有奖金 80 个技术专利，研发投入占到当年营业收入的 3.3%，还曾作为主起草人起草了《全封闭型电动机—压缩机用无功耗电子式起动器》行业标准。
- 这样做一来可以掌握定价权，享受产品创新带来的高单价和高毛利率，抢占市场份额，二来可以在不断寻求转换升级的行业里站稳脚跟，保障公司长远健康发展。

图表 12：公司重视研发投入，所占营收比例逐年增加



来源：公司资料，国金证券研究所

### 无功耗起动器面临广阔市场空间

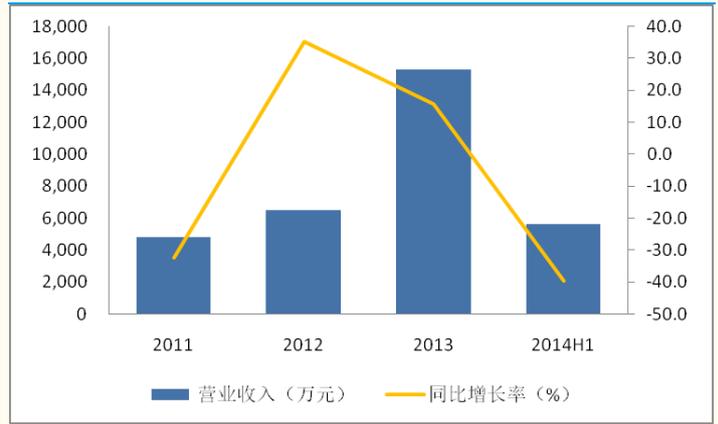
- 公司于 2004 年 10 月成功研发无功耗起动器，属于行业重大创新，自 2005 年起该产品陆续获得二十多项国内专利，以及美国、日本、韩国等 6 个国家的十多项专利，建立起较高的技术壁垒，成为公司的主导产品，公司因此是国内唯一能够批量生产和销售无功耗类起动器的厂商。
- 未来冰箱发展的重点方向是高效节能，这对压缩机的节能效率提出了要求。评价压缩机效率的指标是 COP 值，即压缩机输出功率与耗电功率的比值，比值越高代表压缩机越节能。一般而言 COP 值 > 1.8 的压缩机就可称为高效压缩机，这类压缩机毛利率较高，符合国家节能政策和压缩机厂商的利益，已经成为重点发展的产品。公司生产的无功耗类起动器基本上都应用于这类压缩机上。
- 无功耗启动器是提高冰箱压缩机 COP 值的性价比较高的方式，所以高效压缩机以及节能冰箱需求的增加显著带动了公司无功耗启动器销量增长。2012 年 6 月 1 日节能惠民政策启动后，2012 年下半年开始公司无功耗启动器销量明显增加，2012 年该产品收入同比增长 37%，2013H1 收入继续同比大幅增长 55%，占公司营收比例达到 43%。2013 年 5 月 31 日节能惠民政策退出后，节能冰箱销售占比下降，公司无功耗启动器收入应声下滑 18%。

图表 13: 公司无功耗起动器产品图片



来源: 公司资料, 国金证券研究所

图表 14: 公司无功耗起动器近年来营收增长情况



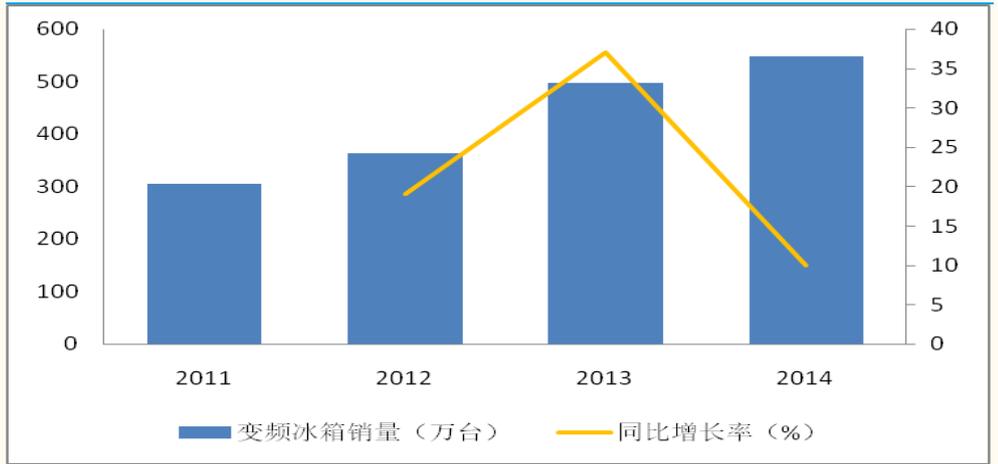
来源: 公司资料, 国金证券研究所

- 根据产业在线数据, 2013 年我国冰箱压缩机的产量为 1.15 亿台, 同比增长了 3.9%, 2014、2015 年年均增长有望达到 5%, 则 2015 年产量约为 1.27 亿台。根据中国家电协会发布家电“十二五”规划建议, 到“十二五”期末, 冰箱压缩机的 COP 值平均要提高到 1.8 以上。以届时 COP 值>1.8 的压缩机占比 50%, COP 值超过 1.8 的冰箱压缩机有 33% 采用无功耗起动器的设定计算, 2015 高效压缩机产量约为 6350 万台, 无功耗起动器潜在市场需求量为 2095 万只, 以均价 8-9 元计算, 无功耗起动器的市场规模有望达到 1.68-1.89 亿元。
- 而在更远的未来, 随高效能冰箱、高效压缩机的渗透率节节攀升, 无功耗起动器的市场规模有望达到 4-7 亿元, 公司的无功耗产品面临着广阔的发展空间。

**变频控制器和迷你型整体 PTC 起动器将成为新的业绩增长点**

- 公司的冰箱变频控制器经过长时间的研发试验, 技术上已经处于国际领先水平, 并初步具备了批量生产的能力。冰箱变频控制器的技术壁垒高, 目前公司是国内率先推出冰箱变频控制器的厂商, 产品性能先进, 性价比较高。
- 2013 年公司投资约 4000 万元建设了变频控制器生产线, 形成年产 300 万台的规模。2014 年公司变频控制器进入小批量试销售阶段, 至去年三季度末, 共销售变频控制器 1343 只, 均价在 98.51 元, 累计销售收入 13.23 万元。在试用阶段结束后, 公司将较快实现向压缩机厂商批量供货。此外随国家政策的推动, 节能化成为行业大势所趋, 变频冰箱的销售向好, 这也十分利于变频控制器的应用。该产品有望在今年得到高速增长。
- 根据产业在线统计数据, 2011、2012 和 2013 年我国变频冰箱的总销(含内销和出口)分别为 273 万台、366 万台和 498 万台, 其中国内变频冰箱渗透率持续较快提升, 海外市场则增速放缓。预计 2015 年我国变频冰箱总销量将达 680 万台, 即变频控制器需求为 680 万只, 假设公司市场份额为 2%, 产品单价 90 元, 则公司的变频控制器的销量约为 13.6 万支, 销售额将达 1224 万元。同时, 随变频冰箱市场需求增加和公司市场份额的爬升, 预计 2016 年公司变频控制器的销售额有望突破 3200 万元。

图表 15: 近年来变频冰箱销量和增长情况



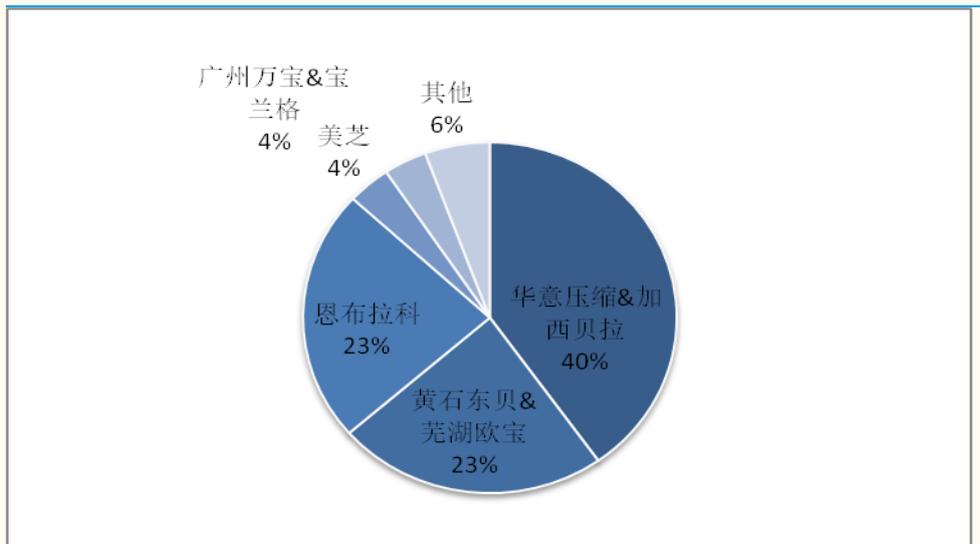
来源: 产业在线, 国金证券研究所

- 迷你型整体式 PTC 启动器也是公司针对传统 PTC 启动器进行改良的创新型产品。进行了小型化的整合设计, 克服了性能落后、利润低等缺点, 具备了工艺简单、利于整机厂组装等优点, 广受客户认可, 各方反馈良好。现已开始批量生产, 成为公司近年来将主打的新产品。
- 公司 2013 年全年迷你型整体式 PTC 启动器营收 575 万元, 而 2014 年 1-9 月份, 公司已生产该产品 224 万只, 销售 192 万只, 实现销售收入 831.95 万元, 增长很快。变频控制器和迷你型整体 PTC 启动器将成为新的业绩增长点。

客户关系稳定, 有助于新产品的推广和放量

- 基于公司一贯对技术创新的追求、稳定的产品品质和良好的长期供货信用记录。天银机电与国内主要的压缩机生产商均建立了良好的战略合作关系, 包括华意压缩、黄石东贝等国内冰箱压缩机龙头企业以及恩布拉科、扎努西等全球知名冰箱压缩机企业。稳定的客户关系不保证了公司传统产品如无功耗启动器、吸气消音器销售稳定, 也为创新产品的推广提供良好的客户基础, 如变频控制器也已进入部分客户的试用阶段, 得到反馈良好, 2015 年批量供应后将放量增长。

图表 16: 2014H1 来自公司主要客户的营收占比



来源: 公司资料, 国金证券研究所

## 控股华清瑞达，布局军工电子行业

- 2015年1月26日，公司正式宣布使用超募资金16269万元现金收购北京华清瑞达科技有限公司51%股权，获得华清瑞达的控股权。
- 华清瑞达是一家军工电子领域的高新技术企业，团队主要由国内仿真领域专家和清华大学、北理工、北航等学校毕业的博士硕士组成，主营业务为雷达射频仿真及电子战环境仿真系统、航空电子模块、高速信号采集处理及存储系统的研发、生产和销售，拥有相关单位颁发的“三级保密资格单位”、“装备承制单位资格”和“武器装备质量管理体系”等资质及特许经营权，用户行主要来自航空、航天、兵器、电子、核工业和军方等。
- 华清瑞达的技术优势主要体现在：
  - (1) 研制了具有自主知识产权的基于模型的图形化开发平台，方便处理复杂雷达目标信号重构技术难题，完成了多个型号成像雷达实时仿真，处于国内领先水平；
  - (2) 实现了雷达目标模拟器结构、供电、控制、基带信号处理和微波的标准化，提高开发效率和可靠性，为十余个重点型号配套；
  - (3) 研制并为多个飞行器配套了无线电测高雷达，其性能达到国际先进水平。
- 华清瑞达在盈利能力方面较为出色，与其业务类似的同行业公司有南京长峰航天电子科技有限公司和北京华力创通科技股份有限公司，2014年1-9月三家公司的毛利率分别为67.94%、61.70%和51.64%，虽然华清瑞达的主营业务收入与另两家公司不在一个量级，但毛利率毫不逊色，这与它手握多项先进的知识产权是密切相关的。

图表 17：华清瑞达主要财务数据（万元）

项目	2014年11月30日	2013年12月31日
资产总额	3786.54	2880.47
负债总额	2494.17	2399.45
所有者权益	1292.37	480.59
项目	2014年1-11月	2013年度
营业收入	1850.59	2321.53
营业利润	519.81	580.41
利润总额	519.81	580.41

来源：公司资料，国金证券研究所

- 根据股权转让框架协议，基于目前的订单情况、产品结构以及对未来市场发展前景的规划，华清瑞达承诺2015-2017三年的净利润分别不低于2200万元（预计在2200-2500万元之间）、2500万元和2800万元，总和不低于7500万元。以2015年华清瑞达承诺的净利润以及天银机电支付的收购价格为基础，其对应市盈率约为12.8-14.5倍。
- 公司通过控股华清瑞达将战略性进入军工电子领域，打造新的增长极。公司实际控制人多年以来在军工领域有一定的资源积累，但受制于没有军工资质无法进入该领域。本次公司通过收购华清瑞达51%股权获得完整的军工资质，可充分利用实际控制人在军工领域的资源以华清瑞达作为业务平台拓展新的军工业务，从而搭乘我国军队信息化建设迎来跨越式发展的东风，与传统主业形成双轮驱动。

## 盈利预测与估值

### 关键假设

■ 我们根据前文的分析，作如下假设：

(1) 无功耗起动机：节能惠民政策退出的影响得到消化，加上国家推行节能化的政策特别是冰箱新能效标准的执行，2015 年有望重新恢复增长，我们预测 2014-2016 的增速分别为-18.5%、25%和 25%，毛利率稳定在 48%左右。

(2) 变频控制器：2014Q3 公司共销售变频控制器 1343 只，实现销售收入 13.23 万元。试用阶段得到良好反馈后，今年该产品有望放量增长，我们预测 2014-2016 的营收分别为 30 万元、1200 万元和 3200 万元，毛利率约为 50%。

(3) 迷你型整体 PTC 起动机：该创新型产品有望成为公司新的增长点，预计 2014 全年的营收在 1048 万元左右，同比增长 82.5%。我们预测 2015-2016 的增速分别为 35%和 30%，毛利率在 34%左右。

(4) 吸气消音器：一台冰箱需要一只吸气消音器，所以这些产品销量增长与冰箱产量增长直接相关，产品收入增长和毛利率均较为稳定。我们预测吸气消音器 2014-2016 的增速分别为 1.39%、10%和 10%，毛利率稳定在 37%左右。

(5) PTC 起动机：PTC 起动机作为第二代起动机产品，结构简单可靠性高，但功耗较大，毛利率远不及无功耗起动机，在家用非高效能冰箱压缩机领域中得到广泛应用。我们预测 2014-2016 该产品的增速将逐渐收窄，分别为 15%、5%和 3%，毛利率稳定在 30%左右。

图表 18：PTC 起动机和无功耗起动机对比

	PTC 起动机	无功耗起动机
工作原理	与起动线圈串联，开通电源完成压缩机启动，同时电流导致 PTC 热敏电阻电阻值增大，使得起动线圈断路	用互感器采集压缩机电机启动时与电机启动完成后的电流变化量，通过互感器转变成电信号控制可控制的开关
优点	取代第一代重锤式起动机产品，结构简单，可靠性较高	第三代起动机产品节能明显、寿命更长、安全性高，毛利率高
缺点	功耗较大	单价较高
应用	在家用冰箱压缩机领域已基本替代重锤式起动机	主要应用于高效压缩机、高效能冰箱

来源：公司资料，国金证券研究所

(6) 暂不考虑华清瑞达并表因素。

### 盈利预测与估值

■ 根据以上关键假设，我们预测公司 2014-2016 年的主营业务收入分别达 408.77 百万元、497.79 百万元和 595.60 百万元，同比增长-8.47%、21.78%、19.65%。净利润达 91.11 百万元、111.46 百万元和 136.89 百万元，同比增长-9.52%、22.34%和 22.81%，EPS 分别为 0.46 元、0.56 元

和 0.68 元（考虑到 2014 年公司以公积金转增股本，股本扩张至 2 亿股因素）。

- 公司当前股价（2015/4/3 收盘价：27.10）对应 2015-2016 年 PE 分别为 49 倍和 40 倍。考虑到未来政策行业利好政策的推出，创新型产品有望驱动公司业绩回暖，同时由于外延切入军工领域的并表原因将带来 2015 年业绩的高增长，因而公司具备估值提升的潜力，给予公司“买入”评级。

**图表 19: 公司主营业务收入拆分**

项 目	2013	2014E	2015E	2016E
<b>无功耗起动机</b>				
销售收入 (百万元)	153.01	128.70	158.87	194.84
增长率 (YOY)	135.04%	-15.89%	23.44%	22.64%
毛利率	48.47%	48.80%	48.50%	48.20%
销售成本 (百万元)	78.85	65.89	81.82	100.93
增长率 (YOY)	21.73%	-16.43%	24.17%	23.36%
毛利 (百万元)	74.16	62.81	77.05	93.91
增长率 (YOY)	22374.47%	-15.32%	22.68%	21.88%
占总销售额比重	38.33%	31.48%	31.92%	32.71%
占主营业务利润比重	50.07%	42.79%	42.67%	42.68%
<b>PTC起动机</b>				
销售收入 (百万元)	73.15	84.12	97.32	106.97
增长率 (YOY)	165.71%	15.00%	15.69%	9.92%
毛利率	29.15%	30.20%	30.00%	30.00%
销售成本 (百万元)	51.83	58.72	68.12	74.88
增长率 (YOY)	156.65%	13.29%	16.02%	9.92%
毛利 (百万元)	21.32	25.40	29.20	32.09
增长率 (YOY)	190.64%	19.14%	14.93%	9.92%
占总销售额比重	18.32%	20.58%	19.55%	17.96%
占主营业务利润比重	14.40%	17.31%	16.17%	14.59%
<b>吸气消音器</b>				
销售收入 (百万元)	70.65	71.63	79.79	87.67
增长率 (YOY)	12.18%	1.39%	11.39%	9.88%
毛利率	37.89%	37.70%	37.00%	37.00%
销售成本 (百万元)	43.88	44.63	50.27	55.23
增长率 (YOY)	11.84%	1.70%	12.64%	9.88%
毛利 (百万元)	26.77	27.00	29.52	32.44
增长率 (YOY)	12.74%	0.88%	9.32%	9.88%
占总销售额比重	17.70%	17.52%	16.03%	14.72%
占主营业务利润比重	18.07%	18.40%	16.35%	14.74%
<b>其他</b>				
销售收入 (百万元)	41.53	53.37	67.05	78.57
增长率 (YOY)	64.67%	28.51%	25.63%	17.18%
毛利率	29.98%	29.70%	29.70%	29.70%
销售成本 (百万元)	29.08	37.52	47.14	55.23
增长率 (YOY)	67.93%	29.02%	25.63%	17.18%
毛利 (百万元)	12.45	15.85	19.91	23.34
增长率 (YOY)	57.52%	27.31%	25.63%	17.18%
占总销售额比重	10.40%	13.06%	13.47%	13.19%
占主营业务利润比重	8.41%	10.80%	11.03%	10.61%
<b>电器接线盒</b>				
销售收入 (百万元)	25.02	23.18	25.34	28.58
增长率 (YOY)	-7.09%	-7.35%	9.32%	12.79%
毛利率	23.62%	26.10%	26.00%	26.00%
销售成本 (百万元)	19.11	17.13	18.75	21.15

增长率 (YOY)	-4.85%	-10.36%	9.47%	12.79%
毛利 (百万元)	5.91	6.05	6.59	7.43
增长率 (YOY)	-13.67%	2.37%	8.90%	12.79%
占总销售额比重	6.27%	5.67%	5.09%	4.80%
占主营业务利润比重	3.99%	4.12%	3.65%	3.38%
<b>电器组件</b>				
销售收入 (百万元)	3.85	15.80	18.96	21.80
增长率 (YOY)	#DIV/0!	310.39%	20.00%	14.98%
毛利率	15.19%	8.10%	10.00%	11.00%
销售成本 (百万元)	3.27	14.52	17.06	19.40
增长率 (YOY)	#DIV/0!	344.70%	17.52%	13.70%
毛利 (百万元)	0.58	1.28	1.90	2.40
增长率 (YOY)	#DIV/0!	118.84%	48.15%	26.48%
占总销售额比重	0.96%	3.87%	3.81%	3.66%
占主营业务利润比重	0.39%	0.87%	1.05%	1.09%
<b>热保护器</b>				
销售收入 (百万元)	24.12	21.18	24.30	26.76
增长率 (YOY)	13.88%	-12.19%	14.73%	10.12%
毛利率	18.94%	23.20%	23.00%	23.00%
销售成本 (百万元)	19.55	16.27	18.71	20.61
增长率 (YOY)	14.63%	-16.80%	15.03%	10.12%
毛利 (百万元)	4.57	4.91	5.59	6.15
增长率 (YOY)	10.78%	7.56%	13.74%	10.12%
占总销售额比重	6.04%	5.18%	4.88%	4.49%
占主营业务利润比重	3.08%	3.35%	3.10%	2.80%
<b>整体式迷你型PTC起动机</b>				
销售收入 (百万元)	5.75	10.49	14.16	18.41
增长率 (YOY)	#DIV/0!	82.43%	34.99%	30.01%
毛利率	36.99%	31.70%	34.00%	34.00%
销售成本 (百万元)	3.62	7.16	9.35	12.15
增长率 (YOY)	#DIV/0!	97.75%	30.44%	30.01%
毛利 (百万元)	2.13	3.33	4.81	6.26
增长率 (YOY)	#DIV/0!	56.34%	44.78%	30.01%
占总销售额比重	1.44%	2.57%	2.84%	3.09%
占主营业务利润比重	1.44%	2.27%	2.67%	2.84%
<b>变频控制器</b>				
销售收入 (百万元)	0.00	0.30	12.00	32.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	3900.00%	166.67%
毛利率	0.00%	49.00%	50.00%	50.00%
销售成本 (百万元)	0.00	0.15	6.00	16.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	3821.57%	166.67%
毛利 (百万元)	0.00	0.15	6.00	16.00
增长率 (YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	3981.63%	166.67%
占总销售额比重	0.00%	0.07%	2.41%	5.37%
占主营业务利润比重	0.00%	0.10%	3.32%	7.27%
<b>销售总收入 (百万元)</b>	<b>399.23</b>	<b>408.77</b>	<b>497.79</b>	<b>595.60</b>
<b>销售总成本 (百万元)</b>	<b>251.11</b>	<b>261.99</b>	<b>317.22</b>	<b>375.58</b>
<b>毛利 (百万元)</b>	<b>148.12</b>	<b>146.78</b>	<b>180.57</b>	<b>220.02</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>37.10%</b>	<b>35.91%</b>	<b>36.27%</b>	<b>36.94%</b>

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>主营业务收入</b>	<b>318</b>	<b>362</b>	<b>447</b>	<b>409</b>	<b>498</b>	<b>596</b>
增长率		13.7%	23.5%	-8.5%	21.8%	19.6%
主营业务成本	-207	-231	-297	-262	-317	-376
%销售收入	65.1%	63.9%	66.6%	64.1%	63.7%	63.1%
<b>毛利</b>	<b>111</b>	<b>130</b>	<b>149</b>	<b>147</b>	<b>181</b>	<b>220</b>
%销售收入	34.9%	36.1%	33.4%	35.9%	36.3%	36.9%
营业税金及附加	-2	-2	-3	-2	-2	-3
%销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-7	-8	-10	-16	-19	-23
%销售收入	2.3%	2.3%	2.2%	3.9%	3.9%	3.9%
管理费用	-20	-26	-30	-37	-45	-54
%销售收入	6.2%	7.2%	6.7%	9.0%	9.0%	9.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>82</b>	<b>94</b>	<b>107</b>	<b>92</b>	<b>114</b>	<b>140</b>
%销售收入	25.8%	26.0%	23.9%	22.5%	22.9%	23.5%
财务费用	-8	0	8	7	9	13
%销售收入	2.6%	-0.1%	-1.9%	-1.8%	-1.9%	-2.2%
资产减值损失	0	-2	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	5	5	5
%税前利润	0.1%	0.0%	0.0%	4.7%	3.8%	3.1%
<b>营业利润</b>	<b>74</b>	<b>92</b>	<b>115</b>	<b>104</b>	<b>128</b>	<b>158</b>
营业利润率	23.3%	25.6%	25.7%	25.5%	25.8%	26.6%
营业外收支	3	2	4	3	3	3
<b>税前利润</b>	<b>78</b>	<b>95</b>	<b>119</b>	<b>107</b>	<b>131</b>	<b>161</b>
利润率	24.4%	26.2%	26.6%	26.3%	26.4%	27.1%
所得税	-12	-14	-18	-16	-20	-24
所得税率	15.3%	15.1%	15.2%	15.1%	15.1%	15.1%
<b>净利润</b>	<b>66</b>	<b>80</b>	<b>101</b>	<b>91</b>	<b>111</b>	<b>137</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>66</b>	<b>80</b>	<b>101</b>	<b>91</b>	<b>111</b>	<b>137</b>
净利率	20.6%	22.2%	22.5%	22.3%	22.4%	23.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>净利润</b>	<b>66</b>	<b>80</b>	<b>101</b>	<b>91</b>	<b>111</b>	<b>137</b>
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	12	15	16	17	18	20
非经营收益	8	3	1	-7	-8	-8
营运资金变动	-68	22	-84	-85	108	32
<b>经营活动现金净流</b>	<b>18</b>	<b>120</b>	<b>33</b>	<b>16</b>	<b>230</b>	<b>180</b>
资本开支	-28	-25	-37	-18	-21	-22
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	5	5	5
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-28</b>	<b>-25</b>	<b>-37</b>	<b>-14</b>	<b>-16</b>	<b>-17</b>
股权募资	0	379	0	0	0	0
债权募资	1	-39	4	-13	0	1
其他	-20	-7	-35	0	-13	-13
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-19</b>	<b>332</b>	<b>-31</b>	<b>-13</b>	<b>-13</b>	<b>-12</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-29</b>	<b>428</b>	<b>-35</b>	<b>-11</b>	<b>201</b>	<b>151</b>

资产负债表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	11	406	365	354	555	707
应收款项	155	176	236	307	277	293
存货	33	51	50	61	56	62
其他流动资产	3	8	20	3	3	5
<b>流动资产</b>	<b>203</b>	<b>641</b>	<b>671</b>	<b>725</b>	<b>892</b>	<b>1,067</b>
%总资产	57.8%	79.8%	78.6%	79.7%	82.4%	84.5%
长期投资	28	27	26	27	26	26
固定资产	82	97	118	110	108	104
%总资产	23.4%	12.1%	13.8%	12.1%	9.9%	8.2%
无形资产	37	37	36	46	55	64
非流动资产	148	163	182	185	191	196
%总资产	42.2%	20.2%	21.4%	20.3%	17.6%	15.5%
<b>资产总计</b>	<b>351</b>	<b>804</b>	<b>854</b>	<b>910</b>	<b>1,082</b>	<b>1,263</b>
短期借款	39	0	4	0	0	0
应付款项	62	95	78	62	128	181
其他流动负债	10	11	12	19	28	31
<b>流动负债</b>	<b>111</b>	<b>106</b>	<b>94</b>	<b>82</b>	<b>156</b>	<b>211</b>
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	10	10	10	0	0	0
<b>负债</b>	<b>121</b>	<b>115</b>	<b>104</b>	<b>82</b>	<b>156</b>	<b>212</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>230</b>	<b>689</b>	<b>750</b>	<b>828</b>	<b>927</b>	<b>1,050</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>351</b>	<b>804</b>	<b>854</b>	<b>910</b>	<b>1,082</b>	<b>1,263</b>

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.875	0.803	1.007	0.456	0.557	0.684
每股净资产	3.062	6.887	7.500	8.281	9.266	10.504
每股经营现金净流	0.240	0.815	0.335	0.165	2.299	1.804
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
净资产收益率	28.59%	11.67%	13.43%	11.00%	12.03%	13.03%
总资产收益率	18.71%	9.99%	11.80%	10.01%	10.30%	10.84%
投入资本收益率	25.78%	11.56%	12.01%	9.43%	10.43%	11.32%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	7.78%	13.66%	23.54%	-8.47%	21.78%	19.65%
EBIT 增长率	10.33%	14.48%	13.82%	-13.84%	23.76%	23.13%
净利润增长率	10.97%	22.36%	25.34%	-9.52%	22.34%	22.81%
总资产增长率	19.55%	129.14%	6.16%	6.58%	18.97%	16.66%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	77.1	81.8	79.4	120.0	75.0	70.0
存货周转天数	57.2	66.6	61.9	85.0	65.0	60.0
应付账款周转天数	86.4	76.4	57.9	30.0	55.0	65.0
固定资产周转天数	79.4	82.6	82.6	77.8	58.4	43.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	12.25%	-58.96%	-48.18%	-42.80%	-59.94%	-67.18%
EBIT 利息保障倍数	10.0	-481.5	-12.8	-12.6	-12.1	-10.8
资产负债率	34.55%	14.35%	12.14%	8.98%	14.39%	16.81%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	3
增持	0	0	0	0	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>1.50</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-61620767

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD