

天银机电 15 年业绩将现高增长

投资要点：

- 公司收入增速主要是受无功耗类起动机拖累，14年无功耗类起动机销售量1123万只，较上年同期下滑24.53%，对应的销售收入同比下降25.30%，但14年业绩增长有较多亮点：如尽管14年市场形势不好，但公司仍主动放弃了一些不赚钱的订单，而更多聚焦于高毛利率的订单，这也使得公司传统产品的毛利率也有所上升；再如公司去年针对国际市场的需求调整及优化产品结构，成功打开了亚洲、欧洲和美洲等国外市场，由此促进了海外收入的大幅度增长。
- 但我们认为公司15年业绩增长有亮点，如整体式迷你型PTC起动机方面，15年随着冰箱市场的企稳，公司有望获得更多订单，预计2015年该产品实现销售1,000万只以上，同比大增2倍多；变频控制器业务方面，公司将明显受益于冰箱能效标准提高后带动的变频冰箱市场占比提高；公司无功耗类起动机销售量也将受益于今年冰箱能效标准提高，这些高毛利率的产品销量增长，都将拉动公司业绩；公司收购的华清瑞达将与今年二季度并表，2015年预计可实现净利润为2200万元至2500万元。我们由此预计，公司15年业绩增长将逐季好转，全年收入增速将在36%左右，净利润增速有望在45%左右。15年PE大约39倍，考虑到公司较高的成长性，维持增持评级。

公司财务数据及预测

项目	2012	2013	2014	2015
营业收入(百万元)	362	447	409	552
增长率(%)	13.66%	23.54%	-8.38%	35.00%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	80.34	100.70	91.01	131.67
增长率(%)	22.36%	25.34%	-9.62%	44.67%
毛利率%	36.05%	33.45%	35.08%	36.40%
净资产收益率(%)	11.67%	13.43%	11.50%	15.08%
EPS(元)	0.40	0.50	0.46	0.66
P/E(倍)	63.63	50.76	56.17	38.82
P/B(倍)	7.42	6.82	6.46	5.86

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：	30

市场数据

市价(元)	25.56
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)	39.59-14.99
上证指数/深证成指	3957.53/ 13796.73
2014 年股息率	1.84%

52 周相对市场变化

14-4 14-6 14-8 14-10 14-12 15-2

相关研究

正文目录

业绩增长低于预期.....	3
15 年业绩将呈现高增长.....	3
财务预测.....	5

图表目录

表 1：公司主要产品.....	3
-----------------	---

事件：2014 年公司实现了营业总收入 40917.45 万元，同比减少 8.38%，实现净利润 9101.12 万元，同比减少 9.62%。

业绩增长低于预期

2014 年公司实现了营业总收入 40917.45 万元，同比减少 8.38%，实现净利润 9101.12 万元，同比减少 9.62%。报告期内公司主营业务收入来源主要包括起动机、吸气消音器、过载保护器、电器接线盒、迷你型整体式 PTC 起动机、商用压缩机组件以及变频控制板，分别占主营业务收入的比例为 49.49%、18.84%、5.15%、5.99%、2.95%、5.14%和 0.21%。

其中随着家电下乡、节能补贴等系列消费激励政策的结束以及整体经济的不景气，白电市场相对低迷，公司业务受到了一定的影响，公司上半年营业总收入同比增加-13.71%，净利润同比增加-19.61%。但随着时间的推移，该不利影响逐渐得以消除，自 2014 年下半年起，市场得到恢复，公司产品销售趋于回升，公司全年营业总收入同比增加-8.38%，净利润同比增加-10.63%。

从产品来看，主要是受无功耗类起动机拖累，14 年无功耗类起动机销售量 1123 万只，较上年同期下滑 24.53%，对应的销售收入同比下降 25.30%，但从去年下半年以来，下滑的形势已经有所好转，如上半年，无功耗类起动机营业收入为 5636.75 万元，较上年同期下降 39.65%。

虽然公司 14 年业绩不佳，但仍有较多亮点。

如尽管 14 年市场形势不好，但公司仍主动放弃了一些不赚钱的订单，而更多聚焦于高毛利率的订单，这也使得公司传统产品的毛利率也有所上升，如吸气消音器、电器接线盒、热保护器的毛利率分别从 13 年的 37.8%，23.6%，18.9%上升至 14 年的 38.5%，23.6%，23%。

表 1：公司主要产品

主要产品	收入增速	毛利率	毛利率增减
无功耗起动机	-25.30%	48.80%	0.39
吸气消音器	6%	38.52%	0.63
PTC 类起动机	20.50%	30.10%	0.95%

资料来源：公司公告

再如公司去年针对国际市场的需求调整及优化产品结构，成功打开了亚洲、欧洲和美洲等国外市场，由此促进了海外收入的大幅度增长，总销售额达到 1,871.90 万元，较上年同期增长了 581.58%。而由于海外业务毛利率水平高，比国内高出 8.6 个百分点，这也促进了公司盈利能力的提高。

15 年业绩将呈现高增长

虽然天银机电 2014 年业绩增速低于预期，但我们认为公司 15 年业绩增长会有更多亮点。

吸气消音器方面，由于墨西哥的工厂因为环保问题关闭，恩布拉克工厂被迫将部分订单转移给公司，目前公司吸气消音器产品处于供不应求状态，预计今年吸气消音器销售收入增速将会比较明显。

商用压缩机组件业务方面，2014 年上半年由于人民币的过快升值，公司与客户商量调价无果之后被迫放弃了之前与国外客户签订的订单，拖累了该业务增长，原计划新增销售收入 3000 万—4000 万元的目标没有实现，15 年随着人民币汇率的稳定，甚至是小幅贬值，公司有望获得更多的订单收入。

整体式迷你型 PTC 起动机方面，2014 年受冰箱市场整体低迷影响，销量未达到 14 年初制定的 1000 万只的目标，但 15 年随着冰箱市场的企稳，特别是上游压缩机厂商更多认识到迷你型 PTC 起动机的优点，如节能节材，成本低，易安装等，公司有望获得更多订单，预计 2015 年该产品实现销售 1,000 万只以上，同比大增 2 倍多。

变频控制器业务方面，公司将明显受益于冰箱能效标准提高后带动的变频冰箱市场占比提高。如 2014 年，国内冰箱压缩机产量 1.1 亿台，变频占比只有 5%左右，假设下游变频冰箱占比能快速提高至 10%，则会产生 1000 万只的变频控制器需求，若公司占有的市场份额能保持在其他冰箱配件 20%-30%的水平，根据公司变频控制器的价格及盈利能力（毛利水平大约为 35%）估算，将可以产生 7000 万的毛利。

同样，公司无功耗类起动机销售量也将受益于今年冰箱能效标准提高。公司预计如果新标准推出，估计 2015 年公司无功耗起动机销量至少将达到 1600 万只以上，而考虑到无功耗类起动机盈利能力较强，它的大幅增长也将拉动公司业绩。

公司收购的华清瑞达将与今年二季度并表，根据华清瑞达往年业务经验，加上 2015 年度新增订单，2015 年预计可实现收入约为 6,000 万元。预计华清瑞达 2015 年全年预计可实现收入约为 6000 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 2200 万元至 2500 万元。

我们由此预计，公司 15 年业绩增长将逐季好转，全年收入增速将在 36%左右，净利润增速有望在 45%左右。15 年 PE 大约 39 倍，考虑到公司较高的成长性，维持推荐评级。

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	67,138	73,563	营业收入	362	447	409	552
现金	40,333	37,450	35,459	38,135	营业成本	231	297	266	351
应收账款	17,640	23,556	26,125	29,113	营业税金及附	2	3	3	4
其它应收款	0	5	4	8	营业费用	8	10	10	14
预付账款	208	71	38	106	管理费用	26	30	31	42
存货	5,095	5,511	6,199	0	财务费用	0	-8	-7	-11
其他	0	-523	-688	6,199	资产减值损失	2	0	2	0
非流动资产	16,050	18,025	22,268	26,749	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	13,298	11,664	营业利润	92	115	105	152
无形资产	3,660	3,617	5,781	5,877	营业外收支	2	4	3	3
其他	4,206	4,301	3,189	9,208					
资产总计	79,326	84,094	89,406	100,312	利润总额	95	119	107	155
流动负债	9,497	8,167	9,375	12,018	所得税	14	18	16	23
短期借款	0	379	404	304	净利润	80	101	91	132
应付账款	9,471	7,782	8,962	11,704	少数股东损益	0	0	0	0
其他	26	6	9	9	归属母公司净	80	101	91	132
非流动负债	956	928	904	1,000	EBITDA	108	126	119	175
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.40	0.50	0.46	0.66
其他	956	928	904	1,000	主要财务比				
负债合计	10,453	9,095	10,279	13,018	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	20,000	20,000	营业收入	13.66%	23.54%	-8.38%	35.00%
资本公积金	43,639	43,694	33,497	33,497	营业利润		24.23%	-8.73%	45.32%
留存收益	7,200	15,234	21,305	25,631	归属母公司净	22.36%	25.34%	-9.62%	44.67%
归属母公司股东权益	68,873	74,999	79,127	87,294	获利能力				
负债和股东权益	79,326	84,094	89,406	100,312	毛利率	36.1%	33.4%	35.1%	36.4%
现金流量表					净利率	22.2%	22.5%	22.2%	23.8%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	11.7%	13.4%	11.5%	15.1%
经营活动现金流	82	34	103	139	ROIC	29.3%	31.4%	21.6%	27.0%
净利润	80	101	91	132	偿债能力				
折旧摊销	1,341	1,579	1,902	3,153	资产负债率	13.18%	10.82%	11.50%	12.98%
财务费用	118	94	79	-1,124	净负债比率				
投资损失(收益前加-号)	152	21	154	0	流动比率	6.66	8.09	7.16	6.12
营运资金净变动(增加为负)	539	7,471	1,839	1,149	速动比率	6.13	7.48	6.57	5.61
其它	-2,149	-9,232	-3,962	-3,171	营运能力				
投资活动现金流	-25	-37	-58	-73	总资产周转率	0.46	0.53	0.46	0.55
资本支出	2,463	3,728	5,849	7,000	应收帐款周转	2.05	1.90	1.57	1.90
长期投资	0	0	0	0	存货周转率	4.54	5.96	4.82	5.67
其他	-2,488	-3,765	-5,907	-7,073	每股指标(元)				
筹资活动现金流	333	-31	-50	-39	每股收益	0.40	0.50	0.46	0.66
短期借款	-3,930	379	25	-100	每股经营现金	0.41	0.17	0.52	0.70
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	3.44	3.75	3.96	4.36
普通股增加	2,500	0	10,000	0	估值比率				
资本公积增加	35,373	55	-10,197	0	P/E	63.63	50.76	56.17	38.82
其他	-33,610	-466	122	61	P/B	7.42	6.82	6.46	5.86
现金净增加额	389	-35	-5	27	EV/EBITDA	20.00	17.35	40.02	27.12

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)