安信证券 ESSENCE SECURITIES

2016 年 07 月 12 日

公司动态分析

证券研究报告

白色家电

天银机电（300342.SZ）

收购讯析科技，夯实电子对抗领军地位

■**公告内容：**天银机电 7 月 11 日发布公告，全资子公司华清瑞达拟以现金方式收购上海讯析电子科技有限公司 100%股权，目标股权预估值为 1 亿元，2016 年、2017 年业绩承诺扣非后净利润之和不低于 3000 万元。

■**超宽带高速信号处理技术领域国内领先：**讯析科技主要从事超宽带多通道信号采集存储回放与实时处理平台、超宽带实时频谱分析与捕获系统、复杂电磁环境模拟系统的研发、生产和销售。公开资料显示，公司法人**李方慧师从北京理工大学龙腾教授**（总装备部卫星应用专业组特邀专家、国家 973 项目首席科学家、国家“863 项目”首席科学家），在高速信号处理技术、高速信号处理芯片架构基础研究以及国防军工应用方面有着十余年的深厚积累，所带核心团队多为北理工、北航等院校的博士和硕士。讯析科技的产品在**电子对抗、电子侦查、第五代移动通信、工业自动化、雷达信号处理**等领域都具备广阔的市场前景，在超宽带高速信号处理技术领域拥有多项核心技术。有望占领国内市场，替代进口！

■**协同效应展现，1+1>N：**讯析科技所拥有的超宽带信号处理核心技术正是华清瑞达在雷达射频仿真系统产品研发中的核心技术之一。此次华清瑞达收购讯析科技将在技术和市场两方面展现出巨大的协同效应，华清瑞达不仅仅在高速信号处理技术方面有了质的提升，降低其对通用高速信号处理平台技术产品上的进口依赖，同时，双方在国防军工市场的资源优势更会被整合放大，从而进一步华清瑞达巩固雷达射频仿真领域大佬地位，有效提升华清瑞达军工电子布局核心竞争力。

■**我国周边安全形势恶化，亟待提升电子战能力：**近日随着美在韩部署萨德反导等事件，我国及周边安全形势骤然恶化，我国**战略突防能力和电子对抗能力**提升迫在眉睫。天银机电全资子公司华清瑞达作为国内雷达射频仿真领域领导者将必将在未来电子战信息战中承担更多责任，收购讯析科技犹如如虎添翼，未来华清瑞达有望借助电子战信息化程度提升迎来迅速发展。

■**投资建议：**天银机电 2015 年净利润 1.1 亿（华清瑞达 3500 万，毛利高达 63.8%），预计 2016 年净利润 2 亿（华清瑞达 5000 万）。华清瑞达远超利润承诺（15/16/17 年分别承诺 2200/2500/2800）。我们判断讯析科技也将远超 3000 万的利润承诺！公司具有国际领先的军工电子技术，未来和清华的合作可拓展性极强。给予目标市值 160 亿。

■**风险提示：收购转让不确定性风险**

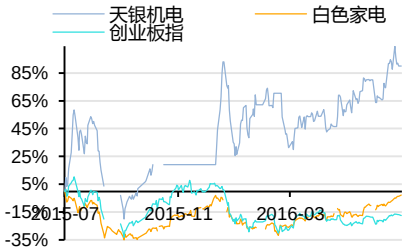
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	409.2	533.8	758.0	1,053.6	1,445.0
净利润	91.0	109.6	197.3	279.9	351.1

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价：	48.60 元
股价（2016-07-11）	29.94 元

交易数据

总市值（百万元）	9,836.22
流通市值（百万元）	8,487.02
总股本（百万股）	328.53
流通股本（百万股）	283.47
12 个月价格区间	19.09/46.00 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.99	23.35	96.0
绝对收益	5.46	20.52	88.36

赵晓光 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514030002
zhaoxg@essence.com.cn
021-35082399

郑震湘 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514060005
zhengzx@essence.com.cn
021-35082723

潘暕 报告联系人
panjian@essence.com.cn
021-35082083

相关报告

天银机电：校企联合，高新军工电子平台起航	2016-06-28

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

每股收益(元)	0.28	0.33	0.62	0.88	1.10
每股净资产(元)	2.41	2.61	4.82	5.20	5.68

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	108.1	89.7	48.4	34.1	27.2
市净率(倍)	12.4	11.5	6.2	5.8	5.3
净利润率	22.2%	20.5%	26.0%	26.6%	24.3%
净资产收益率	11.5%	12.8%	12.8%	16.9%	19.4%
股息收益率	0.5%	0.7%	1.1%	1.7%	2.1%
ROIC	22.9%	29.8%	29.0%	35.1%	37.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	409.2	533.8	758.0	1,053.6	1,445.0
减:营业成本	265.6	328.3	447.2	606.9	857.9
营业税费	3.0	3.0	4.9	6.9	9.0
销售费用	10.0	11.7	17.3	24.3	32.6
管理费用	31.4	44.7	57.5	83.0	114.7
财务费用	-7.2	-1.8	-10.5	-17.1	-17.4
资产减值损失	1.5	3.2	1.6	2.1	2.3
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	0.0	-	0.0	0.0	0.0
营业利润	104.9	144.7	240.0	347.6	445.8
加:营业外净收支	2.6	3.8	3.4	3.3	3.5
利润总额	107.5	148.5	243.4	350.9	449.3
减:所得税	16.5	22.7	37.2	54.0	69.2
净利润	91.0	109.6	197.3	279.9	351.1

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	359.5	193.0	749.3	707.4	772.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	126.1	196.0	205.3	385.8	430.1
应收票据	135.2	122.1	290.7	303.2	462.9
预付帐款	0.4	0.9	1.7	1.1	3.0
存货	55.1	85.8	87.7	157.6	191.6
其他流动资产	4.3	6.9	10.3	7.1	8.1
可供出售金融资产	2.6	5.6	3.5	3.9	4.3
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	22.5	21.1	21.1	21.1	21.1
固定资产	133.0	157.8	139.2	120.7	102.2
在建工程	5.2	25.8	25.8	25.8	25.8
无形资产	57.8	78.1	74.4	70.6	66.9
其他非流动资产	4.1	157.8	154.7	155.4	155.9
资产总额	905.6	1,050.9	1,763.6	1,959.8	2,243.9
短期债务	4.0	5.5	-	-	-
应付帐款	55.2	75.7	84.8	141.3	181.8
应付票据	34.5	34.6	76.4	71.2	129.5
其他流动负债	11.2	31.3	16.9	23.1	28.8
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	9.4	11.1	10.1	10.2	10.5
负债总额	114.3	158.3	188.2	245.8	350.6
少数股东权益	-	33.7	37.7	54.4	82.8
股本	200.0	200.0	319.0	319.0	319.0
留存收益	589.0	654.1	1,218.7	1,340.6	1,491.6
股东权益	791.3	892.6	1,575.4	1,714.0	1,893.3

财务指标

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长率	-8.4%	30.5%	42.0%	39.0%	37.2%
营业利润增长率	-8.7%	38.0%	65.9%	44.8%	28.2%
净利润增长率	-9.6%	20.4%	80.0%	41.8%	25.5%
EBITDA 增长率	-4.7%	42.6%	51.3%	40.1%	27.8%
EBIT 增长率	-8.4%	46.3%	60.6%	44.0%	29.6%
NOPLAT 增长率	-8.5%	46.4%	60.6%	43.8%	29.6%
投资资本增长率	12.9%	64.9%	18.8%	22.5%	11.7%
净资产增长率	5.5%	12.8%	76.5%	8.8%	10.5%
利润率					
毛利率	35.1%	38.5%	41.0%	42.4%	40.6%
营业利润率	25.6%	27.1%	31.7%	33.0%	30.9%
净利润率	22.2%	20.5%	26.0%	26.6%	24.3%
EBITDA/营业收入	28.5%	31.2%	33.2%	33.5%	31.2%
EBIT/营业收入	23.9%	26.8%	30.3%	31.4%	29.7%
运营效率					
固定资产周转天数	103	98	71	44	28
流动营业资本周转天数	192	165	163	177	171
流动资产周转天数	595	433	463	497	427
应收帐款周转天数	99	109	95	101	102
存货周转天数	46	48	41	42	44
总资产周转天数	774	660	668	636	524
投资资本周转天数	337	363	348	303	257
投资回报率					
ROE	11.5%	12.8%	12.8%	16.9%	19.4%
ROA	10.0%	12.0%	11.7%	15.1%	16.9%
ROIC	22.9%	29.8%	29.0%	35.1%	37.1%
费用率					
销售费用率	2.4%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用率	7.7%	8.4%	7.6%	7.9%	7.9%
财务费用率	-1.8%	-0.3%	-1.4%	-1.6%	-1.2%
三费/营业收入	8.3%	10.2%	8.5%	8.6%	9.0%
偿债能力					
资产负债率	12.6%	15.1%	10.7%	12.5%	15.6%
负债权益比	14.5%	17.7%	11.9%	14.3%	18.5%
流动比率	6.49	4.11	7.55	6.63	5.49
速动比率	5.96	3.53	7.06	5.96	4.93
利息保障倍数	-13.51	-79.81	-21.85	-19.34	-24.69
分红指标					
DPS(元)	0.15	0.20	0.34	0.50	0.63
分红比率	54.9%	60.0%	54.9%	56.6%	57.1%
股息收益率	0.5%	0.7%	1.1%	1.7%	2.1%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	91.0	125.8	197.3	279.9	351.1
加:折旧和摊销	19.0	23.6	22.2	22.2	22.2
资产减值准备	1.5	3.2	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	0.5	0.4	-10.5	-17.1	-17.4
投资损失	-0.0	-	-0.0	-0.0	-0.0
少数股东损益	-	16.2	8.9	17.0	29.0
营运资金的变动	3.6	-59.3	-145.3	-202.4	-136.6
经营活动产生现金流量	103.2	91.8	72.6	99.6	248.4
投资活动产生现金流量	-58.4	-208.7	2.1	-0.4	-0.4
融资活动产生现金流量	-50.3	-49.0	481.6	-141.1	-183.5

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.28	0.33	0.62	0.88	1.10
BVPS(元)	2.41	2.61	4.82	5.20	5.68
PE(X)	108.1	89.7	48.4	34.1	27.2
PB(X)	12.4	11.5	6.2	5.8	5.3
P/FCF	219.3	-64.4	145.6	95.0	40.3
P/S	24.0	18.4	12.6	9.1	6.6
EV/EBITDA	24.4	54.2	35.0	25.1	19.6
CAGR(%)	48.3%	44.6%	27.0%	48.3%	44.6%
PEG	2.2	2.0	1.8	0.7	0.6
ROIC/WACC					
REP					

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

赵晓光、郑震湘声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号3楼

邮　编： 200122

北京市

地　址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。