

2017年10月26日

天银机电 (300342.SZ)

加速转型军工电子, 子公司华清瑞达拟 现金收购神州飞航 55%股权

■事件:

全资子公司华清瑞达拟以现金 2.31 亿元收购神州飞航 55%股权。

■点评:

一、军工电子板块再下一城, 围绕华清瑞达加速转型军工电子

神州飞航 2004 年成立, 专业从事军用计算机、军用总线测试及仿真设备、北斗导航信号接收机核心部件、工业自动化数据采集及测试平台等, 主要客户包括空空导弹研究院, 航天科工三院, 航天科技一院、五院, 航新科技、华力创通等。目前神州飞航已形成覆盖“陆海空天”军工电子各细分领域的完整的产品线, 已有多个产品完成定型鉴定, 即将转入批量生产阶段, 其 2018-2020 年业绩承诺分别不低于 3000、4000、5000 万元。

①军用计算机是武器装备进行信息处理、数据计算、实时控制的核心部件。神州飞航的军用计算机可广泛应用于机载、弹载、车载、舰载多种平台, 是我国彩虹系列无人机飞行控制计算机、任务管理计算机的唯一供应商; 其有多个型号制导武器弹载计算机已完成原理样机研制, 预计将于 2018 年转入批量生产阶段。

②军用总线测试及仿真设备是研制军用装备的必需品, 应用周期覆盖了装备研制的全过程及后续装备维护检修。在航空电子系统测试及仿真方面, 神州飞航已构建涵盖目前所有主流军用总线体制的测试、仿真产品线, 并与国内各军工单位形成了长期稳定的供货关系。

③神州飞航已收到两家北斗系统主要研制机构的投产通知和订货单, 并已顺利完成共计 36 套北斗导航接收机信号处理板和电源控制板样件的交付工作, 后续定型产品预计于 2018 年达成批量生产订单; 并能帮助华清瑞达快速完成今年三季度首次中标的军方某涉及北斗导航抗干扰技术项目。

强强联合, 进一步构筑军工电子业务壁垒。神州飞航与华清瑞达可各自利用各自技术积累, 将雷达、无线电高度表等传感器通过军用总线与军用计算机紧密结合, 跟踪现代军用电子系统装备的技术发展趋势; 且华清瑞达能结合神州飞航产品基本覆盖军工电子所有细分领域的丰富市场资源, 不断开拓新客户的需求。

民用工业智能化市场大有可为。神州飞航已研制完成了面向工业物联网领域的包括嵌入式计算机、多通道、多种数据体制采集模块在内的完整的工业自动化数据采集及测试平台, 主要指标已接近国际知名厂商美国国家仪器公司的水平。其作为英特尔物联网联盟的成员, 并将受益于上市公司在民用工业领域的市场资源积累, 未来在工业智能化领域将大有可为。

公司动态分析

证券研究报告

白色家电

投资评级 **买入-A**

维持评级

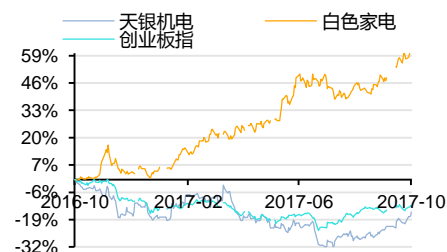
6 个月目标价: **20.00 元**

股价 (2017-10-26) **16.66 元**

交易数据

总市值 (百万元)	7,196.79
流通市值 (百万元)	6,600.60
总股本 (百万股)	431.98
流通股本 (百万股)	396.19
12 个月价格区间	13.39/25.86 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.89	8.47	-2.66
绝对收益	8.53	21.66	-15.82

冯福章

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517040002
fengfz@essence.com.cn

杨光

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517080001
yangguang1@essence.com.cn
010-83321033

张超

报告联系人

zhangchao@essence.com.cn

余平

报告联系人

yuping1@essence.com.cn

邹承原

报告联系人

zoucy1@essence.com.cn

相关报告

天银机电: 受让工大雷信

40%股权, 新增雷达总体 2017-10-23

业务/冯福章

二、拟受让工大雷信 40% 股权，新增雷达总体业务

公司 10 月 20 日发布公告，拟出资 6100 万受让工大雷信 40% 的股权。工大雷信 2015 年 12 月成立，虽然成立时间较短，但依托哈工大电子工程技术研究所近 30 年在超视距雷达领域技术储备与科研成果，核心技术团队刘永坦院士等是目前国内新体制雷达领域研制水平最高的团队之一，其 LD-JHC300 型雷达为我国首部采用地波超视距技术雷达，并于 2014 年获得国防科技进步特等奖，2015 年获得国家科技进步一等奖。

工大雷信主要产品为地波超视距雷达、探地雷达等新体制军民雷达及雷达核心部件，多型雷达已经与政府、外贸等单位签订了研制合同或意向协议，预计 19 年将开始贡献收入及利润。

① LD-JHC300 型地波超视距雷达已达到国际先进水平，填补了国内空白。在军用领域，主要装备海军，部署在海岸线，可以低成本、高效率、全天候地满足沿海国家对重点海域监测、海面超视距目标预警等，对比美国初步预估我国 300 万海洋国土面积需求量大约在 20 部左右。在民用领域，该雷达实现对各国海洋专属经济区的高精度实时监测、获取海洋数据，工大雷信正在逐步实现小型化，预计明年 6-7 月将形成产品。在军贸出口方面，已获得国家有关部门的军贸出口立项批复，单部雷达价格在千万级别，达成出口意向的订单总金额预计为 12.9 亿元~13.8 亿元，其中进入实质性谈判阶段的订单金额为 3 亿多元。

② 在探地雷达方面，与乌克兰技术科学院联合开展单频连续波体制探地雷达研制，并已获得深圳市政府立项支持，后续定型产品将首先应用于地下空洞探测和滑坡预警等领域。

③ 在雷达核心部件方面，其雷达信号处理机系列产品已成功应用于某重点型号雷达。

受让工大雷信 40% 股权，标志着公司加速向军工电子业务转型，由外围测试设备迈入核心装备领域。工大雷信的新体制雷达研制技术积累与华清瑞达的雷达仿真测试技术在技术、人才、市场、机制等方面具有共生协同效应，有利于丰富公司军工电子技术和产品，提供一站式“雷达-雷达仿真测试”解决方案，并可通过联合投标等方式进一步提高各自产品的市场占有率，拓展“陆海空天”各军兵种资源。

三、原有军工电子业务进入快速成长期

2016 年 4 月通过发行股份收购华清瑞达剩余 49% 股权。华清瑞达在雷达模拟领域国内领先，部分产品已接近或达到国际先进水平，其雷达射频仿真及电子战环境仿真系统是武器系统测试、验证、评估过程中必须使用的核心设备，国内市场占比超过 30%，尤其在空军、二炮位居绝对领先地位。其主要增长点为：① 向海军等其他军种拓展，2017 年上半年获得新客户淮海工业集团的大额订单；② 新推出的高速信号处理系列产品在国内暂无成规模应用的同类竞争产品，已开始获得批量采购订单；长期培育的显控模块（主要应用于中大型飞机）、无线电高度表（可用于各类飞行器，如巡航导弹、各种固定翼飞机、无人机、直升机）等航空电子模块产品，已完成相关试验及技术鉴定，开始贡献利润；进口替代型高端装备已有少量订单，实现军用技术

2016年7月华清瑞达收购讯析科技,其超宽带信号捕获与分析系统系列产品关键指标国内领先,突破了国外的出口禁运,已成功应用于南极天文站太赫兹射电天文望远镜、**海军某重点工程**等重大项目,后续系列订单有望持续落地,其承诺16-17年合计扣非净利润不低于3000万。

天银星际2016年增资扩股引入清华大学,是国内第一家生产卫星光学敏感器的商业化公司,产品已应用在吉林1号、上海微型高分微纳卫星等,并拓展新增长长沙天仪、深圳东方红海特、上海微小卫星工程中心等客户。

2017年公司完成股权激励,以8.30元/股授予46名军工电子业务管理人员和核心技术人员489万股,解锁条件分别为以2016年军工电子净利润为基数,17年增速不低于20%,17、18年年均增速不低于30%,17、18、19年年均净利润增速不低于40%。2017年上半年公司军工电子业务实现营业收入6,181.14万元,较上年同期增长73.95%;实现净利润2,701.22万元,较上年同期增长113.48%。预计公司军工电子业务17、18年净利润分别为**0.6、0.9亿元**。

■投资建议:

我们认为,公司围绕华清瑞达加快转型军工电子,并拟收购神州飞航,进一步加强军工电子业务的人才、技术及市场优势,受益于我军信息化建设以及新产品不断定型,预计军工电子业务将保持快速增长;且公司拟收购工大雷信,新增雷达总体业务,迈入核心装备领域。此外受益于2016年10月我国电冰箱新版能效国家标准的实施,公司冰箱压缩机零部件业务稳步增长,预计17、18年净利润分别为1.4、1.6亿元。

不考虑工大雷信和神州飞航,我们预计公司2017-2019年净利润分别为2.03、2.53、3.20亿元;若考虑神州飞航2018年开始并表,我们预计公司2017-2019年的净利润分别为2.03、2.70、3.42亿元,对应EPS分别为0.47、0.63、0.79元,对应当前股价的PE分别为35、27、21倍,维持“买入-A”评级。

■风险提示:业绩增长和外延并购低于预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	533.8	654.5	802.4	985.8	1,196.5
净利润	109.6	165.3	202.6	252.6	320.1
每股收益(元)	0.25	0.38	0.47	0.58	0.74
每股净资产(元)	1.99	2.83	2.97	3.32	3.76

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	65.7	43.5	35.5	28.5	22.5
市净率(倍)	8.4	5.9	5.6	5.0	4.4
净利润率	20.5%	25.3%	25.3%	25.6%	26.8%
净资产收益率	14.1%	13.4%	15.6%	17.5%	19.5%
股息收益率	0.9%	0.9%	1.1%	1.4%	1.8%
ROIC	29.8%	23.5%	22.1%	24.6%	28.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	533.8	654.5	802.4	985.8	1,196.5	成长性					
减:营业成本	328.3	394.7	472.9	567.9	668.3	营业收入增长率	30.5%	22.6%	22.6%	22.9%	21.4%
营业税费	3.0	5.7	6.6	7.9	9.6	营业利润增长率	38.0%	32.0%	22.9%	24.9%	27.1%
销售费用	11.7	13.7	18.5	24.6	28.7	净利润增长率	20.4%	50.8%	22.6%	24.7%	26.7%
管理费用	44.7	52.8	72.2	93.7	119.7	EBITDA 增长率	42.6%	26.7%	22.0%	24.0%	25.0%
财务费用	-1.8	-5.4	-4.8	-4.0	-4.7	EBIT 增长率	46.3%	29.9%	23.9%	25.8%	27.2%
资产减值损失	3.2	2.2	2.3	2.6	2.4	NOPLAT 增长率		30.4%	23.8%	25.8%	27.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	64.9%	31.9%	13.1%	9.8%	6.5%
投资和汇兑收益	-	0.1	0.0	0.0	0.1	净资产增长率	12.8%	38.6%	4.8%	11.7%	13.3%
营业利润	144.7	191.0	234.7	293.3	372.7	利润率					
加:营业外净收支	3.8	3.8	3.6	3.9	3.9	毛利率	38.5%	39.7%	41.1%	42.4%	44.1%
利润总额	148.5	194.8	238.4	297.2	376.6	营业利润率	27.1%	29.2%	29.3%	29.7%	31.1%
减:所得税	22.7	29.0	35.8	44.6	56.5	净利润率	20.5%	25.3%	25.3%	25.6%	26.8%
净利润	109.6	165.3	202.6	252.6	320.1	EBITDA/营业收入	31.2%	32.2%	32.1%	32.3%	33.3%
						EBIT/营业收入	26.8%	28.4%	28.7%	29.3%	30.8%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	98	91	77	61	47
货币资金	193.0	352.6	266.1	318.7	440.6	流动营业资本周转天数	165	173	177	181	183
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	433	414	403	370	376
应收账款	45.7	52.2	67.8	79.6	99.3	应收账款周转天数	58	27	27	27	27
应收票据	122.1	186.2	191.8	272.6	291.0	存货周转天数	48	53	51	50	49
预付账款	0.9	2.8	1.7	3.7	2.6	总资产周转天数	660	694	669	588	548
存货	85.8	105.2	123.3	151.1	171.9	投资资本周转天数	363	428	423	383	341
其他流动资产	157.2	201.4	246.9	303.3	368.1						
可供出售金融资产	5.6	5.3	4.5	5.1	5.0	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	14.1%	13.4%	15.6%	17.5%	19.5%
长期股权投资	-	-	61.0	61.0	61.0	ROA	12.0%	11.3%	13.4%	14.7%	16.6%
投资性房地产	21.1	19.8	19.8	19.8	19.8	ROIC	29.8%	23.5%	22.1%	24.6%	28.5%
固定资产	157.8	173.5	171.6	164.3	145.4	费用率					
在建工程	25.8	35.6	17.8	3.6	-	销售费用率	2.2%	2.1%	2.3%	2.5%	2.4%
无形资产	78.1	90.7	86.3	81.9	77.5	管理费用率	8.4%	8.1%	9.0%	9.5%	10.0%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	财务费用率	-0.3%	-0.8%	-0.6%	-0.4%	-0.4%
资产总额	1,050.9	1,473.1	1,507.4	1,713.9	1,930.7	三费/营业收入	10.2%	9.3%	10.7%	11.6%	12.0%
短期债务	5.5	29.0	-	-	-	偿债能力					
应付账款	75.7	105.0	110.9	148.2	156.9	资产负债率	15.1%	16.0%	14.0%	15.5%	15.1%
应付票据	34.6	49.3	50.5	69.4	71.7	负债权益比	17.7%	19.1%	16.3%	18.4%	17.8%
其他流动负债	-	-	-	-	-	流动比率	4.11	4.09	4.51	4.46	4.95
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	3.53	3.61	3.89	3.86	4.33
其他非流动负债	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-79.81	-34.37	-47.85	-72.35	-77.73
负债总额	158.3	236.0	211.3	266.2	291.2	分红指标					
少数股东权益	33.7	14.2	14.2	14.2	14.2	DPS(元)	0.15	0.15	0.19	0.23	0.30
股本	200.0	328.5	432.0	432.0	432.0	分红比率	60.0%	39.8%	40.0%	40.0%	40.0%
留存收益	654.1	889.7	849.8	1,001.4	1,193.3	股息收益率	0.9%	0.9%	1.1%	1.4%	1.8%
股东权益	892.6	1,237.1	1,296.1	1,447.6	1,639.6						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	125.8	165.7	202.6	252.6	320.1	EPS(元)	0.25	0.38	0.47	0.58	0.74
加:折旧和摊销	23.6	25.4	27.2	29.5	30.4	BVPS(元)	1.99	2.83	2.97	3.32	3.76
资产减值准备	3.2	2.2	-	-	-	PE(X)	65.7	43.5	35.5	28.5	22.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.4	5.9	5.6	5.0	4.4
财务费用	0.4	-1.5	-4.8	-4.0	-4.7	P/FCF	-47.1	-293.5	125.7	46.5	28.9
投资损失	-	-0.1	-0.0	-0.0	-0.1	P/S	13.5	11.0	9.0	7.3	6.0
少数股东损益	16.2	0.5	-	-	-	EV/EBITDA	54.2	34.2	26.9	21.5	16.9
营运资金的变动	-209.7	-95.4	-79.9	-124.4	-97.2	CAGR(%)	26.2%	24.5%	30.6%	26.2%	24.5%
经营活动产生现金流量	91.8	119.9	145.1	153.6	248.5	PEG	2.5	1.8	1.2	1.1	0.9
投资活动产生现金流量	-208.7	-150.6	-63.2	-4.1	-3.3	ROIC/WACC	2.8	2.2	2.1	2.3	2.7
融资活动产生现金流量	-49.0	188.6	-168.4	-97.0	-123.3	REP	4.8	3.7	3.3	2.7	2.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

冯福章、杨光声明, 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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034