

天银机电 (300342)

证券研究报告

2017年10月25日

军工电子持续高增长，产业链整合拓宽护城河

公告

公司前三季度营收 5.74 亿元，同比增 25.7%，归母净利润 1.39 亿元，同比增 29.54%。三季度单季营收 1.96 亿元，同比增 27.18%，归母净利润 4737 万元，同比增 32.37%。

军工电子不负众望，并入上市公司以来持续高增长

华清瑞达并入上市公司以来，每年实现 50%左右的高速增长，雷达目标模拟器等业务作为军工电子综合性平台，讯析电子和天银星际专注开拓细分市场。华清瑞达主营的雷达射频仿真系统占据国内市场 30%以上份额，在空军、火箭军位居绝对领先地位。其中雷达目标模拟器目前承研配套的都是导弹的科研，后面进入批产配套阶段后将加速释放业绩，高速信号处理业务将逐步实现技术向业绩转变。Q-plat 平台推向市场后将完成单套 800 万的复制，航电系统中雷达高度表逐步开始配套新一代直升机，实现 0 到 1 的增长。上海讯析做高端通用测试设备，有望切入通用测试设备。大量军工电子核心产品是武器装备体系对抗中不可缺少的部分，具备极高的技术壁垒。

投资工大雷信，打开后续产业链延伸空间

工大雷信核心技术团队是目前国内新体制雷达领域研制水平最高的团队之一。公司深耕新体制雷达技术，以超视距雷达技术研究为牵引，开展大范围超视距海洋立体监测、信息获取及处理、远海信息传输、探地雷达等方面的研究。以刘永坦院士为核心的豪华技术团队多次获得国家科技奖项，在新体制雷达方面的研究水平已处于世界领先。标的公司股权架构合理，如成功完成投资后，上市公司为第一大股东，哈工大为第二大，管理团队均按比例持有公司股权。超视距雷达未来将在军用、民用和军贸三个方向拓展强大的市场空间。

高技术壁垒下将会持续超预期

公司聚集了产业链最顶尖的专家，背靠清华和哈工大的细分领域龙头团队。报告期内完成股权激励启动军工电子长期增长动力，激励总数 500 万股，授予价格 8.3 元/股，分三年解锁。解锁条件看出公司为未来三年军工电子业务的大幅增长提供了强大保障。高技术壁垒将持续拓宽护城河。

投资建议：

公司军工电子壁垒高，华清瑞达在进入上市公司以来始终保持高速增长，细分领域龙头将持续受益上下游产业链整合、客户资源整合和行业增长。我们预计公司 2017 年-2019 年的 EPS 为 0.48/0.64/0.90 元，维持买入评级。

风险提示：投资进展不及预期，军品业务需求不及预期。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	533.77	654.48	824.65	1,146.26	1,547.45
增长率(%)	30.00	23.00	26.00	39.00	35.00
EBITDA(百万元)	166.37	210.81	258.02	345.10	476.30
净利润(百万元)	109.60	165.28	206.10	274.78	387.45
增长率(%)	20.00	51.00	25.00	33.00	41.00
EPS(元/股)	0.25	0.38	0.48	0.64	0.90
市盈率(P/E)	63.89	42.37	33.97	25.48	18.07
市净率(P/B)	8.15	5.73	4.58	4.09	3.49
市销率(P/S)	13.10	10.70	8.50	6.10	4.50
EV/EBITDA	54.17	34.24	25.23	18.88	13.64

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	家用电器/白色家电
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	16.21 元
目标价格	18.52 元
上次目标价	18.52 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	431.98
流通 A 股股本(百万股)	396.19
A 股总市值(百万元)	7,002.40
流通 A 股市值(百万元)	6,422.31
每股净资产(元)	3.01
资产负债率(%)	18.03
一年内最高/最低(元)	26.39/13.03

作者

农冰立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110006
nongbingli@tfzq.com

霍甲 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517060002
huojia@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《天银机电-公司点评:投资工大雷信拓宽护城河，持续深耕电子对抗领域》
2017-10-22
- 《天银机电-半年报点评:军工电子翻倍增长，股权激励点燃长期发展动力》
2017-08-21
- 《天银机电-年报点评报告:军工电子持续高增长，星际布局逐步显现》
2017-03-24

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	193.04	352.63	482.57	494.26	527.69
应收账款	196.04	230.83	265.54	380.54	491.67
预付账款	0.92	2.78	0.06	4.34	2.27
存货	85.83	105.22	107.00	202.38	200.87
其他	129.00	208.90	269.75	325.39	481.82
流动资产合计	604.83	900.36	1,124.92	1,406.90	1,704.32
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	157.77	173.55	202.00	244.40	282.17
在建工程	25.76	35.63	57.38	82.43	79.46
无形资产	78.05	90.74	86.33	81.93	77.53
其他	184.50	272.80	273.73	274.12	273.50
非流动资产合计	446.09	572.72	619.44	682.88	712.66
资产总计	1,050.92	1,473.08	1,744.36	2,089.78	2,416.98
短期借款	5.52	29.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	75.66	105.03	92.47	196.82	196.38
其他	65.96	86.17	91.11	130.77	150.53
流动负债合计	147.13	220.20	183.58	327.59	346.91
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	11.15	15.82	12.13	13.03	13.66
非流动负债合计	11.15	15.82	12.13	13.03	13.66
负债合计	158.28	236.02	195.72	340.63	360.57
少数股东权益	33.71	14.24	20.86	37.93	52.00
股本	200.00	328.53	431.98	431.98	431.98
资本公积	340.47	476.48	476.48	476.48	476.48
留存收益	654.13	889.69	1,095.80	1,279.24	1,572.42
其他	(335.68)	(471.90)	(476.48)	(476.48)	(476.48)
股东权益合计	892.64	1,237.05	1,548.64	1,749.16	2,056.41
负债和股东权益总	1,050.92	1,473.08	1,744.36	2,089.78	2,416.98

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	125.80	165.74	206.10	274.78	387.45
折旧摊销	23.56	25.36	14.20	16.95	19.60
财务费用	0.45	(1.50)	(7.21)	(11.52)	(12.06)
投资损失	0.00	(0.09)	(0.04)	(0.04)	(0.04)
营运资金变动	(59.35)	(67.13)	(106.29)	(125.87)	(243.55)
其它	1.38	(2.51)	9.45	17.07	14.07
经营活动现金流	91.85	119.89	116.22	171.36	165.48
资本支出	237.36	152.19	63.69	79.10	49.37
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(446.10)	(302.78)	(123.65)	(159.06)	(99.33)
投资活动现金流	(208.74)	(150.59)	(59.96)	(79.96)	(49.96)
债权融资	5.52	29.84	0.28	0.37	0.50
股权融资	9.84	269.73	106.08	11.52	12.06
其他	(64.33)	(110.96)	(32.68)	(91.62)	(94.65)
筹资活动现金流	(48.97)	188.61	73.68	(79.72)	(82.09)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(165.86)	157.91	129.94	11.69	33.43

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	533.77	654.48	824.65	1,146.26	1,547.45
营业成本	328.32	394.70	486.54	687.75	918.72
营业税金及附加	2.99	5.66	5.96	8.21	11.88
营业费用	11.72	13.69	20.09	27.93	34.04
管理费用	44.67	52.78	65.97	91.70	123.80
财务费用	(1.79)	(5.40)	(7.21)	(11.52)	(12.06)
资产减值损失	3.18	2.19	2.30	2.56	2.35
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.09	0.04	0.04	0.04
其他	0.00	(0.17)	(0.08)	(0.08)	(0.08)
营业利润	144.68	190.95	251.03	339.67	468.75
营业外收入	3.95	4.21	3.61	3.92	3.91
营业外支出	0.14	0.40	0.20	0.25	0.28
利润总额	148.49	194.76	254.44	343.35	472.38
所得税	22.69	29.01	38.88	51.50	70.86
净利润	125.80	165.74	215.56	291.85	401.53
少数股东损益	16.20	0.47	9.45	17.07	14.07
归属于母公司净利润	109.60	165.28	206.10	274.78	387.45
每股收益(元)	0.25	0.38	0.48	0.64	0.90

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	30.45%	22.61%	26.00%	39.00%	35.00%
营业利润	37.95%	31.98%	31.46%	35.31%	38.00%
归属于母公司净利润	20.43%	50.80%	24.70%	33.32%	41.00%
获利能力					
毛利率	38.49%	39.69%	41.00%	40.00%	40.63%
净利率	20.53%	25.25%	24.99%	23.97%	25.04%
ROE	12.76%	13.52%	13.49%	16.06%	19.33%
ROIC	29.76%	23.55%	23.35%	26.93%	31.70%
偿债能力					
资产负债率	15.06%	16.02%	11.22%	16.30%	14.92%
净负债率	-27.91%	-3.26%	-9.46%	-16.42%	-7.49%
流动比率	4.11	4.09	6.13	4.29	4.91
速动比率	3.53	3.61	5.54	3.68	4.33
营运能力					
应收账款周转率	3.31	3.07	3.32	3.55	3.55
存货周转率	7.57	6.85	7.77	7.41	7.67
总资产周转率	0.55	0.52	0.51	0.60	0.69
每股指标(元)					
每股收益	0.25	0.38	0.48	0.64	0.90
每股经营现金流	0.21	0.28	0.27	0.40	0.38
每股净资产	1.99	2.83	3.54	3.96	4.64
估值比率					
市盈率	63.89	42.37	33.97	25.48	18.07
市净率	8.15	5.73	4.58	4.09	3.49
EV/EBITDA	54.17	34.24	25.23	18.88	13.64
EV/EBIT	63.07	38.90	26.70	19.86	14.23

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com