

2018年01月09日

天银机电 (300342.SZ)

业绩预告：同比增长 10-20%

■事件：公司发布业绩预告，17年归母净利润 1.82-1.98 亿元，同比增长 10-20%。

■冰箱压缩机零配件收入保持稳定增长

公司冰箱压缩机零配件收入近 3 年复合增长率为 16.34%，近 7 年复合增长率为 10.53%，毛利率基本维持在 35%左右。公司主营的无功耗起动机、迷你型 PTC 起动机和变频控制器等作为高端节能冰箱及变频冰箱的核心部件，受新能效标准带动市场需求持续攀升，并受益于无功耗起动机生产流水线和变频控制器生产线产能建设完成，公司产品结构优化，预计 17 年公司传统主业仍将保持增长，但因 17 年公司原材料价格上涨、产品结构转换等因素影响，增速和毛利率或略有下滑，预计 17 年全年净利润 1.3 亿左右，考虑到新能效标准带动变频冰箱对变频控制器、无功耗起动机等高端产品需求增长，公司可对原材料提前备货，预计 18 年收入增速仍能维持在 15%左右。

■军工电子业务维持高速增长

公司军工电子业务聚焦于电磁频谱安全领域，即便在军工行业订单及回款受军改影响的大背景下，客户需求仍保持高速增长，根据 17 年上半年公司军工电子业务实现营业收入 6,181.14 万元，同比增长 73.95%，实现净利润 2,701.22 万元，同比增长 113.48%，预计 17 年净利润约 6000 万。其中华清瑞达雷达仿真测试业务国内市占率超过 30%，尤其在空军、二炮位居绝对领先地位，17 年获得新客户淮海工业集团的大额订单使得新签订单金额增长较快，市占率进一步提高；军用通信、电子侦查、电子对抗、高速信号处理等新兴业务市场拓展顺利，华清瑞达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，并在军用通信、电子战领域市场拓展顺利，开始获得市场认可及应用并形成新的利润增长点；长期培育的无线电高度表相关产品已经完成实验和技术鉴定，开始贡献利润；讯析电子的超宽带信号捕获与分析系统系列产品获得订单总金额及营业收入和净利润均有大幅增长。考虑到 18 年雷达仿真测试业务市占率有望继续提升，其他新产品逐渐贡献利润，预计 18 年军工电子业务将保持 50%以上的增速。

■围绕华清瑞达加速转型军工电子

华清瑞达拟现金收购神州飞航 55%股权，神州飞航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等，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，其中军

公司动态分析

证券研究报告

国防军工

投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**20.00 元**
股价 (2018-01-08) **16.10 元**

交易数据

总市值 (百万元)	6,954.88
流通市值 (百万元)	6,378.73
总股本 (百万股)	431.98
流通股本 (百万股)	396.19
12 个月价格区间	13.39/25.20 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.22	8.35	2.09
绝对收益	1.0	5.09	-5.99

冯福章

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

张傲

分析师
SAC 执业证书编号：S1450517120004
zhangao@essence.com.cn

邹承原

报告联系人
zoucy1@essence.com.cn

相关报告

天银机电：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/冯福章	2017-10-26
天银机电：受让工大雷信 40%股权，新增雷达总体业务/冯福章	2017-10-23

用计算机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，并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，其 2018-2020 年业绩承诺分别不低于 3000、4000、5000 万元。

■工大雷信 40%股权 12 月底已并表，新增雷达总体业务

工大雷信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。预计工大雷信超视距雷达产品未来在军品、军贸出口等领域都或将具有实质性进展，其中在军品领域，主要部署在海岸线，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；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，根据公告达成出口意向的订单总额预计为 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。预计工大雷信 2019 年开始逐步贡献利润。

■投资建议：我们认为，公司不仅传统主业受新能效标准及产品结构优化等影响保持稳步增长，并不断军工电子业务布局，受益于我军国防信息化建设以及新产品不断定型放量，军工电子业务将保持快速增长；且拟收购工大雷信，新增雷达总体业务，迈入核心装备领域。不考虑神州飞航并表，预计公司 17-19 年净利润分别为 1.89、2.42、3.08 亿元；若考虑神州飞航 18 年开始并表，预计公司 17-19 年的净利润分别为 1.89、2.59、3.30 亿元，EPS 分别为 0.44、0.60、0.76 元，对应当前股价的 PE 分别为 37、27、21 倍，维持“买入-A”评级。

■风险提示：传统主业和军工业务拓展不达预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	533.8	654.5	786.2	960.9	1,168.6
净利润	109.6	165.3	188.9	241.8	308.1
每股收益(元)	0.25	0.38	0.44	0.56	0.71
每股净资产(元)	1.99	2.83	2.95	3.28	3.71
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	63.5	42.1	36.8	28.8	22.6
市净率(倍)	8.1	5.7	5.5	4.9	4.3
净利润率	20.5%	25.3%	24.0%	25.2%	26.4%
净资产收益率	14.1%	13.4%	14.7%	16.9%	19.0%
股息收益率	0.9%	0.9%	1.1%	1.4%	1.8%
ROIC	29.8%	23.5%	20.5%	23.8%	27.7%

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	786.2	960.9	1,168.6	成长性					
减:营业成本	328.3	394.7	474.9	558.8	658.2	营业收入增长率	30.5%	22.6%	20.1%	22.2%	21.6%
营业税费	3.0	5.7	6.4	7.7	9.3	营业利润增长率	38.0%	32.0%	14.5%	28.4%	27.8%
销售费用	11.7	13.7	18.1	24.0	28.0	净利润增长率	20.4%	50.8%	14.3%	28.0%	27.4%
管理费用	44.7	52.8	70.8	91.3	116.9	EBITDA 增长率	42.6%	26.7%	14.3%	27.0%	25.5%
财务费用	-1.8	-5.4	-4.8	-4.0	-4.7	EBIT 增长率	46.3%	29.9%	15.2%	29.4%	27.9%
资产减值损失	3.2	2.2	2.3	2.6	2.4	NOPLAT 增长率		30.4%	15.1%	29.4%	27.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	64.9%	31.9%	11.4%	10.3%	5.7%
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%	4.1%	11.3%	12.9%
营业利润	144.7	191.0	218.6	280.6	358.6	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%	39.6%	41.8%	43.7%
利润总额	148.5	194.8	222.2	284.5	362.5	营业利润率	27.1%	29.2%	27.8%	29.2%	30.7%
减:所得税	22.7	29.0	33.3	42.7	54.4	净利润率	20.5%	25.3%	24.0%	25.2%	26.4%
净利润	109.6	165.3	188.9	241.8	308.1	EBITDA/营业收入	31.2%	32.2%	30.7%	31.9%	32.9%
						EBIT/营业收入	26.8%	28.4%	27.2%	28.8%	30.3%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	98	91	79	63	48
货币资金	193.0	352.6	272.7	314.9	438.6	流动营业资本周转天数	165	173	177	181	182
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	433	414	410	374	379
应收账款	45.7	52.2	65.4	78.3	96.5	应收账款周转天数	58	27	27	27	27
应收票据	122.1	186.2	184.2	268.4	282.0	存货周转天数	48	53	53	51	49
预付账款	0.9	2.8	1.7	3.6	2.6	总资产周转天数	660	694	681	598	555
存货	85.8	105.2	124.3	145.8	172.3	投资资本周转天数	363	428	428	388	345
其他流动资产	157.2	201.4	241.9	295.6	359.5						
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%	14.7%	16.9%	19.0%
长期股权投资	-	-	61.0	61.0	61.0	ROA	12.0%	11.3%	12.6%	14.3%	16.1%
投资性房地产	21.1	19.8	19.8	19.8	19.8	ROIC	29.8%	23.5%	20.5%	23.8%	27.7%
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	1,499.9	1,691.5	1,908.8	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	111.8	143.1	157.3	资产负债率	15.1%	16.0%	14.1%	15.3%	15.3%
应付票据	34.6	49.3	50.9	67.1	71.9	负债权益比	17.7%	19.1%	16.5%	18.0%	18.0%
其他流动负债	-	-	-	-	-	流动比率	4.11	4.09	4.45	4.51	4.87
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	3.53	3.61	3.83	3.91	4.25
其他非流动负债	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-79.81	-34.37	-44.49	-69.17	-74.74
负债总额	158.3	236.0	212.1	258.6	291.1	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	0.17	0.22	0.29
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	841.6	986.7	1,171.4	股息收益率	0.9%	0.9%	1.1%	1.4%	1.8%
股东权益	892.6	1,237.1	1,287.8	1,432.9	1,617.6						
						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.25	0.38	0.44	0.56	0.71
净利润	125.8	165.7	188.9	241.8	308.1	BVPS(元)	1.99	2.83	2.95	3.28	3.71
加:折旧和摊销	23.6	25.4	27.2	29.5	30.4	PE(X)	63.5	42.1	36.8	28.8	22.6
资产减值准备	3.2	2.2	-	-	-	PB(X)	8.1	5.7	5.5	4.9	4.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-45.5	-283.6	119.3	49.7	28.2
财务费用	0.4	-1.5	-4.8	-4.0	-4.7	P/S	13.0	10.6	8.8	7.2	6.0
投资损失	-	-0.1	-0.0	-0.0	-0.1	EV/EBITDA	54.2	34.2	27.7	21.6	16.9
少数股东损益	16.2	0.5	-	-	-	CAGR(%)	24.3%	23.0%	27.5%	24.3%	23.0%
营运资金的变动	-209.7	-95.4	-65.1	-128.3	-88.2	PEG	2.6	1.8	1.3	1.2	1.0
经营活动产生现金流量	91.8	119.9	146.1	139.0	245.5	ROIC/WACC	2.8	2.2	2.0	2.3	2.6
投资活动产生现金流量	-208.7	-150.6	-63.2	-4.1	-3.3	REP	4.7	3.6	3.4	2.7	2.1
融资活动产生现金流量	-49.0	188.6	-162.9	-92.6	-118.5						

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、张傲声明, 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	021-35082963	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	? 0755-82558183?	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@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