

2018年04月01日

天银机电 (300342.SZ)

军工电子业务或迎来新一轮增长，冰箱压缩机零部件业务呈现结构性变化

■事件：

1、公司发布17年年报，17年实现收入7.73亿元，同比增长18.10%，实现归母净利润1.91亿元，同比增长15.30%。

2、公司发布18年1季度业绩预告，预计实现归母净利润4068.34-4576.89万元，同比下降10-20%。

3、全资子公司华清瑞达终止收购神州飞航55%股权。

■军工电子业务：在手订单同比增长55%，18年或开启新一轮增长。

17年军工电子业务业绩增长主要来自讯析科技。16年9月讯析科技实现并表进入华清瑞达，17年军工电子业务实现收入1.48亿元，同比增长37%；实现归母净利润5935万元，同比增长44%。根据业绩承诺完成公告，15-17年华清瑞达本部（不含讯析科技）扣非净利润分别为3552、3176、3585万元，17年虽恢复增长，但整体增速并不高，仅为12.9%，预计讯析科技17年实现净利润2300多万，为华清瑞达整体业绩增长做出了主要贡献。

18年1季度在手订单同比增长55%。18年1季度虽然军工电子业务较去年同期下降70-85%，我们认为主要原因除了部分订单继续受军改影响交付延迟、军工订单主要集中在下半年交付外，公司军工电子业务规模逐步扩大，有能力承接较大体量的订单，但相应交付确认收入时间较长。公司通过17年积极布局，大力拓展电子战、电子侦察、进口替代型高端装备市场，且随着军改影响逐步削弱，目前在手订单较去年同比增长54.81%，达到1.07亿元，为之后增长打下良好基础。

18年或将开启新一轮内生增长。17年公司电磁频谱安全业务开拓了淮海工业集团、四创电子等客户，市占率进一步扩大；航空电子模块部分型号产品转入批量生产；高速通信产品初步实现军用通信、电子侦查等市场的产业链布局；人工智能型认知电子战模拟系统原理样机、太赫兹试验技术项目已成功完成研制并交付客户；天银星际在开拓民用市场的同时实现了向军工市场的突破，已获得某重点军工单位原理样机订单。我们预计18年随着军改影响逐步消除，或将带来军工电子业务较大业绩弹性，且考虑到全军大力推进实战化训练，随着公司雷达目标模拟器、ATE射频激励源等电磁频谱安全业务以及高速信号处理、航空电子模块等军品逐步定型列装，18年公司多个型号配套产品将力争进入批量生产阶段，军工电子业务有望迎来新一轮内生增长。

利用军用技术，积极拓展民用市场。①高速信号处理平台产品积极拓展民用通信市场，其主要竞争对手为美国国家仪器公司的BeeCube

公司动态分析

证券研究报告

国防军工

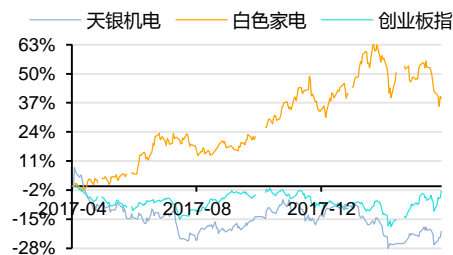
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**17.00元**
股价(2018-03-30) **14.15元**

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 6,112.52 |
| 流通市值(百万元) | 5,606.15 |
| 总股本(百万股) | 431.98 |
| 流通股本(百万股) | 396.19 |
| 12个月价格区间 | 12.81/25.20元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|--------|--------|
| 相对收益 | -6.13 | -20.87 | -21.99 |
| 绝对收益 | 2.24 | -12.44 | -22.35 |

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：天银机电：业绩预告同比增长 10-20%/冯福章 | 2018-01-09 |
| 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 |

系列产品。②工大雷信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。③17年华清瑞达完成了24GHz汽车雷达模拟器原理样机的研制及交付工作，后续衍生型号正在研制过程中。

■**冰箱压缩机零部件：变频控制器和迷你型 PTC 启动器贡献主要增量。**

17年公司冰箱压缩机零部件业务实现收入6.25亿元，占比为81%，同比增长14.43%；实现净利润约1.32亿元，占比69%。其中：①变频控制器实现收入1.51亿元，同比增长71.26%，占冰箱压缩机零部件业务比重为24.13%；17年变频冰箱销量同比增长83.56%，占冰箱销量比重为17%；②迷你型PTC启动器，实现收入0.52亿元，同比增长27.42%；变频控制器和迷你型PTC等节能型产品占比逐步提高，并成为主要增长点。对于其他零部件业务，16、17年收入增速分别为1.02%、3.36%，考虑到冰箱行业整体个位数的增长，以及随着变频控制器和迷你型PTC逐步替代传统PTC产品，预计其他零部件业务或将略有下滑。

未来增长仍主要看变频和迷你型 PTC 启动器业务。受新版能效国家标准政策实施、变频技术广受市场追捧、节能节材趋势显著等利好因素的驱动，公司迷你型PTC启动器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，市场需求大幅攀升，占比逐步提高，公司产品呈现结构性变化。公司目前已完成变频控制器生产线的产能建设，18年1季度公司冰箱压缩机零部件业务同比增长10-25%，变频控制器和迷你型PTC启动器继续延续迅速增长的态势，我们预计公司18年传统主业整体将保持稳步增长，增速在15%左右，为公司后续向军工电子领域转型提供强有力的支撑。

■**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，并不断加大军工电子业务布局，将受益于国防信息化建设、军改影响逐步消除以及新产品不断定型放量，军工电子业务或将迎来新一轮内生增长；收购工大雷信新增雷达总体业务，迈入核心装备领域。

根据公司18年1季度军工电子业务表现及订单情况，考虑到部分订单继续受军改影响延迟交付，且交付周期存在不确定性，对军工电子业务盈利稍作修正，基本维持前期业绩预测。我们预计18、19年的净利润分别为2.30、2.82亿元，EPS分别为0.53、0.65元，对应当前股价的PE分别为27、22倍，维持“买入-A”评级。

■**风险提示：**业绩增长、外延并购、内部整合等低于预期。

| (百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 主营收入 | 654.5 | 773.0 | 932.7 | 1,119.0 | 1,306.1 |
| 净利润 | 165.3 | 190.6 | 229.5 | 282.4 | 333.6 |
| 每股收益(元) | 0.38 | 0.44 | 0.53 | 0.65 | 0.77 |

| | | | | | |
|----------|------|------|------|------|------|
| 每股净资产(元) | 2.83 | 3.13 | 3.54 | 3.93 | 4.39 |
|----------|------|------|------|------|------|

| 盈利和估值 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 37.0 | 32.1 | 26.6 | 21.6 | 18.3 |
| 市净率(倍) | 5.0 | 4.5 | 4.0 | 3.6 | 3.2 |
| 净利润率 | 25.3% | 24.7% | 24.6% | 25.2% | 25.5% |
| 净资产收益率 | 13.5% | 14.1% | 15.0% | 16.6% | 17.6% |
| 股息收益率 | 1.1% | 0.0% | 1.5% | 1.8% | 2.2% |
| ROIC | 23.5% | 22.0% | 20.2% | 26.5% | 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) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | (百万元) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 营业收入 | 654.5 | 773.0 | 932.7 | 1,119.0 | 1,306.1 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 394.7 | 460.9 | 561.9 | 675.2 | 786.0 | 营业收入增长率 | 22.6% | 18.1% | 20.7% | 20.0% | 16.7% |
| 营业税费 | 5.7 | 5.7 | 7.0 | 8.4 | 9.8 | 营业利润增长率 | 32.0% | 14.6% | 18.7% | 22.7% | 17.8% |
| 销售费用 | 13.7 | 15.1 | 18.7 | 22.4 | 26.1 | 净利润增长率 | 50.8% | 15.3% | 20.4% | 23.0% | 18.1% |
| 管理费用 | 52.8 | 70.4 | 83.9 | 100.7 | 117.5 | EBITDA 增长率 | 26.7% | 17.1% | 16.9% | 17.7% | 15.8% |
| 财务费用 | -5.4 | 4.9 | -2.2 | -10.2 | -13.2 | EBIT 增长率 | 29.9% | 16.0% | 19.6% | 19.8% | 17.4% |
| 资产减值损失 | 2.2 | 6.5 | 4.0 | 4.2 | 4.9 | NOPLAT 增长率 | 30.4% | 23.5% | 15.5% | 20.5% | 18.1% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 31.9% | 25.9% | -8.0% | 9.6% | -3.0% |
| 投资和汇兑收益 | 0.1 | 0.9 | 0.3 | 0.4 | 0.5 | 净资产增长率 | 38.6% | 10.5% | 12.8% | 11.0% | 11.7% |
| 营业利润 | 191.0 | 218.7 | 259.8 | 318.8 | 375.4 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 3.8 | 0.0 | 2.6 | 2.1 | 1.6 | 毛利率 | 39.7% | 40.4% | 39.8% | 39.7% | 39.8% |
| 利润总额 | 194.8 | 218.8 | 262.3 | 320.9 | 377.0 | 营业利润率 | 29.2% | 28.3% | 27.8% | 28.5% | 28.7% |
| 减:所得税 | 29.0 | 28.0 | 32.8 | 38.5 | 43.4 | 净利润率 | 25.3% | 24.7% | 24.6% | 25.2% | 25.5% |
| 净利润 | 165.3 | 190.6 | 229.5 | 282.4 | 333.6 | EBITDA/营业收入 | 32.2% | 31.9% | 30.9% | 30.3% | 30.1% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 28.4% | 27.9% | 27.6% | 27.6% | 27.7% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 固定资产周转天数 | 91 | 83 | 65 | 46 | 33 |
| 货币资金 | 352.6 | 325.6 | 486.7 | 557.8 | 791.3 | 流动营业资本周转天数 | 173 | 193 | 170 | 154 | 149 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 414 | 460 | 438 | 432 | 447 |
| 应收帐款 | 230.8 | 333.9 | 287.9 | 395.9 | 402.2 | 应收帐款周转天数 | 117 | 131 | 120 | 110 | 110 |
| 应收票据 | 186.2 | 197.4 | 243.0 | 285.4 | 331.3 | 存货周转天数 | 53 | 63 | 60 | 57 | 54 |
| 预付帐款 | 2.8 | 10.0 | 5.6 | 13.1 | 8.7 | 总资产周转天数 | 694 | 755 | 699 | 639 | 616 |
| 存货 | 105.2 | 165.3 | 146.9 | 209.5 | 183.5 | 投资资本周转天数 | 428 | 465 | 413 | 346 | 305 |
| 其他流动资产 | 22.7 | 44.9 | 24.8 | 30.8 | 33.5 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | 5.3 | 4.3 | 5.1 | 4.9 | 4.8 | ROE | 13.5% | 14.1% | 15.0% | 16.6% | 17.6% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 11.3% | 10.8% | 12.4% | 13.3% | 14.2% |
| 长期股权投资 | - | 33.5 | 33.5 | 33.5 | 33.5 | ROIC | 23.5% | 22.0% | 20.2% | 26.5% | 28.5% |
| 投资性房地产 | 19.8 | 18.5 | 18.5 | 18.5 | 18.5 | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 173.5 | 180.7 | 155.7 | 130.6 | 105.5 | 销售费用率 | 2.1% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% |
| 在建工程 | 35.6 | 112.0 | 112.0 | 112.0 | 112.0 | 管理费用率 | 8.1% | 9.1% | 9.0% | 9.0% | 9.0% |
| 无形资产 | 90.7 | 88.8 | 82.9 | 77.0 | 71.1 | 财务费用率 | -0.8% | 0.6% | -0.2% | -0.9% | -1.0% |
| 其他非流动资产 | 247.7 | 253.6 | 250.8 | 250.5 | 251.4 | 三费/营业收入 | 9.3% | 11.7% | 10.8% | 10.1% | 10.0% |
| 资产总额 | 1,473.1 | 1,768.4 | 1,853.3 | 2,119.5 | 2,347.3 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 29.0 | 104.5 | - | - | - | 资产负债率 | 16.0% | 22.7% | 16.8% | 19.3% | 18.6% |
| 应付帐款 | 105.0 | 189.0 | 188.8 | 265.1 | 285.1 | 负债权益比 | 19.1% | 29.4% | 20.2% | 23.8% | 22.8% |
| 应付票据 | 49.3 | 57.3 | 73.8 | 83.8 | 99.6 | 流动比率 | 4.09 | 2.79 | 4.02 | 3.80 | 4.16 |
| 其他流动负债 | 36.8 | 35.4 | 34.4 | 44.1 | 36.2 | 速动比率 | 3.61 | 2.36 | 3.53 | 3.27 | 3.72 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 利息保障倍数 | -34.37 | 43.54 | -116.98 | -30.19 | -27.44 |
| 其他非流动负债 | 15.8 | 15.5 | 14.1 | 15.1 | 14.9 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 236.0 | 401.6 | 311.1 | 408.1 | 435.8 | DPS(元) | 0.15 | - | 0.21 | 0.26 | 0.31 |
| 少数股东权益 | 14.2 | 14.5 | 14.5 | 14.5 | 14.5 | 分红比率 | 39.8% | 0.0% | 40.0% | 40.0% | 40.0% |
| 股本 | 328.5 | 432.0 | 432.0 | 432.0 | 432.0 | 股息收益率 | 1.1% | 0.0% | 1.5% | 1.8% | 2.2% |
| 留存收益 | 889.7 | 957.2 | 1,095.7 | 1,264.9 | 1,464.9 | | | | | | |
| 股东权益 | 1,237.1 | 1,366.8 | 1,542.2 | 1,711.4 | 1,911.5 | | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 净利润 | 165.7 | 190.8 | 229.5 | 282.4 | 333.6 | EPS(元) | 0.38 | 0.44 | 0.53 | 0.65 | 0.77 |
| 加:折旧和摊销 | 25.4 | 31.7 | 31.0 | 31.0 | 31.0 | BVPS(元) | 2.83 | 3.13 | 3.54 | 3.93 | 4.39 |
| 资产减值准备 | 2.2 | 6.5 | - | - | - | PE(X) | 37.0 | 32.1 | 26.6 | 21.6 | 18.3 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | PB(X) | 5.0 | 4.5 | 4.0 | 3.6 | 3.2 |
| 财务费用 | -1.5 | 3.0 | -2.2 | -10.2 | -13.2 | P/FCF | -249.2 | 164.0 | 28.7 | 33.3 | 16.6 |
| 投资损失 | -0.1 | -0.9 | -0.3 | -0.4 | -0.5 | P/S | 9.3 | 7.9 | 6.6 | 5.5 | 4.7 |
| 少数股东损益 | 0.5 | 0.2 | - | - | - | EV/EBITDA | 34.2 | 27.3 | 19.4 | 16.3 | 13.5 |
| 营运资金的变动 | -67.1 | -185.2 | 60.4 | -129.5 | 2.3 | CAGR(%) | 19.4% | 20.5% | 22.2% | 19.4% | 20.5% |
| 经营活动产生现金流量 | 119.9 | 76.7 | 318.4 | 173.2 | 353.2 | PEG | 1.9 | 1.6 | 1.2 | 1.1 | 0.9 |
| 投资活动产生现金流量 | -150.6 | -147.7 | -0.4 | 0.6 | 0.7 | ROIC/WACC | 2.2 | 2.1 | 1.9 | 2.5 | 2.7 |
| 融资活动产生现金流量 | 188.6 | 47.6 | -156.8 | -102.7 | -120.4 | REP | 3.6 | 2.9 | 2.8 | 2.0 | 1.8 |

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 | |
| | 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 | |
| | 林立 | 021-68766209 | linli1@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 | 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 | |
| 高思雨 | | 021-35082350 | gaosy@essence.com.cn | |
| 深圳联系人 | 姜雪 | 010-59113596 | jiangxue1@essence.com.cn | |
| | 周蓉 | 010-83321367 | zhourong@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