

2020年02月21日

天银机电 (300342.SZ)

公司快报

证券研究报告

国防军工

投资评级 买入-B

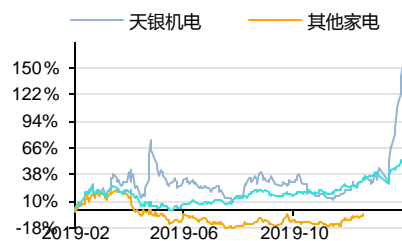
维持评级

股价 (2020-02-20) 21.07 元

交易数据

总市值 (百万元)	9,098.96
流通市值 (百万元)	8,478.05
总股本 (百万股)	431.84
流通股本 (百万股)	402.38
12 个月价格区间	7.74/21.07 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	94.64	106.95	120.39
绝对收益	104.96	134.11	175.66

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

相关报告

天银机电: 依托清华大学
星光敏传感器技术国际领
先, 全球卫星制造核心受
益标的/冯福章

2020-02-08

不仅是国内低轨卫星星座建设核心受益标的, 而且参与到全球市场

2020年2月8日, 我们发布了公司报告《依托清华大学星光敏传感器技术国际领先, 全球卫星制造核心受益标的》; 2月10日, 我们邀请公司主要高管团队举办了独家电话会议, 详情可参考公司投资者关系记录的公告, 并欢迎来电交流。此报告为跟踪报告, 我们认为, 公司不仅是国内低轨卫星星座建设核心受益标的, 而且区别其他公司最大的不同, 在于其已参与到全球市场中, 具体内容如下:

■国内低轨卫星星座建设的核心受益标的, 国内市占率达60%甚至更高公司依托清华大学核心技术, 是国内首家商业化运营的空间光学敏感器公司。光学敏感器相当于卫星的眼睛, 用于空间定位, 其是卫星最为关键的子系统之一姿态控制系统的核心器件。公司产品已在鸿雁星座、银河航天首发星等应用, 其中在鸿雁星座上用了公司40万的单颗产品, 并在1月银河航天发射的首颗5G卫星上也采用了公司2台产品。此外, 目前国内参与到低轨卫星星座建设的9家卫星制造企业中, 有7家使用了公司的产品。

公司或将占据国内低轨卫星主要市场份额, 潜在市场16亿元。根据年报, 公司星光敏传感器2018年在国内的市场份额为62%, 考虑到其竞争对手502所更多以北斗等高轨卫星为主, 天银星际在微小卫星领域的市场份额或达到80%。根据一般单颗卫星上使用2-3个星敏感器(实验星或为1个), 仅根据统计到的国内卫星星座建设计划共2526颗(远远少于美国Space X、One Web等公司的规划), 按照单颗价值量40万、国内市场份额80%计算, 预计将新增市场16亿元。

■区别其他公司最大的不同在于, 公司已参与到全球市场中

清华大学作为国内星敏感技术的行业领导者, 研发产品的性能在国际上领先, 其纳型星敏感器NST-4在体积、质量远小于国外同等产品的前提下, 性能依旧可以匹敌。在全球市场, 公司产品目前已应用到美国MITRE大气探测卫星、欧洲Alpha全球多媒体卫星上, 并已经参与到美国One-Web公司200台的阶梯报价。由于目前各个国家的低轨卫星星座建设处于百花齐放的状态, 以SPACE X、ONE-WEB为代表的供应链类比汽车行业早期零部件内部供应, 形成批量后将进入开放式环节, 不排除未来国际主流厂商在国内建厂寻找供应链体系的可能。

由于航天产品需要在轨卫星运营数据，天银星际作为全球为数不多的几家企业之一，产品具有较高的性价比优势，考虑到未来卫星星座建设的大规模化、低成本化需求，其潜在市占率或为 20%左右。目前不完全统计，国外星座建设规模达到 17380 颗，按照其 20%的市占率，及相对可能更高的价值量，则潜在市场空间为 35 亿元。

■投资建议：公司依托天银星际，星光敏传感器技术国际领先，不仅是国内低轨卫星星座建设的核心受益标的，而且参与到全球市场中，或具有较大的业绩弹性。此外，公司围绕华清瑞达加速转型军工电子，先后收购讯析科技等实现产业链纵深，预计随着国防信息化建设、新产品不断定型放量及向民品市场的拓张，军工电子业务将保持高速增长。我们预计公司 2019-2021 年的净利润分别为 1.41、1.83、2.65 亿元，相应估值分别为 65、50、34 倍，维持“买入-B”评级。

■风险提示：低轨卫星星座建设节奏不及预期；军工电子元器件业务订单较缓

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	773.0	745.7	885.3	1,081.2	1,482.7
净利润	190.6	97.3	141.0	182.6	264.7
每股收益(元)	0.44	0.23	0.33	0.42	0.61
每股净资产(元)	3.13	3.07	3.50	3.76	4.12
盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	47.7	93.5	64.5	49.8	34.4
市净率(倍)	6.7	6.9	6.0	5.6	5.1
净利润率	24.7%	13.0%	15.9%	16.9%	17.9%
净资产收益率	14.1%	7.3%	9.3%	11.3%	14.9%
股息收益率	0.7%	0.7%	0.6%	0.8%	1.2%
ROIC	22.0%	9.4%	13.5%	14.9%	23.8%

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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	773.0	745.7	885.3	1,081.2	1,482.7	成长性					
减:营业成本	460.9	509.9	589.5	711.8	910.6	营业收入增长率	18.1%	-3.5%	18.7%	22.1%	37.1%
营业税费	5.7	5.6	6.2	7.6	10.4	营业利润增长率	14.6%	-49.0%	43.8%	30.0%	65.8%
销售费用	15.1	17.8	17.7	21.6	29.7	净利润增长率	15.3%	-48.9%	44.9%	29.5%	45.0%
管理费用	70.4	36.0	93.0	118.9	177.9	EBITDA 增长率	17.1%	-17.7%	5.9%	21.7%	52.1%
财务费用	4.9	7.3	13.4	6.5	2.0	EBIT 增长率	16.0%	-21.4%	2.7%	23.8%	61.7%
资产减值损失	6.5	6.1	5.0	5.9	5.7	NOPLAT 增长率	23.5%	-46.4%	47.3%	24.5%	61.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	25.9%	2.6%	12.6%	1.0%	1.9%
投资和汇兑收益	0.9	-1.0	-0.0	-0.1	-0.4	净资产增长率	10.5%	-1.8%	14.0%	7.4%	12.3%
营业利润	218.7	111.6	160.6	208.8	346.1	利润率					
加:营业外净收支	0.0	-0.6	-	-	-	毛利率	40.4%	31.6%	33.4%	34.2%	38.6%
利润总额	218.8	111.0	160.6	208.8	346.1	营业利润率	28.3%	15.0%	18.1%	19.3%	23.3%
减:所得税	28.0	13.5	18.5	23.0	38.1	净利润率	24.7%	13.0%	15.9%	16.9%	17.9%
净利润	190.6	97.3	141.0	182.6	264.7	EBITDA/营业收入	31.9%	27.2%	24.3%	24.2%	26.9%
						EBIT/营业收入	27.9%	22.7%	19.6%	19.9%	23.5%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	83	88	77	65	44
货币资金	325.6	380.2	354.1	432.5	593.1	流动营业资本周转天数	193	221	220	221	177
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	460	541	513	499	445
应收账款	333.9	308.3	429.4	501.6	651.6	应收账款周转天数	131	155	150	155	140
应收票据	197.4	110.2	234.1	306.5	352.5	存货周转天数	63	99	105	95	77
预付账款	10.0	18.8	14.0	25.6	25.0	总资产周转天数	755	888	805	721	596
存货	165.3	243.8	270.3	303.1	329.3	投资资本周转天数	465	545	494	431	319
其他流动资产	44.9	104.0	57.2	68.7	76.6	投资回报率					
可供出售金融资产	4.3	3.2	4.3	3.9	3.8	ROE	14.1%	7.3%	9.3%	11.3%	14.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.8%	5.1%	6.9%	8.1%	11.7%
长期股权投资	33.5	31.2	31.2	31.2	31.2	ROIC	22.0%	9.4%	13.5%	14.9%	23.8%
投资性房地产	18.5	-	-	-	-	费用率					
固定资产	180.7	183.1	197.7	192.2	172.5	销售费用率	2.0%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%
在建工程	112.0	165.5	115.8	81.1	56.8	管理费用率	9.1%	12.0%	10.5%	11.0%	12.0%
无形资产	88.8	87.3	81.2	75.0	68.9	财务费用率	0.6%	1.0%	1.5%	0.6%	0.1%
其他非流动资产	253.6	275.8	259.8	262.9	265.3	三费/营业收入	11.7%	8.2%	14.0%	13.6%	14.1%
资产总额	1,768.4	1,911.3	2,049.0	2,284.1	2,626.5	偿债能力					
短期债务	104.5	216.0	131.4	113.1	99.0	资产负债率	22.7%	29.8%	25.4%	28.1%	29.8%
应付账款	189.0	192.7	249.4	304.2	429.4	负债权益比	29.4%	42.4%	34.0%	39.1%	42.4%
应付票据	57.3	43.9	74.0	68.4	123.8	流动比率	2.79	2.10	2.69	2.61	2.64
其他流动负债	35.4	102.7	49.5	141.5	115.5	速动比率	2.36	1.66	2.16	2.13	2.21
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	43.54	23.15	13.02	32.94	172.15
其他非流动负债	15.5	14.2	15.2	14.9	14.7	分红指标					
负债总额	401.6	569.5	519.5	642.1	782.5	DPS(元)	0.15	0.15	0.13	0.17	0.25
少数股东权益	14.5	14.9	16.1	19.3	62.6	分红比率	34.0%	65.5%	40.0%	40.0%	40.0%
股本	432.0	431.9	431.9	431.9	431.9	股息收益率	0.7%	0.7%	0.6%	0.8%	1.2%
留存收益	957.2	995.9	1,081.6	1,190.8	1,349.5						
股东权益	1,366.8	1,341.8	1,529.6	1,642.0	1,844.0						
						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.44	0.23	0.33	0.42	0.61
现金流量表						BVPS(元)	3.13	3.07	3.50	3.76	4.12
净利润	190.8	97.6	141.0	182.6	264.7	PE(X)	47.7	93.5	64.5	49.8	34.4
加:折旧和摊销	31.7	34.1	41.2	46.5	50.2	PB(X)	6.7	6.9	6.0	5.6	5.1
资产减值准备	6.5	6.1	-	-	-	P/FCF	244.1	50.7	-103.7	60.1	40.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	11.8	12.2	10.3	8.4	6.1
财务费用	3.0	14.6	13.4	6.5	2.0	EV/EBITDA	27.3	14.1	41.3	33.5	21.7
投资损失	-0.9	1.0	0.0	0.1	0.4	CAGR(%)	-0.9%	46.7%	-5.0%	-0.9%	46.7%
少数股东损益	0.2	0.3	1.1	3.2	43.3	PEG	-54.5	2.0	-12.9	-56.9	0.7
营运资金的变动	-185.2	-53.3	-169.3	-62.6	-77.6	ROIC/WACC	2.1	0.9	1.3	1.4	2.3
经营活动产生现金流量	76.7	189.7	27.3	176.2	283.0	REP	2.9	2.8	5.4	4.8	2.9
投资活动产生现金流量	-147.7	-88.0	-1.1	0.3	-0.2						
融资活动产生现金流量	47.6	-52.6	-52.3	-98.2	-122.2						

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、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。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

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	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@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