



买入

55% ↑

目标价格:人民币 15.02

002139.CH

目标价格基础:33倍 18年市盈率

价格:人民币 9.72

板块评级:增持

本报告要点

- 物联网趋势驱动行业需求升级, 业绩进入加速增长轨道。
- 智能化趋势优化公司业务结构, 提升公司盈利能力并打造未来空间。
- 锐意聚焦、积极创新, 管理层决心构建把握未来战略机遇基础。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	9.5	5.7	10.7	30.5
相对深证成指	12.3	9.4	12.9	28.1

发行股数(百万)	680
流通股(%)	78
流通股市值(人民币 百万)	5,130
3个月日均交易额(人民币 百万)	127
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
武永强	21

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年5月19日收市价为标准

相关研究报告

《拓邦股份: 公司实际控制人质押并增持公司股份, 彰显管理层对于未来发展信心》2017.5.2

《智能控制器: AI 物联网时代的需求起爆点》2017.3.6

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

电子: 电子制造

吴友文*

(8621)20328313

youwen.wu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515070001

*吴彤为本报告重要贡献者

拓邦股份

物联加速业绩, 智能打造未来

公司作为国内最大的智能控制器生产厂商, 近三年来凭借研发、制造、销售积淀紧抓发展机遇, 实现跨越式发展。公司继续补强产能及研发实力, 加快行业和海外布局, 顺应行业发展加速 ODM/JDM 转型, 继续优化客户结构, 充分把握智能物联时代的发展机遇, 首次覆盖给予买入评级, 12 个月目标价 15.02 元。

支撑评级的要点

- **物联趋势驱动行业需求升级, 业绩进入加速增长轨道。**以 MCU 芯片为核心的智能控制器产业, 随着智能物联趋势的普及, 迎来需求和技术升级的双重机遇, 产业进入中高端市场集中化阶段。下游需求受益传统家电客户需求由收到放、海外订单加速向中国转移、以及技术需求升级带来的新品类新行业机会, 中高端需求呈现快速增长趋势。我们认为, 公司已迎来传统市场和新兴智能物联新机遇市场的双重机遇, 公司半年度业绩预期增速 60%-90% 已初露端倪, 业绩有望进入加速增长期。
- **智能化趋势优化公司业务结构, 提升公司盈利能力并打造未来空间。**智能化大潮凸显公司研发底蕴, 公司多年来大力投入研发, 推动公司紧抓中高端市场集中化趋势, 公司 ODM/JDM 比重今年有望过半, 公司毛利率持续提升。公司加速布局工业智能、燃气智能、电机一体化等领域, 并购研控自动化、合信达等, 通过资源整合释放市场/技术双协同效应, 智能化能力充分拓展。我们认为, 在人工智能的时代中, 公司未来有望持续依托当前核心技术能力, 打造更多领域、更多环节的智能业务能力。
- **锐意聚焦、积极创新, 管理层决心构建把握未来战略机遇基础。**近两年来, 公司全力聚焦打造智能控制器领域领先竞争力, 加大研发投入与行业应用布局, 同时积极创新, 推出“T-Smart”智能家居平台拥抱“智能+”抢滩智慧未来。而公司实际控制人近期大额增持行为, 更是凸显管理层对把握智能物联时代机遇信心和决心。

评级面临的主要风险

- 智能控制器订单向中国转移趋势放缓, 相关技术需求提升不及预期等。

估值

- 我们预计公司 2017-2019 年盈利分别为 2.09、3.09、4.16 亿元, 合每股收益分别为 0.31 元、0.46 元、0.61 元。参考可比公司 2018 年 PE 估值平均水平 28 倍, 考虑公司布局优势和研发优势, 给予 15% 的估值溢价对应 2018 年动态市盈率 33 倍, 12 个月目标价 15.02 元, 首次覆盖给予买入评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	1,446	1,827	2,646	3,553	4,638
变动(%)	30	26	45	34	31
净利润(人民币 百万)	81	144	209	309	416
全面摊薄每股收益(人民币)	0.307	0.318	0.307	0.455	0.612
变动(%)	3.0	3.6	(3.3)	48.0	34.4
全面摊薄市盈率(倍)	31.7	30.6	31.6	21.4	15.9
价格/每股现金流量(倍)	17.7	23.5	30.8	13.8	18.5
每股现金流量(人民币)	0.55	0.41	0.32	0.71	0.52
企业价值/息税折旧前利润(倍)	59.6	35.1	20.3	12.3	9.2
每股股息(人民币)	0.172	0.150	0.123	0.205	0.306
股息率(%)	1.8	1.5	1.3	2.1	3.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

深耕廿一年打造智能控制器龙头企业	4
领先受益行业爆发，智能控制器龙头优势尽显	9
智能控制器产品线丰富，多年积淀构筑核心竞争力	10
国内家电厂商智能控制器配件协同由收到放，公司客户结构持续优化	11
拥抱产业向中国转移机遇，产能供应持续加大并迈出国门	12
产业升级带来产业整合机遇，充足研发投入保障未来发展	13
“一体两翼”布局协同主业发展，内生外延拥抱“智能+”	15
领先布局新能源静待中长期爆发，与主业协同效应逐渐释放	15
高效电机营收和毛利爆发，打造控制、驱动、电机为一体产业链	16
内生外延抢滩智慧家居市场，发布 T-SMART 加速布局“智能+”	17
智能控制器卡位智慧未来，附加值提升巩固公司产业链关键地位	20
投资建议与盈利预测	22
风险提示	23
研究报告中所提及的有关上市公司	25

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图 1.公司主要股东及集团构成.....	4
图 2.公司主要产品结构.....	5
图 3.公司营收构成 (2012-2016)	5
图 4.公司毛利构成 (2012-2016)	5
图 5.公司发展阶段.....	6
图 6.公司 07-17 营收及净利润情况.....	7
图 7.公司产品毛利率及销售净利率 (2011-2016)	7
图 8.公司研发投入与增速.....	7
图 9.智能控制器产业处于爆发期.....	9
图 10.公司智能控制器主要应用领域及代表产品.....	10
图 11. 中国电冰箱、洗衣机近年销量及增速.....	11
图 12.公司纺锤形客户结构.....	12
图 13. 公司重要研发生产基地规划.....	12
图 14.公司海内外业务营收及增速 (2012-2016)	13
图 15.公司海内外毛利率对比 (2012-2016)	13
图 16.公司核心技术.....	14
图 17.公司锂电池类收入及增速 (2012-2017)	15
图 18.公司高能电机类营收及同比增速 (2012-2016)	16
图 19.运动控制系统.....	16
图 20. 2009-2015 年我国运动控制市场规模.....	17
图 21. 中国智能家居市场规模预测.....	17
图 22. T-Smrat 一站式智能家电解决方案.....	18
图 23. 欧瑞博公司业务.....	19
图 24. YunOS@Home 智能控制系列产品和解决方案.....	20
图 25. 2007-2016 公司 ROE 情况.....	21
图 26.公司盈利预测的关键假设.....	22
图 27.公司盈利预测的关键假设.....	22
损益表(人民币 百万).....	24
资产负债表(人民币 百万).....	24
现金流量表(人民币 百万).....	24
主要比率 (%).....	24

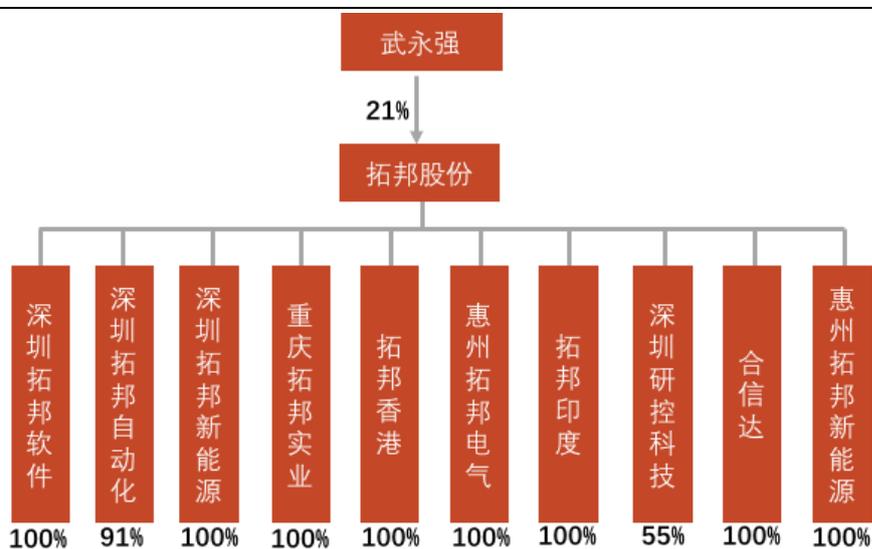
深耕廿一年打造智能控制器龙头企业

拓邦股份成立于 1996 年，一直专业从事智能控制器研发、制造、销售、生产，并逐步发展为为智能社会智能化提供解决方案的服务商。公司智能控制器业务经过 21 年的积累、沉淀及持续的研发投入，拥有实力雄厚的研发团队，储备了多项前瞻性的技术，并在智能控制器领域拥有大量的技术专利与知识产权，具备高水平的研发与设计能力，能为客户快速提供一揽子智能控制设备及系统解决方案。

目前，公司拥有员工近 4,000 人，拥有深圳、杭州、惠州三个生产基地和重庆研发基地，2015 年成立拓邦印度公司，预计 2018 年投产，将主要负责印度及周边新兴国家的智能控制器订单。公司每年都在加大研发投入，拥有 500 余人组成的高素质研发团队，专业领域内拥有 200 多项专利，拥有 TFT 触控、模糊控制、流体控制、变频控制、图像识别和处理等多项在行业内具有先进水平的多项控制技术和核心算法。

公司控股股东及实际控制人为公司现任董事长武永强，持有公司股份占比为 21%。其中，公司董事长于 2017 年 4 月大幅增持公司股份 256.48 万股，2017 年 5 月 4 日至 5 日期间，董事长再次增持公司股份 680.21 万股，占总股本 1%。我们认为，这一举动一方面凸显了公司管理层对于公司未来发展的信心以及对于公司内在价值的判断。另一方面，我们认为，通过加大控股比例将有助于增强控股股东在公司决策方面的话语权，从而帮助公司应对快速发展的智能控制器市场，为紧抓行业发展机遇做好准备。

图 1. 公司主要股东及集团构成

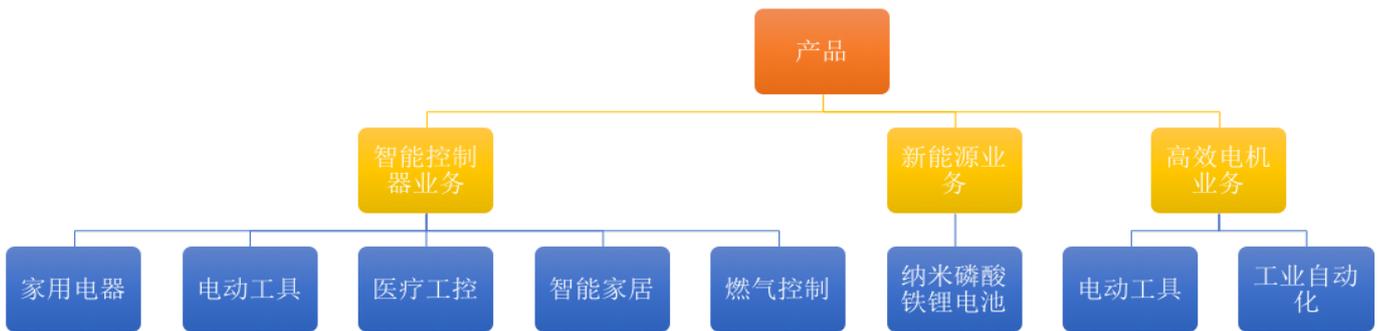


资料来源：公司 2016 年年报，中银证券

公司主要产品应用于家用电器、电动工具、开关电源、个人护理、工业控制、医疗器械等诸多领域。公司拥有专业的自动化生产线，以及完善的售后服务体系，可提供最优质的智能控制解决方案和产品，并可提供 JDM/ODM/OEM 服务。借助公司在家电等智能控制器领域的显著领先优势，公司于 2017 年 3 月正式发布“T-Smart 一站式智能家电解决方案”。

“一体两翼”布局完成，营收毛利快速增长：公司从2010年起开始布局新能源业务作为成长业务，目前主要产品为纳米磷酸铁锂电池，主要应用方向为新能源汽车及储能系统。新能源汽车包括纯电动大巴、通勤车、特种车（如物流车）、乘用车及其他一些低速车，储能系统包括通讯基站电源、应急电源、分布式储能等。2016年，公司锂电池惠州新建产线已投入使用，目前具备1-1.5亿Ah产能，仍处于产能爬坡期。新能源锂电池、高效电机与公司智能控制器业务形成“一体两翼”的发展格局，并在部分产品中已发挥协同作用。

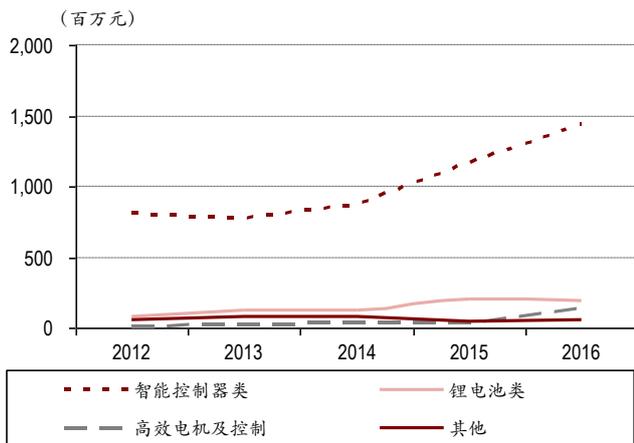
图 2. 公司主营业务结构



资料来源：公司年报，中银证券

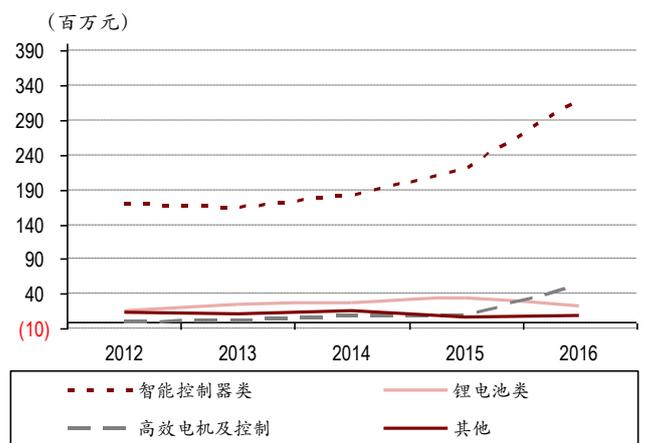
公司以智能控制器为核心业务，2016年，智能控制器业务营收占总营业收入78.53%，贡献了79.0%的毛利。同时，公司在新能源、高效电机等领域积极拓展，2016年新能源业务及高效机电业务营收分别占总营业收入的10.7%和7.29%，业务毛利占公司总毛利的比重分别为5.41%和12.58%，对于业绩的贡献在逐年增加。

图 3. 公司营收构成 (2012-2016)



资料来源：公司年报，中银证券

图 4. 公司毛利构成 (2012-2016)



资料来源：公司年报，中银证券

行业进入黄金发展期，公司进入第二个快速增长通道：从公司营收和净利来看，公司成立至今经历了四个发展阶段：首先 1996 年~2007 年，公司凭借领先的布局实现快速内生式增长；上市之后直到 2011 年，公司凭借上市资本优势实现新一轮快速增长。但期间公司鉴于行业发展趋势，特别是家电厂商开始收回部分订单推动，公司开始了向部分整机产品延伸和顺应时代机遇拓展新能源业务。2012 年到 2013 年，公司进行平台整合，重新聚焦智能控制器业务，并战略聚焦 ODM 业务。2013 年到目前，公司战略升级，通过优化客户结构，调整产品结构，紧抓智能控制器行业发展机遇，进入第二个快速增长通道。

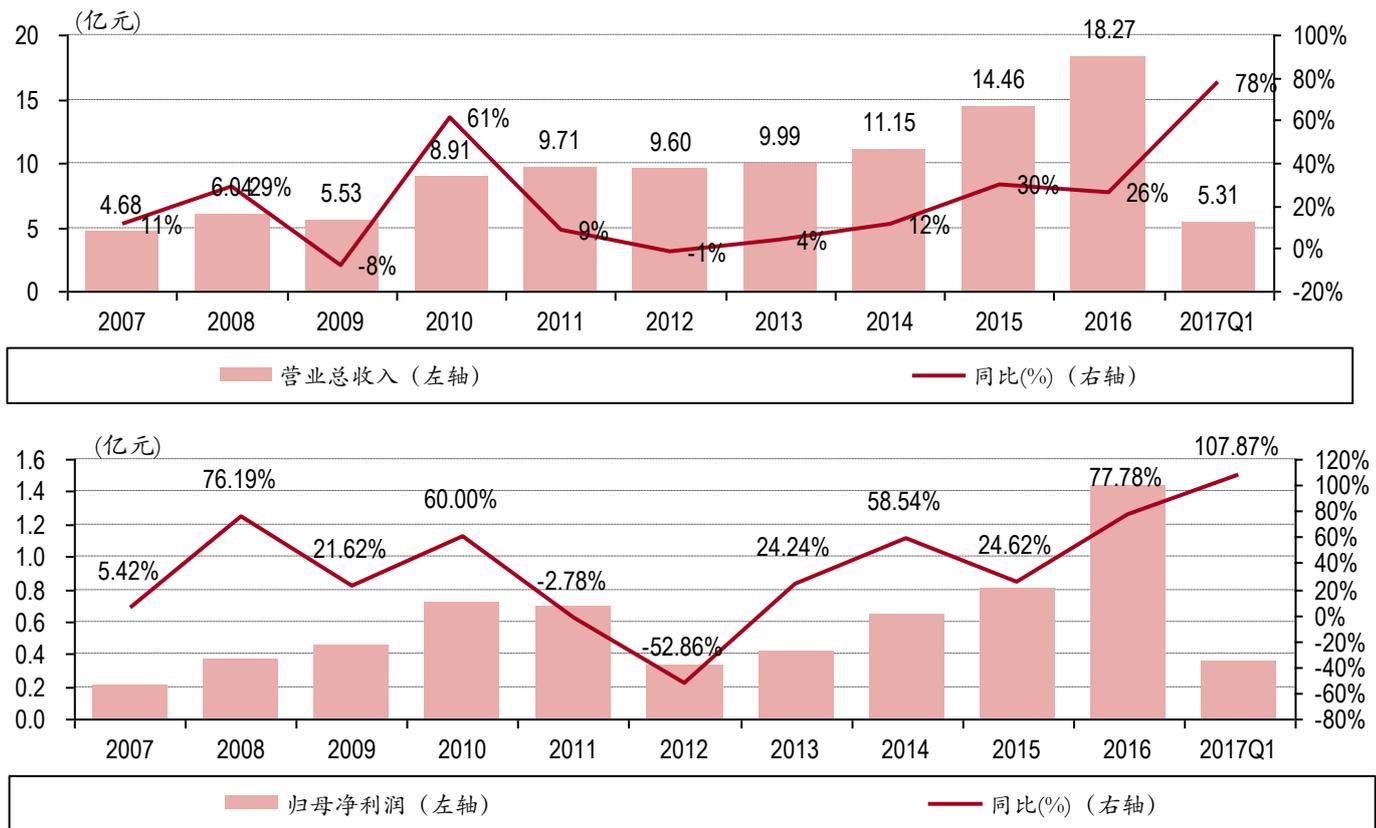
图 5.公司发展阶段



资料来源：中银证券

随着消费升级以及各种家电和电动工具终端的智能化、个性化程度的进一步提升以及上游 MCU 芯片从 8 位升级为 32 位，公司快速服务相关终端厂商快速研发并推出稳定、高性能的智能控制器的能力价值凸显。另外，国内家电厂商智能控制器配件协同由收到放，海外订单加速中移以及物联网、智能化趋势推动产品升级以及应用领域的拓宽，多重因素推动公司业绩快速增长，助力公司进入第二个快速增长通道。2016 年营收和净利润相比 2013 年分别实现 82.88%和 251.22%的快速增长，2013-2016 年均复合增长率分别为 22.3%和 52.0%。

图 6.公司 07-17 营收及净利润情况



资料来源: 万得, 中银证券

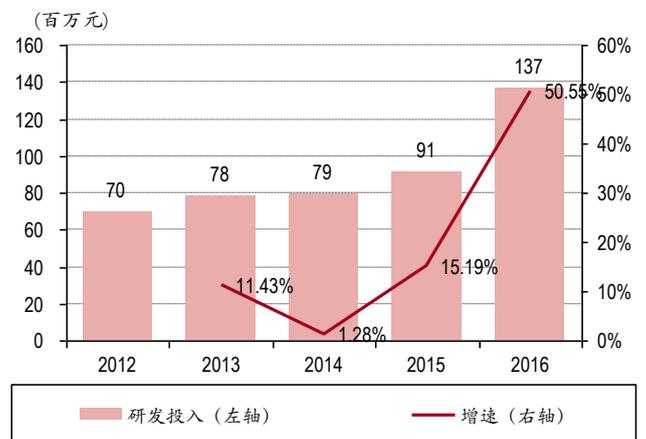
研发投入加大带来毛利净利大幅提升, 营收利润维持快速增长: 2016 年, 公司实现销售收入 18.27 亿元, 同比增长 26.36%。实现净利润 1.44 亿元, 同比增长约 80%。毛利率 22.09%, 同比上升 3.46 个百分点。净利润率 7.9%, 同比 2015 年的 5.58%, 上升了 2.32 个百分点。报告期内公司加大研发投入, 2016 年研发投入总额为 1.37 亿元, 同比增长 49.73%, 占公司最近一期经审计净资产的 7.97%, 占营业收入 7.47%。作为一家技术密集型企业, 持续、充足的研发投入将有效保障和提升公司的核心竞争力, 巩固公司在行业的龙头地位。

图 7.公司产品毛利率及销售净利率 (2011-2016)



资料来源: 万得, 中银证券

图 8.公司研发投入与增速



资料来源: 万得, 中银证券

公司预告 17 年上半年净利润同比维持 17 年 1 季度的大幅同比增长趋势，同比增长 60%~90%。我们认为，公司作为智能控制器龙头将优先受益智能控制器市场的快速发展以及在万物互联网时代相应渗透率的快速提升。公司多年的研发经验帮助公司快速从 OEM 过渡到 ODM，从而持续提升毛利率带来业绩的持续高增长。

公司持续聚焦智能化发展，未来延展空间巨大。目前，公司已经在人工智能、机器人等领域加大布局，随着人工智能时代的到来，公司已筑强大先发优势。同时，公司持续加大智能家居、燃气控制、工业自动化相关领域布局，凭借内生外延的发展巩固在智能控制器领域的综合领先优势。我们认为，智能控制器作为物联网终端标配将成为万物互联时代的起爆点，未来智能控制器不仅是在技术方面还是渗透率都将持续高速发展，公司作为智能控制器龙头企业，具备强大的同步研发能力、快速提供解决方案的能力以及柔性供应链管理、全球资源整合能力。同时公司布局完善，开始多领域发力且协同效应突出，未来将有望持续受益万物互联、智能家居以及工业 4.0 所催生的智能控制器发展黄金时代。

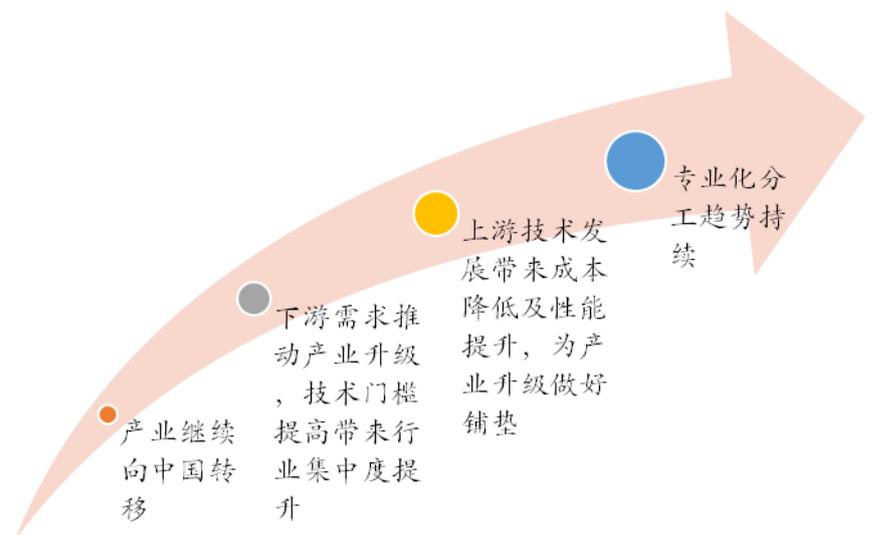
随着智能控制相关需求的提升以及上游 MCU 升级趋势延续，未来智能控制器的设计制造复杂度将大幅提升，我们预计智能控制器行业将有望一改过去由于生产研发技术复杂度低而形成的分散格局，公司作为龙头将凭借突出的综合领先优势大幅受益技术门槛提升带来的行业集中度的提高。

领先受益行业爆发，智能控制器龙头优势尽显

智能控制器是以自动控制技术和计算机技术为核心，结合微控制器（MCU）芯片或数字信号处理器（DSP）芯片，并辅以相应外围模拟及数字电子线路，并置入相应的计算机软件程序，制造形成的电子器件。随着电子设备数字化、智能化、自动化等程度的进一步提升以及物联网的快速发展，电子智能控制器作为电子设备的“中枢控制”核心器件的应用渗透率得到进一步提升，已经从简单的家电、电动工具等应用拓展到智能硬件、汽车电子、智能家居、智慧城市等一系列新兴领域。

智能控制器作为物联网特别是智能家居的核心控制器件，在万物互联、智慧城市等概念的推动下已经随着终端产品的升级、放量而实现了规模的扩张。同时，作为上游核心器件的 MCU 产业 ASP 趋向于稳定，同时 32 位 MCU 后来居上，在 2015 年全球 32 位 MCU 出货量超过 4/8 位 MCU 与 16 位 MCU 出货量总和，而且未来几年应该会保持 30% 左右的高速增长。高位的 MCU 以及更先进的制造工艺，将在保持能耗比的同时提供更高性能和更多可定制化空间，另外集成通信模块也将为智能控制器的发展注入更大动力和带来更大想象空间。另外，国内电子制造业具备供应链集群优势以及研发制造成本优势，因此电子智能控制器相关订单正加速向国内转移。最后，随着国内厂商战略从控制成本走向品牌运营并更加注重产品智能化迭代创新效率，国内家电厂商在面对繁复的智能控制器设计需求以及创新速度的情况下开始逐步将智能控制器订单释放出来给专业的厂商。因此，我们综合判断在以上四大因素的推动下，中高端电子智能控制器开始迎来黄金爆发时期，同时这一趋势将会在一段时间内长期延续与万物互联的发展相辅相成。

图 9.智能控制器产业处于爆发期



资料来源：中银国际

智能控制器产品线丰富，多年积淀构筑核心竞争力

电子智能控制器产品是家电、电动工具、汽车、智能家居等产品实现智能控制的核心部件，这些下游行业的市场规模均在千亿美元以上，家电及汽车甚至是近万亿美元级的市场。据中国产业信息网发布的《2013-2018年中国智能家居产业发展动态及投资潜力研究分析报告》，从2006年至2011年，中国智能家居市场的年增长率平均为20%，预计2012年至2020年，年增长率将达到25%左右，2020年市场规模将达到3,576亿元。

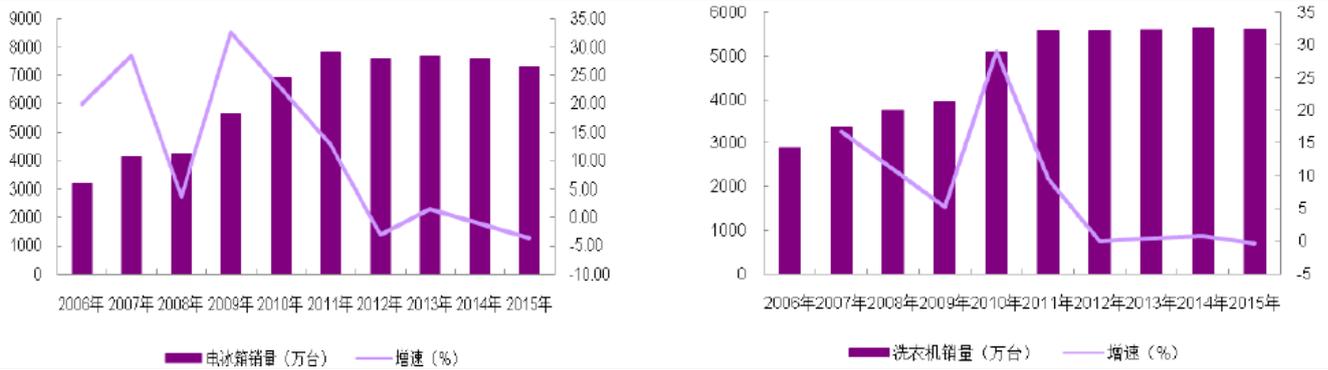
面对这一快速增长的市场，公司以家电智能控制器为基础，横向延伸出了家用电器、电动工具、工业控制、个人护理和软起控制等产品线，基于研发能力可快速提供智能化产品和智能化解决方案。

图 10. 公司智能控制器主要应用领域及代表产品



资料来源：公司官网，中银证券

根据来自中国家用电器协会的信息，2014年我国家用电器行业完成利税总额1,407.3亿元，利润总额931.6亿元，分别比去年增长19.5%和18.4%。家电业2014年主营业务收入1.41万亿元，增幅达到10%。2014年大家电中冰箱（含冷柜）与洗衣机产量零增长或小幅下降；微波炉的产量实现8%的增长；空调器产量增长11%。除此之外，厨卫及小家电市场增长稳健，而与健康息息相关的两净产品——空气净化器、净水设备，2014年市场更加呈旺盛态势。另外在消费升级趋势下，国内市场对智能家用电器的需求将持续走强，家电智能化升级的步伐将在技术和需求的推动持续向前推进。2010~2015年间全球的白色家电市场保持稳定增长。其中2015年，电冰箱市场规模达到约1.5亿台，洗衣机市场规模达到1.2亿台。近几年来，国内家电市场增长较为平稳，2015年电冰箱销量超过7,300万台，洗衣机销量超过5,600万台。在智能控制方面，目前全球电冰箱市场的电子智能控制率大约维持在40%~50%之间，而日本则几乎达到了100%，我国的全自动洗衣机与全球技术基本保持同步，目前有95%以上采用电子智能控制方式，未来有望全部实现电子智能化。同时，智能控制器本身在上游技术革新以及面对日益增长的智能化需求本身也在不断地进行迭代升级。

图 11. 中国电冰箱、洗衣机近年销量及增速


资料来源：中国产业信息网，中银证券

随着信息技术、物联网、大数据、云计算等技术的快速发展，从智能家居、电动工具、工业机器人到电动玩具、无人机等都在向着智能化、小型化、节能化、高效化的方向发展。实现这些目标离不开智能控制器从软件、硬件到整个生态的升级，其中智能化和通信功能将是智能控制器近期的升级关键。一方面，智能控制器功能的日趋丰富和完善，极大地推动了物联网、智能家居、智能城市的发展进程，另一方面，万物互联的发展趋势将反过来对智能控制器提出更高的研发需求，并推动更多的终端和应用场景智能化以及加入在线智能控制功能。

我们认为，随着智能控制器日趋智能化和小型化，智能控制器的研发和制造势必将会面临更大的挑战。然而，公司作为智能控制器研发和制造的龙头，多年的研发积淀以及过硬的柔性供应链管理能力和公司多年的客户服务拓展能力，将构筑公司紧抓黄金发展机遇的核心竞争力。

国内家电厂商智能控制器配件协同由收到放，公司客户结构持续优化

面对日益增多和丰富的智能控制器应用场景，在智能化、物联化趋势下，公司对已有产品应用领域持续深耕，利用已有研发技术平台，挖掘智能产品的升级空间；在新兴应用领域加大市场投入，利用已有行业地位、规模优势、技术优势、供应链优势，配合 T-SMART 产品技术实现细分市场快速延伸。

在客户结构方面，公司紧抓亿级大客户从而继续优化公司产品供应链保障公司长远发展，另外公司积极拓展千万级客户凭借过硬的智能控制器设计生产能力提升公司在客户当中的话语权并推进从 OEM 向 ODM 转型进程，通过技术研发程度的提升带来毛利率的增长。**2016 年，公司销售额亿级以上客户约 3 家，另外拥有千万级客户近 30 家，贡献近 80% 营收。**我们认为，公司目前的纺锤形客户结构一方面通过大客户保障公司健康稳健发展，紧抓中小客户提升客户粘性及其自身研发能力；另一方面，较为分散的客户结构帮助公司降低对单一大客户依赖的风险，提升公司的话语权从而带来毛利率的有效提升。同时，公司凭借已经形成的平台性优势吸引并培育轻量级客户，从而拓展更多高毛利客户的同时进入新的应用领域。

图 12. 公司纺锤形客户结构


资料来源：中银证券

电子智能控制器行业的产生和发展是专业化分工的结果，也迎合了智能控制技术人们在人们日益增多的智能化、个性化需求的驱动下而快速地发展。随着越来越多的终端厂商倾向于将电子智能控制器的研发和制造外包给专业的厂商，电子智能控制器不再局限于依附于某个行业。根据我们的产业调研，在2013年之前或者更早之前，家电行业是智能控制器相对单一的客户来源，而早前家电厂商的核心战略是通过强化一体化研发制造体系从而降低成本，因此智能控制器业务对内收缩较为厉害。而近三年，各大终端厂商特别是家电厂商从“成本驱动型”向“创新驱动型”转型。相比于控制成本，终端厂商更加偏重于品牌运营和产品快速智能化迭代，从而在家电智能化浪潮中构筑优势地位。前期为降低成本而回收的智能控制器订单逐渐开始释放出来，这也是推动整个行业从13年到16年几年来营收规模倍增的重要原因。

我们认为，终端厂商未来将着重品牌运营，而面对繁复的产品设计任务以及快速迭代的创新压力，将智能控制器及相应功能设计外包出来的专业化分工趋势将得以延续。

拥抱产业向中国转移机遇，产能供应持续加大并迈出国门

随着电子制造产业向中国转移以及中国市场需求在人们生活水平改善之后的快速提升，中国已经成为家电制造和销售大国。我们预计，家电智能控制器由于其较大的需求以及智能家居推动家电智能化升级进程，2016年家电智能控制器占公司智能控制器总营收的份额在50%~60%左右。

面对持续增长的订单以及越来越多的ODM/JDM设计需求，公司继续加大产能供应，先后在惠州、印度建设生产基地，在西南电子重镇重庆建立销售、研发一体化中心的重庆意园。公司产能规划将可支撑100亿产值规模，同时建立重庆研发中心一方面将继续布局西南电子重镇，凭借较低的生活成本吸引专业人才；另一方面，将有助于加强公司的整体研发能力从而满足日益增加的ODM需求。

图 13. 公司重要研发生产基地规划

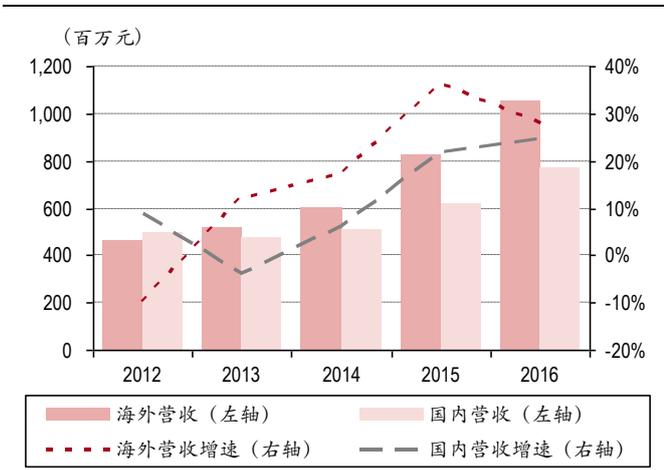
	占地面积 (m ²)	建筑面积 (m ²)	简介
深圳总部	35,423	53,104	总部具备研发和生产双重身份
惠州工业园	77,163	18,912	未来将成为产能的重要来源，一期已经投产，二期筹建中，将带来产能的两倍增长。
重庆意园	16,750	57,027	在西南电子重镇布局研发中心，将就地取才降低运营成本，提升核心竞争力。
印度工业园	16,750	25,522	预计18年完工并投产将供应印度及周边国家的相关产品生产。

资料来源：公司公告，中银证券

公司海外业务近年来发展迅速，2016年海外业务收入超过10亿，占总营业收入57.70%，年增长率逐年上升。2013，海外营收超过国内营收，近年来海外营收增速均高于国内营收增速，2016年公司海外营收同比增速达27.81%。毛利率方面，海外业务毛利率较高在20%-25%之间，近三年有升有降，整体仍有上升，且高于国内业务毛利3-5个百分点。

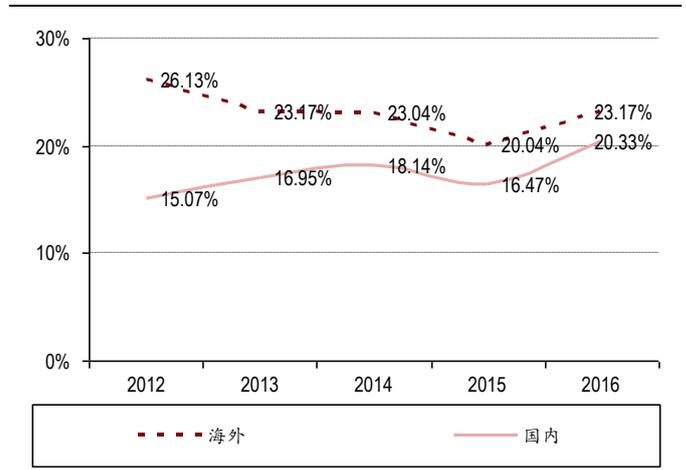
面对日益增加的海外订单，公司于2015年年底在印度投资设立子公司，主要负责生产和销售智能控制器产品。印度有庞大的人口基数及目前较低的家电普及率，市场空间巨大，家电市场规模超过120亿美元，是公司海外市场未来一大看点。公司在印度生产的控制器早期主要销售给印度本国的整机厂商和印度以外的一些大型整机厂商在印度投资设立的分部等。2017年，公司计划筹划建设印度工业园。随着新兴经济体的快速发展，印度、巴西等国家成为大家电市场重要的增长极，市场潜力巨大，印度子公司的成立将为公司在海外的快速增长奠定良好的基础，为公司走向国际化迈出关键一步。未来看好公司在东南亚、东欧、南美、非洲等新兴市场的发展机会。

图 14.公司海内外业务营收及增速 (2012-2016)



资料来源：万得，中银证券

图 15.公司海内外毛利率对比 (2012-2016)



资料来源：万得，中银证券

综上，公司已经形成以深圳、惠州为中心的珠三角基地，以重庆为中心的西南地区基地，筹划以苏州为中心的长三角基地，作为未来产能、研发扩展的支撑基础。面对巴西、印度新兴经济体的增量需求，加快印度工业园建设，满足印度本土以及部分东南亚市场需求。我们认为，公司在面对行业发展机遇即将爆发的关键时点，已经率先结束了产能瓶颈问题，目前规划产能能支持公司到2020年产值百亿规模。

产业升级带来产业整合机遇，充足研发投入保障未来发展

公司拥有500余人组成的高素质研发团队，专业领域内拥有200多项专利，拥有在TFT触控、模糊控制、流体控制、变频控制、图像识别和处理等多项在行业内具有先进水平的一些控制技术和核心算法

图 16. 公司核心技术

技术名称	技术简介	应用领域	
感知&检测	接近感应	采用红外及射频人体接近感应技术，能够感知人体的接近。	智能马桶、照明、家用电器等
	水位检测	第一家成功把光电检测技术用在蒸箱的水位检测上的公司，具有安全，可靠，不受水质影响的诸多优点。	电蒸箱等家用电器
	图像采集	可通过 CCD 和 CMOS 图像传感器，采集图像和视频信息。	工业及医用内窥镜、家用电器等
	微压检测	独创的微压检测技术，无需昂贵的压力传感器，即可实现微压检测，达到有效控制腔体内部的蒸汽量的目的。	电蒸箱等家用电器
	接地检测	创新的接地检测方案，可以实现家电在无地线的情况下报警，切断电源，保证人机安全。	需要接地的电器设备。
处理&控制	电机控制	可对各类交流感应电机和 BLDC/PMSM 电机进行转速、转矩的精确控制。采用变频技术，在提高了控制精度的同时，降低了噪声、提高了能效。	搅拌机、空调、热泵、冰箱、洗衣机、油烟机等家用电器和电动工具
	温度控制	通过稳定可靠的闭环控制算法，可实现温度精确控制。	烤箱、热水器、咖啡机、食物处理器、炖锅、直发器等家用电器
	电池管理	通过电池电压、电流、温度和 SOC 等数据的有效管理，确保电池组在无绳吸尘器、扫地机器人等使用电池的家用电器、电动工具	池的家用电器、电动工具
	感应加热	通过领先的电磁感应加热技术，使得锅具材料本身直接发热，并将热量传导到食物，提高了能效。	电磁灶、IH 电饭煲、食物处理器、搅拌机、饮水机 etc 家用电器
	图像处理	采用成熟技术，实现视频的可靠编码、传输、解码和显示。	工业及医用内窥镜、家用电器等
智能&物联	通讯模块	可提供主流的具有 WIFI、蓝牙、Zigbee、PLC、DALI 等无线或有线通讯功能的模块，连接稳定可靠，确保系统通讯顺畅。	各类智能家用电器、设备
	云服务	提供各类智能电器所需的云服务，包含数据上传、下载、远程控制、空中升级、厂家数据监控后台等服务。	各类智能家用电器、设备
	APP 开发	提供 IOS、Andriod 手机、平板等移动端的智能家电应用软件开发技术。	各类智能家用电器、设备
	大数据分析	提供智能电器联网后产生的大数据分析服务。	各类智能家用电器、设备
人机交互	TFT&触控	掌握各种尺寸和分辨率的 TFT 显示技术，实现炫丽的显示画面和多点触控操作。	各类需要彩屏的家用电器、设备
	感应按键	稳定可靠的基于电容、电感和压力的感应按键技术，可提供良好的操控体验。	可适用于玻璃、金属、塑胶材料面板的家用电器和设备的感应按键输入

资料来源：公司官网，中银证券

公司具备极强 ODM 基因，从一开始公司就是凭借领先的智能控制器设计能力实现做大做强直到上市。我们认为，公司多年来在研发及生产方面都具备较强积淀，特别是在相关技术上面凭借充足的研发投入始终保持领先。公司明确“做精 OEM、做强 ODM”的战略，2016 年 ODM 业务占比已经超过 40%，未来将会持续增加，而公司多年的积累将转换为强大的核心竞争力。

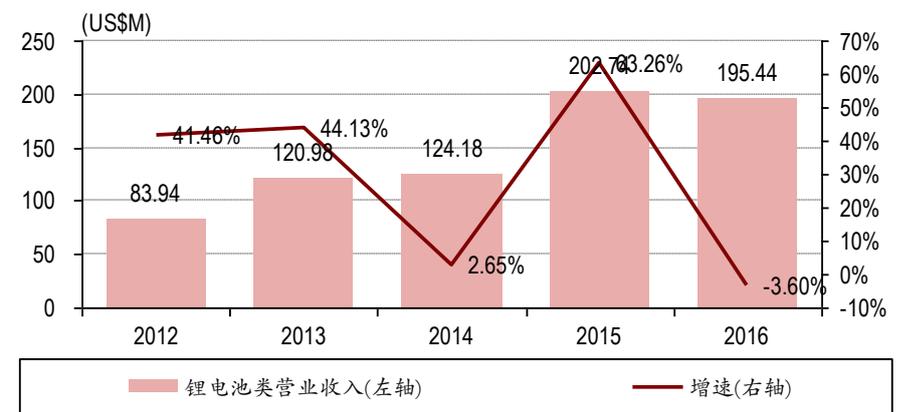
“一体两翼”布局协同主业发展，内生外延拥抱“智能+”

公司在继续做大做精智能控制器主业的同时，积极利用公司的平台、供应链、管理、融资等优势积极拓展新能源、高能电机等业务，形成“一体两翼”的发展格局。公司培育新业务营收贡献逐渐增强，与公司智能控制器主业协同效应开始逐渐释放。公司一方面凭借“一体两翼”发展格局构筑较强的行业技术门槛形成综合发展优势，另一方面也通过一体化服务能力强化自身区别于竞争对手的独特优势。同时，公司积极利用上市平台优势结合在智能控制领域的领先优势，开启外延式发展快速拓展新领域布局更高毛利率应用。

领先布局新能源静待中长期爆发，与主业协同效应逐渐释放

公司从 2010 年开始培育了以动力电池为代表的新能源产业，专注高性能、大容量电池的研发、生产和销售，打造行业品牌，成为新能源汽车和储能电池厂家的核心供应商。新能源业务作为公司的成长业务，目前主要产品为纳米磷酸铁锂电池，主要应用方向为新能源汽车及储能系统。

图 17. 公司锂电池类收入及增速 (2012-2017)



资料来源：万得，中银证券

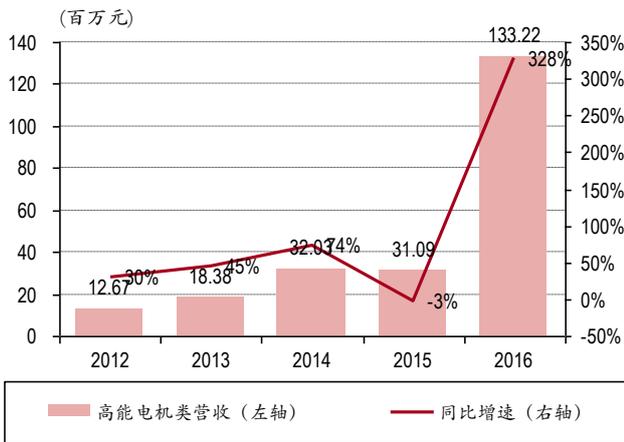
公司 2016 年锂电池惠州新建产线已经投入使用，但因新能源汽车行业政府扶持政策的调整及过渡，公司新能源动力电池 2016 年发展速度低于预期。新能源行业短期调整后，中长期快速发展趋势仍未改变，未来随着技术的不断进步，成本不断下降，下游产业更加成熟、应用方式更加灵活多样等多种因素，新能源产业高速增长态势有望持续。

鉴于锂电池的应用场景宽泛，可与公司的智能控制器相互结合产生协同作用。2016 年，公司电池一部分应用到各种电动工具中。2017 年，惠州的产线刚完工会带来一定的折旧，预计在调整发展思路拓展储能电池后有望 2-3 年达到盈亏平衡点。公司在惠州全自动化产线规划产能可达 1.3 亿 Ah，预计未来满产可实现十亿级营收。顺应电动工具等耐用终端的无绳化，公司可以在提供智能控制器的同时提供相关电池产品，从而强化公司的客户服务综合能力，提高智能控制器相关设计门槛。

高效电机营收和毛利爆发，打造控制、驱动、电机为一体产业链

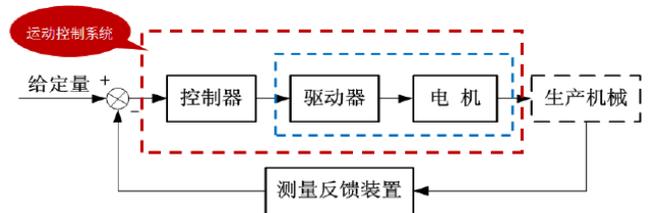
公司上市时将无刷直流电子机器控制器当作重点募投项目之一，经过多年培育，公司的高效电机类已经在相关方面积累多项发明及实用新型专利，在电机方面具有较强的技术实力和生产能力。公司无刷直流电机相对于传统电机，效率高、噪音小、可靠性高、寿命长；可软启动从而减小对电网的冲击；可方便的调速，速度范围宽；可通过强磁控制提高转动力矩，可通过弱磁控制提高转速；可通过安装编码盘实现位置的精确控制，从而更加广泛应用于工业控制等领域。

图 18.公司高能电机类营收及同比增速（2012-2016）



资料来源：万得，中银证券

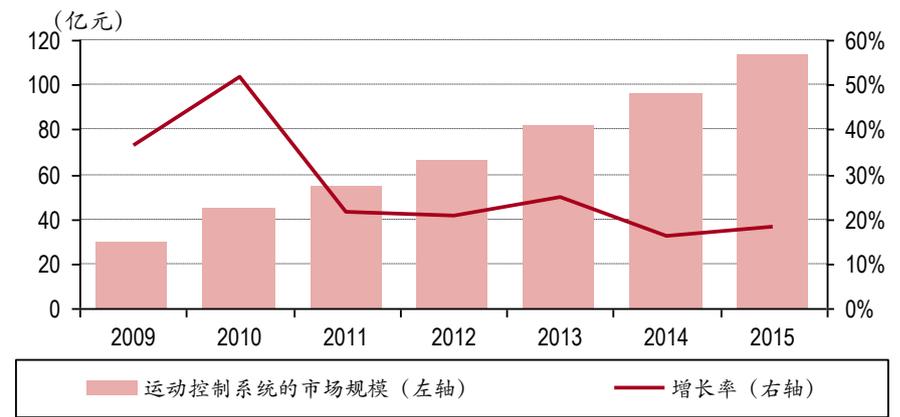
图 19.运动控制系统



资料来源：公司公告，中银证券

2016年，公司高能电机及控制业务实现营收1.33亿元，相比2015年实现328%的同比增长。高能电机作为洗衣机、抽油烟机家用电器的核心部件，具备较高的技术门槛，同时与公司的相应智能控制器构成强协同，从而通过提供一体化解决方案吸引更多客户，提升产品毛利率。2015年，公司通过非公开发行股票募集资金，以2.47亿元的对价收购深圳研控自动化快速进入工业自动化领域，同时为公司打造集工业控制、驱动、电机为一体化的完整产业链打下坚实基础。

研控自动化专注于为智能装备制造提供稳定、可靠的运动控制技术、产品及解决方案，提升工业制造业的自动化和智能化水平，承诺2015年、2016年、2017年实现的净利润分别不低于2,000万元、2,500万元和3,000万元。2016年，研控自动化实现营收1.15亿元，净利润2,587.38万元，净利润率22.49%，远超公司总体水平。研控自动化为国内领先的运动控制企业之一，本次投资将加速公司在工业控制领域的布局，结合研控自动化在运动控制领域多年的技术方案、品牌影响力和行业应用经验积累等，公司智能控制系统方面的技术优势将延伸至工业控制领域，成为新的利润增长点。

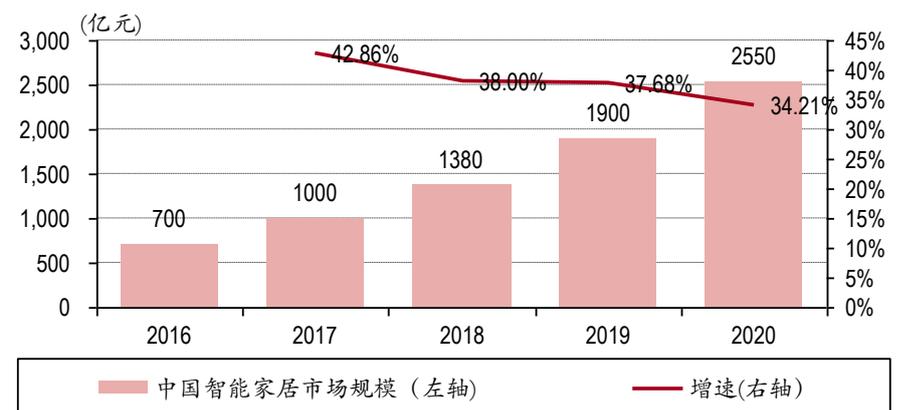
图 20. 2009-2015 年我国运动控制市场规模


资料来源：IMS Research，中银证券

自动化和信息化是实现工业 4.0 的核心，而运动控制技术是工业生产自动化的核心，已经在高端装备和智能制造领域得到广泛应用，可满足高速、高精度的轨迹控制要求，高效准确实现高精度自动化设备功能。根据市场调研机构 IMSResearch 的统计，2015 年国内通用运动控制市场规模将超过 113 亿元，工业 4.0 浪潮将为运动控制行业等带来广阔的市场空间。公司本次投资研控自动化，将有利于公司抓住工业 4.0 带来的产业升级历史发展机遇，通过内涵式和外延式相结合的发展模式，加速成为世界一流的智能控制系统方案服务商。

内生外延抢滩智慧家居市场，发布 T-Smart 加速布局“智能+”

智能家居是以住宅为平台，利用综合布线技术、网络通信技术、安全防范技术、自动控制技术、音视频技术将家居生活有关的设施集成，构建高效的住宅设施与家庭日程事务的管理系统，提升家居安全性、便利性、舒适性、艺术性，并实现环保节能的居住环境。作为家庭信息化的实现方式，智能家居已成为社会信息化发展的重要组成部分。从市场数据来看，据研究机构 Research and Markets 报告显示，未来五年全球智能家居设备和服务市场将每年以 8%~10% 的速度增长，到 2018 年市场规模将达到 680 亿美元。易观智库也提出中国智能家居市场规模预测达到 1,800 亿人民币，虽然受经济下行压力，总体增长率预计比往年较小，在硬件销售、服务与数据的市场容量却在近年稳步上升。

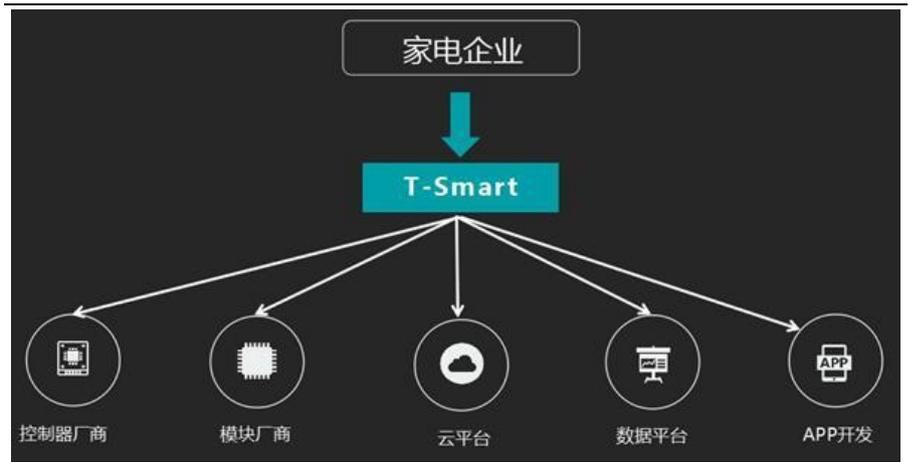
图 21. 中国智能家居市场规模预测


资料来源：易观智库，中银证券

从产业发展角度来看，我国的智能家居市场仍处于“单品制造”向“统一平台”阶段过渡的阶段，跨行业合作，企业之间优势互补成为不同行业布局智能家居的重要方式。近3年来，公司在为品牌家电厂商提供智能化解决方案过程中，发现由于智能控制器、通讯模块、云平台、APP是由不同的企业提供，家电企业需要和多方沟通。这也导致了家电产商开发效率低、成本高、关键品质不可控等诸多问题。家电企业要真正走向智能化升级，亟需一个能实现各品牌设备兼容的协调平台，为各品牌产品之间的互联互通互控搭建一个桥梁。

因此，公司发布“智能+”战略，正式宣布由“智能控制解决方案”到“一站式智能家电解决方案”的服务升级。基于这次服务升级拓邦推出“T-Smart 一站式智能家电解决方案”，提供“从需求规划到规模量产一站式全流程业务服务闭环”以及“从智能控制、联网到云服务一站式全系统技术服务闭环”。协助家电企业从技术服务和业务流程服务一站式完成家电智能化升级，降低沟通成本，提高开发效率，提升产品品质，加速产品创新，融入开发生态，助力家电企业决胜智能物联时代。T-Smart 一站式服务通过智能控制器与蓝牙、Wi-Fi 等模块的结合向客户提供全方位的服务，助力公司核心业务智能控制器进一步拓展。

图 22. T-Smrat 一站式智能家电解决方案



资料来源：公司官网，中银证券

公司为推进智能控制器业务发展及在物联网领域的战略布局，加速建立公司物联网生态圈，2016年以自有资金5,500万元投资参股欧瑞博，占10%股份。欧瑞博公司成立于2011年，主营智能插座等智能家居业务，是一家“专注物联网技术、创造智能家居产品和解决方案”的国家高新技术企业，致力于给用户创造更舒适、更节能、更安全的家居生活体验。2015年8月，公司“智家365”APP上线，成功实现智能家居设备基于家庭场景的智能联动，标志着欧瑞博智能家居云平台的正式形成。到2016年底，欧瑞博的智能化场景应用已在50个高端地产项目、1,600家落地服务商、10个联合办公基地和10个酒店品牌落地应用。公司能够向客户提供通信模块、云服务平台、智能APP等服务，助力拓邦公司T-Smart一站式智能家居服务。

图 23. 欧瑞博公司业务



资料来源：公司官网，中银证券

同时，公司也与阿里巴巴强强联合，在业务上展开了深度合作。在2016年的云栖大会上，是阿里YunOS落地智能家居的重要合作伙伴，会上，拓邦股份携手阿里首次发布了十余类基于YunOS的家电智能控制解决方案，打造了YunOS@Home智能家居完整应用场景。在整个YunOS@Home的智能家庭的场景中，智能控制器是最为核心的部分，公司提供了从智能门锁、空气净化器、热水器，到电饭煲、烤箱、油烟机、咖啡机、LED等十多款产品的智能化解决方案，完整涵盖了智能家庭的方方面面。

图 24. YunOS@Home 智能控制系列产品解决方案



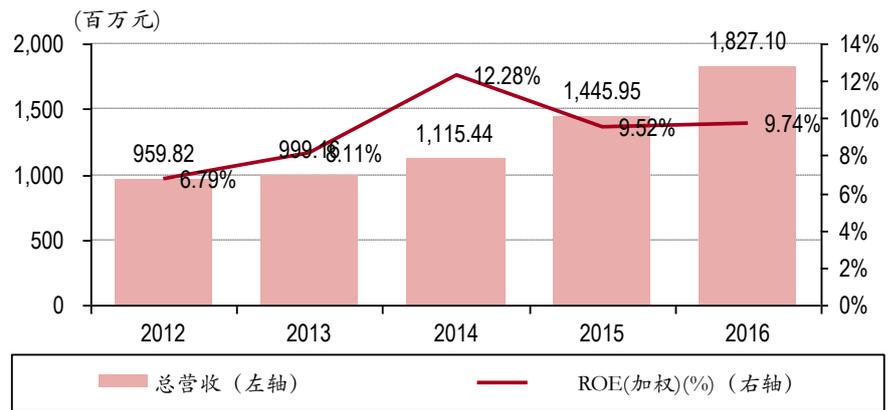
资料来源：中银证券

智能家居从单品控制拓展到整个家居系统的联网和智能化，离不开智能家居生态的建立。纵观目前市面上的所有典型智能家居系统，要么来自如海尔、美的、三星等传统家电厂商凭借自身丰富产品以及较高的产品渗透率，要么来自 Google、Apple、小米等在移动互联网时代凭借手机系统已经建立了较完善生态的厂商。我们认为，这些厂商的智能家居平台有气自身的优势但是劣势也较为明显。一方面，传统家电厂商的平台难以摆脱“既做裁判员又做运动员”的尴尬局面。另一方面，新兴互联网厂商的智能家居一方面缺少对家居控制系统的把握，另外拓展家电厂商存在一定的难度。智能控制器企业相对于具体的终端企业相对独立，并与众多大中小型终端企业存在紧密的联系，对智能家居市场需求以及各家家电厂商的需求具有较好把握。因此，我们认为智能家居时代，公司作为智能控制器龙头企业将迎来智能家居生态建设机遇，并加速智能硬件、智能家居的发展，反过来加强公司的用户粘性并推动公司智能化产品的普及和放量。最后，智能家居作为物联网时代的先锋，有望向物联网平台方向演进，公司 T-Smart 卡位一站式智能家电解决方案将构筑物联网时代的平台优势。

智能控制器卡位智慧未来，附加值提升巩固公司产业链关键地位

智能控制器从软件、硬件到整个生态都处于快速升级中，其中智能化和通信功能将是智能控制器近期的升级关键。特别是在移动互联网普及的推动下，人们越来越倾向于利用手中的手机便捷方便地控制家里的电器。2016 年空调产业高峰论坛统计，智能空调渗透率从 2015 年 8% 上升到 16.1%，关键技术包括自清洁技术、人体感应技术、语音控制技术，以及基础的无线连接包括 WiFi 以及 4G 技术。青岛海尔 2016 年自清洁空调收入增长 283%，且自清洁空调内销收入占比达 40%，提升近 30 个百分点。根据《2016 智慧家庭白皮书》，目前市场上能够连接网络的智能家电增长速度均高达 100%-300%。预计未来智能家电整体市场规模将达 1.5 万亿元。同时，预计智能控制器占据整个终端产值的 3%~5%，智能家电市场将为智能控制器产业带来 450~750 亿元的产值空间。

图 25. 2007-2016 公司 ROE 情况



资料来源：万得，中银证券

根据我们的调研了解到，智能家电相比普通的非智能家电，差价可达 30%~40%，表明消费者愿意为终端的智能化买单，而 5%左右的智能控制器成本带来的将是 30%~40%的利润空间，驱动家电厂商快速的升级终端产品的智能控制系统。我们认为，智能控制器厂商凭借其多年积淀的研发优势以及快速服务众多客户的能力在面对终端厂商关于产品设计、生产方面的需求是将会带来话语权的提升，同时公司的产业链地位也会逐步得到巩固和提高。

前面分析指出，终端厂商未来为了维持迭代创新的速度从而紧抓市场节奏，在产品功能、控制设计方面将会更多的与智能控制器厂商特别是如公司这样具备强大供应链管理能力和顶级的智能控制器生产研发能力的厂商合作，从而从繁复的智能化、个性化的设计需求中解放出来从而专注于终端品牌的运营以及整个生态的建设。我们观察到随着公司规模在近三年来的快速增长，公司的 ROE 始终维持在较高水平，2016 年公司 ROE 同比继续增加，表明公司盈利能力及行业内竞争力得以巩固和提升。随着下游客户结构的持续优化以及毛利率的快速提升，公司 ROE 有望超过 18%的历史最高水平。因此，我们认为，智能控制器将继续卡位行业智能化转型机遇，作为产业中游的地位将得以巩固，而公司作为智能控制器龙头的地位将为公司奠定持续领先的市场发展优势以及带来更多的发展机遇。

投资建议与盈利预测

公司作为国内智能控制器行业龙头，深耕智能控制器研发制造及销售，并紧跟市场需求不断调整产品结构以及优化公司客户结构，同时加速从 OEM 向 ODM 转型、横向拓展工业 4.0 等高毛利领域提升公司核心竞争力以及提高公司毛利率。随着物联网时代的到来特别是智能家居的快速发展，公司将凭借快速同步研发能力、柔性供应链管理能力和大客户营销能力、全球资源整合能力等持续受益智能控制器行业的黄金发展期。综合考虑智能控制器行业发展预期以及公司行业领域的综合竞争力，我们对公司 2017~2019 年的营收和毛利率情况作如下预测：

图 26. 公司盈利预测的关键假设

(百万元)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	999.16	1,115.44	1,445.95	1,827.10	2,646.23	3,552.80	4,638.16
分产品：							
智能控制器类	774.28	875.32	1,166.16	1,434.76	2,080.40	2,808.54	3,707.28
锂电池类	120.98	124.18	202.74	195.44	254.07	325.21	406.52
高效电机及控制	18.38	32.03	31.09	133.22	226.47	317.06	412.18
其他主营业务	81.10	81.21	42.85	60.56	81.76	98.11	107.92
其他业务	4.42	2.71	3.11	3.12	3.53	3.88	4.27
毛利率(%)	20	21	19	22	23	24	25
分产品：							
智能控制器类(%)	21	21	19	22	23	24	25
锂电池类(%)	20	21	16	11	13	12	14
高效电机及控制(%)	8	23	25	38	38	38	35
其他主营业务(%)	13	19	16	15	14	15	15
其他业务(%)	78	67	76	90	90	90	90

资料来源：万得，中银证券

根据以上假设，我们判断公司 2017-2019 年总营收分别为：26.46 亿元、35.53 亿元、46.38 亿元；归属于公司股东净利润分别为：2.09 亿元、3.10 亿元、4.16 亿元，对应每股收益分别为：0.31 元、0.46 元、0.61 元。

图 27. 公司盈利预测的关键假设

股票代码	公司名称	收盘价	当前市值 亿元	每股收益 (元)			市盈率 (倍)		
				2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
300131.CH	英唐智控	8.13	86.95	0.26	0.31	0.37	31	26	22
300279.CH	和晶科技	38.80	62.21	0.99	1.39	1.71	39	28	23
002402.CH	和而泰	9.25	76.82	0.21	0.29	0.38	45	32	24
					平均		38	29	23
002139.CH	拓邦股份	9.83	66.86	0.31	0.46	0.61	32	22	16

资料来源：万得，中银证券

我们选取智能控制器行业内典型上市公司作为公司相对估值参考对应 2018 年平均市盈率估值水平 28 倍，综合考虑公司在智能控制器领域国内营收规模最大以及已经建立起来的“纺锤形”优化客户结构、OEM 转型所需研发基础能力、已规划的未来产能及新的研发中心、公司“一体两翼”发展格局等多方优势给予公司 15% 的估值溢价对应 2018 年市盈率估值水平 33 倍，给与公司 12 个月目标价 15.02 元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

- 一、受宏观经济影响，智能控制器订单向中国转移速度放缓，终端厂商为了降低成本收回智能控制器订单。
- 二、物联网、智能家居产业和技术发展不及预期，智能控制器应用拓展不及预期。
- 三、智能控制器升级需求及进程不及预期，行业集中度提升不及预期。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	1,446	1,827	2,646	3,553	4,638
销售成本	(1,183)	(1,434)	(2,075)	(2,749)	(3,551)
经营费用	(160)	(215)	(277)	(332)	(463)
息税折旧前利润	103	178	294	472	624
折旧及摊销	(36)	(43)	(61)	(119)	(132)
经营利润(息税前利润)	67	135	233	354	493
净利息收入/(费用)	19	23	1	3	6
其他收益/(损失)	6	22	25	24	18
税前利润	91	179	259	381	517
所得税	(12)	(26)	(36)	(51)	(74)
少数股东权益	1	(9)	(13)	(20)	(26)
净利润	81	144	209	309	416
核心净利润	81	146	212	312	418
每股收益(人民币)	0.307	0.318	0.307	0.455	0.612
核心每股收益(人民币)	0.309	0.323	0.311	0.458	0.614
每股股息(人民币)	0.172	0.150	0.123	0.205	0.306
收入增长(%)	30	26	45	34	31
息税前利润增长(%)	(10)	102	73	52	39
息税折旧前利润增长(%)	(3)	73	65	61	32
每股收益增长(%)	3	4	(3)	48	34
核心每股收益增长(%)	3	4	(3)	47	34

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	91	179	259	381	517
折旧与摊销	36	43	61	119	132
净利息费用	(19)	(23)	(1)	(3)	(6)
运营资本变动	27	(0)	(20)	98	(48)
税金	(13)	(17)	(37)	(51)	(74)
其他经营现金流	21	5	(47)	(62)	(163)
经营活动产生的现金流	144	188	214	481	357
购买固定资产净值	0	42	200	200	75
投资减少/增加	13	(157)	8	7	6
其他投资现金流	(273)	(750)	(403)	(402)	(148)
投资活动产生的现金流	(260)	(865)	(196)	(195)	(67)
净增权益	(45)	(68)	(84)	(139)	(208)
净增债务	(20)	3	73	(76)	30
支付股息	45	68	84	139	208
其他融资现金流	403	548	285	(134)	(204)
融资活动产生的现金流	383	551	358	(210)	(174)
现金变动	267	(126)	376	76	116
期初现金	140	458	359	736	812
公司自由现金流	(116)	(677)	19	286	290
权益自由现金流	(155)	(697)	91	207	314

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	466	747	1,087	1,163	1,278
应收帐款	470	691	927	1,245	1,627
库存	140	205	276	331	489
其他流动资产	4	6	7	11	13
流动资产总计	1,080	1,649	2,297	2,749	3,408
固定资产	386	553	672	738	671
无形资产	95	137	157	173	184
其他长期资产	54	146	154	154	154
长期资产总计	535	836	983	1,065	1,008
总资产	1,629	2,715	3,509	4,044	4,645
应付帐款	429	560	836	1,000	1,403
短期债务	0	3	0	0	30
其他流动负债	219	300	239	495	429
流动负债总计	648	863	1,075	1,495	1,862
长期借款	0	0	76	0	0
其他长期负债	8	12	12	11	12
股本	263	454	680	680	680
储备	845	1,398	1,526	1,699	1,904
股东权益	1,108	1,852	2,206	2,379	2,585
少数股东权益	3	127	140	160	187
总负债及权益	1,629	2,715	3,509	4,044	4,645
每股帐面价值(人民币)	4.22	4.08	3.24	3.50	3.80
每股有形资产(人民币)	3.85	3.78	3.01	3.24	3.53
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.74)	(0.79)	(0.97)	(1.19)	(1.32)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	7.1	9.8	11.1	13.3	13.5
息税前利润率(%)	4.6	7.4	8.8	10.0	10.6
税前利润率(%)	6.3	9.8	9.8	10.7	11.1
净利率(%)	5.6	7.9	7.9	8.7	9.0
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.9	2.1	1.8	1.8
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	1.7	1.9	1.6	1.6
估值					
市盈率(倍)	31.7	30.6	31.6	21.4	15.9
核心业务市盈率(倍)	31.5	30.1	31.2	21.2	15.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	48.6	46.6	48.2	32.8	24.4
市净率(倍)	2.3	2.4	3.0	2.8	2.6
价格/现金流(倍)	17.7	23.5	30.8	13.8	18.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	59.6	35.1	20.3	12.3	9.2
周转率					
存货周转天数	40.7	43.9	42.3	40.3	42.2
应收帐款周转天数	107.9	115.9	111.5	111.5	113.0
应付帐款周转天数	95.8	98.8	96.2	94.3	94.5
回报率					
股息支付率(%)	56.1	47.1	39.9	45.0	50.0
净资产收益率(%)	9.7	9.8	10.3	13.5	16.8
资产收益率(%)	4.4	5.3	6.4	8.1	9.7
已运用资本收益率(%)	2.4	2.3	2.4	3.1	3.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

英唐智控 (300131.CH/人民币 8.12, 未有评级)

和晶科技 (300279.CH/人民币 38.64, 未有评级)

和而泰 (002402.CH/人民币 9.14, 未有评级)

以2017年5月19日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371