

拓邦股份(002139)/电子制造
万物互联时代, 智能控制器龙头进入高成长期
评级: 买入(首次)

市场价格: 9.96

目标价格: 15

分析师: 李伟

执业证书编号: S0740516110001

Email: liwei@r.qlzq.com.cn

联系人: 耿琛

Email: gengchen@r.qlzq.com.cn

分析师: 陈宁玉

执业证书编号: S0740517020004

Email: chenny@r.qlzq.com.cn

联系人: 樊生龙

电话: 021-20315180

Email: fansl@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	680
流通股本(百万股)	528
市价(元)	9.96
市值(百万元)	6,775
流通市值(百万元)	5,257

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,446.0	1,827.1	2,387.4	3,160.3	4,259.5
增长率 yoy%	29.63%	26.36%	30.67%	32.37%	34.78%
净利润	80.6	144.3	208.4	301.3	434.6
增长率 yoy%	23.88%	78.96%	44.42%	44.57%	44.27%
每股收益(元)	0.12	0.21	0.31	0.44	0.64
净资产收益率	8.32%	8.42%	9.56%	12.60%	16.13%
P/E	81.66	45.63	31.62	21.87	15.16
PEG	1.4	1.1	0.6	0.4	0.4
P/B	6.8	3.8	3.0	2.8	2.4

投资要点

- 拓邦股份是国内智能控制器龙头。**公司经过 21 年的发展, 从家电电子智能控制器为主, 不断拓展其应用领域, 成为一流智能控制方案提供商。智能控制器收入占比约 80%, 产品广泛应用于家用电器、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, 三年内实现业绩翻倍增长。国内同行业上市公司五家, 2016 年拓邦股份控制器销售规模超过 14 亿, 收入规模排第一。公司 2016 年研发费用 1.37 亿, 研发费率 7.47%, 研发投入在第三方控制器市场最高, 侧面体现了公司较强的研发实力。智能家居领域, 与阿里巴巴、欧瑞博、机智云、庆科等展开了深度合作, 推出“T-Smart 一站式智能家电解决方案”, 具备提供控制器+通讯模块+云服务+APP 在内的一站式智能电器解决方案的能力。
- 物联网发展驱动智能控制器行业高景气, 技术壁垒提升背景下, 市场集中度进一步提升。**我们观察到从 2015 年行业景气度提升, 表现在整体行业收入增速加快、行业盈利水平恢复到正常水平, 其中拓邦股份、和而泰近三年实现利润规模翻番。行业发生的主要变化: (1) 终端智能化浪潮, 智能控制器价值提升, 毛利率提升。(2) 家电等智能终端品类不断增多, 例如出现咖啡机、烤箱等新品, 推动控制器市场增长。(3) 智能控制器的专业性越来越高, 家电企业越来越多的选择 ODM、JDM 模式, 外放控制器给第三方专业厂商, 供应商议价能力提升。(4) 国内供应商技术实力提升, 具备成本优势, 海外家电等大厂商开始逐步向国内控制器企业转移订单, 海外业务毛利率高于国内。(5) 行业经过一轮洗牌, 落后产能出清, 市场集中度提升带来盈利水平恢复。更重要的是, 随着智能控制器联网化和智能化升级, 控制器作为智能终端层控制基础, 有天然入口优势, 数据分析和后端服务的价值, 将会从量变逐步发展到质变。
- 目标全球一流的智能控制系统方案服务商, 外延式发展加快拓展物联网生态圈。**公司愿景远大, 管理层执行能力较强: 第一, 通过加大投资并购的力度, 快速做大做强核心业务。第二, 通过经营全球化, 加快进入增长型国际市场的进程, 如开拓巴西、印度等新兴国家增量市场。通过收购研控科技和合信达, 实现向工控领域和燃气控制领域的拓展。2016 年通过收购研控科技和合信达, 实现向工控领域和燃气控制领域的拓展。投资参股了欧瑞博和大咖光电。欧瑞博专注物联网技术、创造智能家居产品和解决方案, 在智能家居 APP 系统及智能公寓应用平台已有成熟案例; 大咖光电主要优势是光学设计和图像处理, 技术可用于工业内窥镜。公司公告中表示, 将通过合作或参股方式拓展在先进传感、机器人、人工智能、大数据技术应用等领域的投资布局和业务探索, 构建物联网开放生态。
- 投资建议:** 拓邦股份是国内智能控制器龙头, 并通过外延式发展不断拓展跨行业智能控制器领域, 受益于物联网时代智能控制器行业的高景气度, 公司进入高速成长期。公司 2017Q1 业绩同比翻倍增长, 预告 2017H1 同比增长 60%~90%。近期实际控制人连续增持(增持占比约 1.38%), 彰显对未来发展信心, 不排除进一步增持的可能性。我们预计公司 2017-2019 年净利润 2.08 亿、3.01 亿和 4.35 亿元, EPS 分别为 0.31 元/0.44 元/0.64 元, 对应 PE 估值分别为 31.62X/21.87X/15.16X, 公司成长性突出, 估值低于同行业平均水平, 给予“买入”评级, 6 个月目标价 15 元。
- 风险提示事件:** 智能控制器下游行业应用不及预期等, 详见报告

内容目录

1.国内领先的专业智能控制器生产厂商	- 3 -
公司简介：国内智能控制器龙头.....	- 3 -
财务分析：业务发展进入高成长期.....	- 5 -
2.万物互联时代，智能控制器市场潜力巨大	- 8 -
控制器是智能化终端核心器件	- 8 -
物联网时代下智能控制器的发展趋势	- 9 -
控制器行业市场格局.....	- 12 -
3.智能控制器件技术壁垒升级，市场集中度持续提升	- 14 -
4.推出 T-SMART 智能家电一站式方案，构建物联网生态	- 17 -
5.外延聚焦主业，加速布局跨行业控制器领域	- 19 -
6.盈利预测与投资建议	- 21 -
7.风险提示	- 22 -

1.国内领先的专业智能控制器生产厂商

公司简介：国内智能控制器龙头

- **拓邦股份是国内智能控制器龙头。**公司成立于 1996 年 2 月，2007 年在深圳证券交易所上市。拓邦股份的主营业务为智能控制器的研发、生产和销售，经过 21 年的持续发展，主要为智能社会智能化提供解决方案，产品销售遍及全球几十个国家。公司以领先的智能控制技术为核心，从家电电子智能控制器为主，不断拓展其应用领域，成为全球一流智能控制方案提供商。智能控制器广泛应用于家用电器、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。同时，经过公司多年在智能家居领域的研发投入，与阿里巴巴、欧瑞博等公司展开了深度合作，推出“T-Smart 一站式智能家电解决方案”，具备提供控制器+通讯模块+云服务+APP 在内的一站式智能电器解决方案的能力。
- **公司成立之初至今，经历了四个发展阶段：**(1) 1996 年~2007 年，内生式增长；(2) 2007 年~2011 年，第一个快速增长期；(3) 2012 年~2013 年，平台整合、战略聚焦；(4) 2013 年到目前，战略升级，通过调整产品结构、优化客户结构，进入第二个快速增长通道。

图表 1：拓邦股份发展历程

时间	大事记
1996年2月	深圳市拓邦电子设备有限公司注册成立
1999年10月	与清华大学研究院、哈尔滨工业大学合作成立家电控制智能研究中心
2002年8月	完成股份制改造，更名为深圳市拓邦电子科技股份有限公司
2002年12月	被评为深圳市科技企业50强
2004年5月	PowerSA分布式电力控制系统被评为“国家级火炬计划项目”；拓邦工业园一期隆重封顶
2005年5月	成立深圳市拓邦自动化技术有限公司
2007年5月	拓邦工业园二期工程封顶；被深圳市人民政府认定为“深圳市民营领军骨干企业”
2007年6月	拓邦电子股票在深交所挂牌上市，股票代码002139
2007年12月	无刷直流电机系统被国家科技部认定为“国家级火炬计划重点项目”
2009年9月	“深圳市拓邦电子科技股份有限公司”正式更名为“深圳拓邦股份有限公司”；杭州分公司正式成立
2010年9月	成功收购深圳煜城鑫电源科技有限公司
2011年5月	成功收购深圳市众志盈科电气技术有限公司
2011年11月	成立全资子公司“惠州拓邦电气技术有限公司”
2014年1月	荣获“2013年国家火炬计划重点高新技术企业”
2014年11月	公司成为深圳市智慧家庭协会会员
2015年1月	“拓邦”商标连续3次被认定为“广东省著名商标”
2015年6月	成功收购深圳研控自动化科技有限公司
2015年12月	拓邦印度私人有限公司注册成立（英文名：TOPBAND INDIA PRIVATE LIMITED）
2016年10月	成功收购深圳合信达控制系统股份有限公司

来源：公司公告，中泰证券研究所

- **产能扩张+生产服务模式转变，不断提升综合竞争力和盈利能力。**公司集研发、生产和销售于一身，拥有强大的研发团队和专业的自动化生产线，以及完善的售后服务体系；在智能控制器领域拥有大量的技术专利与知识产权，提供最优质的智能控制解决方案和产品，同时可提供 JDM

/ ODM / EMS 服务, 其中 ODE 服务比例不断提升。目前拥有员工 3000 多人, 占地近 7.5 万平方米, 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。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, 实现向细分子市场的快速延伸。

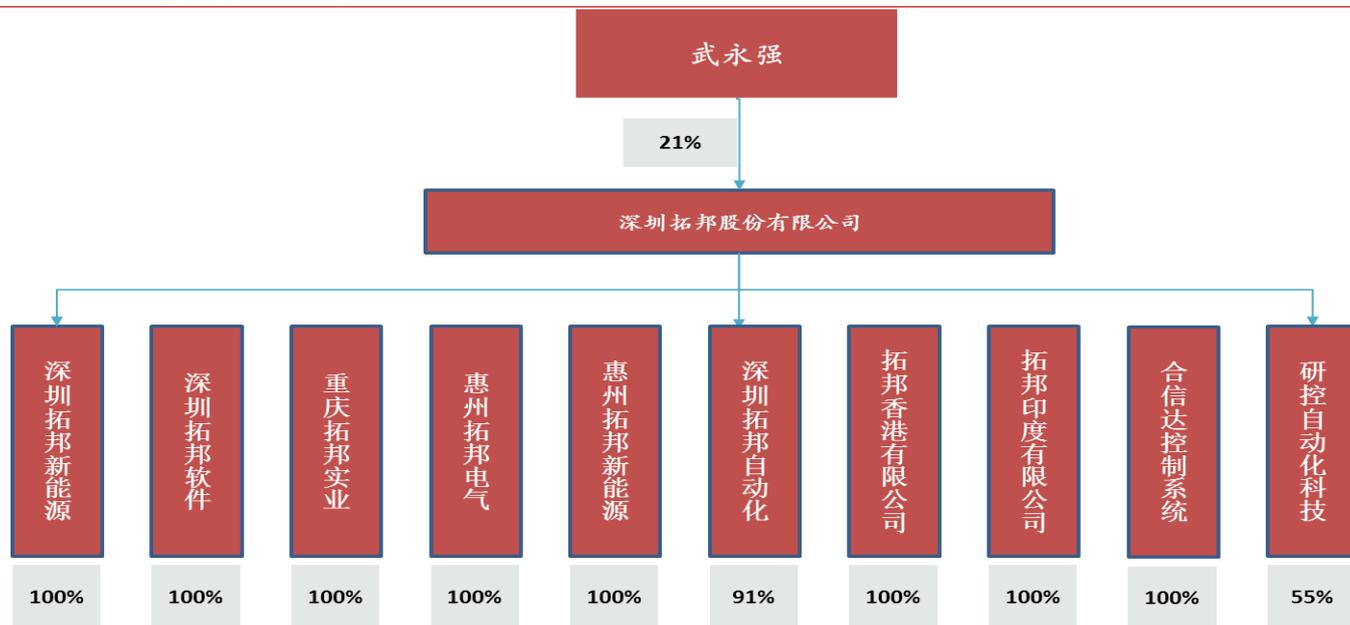
图表 2: 拓邦股份智能控制器产品示例



来源: 拓邦股份, 中泰证券研究所

- **聚焦智能控制领域, 外延式发展持续推进, 加速构建物联网生态圈。**2016 年公司收购研控自动化、合信达后, 公司智能控制器业务加速发展工业控制和进入燃气控制领域, 进一步提升了公司的技术优势和市场竞争力, 实现了客户资源协同效应。为推进智能控制器业务发展及在物联网领域的战略布局, 公司进一步投资参股了欧瑞博和大咖光电。欧瑞博是一家“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, 在智能家居系统及智能公寓应用平台已有成熟案例; 大咖光电主要优势是光学设计和图像处理, 技术可用于工业内窥镜。公司也是阿里 YUNOS 落地智能家居的重要合作伙伴, 在 2016 年云栖大会上联手推出了一系列基于 YUNOS 的智能家电解决方案。
- **实际控制人连续增持, 彰显对未来发展信心。**目前公司的大股东是创始人兼董事长武永强先生持股比例分别为 21%。近期公司公告, 基于对公司内在价值和未来发展前景的信心, 实际控制人武永强先生先后两次共增持 936.79 万股, 不排除进一步增持公司股份的可能性。同时, 公司先后三次股权激励, 覆盖公司管理层及核心骨干, 长效激励机制建立为公司长远发展保驾护航。

图表 3: 拓邦股份股权结构

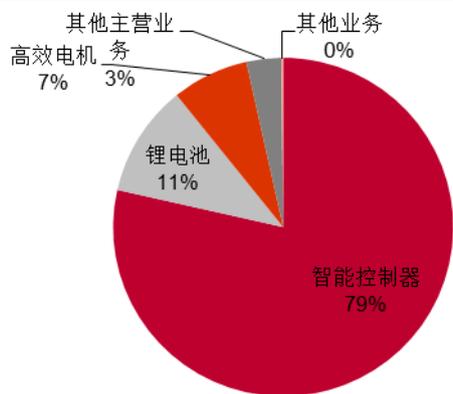


来源：公司公告，中泰证券研究所

财务分析：业务发展进入高成长期

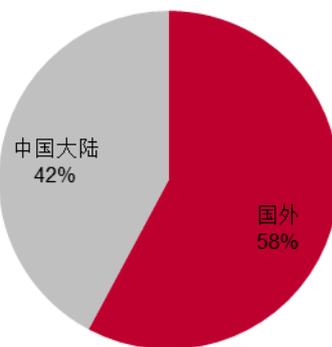
- 公司主要有三大业务：智能控制器、锂电池和高效电机，智能控制器是收入利润主要来源。2016 年公司实现营业收入 18.27 亿元，其中智能控制收入占比 78.53%，锂电池类收入占比 10.70%，高效电机收入占比 7.29%，其他收入占比 3.49%。（1）公司智能控制器主要应用于家用电器和电动工具领域，并且逐步进入开关电源、个人护理、工业控制、医疗器械等诸多领域。（2）新能源业务主要产品为纳米磷酸铁锂电池，主要应用方向为新能源汽车及储能系统。因新能源汽车政策调整，动力电池 2016 年发展速度低于预期。（3）高效电机包括了直流无刷电机、空心杯有刷/无刷电机、直流无刷控制器等产品，广泛应用于电动工具、汽车电装、医疗、智能运输、家居生活和工业自动化领域。

图表 4: 2016 年拓邦股份业务收入占比



来源：wind，中泰证券研究所

图表 5: 2016 年拓邦股份海内外收入占比



来源：wind，中泰证券研究所

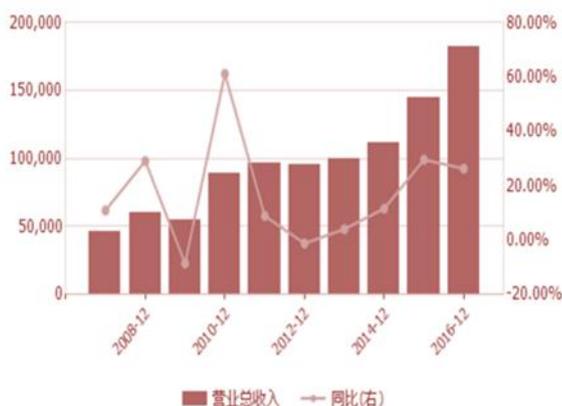
- **纺锤形客户结构，海外客户占比逐步提升。**公司已向客户提供如智能烟机、电动工具、工业内窥镜等 2000 多个智能控制器的解决方案，服务近千家客户。其中前五大客户营收占比 43%左右，有几家上亿级规模客户，有 30 多家千万级客户有望成长到亿级规模，同时海外收入占比逐年提升，主要客户包括 TTI、美的、方太、老板、格兰仕等，2016 年海外收入占比约 58%。公司既有大客户的优势，又没有对单一客户的依赖性风险，逐步发展壮大中高端优质客户，形成纺锤形客户结构。

图表 6：拓邦股份智能控制器家电合作品牌

FOTILE 方太	gorenje	ECOVACS	Aquatron robotic technology us	Whirlpool	KENWOOD
Electrolux	PHILIPS	ROBAM 老板	Panasonic	Haier	美的 Midea
HILTI	Makita	TOSHIBA	TCL 创维生活电器	Teka	SUPOR
maytronics Industrial Systems	WYK	SEB	SEVERIN	GE	Joyoung 九阳
Galanz 格兰仕	STANLEY Security				

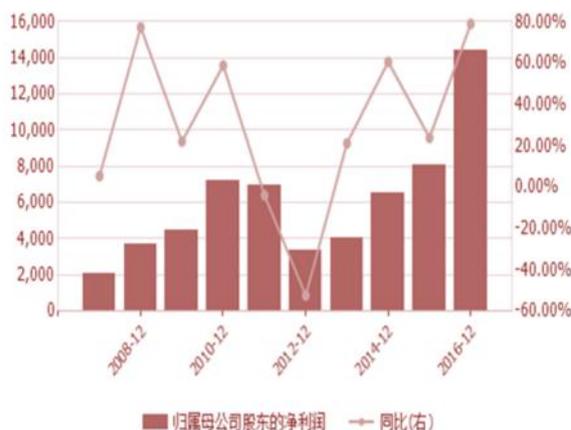
来源：拓邦股份，中泰证券研究所

图表 7：拓邦股份收入增长



来源：wind，中泰证券研究所

图表 8：拓邦股份利润增长



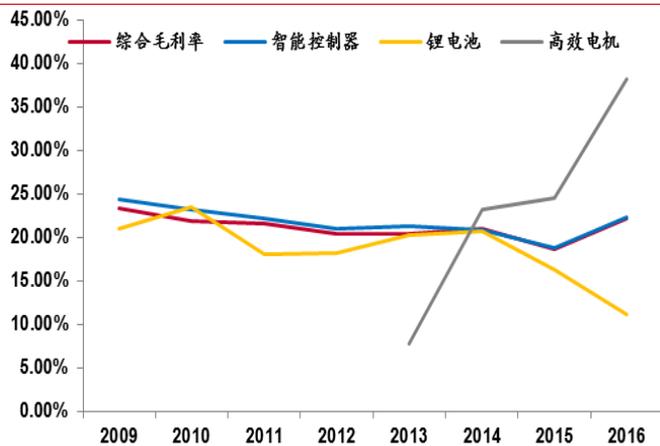
来源：wind，中泰证券研究所

- **智能控制器行业景气度提升，业绩进入快速增长期，三年业绩翻番。**公司经过多年在智能家居领域的研发投入，持续对关键技术的攻坚、突破和整合，现已具备提供控制器+通讯模块+云服务+APP 在内的一站式智能电器解决方案的能力，2017 年 3 月在上海 AWE 展上公司发布了 T-SMART 解决方案。2016 年，拓邦股份实现销售收入 18.27 亿，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%；2016 年研发投入总额为 1.37 亿元，同比增长 49.73%。公司过去三年实现净利润规模翻倍，单季度从 2016Q3 开始加速增长。2017Q1，实现归母的净利润为 3,540.68 万元，较上年同期增 107.87%；营业收入为 5.31 亿元，较上年同期增 78.06%；公司预计 2017 年 1-6 月实现归属于上市公司股东净利润 7,947.44 万元至 9,437.59 万元，同比增长达 60%~90%，一般情况看下半年会好于上半年，全年利润有望超过 2 亿。

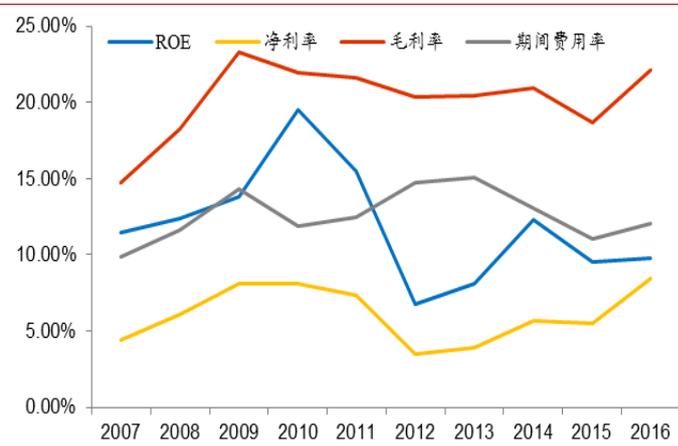
- 近几年盈利能力逐步提升，毛利率仍有较大提升空间。**公司近几年收入规模较快增长的同时，毛利率和净利润率均逐步提升。2017Q1 综合毛利率达到 23.86%，创历史新高。分业务看：智能控制器毛利率上升明显，智能化升级单品价值提升，ODM 产品占比增加（2016 年 ODM 产品占比将近 40%，社会智能化进一步推进 ODM 占比）。锂电池业务因新能源汽车政策影响，2016 年发展低于预期，公司将调整产品战略，将锂电池、高效电机与核心智能控制器业务形成一体两翼的业务形态，现已呈现出协同效应。高效电机业务经过三年磨合后于 2015 年实现扭亏为盈，毛利率大幅上升，在三大业务中毛利率最高。另外，公司研发费用占比提升至 7.47%，2016 年研发投入 1.37 亿元（同比增长 49.73%），加大在控制器技术领域研发投入，保持行业领先优势，也在新能源领域投入技术开发，全面提升技术储备及竞争优势。综合来看，主打业务智能控制的毛利率有较大的提升空间，有望带动整体毛利率持续提升。ROE 预计也将随着下游客户结构和毛利率的变化快速提升，经营拐点显现，公司进入高速成长期。

图表 9：拓邦股份主业毛利率变化



来源：wind，中泰证券研究所

图表 10：拓邦股份重要财务指标变化



来源：wind，中泰证券研究所

2.万物互联时代，智能控制器市场潜力巨大

控制器是智能化终端核心器件

- 电子智能控制器是下游终端产品的“神经中枢”和“大脑”，其先进性和可靠性往往成为影响终端产品性能与使用寿命的关键因素。上游原材料包括 MCU 组件、分立半导体、PCB、电阻、电容器等元器件。下游终端产品厂商，特别是知名下游制造商对供应商认证的审核程序十分严格。智能控制器企业要想进入知名下游制造商的供应链体系必须具备较强的研发能力、品质保证能力、较大的规模及丰富的生产经验。物联网应用很多场合不仅需要实现机械化向电磁化、智能化的转变，还要考虑可靠的连接性、安全性和保护性，所有这些功能实现都需要 MCU 的参与。
- 智能控制器的硬件核心 MCU 芯片，向高性能、低功耗、高集成度方向发展。物联网芯片主要包括 MCU、RFIC、Sensor 三大类，MCU 出货量快速增长，32 位占比过半成为物联网应用主流。微处理器和单片机（MCU）从 70 年代在欧美开始兴起，2008 年物联网（IoT）为代表的新技术出现，让开发者开始寻找具备无线通信功能、有一定计算能力，且价格不是太贵的 MCU。IC Insights 报告显示，全球前 8 大 MCU 厂商 NXP、ST、TI、瑞萨等全球市场份额合计达到了 88%，2015 年全球 MCU 市场规模达到 168 亿美元，出货量 255 亿颗，其中，全球 32 位 MCU 出货量超过 4/8 位 MCU 与 16 位 MCU 出货量的总和，将成为物联网应用的主流，预计未来几年保持 30% 左右的高速增长。中国每年消耗 MCU 数量占全球的 70% 左右，而中国内地和台湾 MCU 企业在中国市场仅各有 10% 的份额，国产化发展加速。国内兆易创新、中颖电子、宏晶科技、东软载波微电子等 MCU 公司发展值得期待。

图表 11：2016 全球 MCU 市场格局

2016 Rank	Company	2015	2016	% Change	% Marketshare
1	NXP*	1,350	2,914	116%	19%
2	Renesas	2,560	2,458	-4%	16%
3	Microchip**	1,355	2,027	50%	14%
4	Samsung	2,170	1,866	-14%	12%
5	ST	1,514	1,573	4%	10%
6	Infineon	1,060	1,106	4%	7%
7	Texas Instruments	820	835	2%	6%
8	Cypress***	540	622	15%	4%

*Acquired Freescale in December 2015.

**Purchased Atmel in April 2016.

***Includes full year of sales from Spansion acquisition in March 2015.

来源：IC Insights，中泰证券研究所

图表 12：不同位数 MCU 用途分类

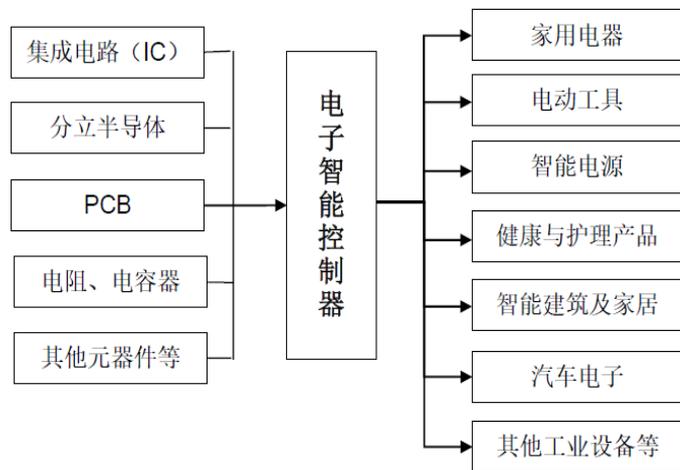
MCU 位数	用途分类
4位	计算器、车用仪表、车用防盗装置、呼叫器、无线电话、CD播放器、LCD驱动控制器、儿童玩具、磅秤、充电器、胎压计、温湿度计、遥控器
8位	电表、马达控制器、电动玩具机、呼叫器、传真机、电话录音机、键盘及USB
16位	移动电话、数码相机及摄录投影机
32位	智能家居、物联网、电机及变频控制、安防监控、指纹识别、触控按键、Modem、GPS、STB、工作站、ISDN电话、激光打印机与彩色传真机等
64位	高阶工作站、多媒体互动系统、高级电视游乐器、高级终端机等

来源：电子工程世界，中泰证券研究所

- 目前智能控制器主要的应用领域包括：电子智能控制器在家电、健康与护理产品、电动工具、汽车电子、工业控制、照明等下游领域。从 2012 年全球电子智能控制器的应用领域占比来看，工业设备、

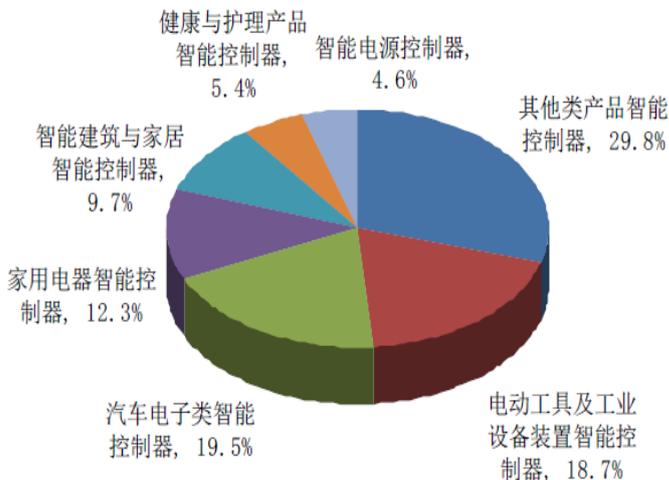
家用电器、汽车电子三大领域的应用较多，市场占比为 18.7%、12.3%和 19.5%。智能建筑与智能家居、智能电源、健康护理等应用占比分别为 9.7%、4.6%和 5.4%。

图表 13：电子智能控制器产业链图



来源：朗科智能招股书，中泰证券研究所

图表 14：全球电子智能控制器下游市场占比

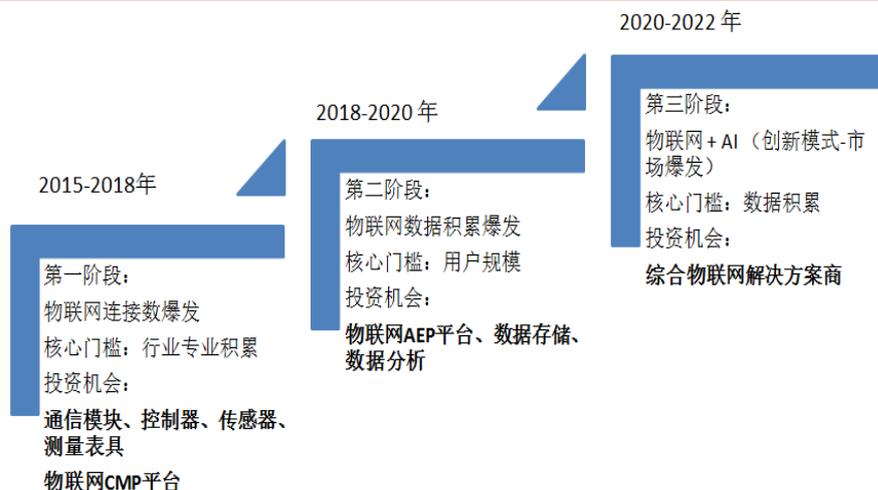


来源：中商顾问（2012 年），中泰证券研究所

- 物联网开启终端智能化时代，传统产业和产品有大量的智能化替代需求，任何平台或者互联互通都离不开智能控制器的基础控制作用，汽车电子、智能家居、智慧医疗、智能硬件、工业控制以及智能制造背景下智能工具及设备将是智能控制器行业的主要增长点。硬件是物联网的最佳入口，控制器作为底层控制端拥有天然的入口优势，数据分析和后端服务的价值，将会从量变逐步发展到质变。

物联网时代下智能控制器的发展趋势

图表 15：物联网发展的三个阶段



来源：中泰证券研究所

- 在物联网产业快速发展的趋势中，电子智能控制器作为电子设备的“控

制”载体，在市场需求和技术更新的双动力驱动下，智能控制器在家电、健康与护理产品、电动工具、汽车电子、工业控制等下游领域的应用日趋广泛，构建了智慧生活城市的发展雏形。产品的技术含量和附加值也不断提升，从而导致市场容量不断增长。

- (1) **智能控制器的渗透率不断提升。**智能控制器的核心功能是提高用电设备的效率、精度和智能化。随着各种用电设备日益朝数字化、功能集成和智能化方向发展，智能控制器的渗透性进一步增强，应用领域日趋广泛。近几年智能控制器在家电领域使用的比例越来越高，家电品类更加丰富；奥维云网数据显示，2016年智能空调、智能洗衣机和智能冰箱市场渗透率分别达到20.1%、26.2%和10.4%，而智能彩电产品年出货量已超过总量的80%。同时，在健康与护理产品、电动工具和汽车电子等领域的应用率也不断提升，工业控制和医疗器械等新的应用领域也不断得到开发。(2) **智能控制器的技术含量和附加值不断提升。**随着技术进步和人们对生活品质要求的不断提高，家电产品以及各种泛家电产品、甚至是工业设备正在经历由机械化时代向电子化时代转变的过程，并且未来最终将过渡到智能化时代，这两个过程转变都将对智能控制行业产生如下两个方面的积极影响：一方面将提升智能控制器在下游应用领域的渗透率；另一方面是下游家电等产品对智能控制器的要求将越来越高，智能控制器能实现的功能越来越强大，产品的技术含量和附加值都将不断提升，目前家电控制器的价格从几十元到一两千元不等。因此，除了渗透率提升带来的积极影响，单位产品价值的提升也将有力的促进行业市场容量增长。(3) **专业化分工带来的市场机遇。**国际家电巨头如西门子等主要走品牌路线、技术路线和精品路线，讲究专业化分工，将智能控制器等配件交由专业厂商生产；而国内家电巨头目前主要还是走规模化路线，讲究大而全，智能控制器等配件较多由自己生产，但从国际厂商的发展经验看，国内家电巨头最终将向专业化方向发展，目前已有家电厂商开始体现出这种趋势。现在智能家电产品在整个市场中的份额较低，传统家电企业初期研发、智能模块、物联网平台建设成本不容小觑。在智能设备研发过程中还有一些不可控成本，研发试错过程中所消耗的时间、人力、物力等成本可能占到总研发成本的60%-70%。目前，物联网平台建设、大数据处理算法等核心技术掌握在少数专业企业手中，家电企业研发、购买这些技术所产生的费用庞大。未来专业化分工将给专业智能控制器优秀生产厂商带来良好的市场机遇。随着智能控制器渗透率的提高、产品性能及附加值的提升以及家电行业专业化分工的发展趋势变化，未来几年智能控制器市场需求将稳步增长。

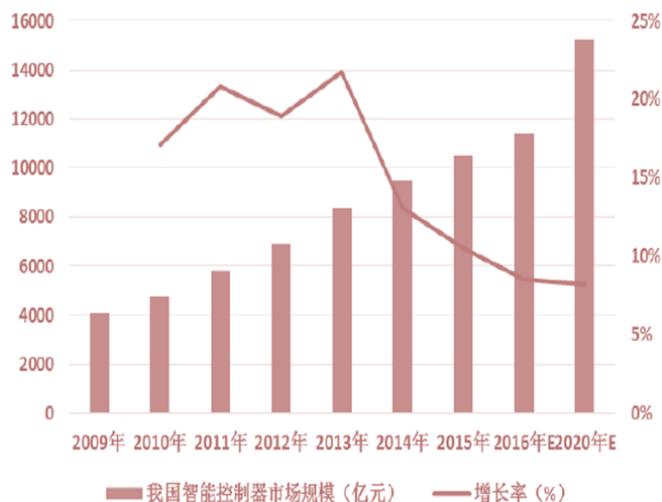
- 中商情报网数据显示，2013年全球智能控制器市场规模突破万亿美元，2014年达到11800亿美元。全球智能控制器需求市场来看，亚洲约占全球需求的44%，生产制造基地不断向亚洲特别是中国市场转移。我国智能控制器进入高速发展期，中商产业研究院报告显示，2014年我国智能控制器行业市场规模达到9500亿元，同比增长14.16%，2015年突破万亿元，预计2020年市场规模将达到1.55万亿元，未来5年的复合增长率为8.20%。

图表 16: 全球智能控制器市场规模 (亿美元)



来源: 中商情报网, 中泰证券研究所

图表 17: 我国智能控制器市场规模 (亿人民币)



来源: 中商产业研究院, 中泰证券研究所

- **智能家居和物联网的发展趋势将进一步拉动智能控制器的市场需求。**近年来, 智能移动终端的快速发展大大加速了全球物联网产业的发展, 原本以 PC 机为终端的互联网时代加入了移动终端, 并进一步向物物相连发展, 智能家居、智能楼宇、智能社区乃至智慧城市出现发展雏形。智能控制器具有信息收集和处理能力, 是智能家居的信息处理中心。同时, 物联网的发展需要大量的分布式的信息收集和处理终端, 这类需求预计在未来将有较快的增长, 此类信息终端一般是软硬件结合的嵌入式系统, 将是现有传统智能控制器产品的升级产品。

图表 18: 智能家居示意图



来源: 互联网, 中泰证券研究所

- **智能家居是物联网的一种重要应用, 是《物联网“十二五”发展规划》的 9 个重点领域之一, 为国家物联网领域重点鼓励发展的方向。**智能家居表现为利用信息传感设备将家居生活有关的各种子系统有机结合在一起, 并与互联网连接起来, 进行监控、管理、信息交换、通讯和控制, 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。2013 年底, 谷歌以 32 亿美元的价格收购智能家居厂商 Nest Labs

作为标志性事件，表明智能家居将进入一个高速发展的阶段。面对智能家居的广阔前景，国内大型家电企业如长虹、美的、TCL、海尔等均陆续发布智能战略和智能产品，加大对智能家居的投入，未来市场前景广阔。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，2013 年开始智能家居市场将进入快速增长期。因此，全球和我国智能家居和物联网的加速发展，对其关键零部件之一的新型智能控制器的需求将大大增加。

控制器行业市场格局

- 电子智能控制器行业国内外企业较多，从行业诞生、发展到形成巨大的产业规模和稳定的竞争格局，该市场的主要占有率一直集中在国外的公司包括**英维思集团 (Invensys plc.)**、**艾默生**、**德国代傲公司 (Diehl AKO Stiftung&Co.KG)** 及**香港金宝通**等专业公司，以及到目前仍有较大市场占有率的**伟创力**、**天弘**、**捷普**等 EMS 代工为主的电子加工企业。但受限于研发与技术创新能力、快速反应与客户服务能力、成本管控能力及高效的运营管理能力，目前代工类公司在市场上的整体竞争能力日渐式微。国际家电巨头如**西门子**等主要走品牌路线、技术路线和精品路线，讲究专业化分工，将智能控制器等配件交由专业厂商生产。而**国内家电巨头**主要还是走**规模化路线**，讲究大而全，智能控制器等配件较多由自己生产，但目前已有家电厂商开始体现出专业化分工这种趋势（如**美的**、**海尔**开始释放控制器订单），行业洗牌结束，**第三方市场集中度有望进一步提升**。A 股智能控制器行业上市公司有：**拓邦股份**、**和而泰**、**朗科智能**、**和晶科技**、**英唐智控**五家，其中**和晶科技**和**英唐智控**在前两年分别转型互联网教育和电子元器件分销领域。
- **国外主要控制器厂商简介：（1）英维思集团 (Invensys plc.)** 原为伦敦证券交易所上市公司，代码 ISYS.LN。公司业务主要分为四个板块：运营管理软件、工业自动化控制系统、能源控制系统、控制器产品等。英维思集团是全球自动化及控制领域最大的公司之一，向制冷、制热、生活电器、楼宇管理、住宅安全和汽车领域的客户提供控制产品和服务。在全球各地区均设立研发中心，为各地区自控系统市场开发控制产品。研发中心主要研发领域集中在电子设备、冰箱、冰柜、空调、洗衣机、洗碗机等领域和家庭或楼宇控制单元、可编程控制器及安防系统。根据英维思集团披露的 2013 财年报告，2013 财年实现收入 17.92 亿英镑，营业利润 1.31 亿英镑。2014 年，英维思集团已被施耐德电气 (Schneider Electric) 收购，收购价格约 34 亿英镑（约合 50 亿美元）。英维思集团在运营管理软件、工业自动化控制系统、能源控制系统等领域拥有国际领先的技术和研发水平。（2）**德国代傲公司 (Diehl AKO Stiftung&Co.KG)** 创建于 1902 年，总部设在德国纽伦堡，电子控制是代傲公司支柱业务之一。1994 年，代傲公司收购 AKO 公司，成立了以生产家电智能控制类产品为主的子公司 Diehl AKO，成为欧洲最大的家

电电子智能控制器生产商。Diehl AKO 总部位于德国 Wangen。在德国纽伦堡、英国林肯、中国南京、意大利米兰、美国芝加哥、墨西哥克雷塔罗、波兰莱米斯诺等地都有生产基地，不仅生产机械、机电和电子配件，而且拥有可以密切配合客户个体需要，直接递送至装配线的设计、研发和生产的完整体系。根据其披露的 2015 财年报告，其 2015 财年实现收入 31.08 亿欧元，其中电子控制业务实现销售 4.75 亿欧元。

- 创科实业 TTI 简介：**TTI 香港上市公司，销售市场覆盖全球，是北美电动工具、园林工具、地板护理类产品市场领军者，综合竞争力排名前三，2014 年销售额增长 10.5%。创科实业电动工具产品具有较强的品牌效应、销售规模和市场竞争力，保证了电动工具电子智能控制器产品强劲的市场需求，国内智能控制器厂商主要客户之一。

图表 19：国内外主要电子控制器厂商

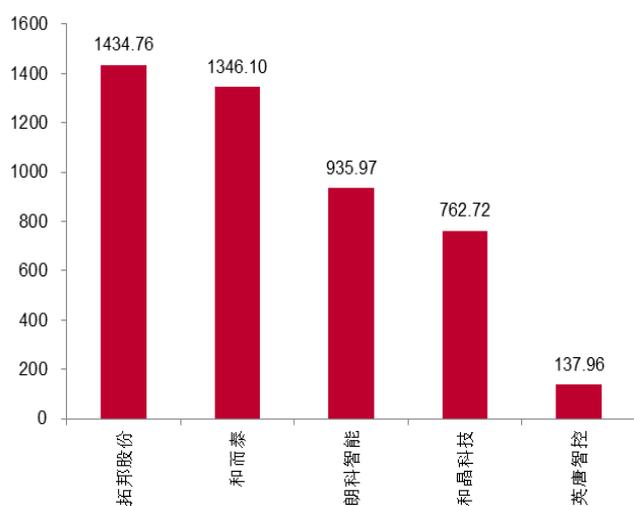
财务及估值		主要业务	智能控制器应用领域	客户结构及特色
拓邦股份	市值63亿	智能控制器类、锂电池类、高效电机及控制	家用电器、智能家居、电动工具、开关电源、个人护理、工业控制、医疗器械等领域	创科实业 (TTI)、伊莱克斯、德龙、伟嘉、美的、苏泊尔、方太、老板电器、格兰仕、百得等，纺锤形客户结构，千万级规模客户30多家，家电巨头少，细分巨头多。前五大客户收入占比43%。
和而泰	市值75亿	家用电器智能控制器、电动工具智能控制器、LED应用产品、智能建筑与家居控制器、汽车电子智能控制器、健康与护理产品智能控制器、智能净化系列产品	家用电器、电动工具、照明开关、智能建筑与家居、汽车电子、医疗健康与护理等领域	伊莱克斯、惠而浦、西门子、TTI、盛柏林、HUNTER、苏泊尔等，以国外大家电为主。前五大客户收入占比58%。
朗科智能	市值67亿	家用电器智能控制器、电动工具智能控制器、智能电源及控制器	家用电器、电动工具、照明开关、家居、锂电池控制保护装置	九阳、TTI、苏泊尔、国星光电、爱仕达、大宇国际、德豪润达、Lasko、SNOWA、EURO-PRO、FUTEK、VRLA、SUNNY等，以小家电为主。前五大客户收入占比69%。
和晶科技	市值59亿	家用电器智能控制器、网络接入及家庭终端设备、系统集成设备	白色家电智能控制器为主，向工业电源智能控制器、汽车电子智能控制器、军工电子智能控制器拓展	三星、海信、海尔、美的、西门子等国内外知名家电厂，白色大家电为主，转型互联网教育。
英唐智控	市值84亿	电子元器件产品、生活电器智能控制产品、物联网产品、软件销售及维护、温度监测智能控制产品	生活电器智能控制、温度监测智能控制等领域	国内小型生活电器智能控制器领域，转型电子元器件分销行业。
英维思集团	收购估值约34亿英镑	运营管理软件、工业自动化控制系统、能源控制系统、控制器产品等	向制冷、制热、生活电器、楼宇管理、住宅安全和汽车领域的客户提供控制产品	在运营管理软件、工业自动化控制系统、能源控制系统等领域拥有国际领先的技术和研发水平，英维思集团已被施耐德电气 (Schneider Electric) 收购。
德国代傲	2015财年，电子控制业务销售额4.75亿欧元。	电子控制、机械、机电和电子配件	家用电器为主	西门子、Whirlpool、Maytag、海尔等，欧洲最大的家电电子智能控制器生产商。

来源：公开信息整理，中泰证券研究所

3.智能控制器件技术壁垒升级，市场集中度持续提升

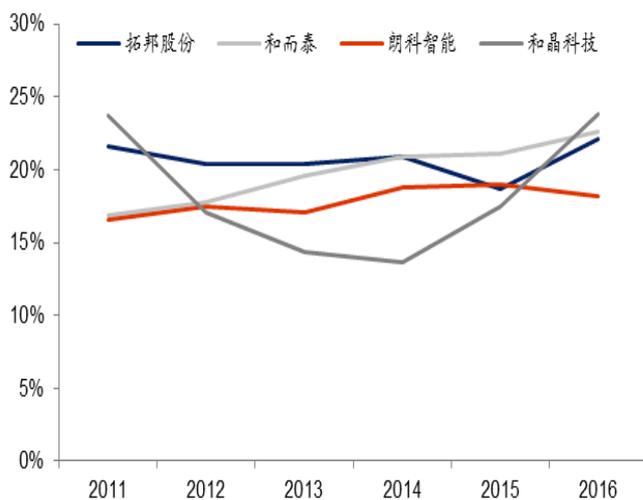
- 拓邦股份是国内智能控制器龙头厂商，物联网产业发展推动控制器市场整体行业景气度提升。**五家上市公司个相比，拓邦股份收入规模最大，2016年拓邦实现控制器销售规模超过14亿，和而泰、朗科智能紧随其后。我们观察到从2015年行业景气度提升，表现在整体行业收入增速加快、行业盈利水平恢复到正常水平，其中拓邦股份和和而泰近三年实现利润规模翻翻以上增长。2016年行业整体毛利率进一步提升，行业整体毛利率水平在20%-25%区间，2017年Q1毛利率提升趋势延续，预计后续仍有较大提升空间。智能控制器行业景气度提升主要原因总结：
 - 终端智能化浪潮，智能控制器价值提升，毛利率提升。
 - 家电等智能终端品类不断增多，例如出现咖啡机、烤箱等新品，推动控制器市场增长。
 - 智能控制器的专业性越来越高，家电企业越来越多的选择ODM、JDM模式，外放控制器给第三方专业厂商，供应商议价能力提升。
 - 国内供应商技术实力提升，同时具备成本优势，海外家电等大厂开始逐步向国内控制器企业转移订单，海外业务毛利率高于国内。
 - 行业经过一轮洗牌，落后产能出清，市场集中度提升带来盈利水平恢复。

图表 20：国内智能控制器企业相关收入（百万元）



来源：wind，中泰证券研究所

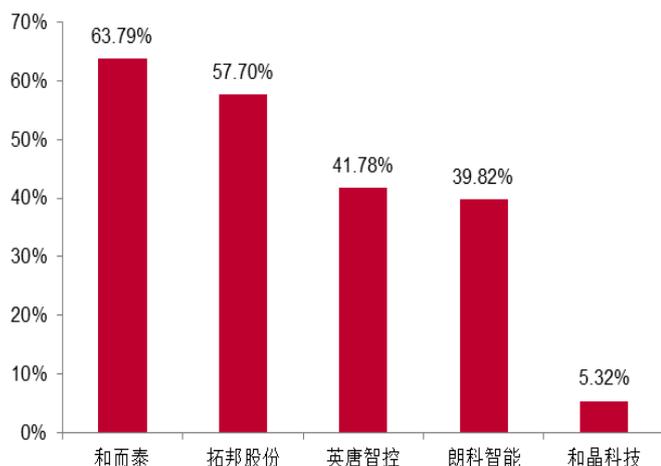
图表 21：国内智能控制器企业综合毛利率



来源：wind，中泰证券研究所

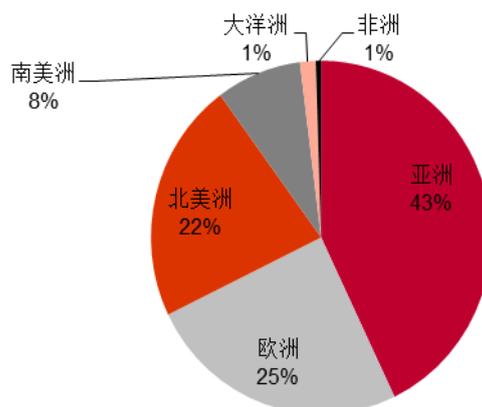
- 从全球分布来看，智能控制器的销售主要集中在亚洲、欧洲和北美洲，三大洲的销售额占到了全球总销售额的90%，而南美洲、非洲和大洋洲合计只占到10%。其中亚洲作为电子产品最主要的生产基地，对智能控制器的需求规模最大，市场份额不断提升。从应用领域上来看，汽车电子、家用电器和工业设备是最主要的应用场所，三者合计占有50%左右的市场份额。其中家用电器类的智能控制器占有率不断提升，尤其是小型生活电器智能控制产品近年来市场规模增长迅速，目前总体规模已经超过大型生活电器。在所有电子智能控制产品中，咖啡机、搅拌机等小型生活电器智能控制产品表现出强大的增长潜力，未来依旧有巨大的发展空间。

图表 22：智能控制器可比公司海外收入占比



来源：wind，中泰证券研究所

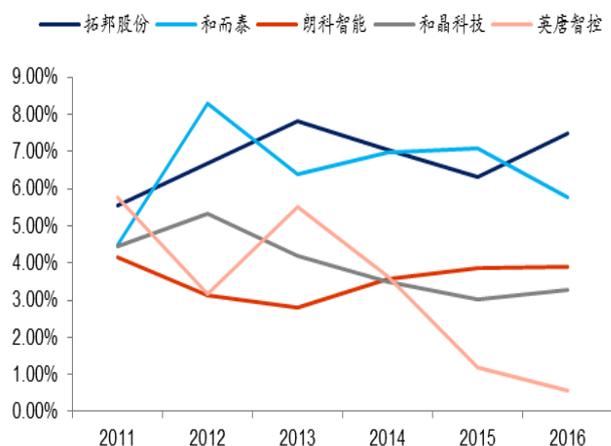
图表 23：全球智能控制器市场区域分布



来源：和晶科技公告，中泰证券研究所

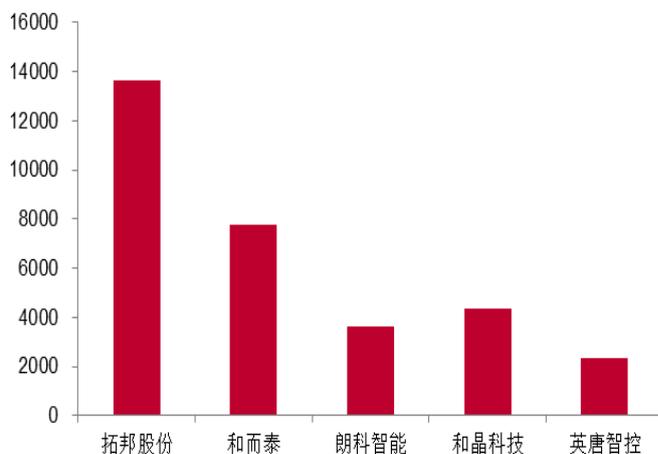
- 中国已经成为全球“家电制造中心”，电视机、洗衣机、冰箱、空调产量均为全球第一。在 2014 年家电出口贸易顶峰时期，中国家电出口额约占全球出口市场的 37%。2016 年家用电器行业主营业务收入 14605.6 亿元，累计同比增长 3.8%；利润总额 1196.9 亿元，累计同比增长 20.4%。家电行业是我国具有较强国际竞争力的产业之一。中国在全球电子智能控制器布局中，逐渐从制造中心向制造与技术中心转变，中国制造商参与国际分工的模式也逐步由国外设计国内制造转变为国内设计国内制造。这一发展趋势为国内的智能控制器行业带来了巨大的发展空间。国内制造业由人口红利向工程师红利转变，在电子制造上存在工程师红利和供应链集群重要优势，特别电子制造业相对集中的深圳。另外，在应用领域上，除了家电，汽车电子、电动工具及工业设备也日益成为智能控制器应用的主要领域，这三个领域的智能控制器应用合计占据智能控制器 50%左右的市场份额。

图表 24：智能控制器可比公司研发费用率



来源：wind，中泰证券研究所

图表 25：2016 年智能控制器可比公司研发费用 (万元)



来源：wind，中泰证券研究所

- 公司除了在电磁感应技术、电机调速控制技术、嵌入式软件技术、电磁兼容等传统智能控制器技术领域保持行业领先优势外，围绕智能家居，开发和储备了一系列技术，如无线 WiFi、Zigbee 和蓝牙通讯控制技术、触屏和 TFT 显示控制技术、LED 电源智能调光技术等，并具备提供全套解决方案的系统能力，在智能家居方面的技术应用已实现批量销售。

- **智能控制器从 OEM 到 ODM，对企业研发要求大幅提升，技术壁垒提升有利于龙头企业抢占市场份额。** 控制器行业供应商分为 OEM、ODM、JDM 三种模式：（1）OEM 是指客户已经设计好控制器，公司只负责制造，议价能力弱，客户黏性低，毛利率低。（2）ODM 是指客户只提功能需求，公司负责设计和制造，议价能力较强，客户黏性高，毛利率较高。（3）JDM 是指公司提供一站式解决方案，主动配合客户开发提供新功能，高毛利。**智能控制器融合了联网化和智能控制需求，对供应商研发要求大幅提升，这种技术壁垒和研发资本上要求将有助于进一步提高市场集中度，有利于龙头企业抢占市场份额。**从五家上市公司研发投入来看，2016 年拓邦股份研发费用 1.37 亿，研发费用收入占比 7.47%，研发投入在第三方控制器市场最高，侧面体现了公司较强的研发实力。目前拓邦股份 ODM 的比例已经超过了 40%，2017Q1 公司毛利率 23.86%，随着 ODM 模式占比持续提升，毛利率有望达到 30%-40% 区间。同时公司形成了“两头小中间大”的纺锤形客户结构，不依赖单一客户，主要客户多为细分领域龙头，30 多家千万级别客户占公司营收的 80% 左右，并且有望成长为亿级客户。从另一方看，ODM 和 JDM 模式下控制器需要提供解决方案式的产品和服务，客户的开拓需要较长时间前期研发设计上的配合积累，公司纺锤形的客户结构将为后续的业务拓展打下坚实的基础。

4.推出 T-SMART 智能家电一站式方案，构建物联网生态

- 随着智能控制器联网化和智能化升级，智能控制器将成为未来智慧城市蓝图中的重要一环，为物联网提供终端感知、处理能力，成为万物互联时代信息的重要物理接入口。公司利用现有的研发和制造优势，正逐步将业务范围扩展到智能家居及整个物联网等领域。

图表 26：产品研发制造质量可靠

研发实力	500多人的专业研发团队；200多项专利；行业领先的控制技术和核心算法
生产能力	全程采用SAP和MES生产流程管理；所有生产流程符合RoHS和REACH标准；完善的ODM及OEM服务
品质认证	完整的测试验证实验室体系，确保设计环节测试验证和产品开发质量

来源：拓邦股份，中泰证券研究所

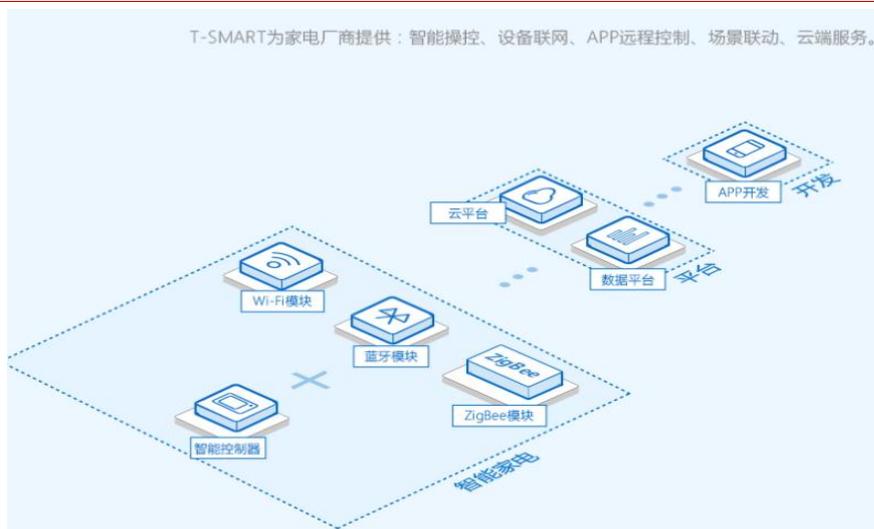
图表 27：100 多种家电品类智能控制技术



来源：拓邦股份，中泰证券研究所

- 拓邦股份拥有近百条生产线，全程采用先进的 SAP 和 MES 系统进行流程管理，所有生产流程符合 RoHS 和 REACH 标准；可提供完善的 ODM 及 OEM 服务，每年生产智能控制器上亿套。同时，拓邦还拥有完善的测试验证设备，具有 CNAS 国家认可实验室，能够很好确保产品开发和制造质量。公司研发团队不断扩充，目前已发展到 500 多人的专业研发团队，2016 年研发投入将 1.37 亿，通过多年的技术积累，拥有上百种家电品类的智能控制技术。

图表 28：T-Smart 一站式智能家电解决方案



来源：拓邦股份，中泰证券研究所

- 2017年3月9日的AWE展上，拓邦股份推出“T-Smart 一站式智能家电解决方案”，为家电企业提供智能控制器+通讯模块+云服务+应用软件APP的全方位服务，以及从客户需求到产品量产的一站式智能家电解决方案。智能家电涉及更多的技术领域，家电厂商被迫耗费了太多精力进行多方协调，严重分散了自身的注意力，难以聚焦在自己本来更应该关注的领域。完成一款智能家电，家电企业可能要和5种不同领域的企业合作对接，沟通成本高、周期较长，品质把控难度大。智能家电最终需回归其本身的家电属性，基于拓邦在产业链中的位置，T-Smart方案能够帮助客户聚焦主业。而拓邦采用开放生态，从需求规划到规模量产一站式全流程业务服务闭环，融合合作伙伴实现合作共赢。
- **T-Smart 方案优势：**（1）智能控制器领域，拓邦研发实力突出，拥有上百种家电品类的智能控制技术，2000多个智能控制器的解决方案，服务近千家客户，每年生产智能控制器上亿套。（2）拥有蓝牙、Wi-Fi、ZigBee、PLC等主流通讯方案的技术积累，有欧瑞博、乐鑫、庆科等主流硬件平台和模块的开发经验，确保能根据用户的需求，提供T-Smart模块、固件定制开发服务，使设备快速、稳定地联网。

图表 29：T-Smart 与其他平台广泛连接，互联互通



来源：拓邦股份，中泰证券研究所

- （3）T-Smart既可以接入品牌厂商自有云平台，也可以帮助厂商快速接入主流的第三方智能云平台，比如阿里智能、云智易、机智云、艾拉、智家365等，让产品可以快速获得更多用户，为合作的家电企业提供更广泛的销售渠道。T-Smart云服务主要包含第三方云接入、设备接入、移动应用接入、设备管理、用户管理、数据管理和分析等功能。（4）拓邦拥有完善的应用开发团队，可以为客户提供移动端和家电屏幕端的应

用开发服务。可以提供适配多种连接技术的 APP，并且具有强大的云端用户行为分析能力，便于后期进行用户画像，使得 APP 不只是远程操控。与阿里 YunOS 紧密合作，一个多月的时间就完成了将近 20 款家电的 YOC 智能化及 APP 开发工作。2016 年 5500 万元投资参股欧瑞博 10% 股权，加强智能 APP 服务能力。

- 物联网开启终端智能化时代，传统产业和产品有大量的智能化替代需求，任何平台或者互联互通都离不开智能控制器的基础控制作用。硬件是物联网的最佳入口，控制器作为底层控制端拥有天然的入口优势，硬件+云平台完成数据分析和后端服务的价值，将会从量变逐步发展到质变。

5.外延聚焦主业，加速布局跨行业控制器领域

- 拓邦股份愿景成为世界一流的智能控制系统方案服务商，发展规划上：第一，通过加大投资并购的力度，快速做大做强核心业务。公司在高端家电控制（智能家居）和工业控制等新兴领域进行了多年的布局，通过合作或参股方式，拓展在先进传感、机器人、人工智能、大数据技术应用等领域的投资布局和业务探索。第二，通过经营全球化，加快进入增长型国际市场的进程，如开拓巴西、印度等新兴国家增量市场。
- 收购研控自动化，拓展工业控制领域。2016 年，公司通过非公开发行募资 5.975 亿元，投资 2.475 亿元收购并增资研控自动化 55% 的股权，2016 年 3 月 31 日纳入合并报告范围。研控自动化主要产品涵盖运动控制器、步进驱动系统、伺服驱动系统三大类，伺服系统领域搭建了完整的平台和构架，其 PSDD、AR 系列产品采用先进的空间矢量控制算法性能优异，控制器方面围绕基于 ARM+FPGA 内核的四轴运动控制平台，逐步开发出了单轴、三轴、四轴运动控制器、控制卡等多种产品。根据《2014 年中国通用运动控制产品市场研究报告》显示，2014 年研控自动化市场占有率达 13%，位居市场第二位。公司承诺 2015-2017 年净利润分别不低于 2000 万元、2500 万元和 3000 万元。2016 年研控自动化实现营收 1.15 亿元，净利润 2587.38 万元，净利润率 22.49%。
- 公司原有高能电机及控制业务 2016 年取得较大突破，实现营收 1.33 亿元，同比增长 328%。高能电机作为洗衣机、抽油烟机家用电器的核心部件，技术门槛较高，与公司的相关领域智能控制器协同作用明显。借助并购研控自动化，拓邦股份预计将能向工业控制领域的客户提供运动控制系统的整体解决方案，打造集工业控制、驱动、电机为一体化的产业链，形成新的利润增长点。
- 收购合信达，进入燃气控制领域。2016 年，拓邦以 1.2 亿元收购新三板挂牌公司合信达 100% 股权，2016 年 12 月 21 日纳入合并报表范围。合信达 2015 年度净利润 904.01 万元，2016H1 收入利润分别增长 50.57% 和 216.01%，开启高速增长通道。通过收购合信达实现了燃烧系统及暖通系统的智能控制器、温控器及控制系统产品线扩充，快速进入燃气控

制领域，扩大在客户端控制器的市场份额。拓邦将帮助合信达搭建智能供暖燃烧平台，同时借助拓邦成熟的管理平台和优秀的供应链资源，合信达的盈利能力也将得到较大提升。

- **外延式发展加快拓展物联网生态圈。**拓邦股份 2016 年外延式并购上实现“2+2”：二个并购，二个参股。通过收购研控科技和合信达，实现向工控领域和燃气控制领域的拓展。另外公司还用自有资金投资参股了欧瑞博和大咖光电。欧瑞博是一家“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，在智能家居系统及智能公寓应用平台已有成熟案例；大咖光电主要优势是光学设计和图像处理，技术可用于工业内窥镜。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，外延式发展加速建立公司物联网生态圈。
- **全国布局扩大产能，海外设立子公司，经营全球化拓展国际市场。**公司一方面通过提高设备的自动化程度，并结合公司的柔性化生产，提升现有产能；另一方面快速、充分利用惠州工业园一期产能（已完成），加速建设惠州工业园二期（2018 年达产，预计产能翻两倍）、苏州工业园区（拟 5 亿元筹建苏州子公司）、印度工业园（投资 1 亿-1.5 亿元，预计 2018 年投入使用），可以满足公司后续产能、业务扩张。公司已经形成以深圳、惠州为中心的珠三角基地，以苏杭为中心的长三角基地，以重庆为中心的西南地区基地，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。公司将形成深圳、惠州、苏州、印度等地共同发展产业布局。
- **整合锂电池业务，形成一体两翼的业务形态。**新能源锂动力电池主要应用于储能和新能源汽车。由于行业受政策的影响比较大，具有较大的不确定性和政策依赖性。2016 年底，对新能源业务进行了战略调整，重点投入储能市场，原有新能源汽车厂继续合作，同时加大储能应用领域的市场开拓和产品开发，将已有产能充分利用。材料体系方面，以磷酸铁锂为主，同时会研发更高能量密度的产品应用于储能市场。公司以智能控制器核心，与高效电机、新能源形成一体两翼的业务形态。智能控制器客户同时存在电机和电池产品需求，如电动工具类客户，未来公司将继续加强业务协同、突出重点。

6. 盈利预测与投资建议

- 投资建议：**拓邦股份是国内家电智能控制器龙头，并通过外延式发展不断拓展跨行业智能控制器领域，受益于物联网时代智能控制器行业的高景气度，公司业绩进入高速成长期。公司 2017Q1 业绩同比翻倍增长，预告 2017H1 同比增长 60%~90%。我们预计公司 2017-2019 年净利润 2.08 亿、3.01 亿和 4.35 亿元，EPS 分别为 0.31 元/0.44 元/0.64 元，对应 PE 估值分别为 31.62X/21.87X/15.16X，公司成长性突出，估值低于同行业平均水平，首次覆盖给予“买入”评级，6 个月目标价 15 元。

图表 30：拓邦股份盈利预测

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	999.2	1,115.4	1,446.0	1,827.1	2,387.4	3,160.3	4,259.5	5,768.6
增速	4.10%	11.64%	29.63%	26.36%	30.67%	32.37%	34.78%	35.43%
净利润 (百万元)	40.5	65.1	80.6	144.3	208.4	301.3	434.6	600.8
增速	17.02%	60.63%	23.88%	78.96%	44.42%	44.57%	44.27%	38.23%
毛利率	20.44%	20.92%	18.63%	22.09%	23.83%	24.87%	25.89%	26.03%
销售费用率	4.30%	3.85%	3.33%	3.64%	3.61%	3.52%	3.59%	3.57%
管理费用率	9.80%	9.13%	8.98%	9.62%	9.62%	9.62%	9.62%	9.62%
财务费用率	0.93%	0.03%	-1.30%	-1.23%	-0.16%	-0.18%	-0.12%	-0.10%
净利率	4.06%	5.84%	5.58%	7.90%	8.73%	9.53%	10.20%	10.41%
ROE	7.97%	11.75%	8.32%	8.42%	9.56%	12.60%	16.13%	19.29%
EPS (元)	0.06	0.10	0.12	0.21	0.31	0.44	0.64	0.88
PE	162.50	101.16	81.66	45.63	31.62	21.87	15.16	10.97

来源：wind，中泰证券研究所

图表 31：可比公司估值对比

股票代码	公司简称	市值 (亿)	股价 (元)	EPS			PE			PB
				2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016
002402.SZ	和而泰	73.33	8.83	0.14	0.21	0.29	63.07	42.66	30.63	6.64
300279.SZ	和晶科技	52.85	32.96	0.45	0.99	1.39	72.68	33.30	23.78	3.22
300543.SZ	朗科智能	67.60	56.33	1.53	1.60	1.70	36.82	35.21	33.14	11.33
300131.SZ	英唐智控	89.20	8.34	0.19	0.26	0.31	43.89	32.25	26.89	5.02
均值							54.12	35.85	28.61	6.55
002139.SZ	拓邦股份	65.30	9.60	0.21	0.32	0.47	45.25	30.45	20.54	3.75

来源：wind，中泰证券研究所（注：股价对应日期 2017 年 6 月 2 日）

7.风险提示

- **智能控制器下游行业应用不及预期；**
公司下游客户涵盖家用电器、电动工具、工业控制、医疗器械等多个领域，可能存在终端智能化渗透率发展缓慢，使得智能控制器行业市场增长不及预期的风险。
- **大家电等厂商专业化分工趋势缓慢；**
国内家电巨头主要还是走规模化路线，讲究大而全，智能控制器等配件较多由自己生产，而国外主要由第三方专业供应商承担，目前国内已有家电厂商开始体现出专业化分工这种趋势，存在大家电厂商智能控制器外放比例在较长时间持续较低的风险。
- **外延式发展带来的收购整合风险；**
2016年公司收购研控科技和合信达，实现向工控领域和燃气控制领域的拓展。外延发展加速布局跨行业控制器领域，对收购标的整合、协同存在一定不确定性，相关标的有业绩不达预期的可能性。
- **汇兑损失的风险**
公司海外收入快速增长，收入占比超过 50%，人民币汇率波动将对公司收入产生一定影响。

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,446.0	1,827.1	2,387.4	3,160.3	4,259.5	成长性					
减: 营业成本	1,176.5	1,423.5	1,818.5	2,374.3	3,156.6	营业收入增长率	29.6%	26.4%	30.7%	32.4%	34.8%
营业税费	6.4	10.8	11.1	15.8	22.1	营业利润增长率	23.2%	88.1%	45.1%	47.1%	46.6%
销售费用	48.1	66.4	86.1	111.3	152.8	净利润增长率	23.9%	79.0%	44.4%	44.6%	44.3%
管理费用	129.9	175.8	229.7	304.0	409.8	EBITDA增长率	1.2%	76.3%	64.6%	47.4%	43.6%
财务费用	-18.8	-22.6	-3.8	-5.6	-5.2	EBIT增长率	-3.7%	106.8%	65.5%	47.1%	47.4%
资产减值损失	18.2	15.7	14.8	16.2	15.6	NOPLAT增长率	-1.3%	104.0%	64.4%	47.1%	47.4%
加: 公允价值变动收益	-0.5	-0.2	0.3	-0.1	-0.0	投资资本增长率	10.8%	185.5%	12.1%	9.5%	31.4%
投资和汇兑收益	2.5	7.6	7.6	7.6	7.6	净资产增长率	74.0%	89.3%	25.4%	9.4%	12.5%
营业利润	87.6	164.8	239.1	351.6	515.4	利润率					
加: 营业外净收支	3.8	14.6	7.4	8.6	10.2	毛利率	18.6%	22.1%	23.8%	24.9%	25.9%
利润总额	91.4	179.4	246.5	360.3	525.6	营业利润率	6.1%	9.0%	10.0%	11.1%	12.1%
减: 所得税	12.1	25.9	37.0	54.0	78.8	净利润率	5.6%	7.9%	8.7%	9.5%	10.2%
净利润	80.6	144.3	208.4	301.3	434.6	EBITDA/营业收入	7.3%	10.2%	12.8%	14.2%	15.2%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	4.8%	7.8%	9.9%	11.0%	12.0%
货币资金	458.0	359.4	788.5	852.2	666.8	运营效率					
交易性金融资产	0.8	0.6	0.9	0.8	0.8	固定资产周转天数	42	59	87	97	91
应收账款	409.3	582.4	677.2	985.9	1,281.1	流动营业资本周转天数	11	40	59	36	38
应收票据	60.3	108.1	143.9	152.0	261.8	流动资产周转天数	216	269	273	255	227
预付账款	4.2	6.3	12.3	6.5	20.3	应收账款周转天数	92	98	95	95	96
存货	139.7	205.1	220.9	333.8	413.3	存货周转天数	33	34	32	32	32
其他流动资产	7.3	387.2	132.8	175.8	231.9	总资产周转天数	325	428	442	402	352
可供出售金融资产	10.4	65.4	20.0	20.0	20.0	投资资本周转天数	106	169	203	170	153
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	3.6	3.6	3.6	3.6	ROE	8.3%	8.4%	9.6%	12.6%	16.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.9%	5.7%	6.6%	7.9%	10.1%
固定资产	171.7	422.8	733.2	977.2	1,172.7	ROIC	14.8%	27.3%	15.7%	20.6%	27.8%
在建工程	214.4	130.2	65.1	32.5	16.3	费用率					
无形资产	95.0	137.2	121.7	106.2	90.8	销售费用率	3.3%	3.6%	3.6%	3.5%	3.6%
其他非流动资产	57.4	307.1	233.5	250.5	262.3	管理费用率	9.0%	9.6%	9.6%	9.6%	9.6%
资产总额	1,628.7	2,715.3	3,153.5	3,897.0	4,441.6	财务费用率	-1.3%	-1.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
短期债务	-	2.6	-	-	-	三费/营业收入	11.0%	12.0%	13.1%	13.0%	13.1%
应付账款	440.2	580.3	504.2	994.1	1,051.8	偿债能力					
应付票据	137.6	153.5	221.9	260.6	385.6	资产负债率	40.3%	32.2%	26.8%	35.2%	36.1%
其他流动负债	70.6	126.2	111.5	109.5	154.5	负债权益比	67.5%	47.5%	36.7%	54.4%	56.4%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.67	1.91	2.36	1.84	1.81
其他非流动负债	8.1	11.8	8.3	9.4	9.8	速动比率	1.45	1.67	2.10	1.59	1.55
负债总额	656.5	874.4	846.0	1,373.6	1,601.8	利息保障倍数	-3.66	-6.30	-61.64	-62.04	-98.79
少数股东权益	3.3	127.1	128.2	133.2	145.4	分红指标					
股本	262.7	453.8	680.7	680.7	680.7	DPS(元)	0.07	0.10	0.09	0.13	0.19
留存收益	844.9	1,398.2	1,498.6	1,709.5	2,013.8	分红比率	56.1%	47.1%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	972.2	1,840.8	2,307.6	2,523.4	2,839.8	股息收益率	0.7%	1.0%	0.9%	1.4%	2.0%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	79.3	153.5	208.4	301.3	434.6	EPS(元)	0.12	0.21	0.31	0.44	0.64
加: 折旧和摊销	38.9	46.2	70.1	104.0	136.3	BVPS(元)	1.42	2.52	3.20	3.51	3.96
资产减值准备	18.2	15.7	-	-	-	PE(X)	81.7	45.6	31.6	21.9	15.2
公允价值变动损失	0.5	0.2	0.3	-0.1	-0.0	PB(X)	6.8	3.8	3.0	2.8	2.4
财务费用	0.4	-	-3.8	-5.6	-5.2	P/FCF	382.9	-9.7	126.5	39.7	-119.0
投资收益	-2.5	-7.6	-7.6	-7.6	-7.6	P/S	4.6	3.6	2.8	2.1	1.5
少数股东损益	-1.3	9.2	1.2	5.0	12.2	EV/EBITDA	57.2	29.9	19.1	12.8	9.2
营运资金的变动	-11.4	-455.2	149.8	43.7	-338.1	CAGR(%)	56.9%	42.8%	48.9%	56.9%	42.8%
经营活动产生现金	144.1	187.6	418.4	440.7	232.2	PEG	1.4	1.1	0.6	0.4	0.4
投资活动产生现金	-260.0	-864.9	-247.6	-292.1	-292.4	ROIC/WACC					
融资活动产生现金	382.8	550.9	258.4	-84.8	-125.2	REP					

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。