



买入

51% ↑

目标价格:人民币 15.02

002139.CH

价格:人民币 9.98

目标价格基础:33倍 18年市盈率

板块评级:未有评级

本报告要点

- 苹果发布 HomePod 抢滩智能家居入口, 公司作为智控龙头重点受益智能家居加速。
- 家居智能化、物联化推升行业门槛, 公司作为龙头受益行业集中度提升。
- 内生外延巩固核心竞争力, 智控龙头将迎最好时代。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	8.1	2.3	6.2	15.3
相对深证成指	12.7	6.5	11.7	20.0

发行股数(百万)	680
流通股(%)	78
流通股市值(人民币 百万)	5,067
3个月日均交易额(人民币 百万)	138
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6月2日收市价为标准

相关研究报告

《拓邦股份: 物联加速业绩, 智能打造未来》
2017.5.23

《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

苹果发布 HomePod, 智能家居加速利好智控龙头

苹果于 28 届 WWDC 发布 HomePod 智能音响产品, 抢滩智能家居入口有望加速智能家居时代到来。公司作为智控龙头将受益智能化、物联化带来智控升级以及中高端产品集中度提升。维持目标价 15.02 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 苹果发布 HomePod 抢滩智能家居入口, 公司作为智控龙头重点受益智能家居加速。HomePod 内置 Siri 并与 HomeKit 深度集成配合 Siri 可实现整个智能家居设备的控制。智能音响被广泛认为是智能家居的入口, Amazon 的 Echo 以及 Google 的 GoogleHome 已取得巨大的成功, 此次苹果入局将有望配合其生态加速智能音响以及智能家居的普及。我们认为, 智能家居的建设将推动智能控制器软硬件技术和渗透率的提升。公司作为龙头具备卡位优势, 并先后通过入股欧瑞博、联合阿里、推出 T-smart 解决方案等巩固智能家居布局, 将重点受益智能家居生态建设的加速。
- 家居智能化、物联化推升行业门槛, 公司作为龙头受益行业集中度提升。智能控制器作为家电产品的控制中枢, 是家居智能化、物联化升级的关键所在, 公司可提供从智能门锁、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解决方案, 完整涵盖了智能家庭的方方面面。我们认为, 下游需求量及相应设计复杂度的大幅提升, 考验厂商研发能力, 推升行业集中度。公司作为龙头在市场和研发、制造方面都极具优势, 公司客户结构受益行业集中度提升持续优化, 数十家千万级客户营收占比超 80%, 已快速增长成为中坚力量。
- 内生外延巩固核心竞争力, 智控龙头将迎最好时代。公司深耕智能控制器行业具备行业领先的设计、生产, 以及快速响应客户需求的能力。公司一方面加速 OEM 转型 ODM/JDM 带来毛利率提升, 另一方面内生外延布局更多智控领域。智能控制器作为物联网和智能化的升级核心, 叠加订单继续向中国转移以及家电厂商订单在品牌运营战略下的由收到放, 公司作为龙头正迎来最好时代。

评级面临的主要风险

- 智能控制器升级趋势放缓, 智能家居建设不及预期等。

估值

- 预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 0.31 元、0.46 元、0.61 元。参考可比公司并考虑公司布局优势和研发优势, 给予公司 2018 年动态市盈率 33 倍, 12 个月目标价 15.02 元, 维持买入评级。

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)	31.3	30.2	31.2	21.1	15.7
价格/每股现金流量(倍)	17.5	23.2	30.5	13.6	18.3
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)	58.8	34.6	20.0	12.1	9.0
每股股息(人民币)	0.172	0.150	0.123	0.205	0.306
股息率(%)	1.8	1.6	1.3	2.1	3.2

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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)	31.3	30.2	31.2	21.1	15.7
核心业务市盈率(倍)	31.1	29.8	30.8	20.9	15.6
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	2.7	2.5
价格/现金流(倍)	17.5	23.2	30.5	13.6	18.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	58.8	34.6	20.0	12.1	9.0
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

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