

拓邦股份(002139)/电子制造
中报超预期, 智能控制器龙头进入高成长期
评级: 买入(维持)

市场价格: 10.65

目标价格: 15

分析师: 李伟

执业证书编号: S0740516110001

Email: liwei@r.qizq.com.cn

联系人: 耿琛

Email: gengchen@r.qizq.com.cn

分析师: 陈宁玉

执业证书编号: S0740517020004

Email: chenning@r.qizq.com.cn

联系人: 樊生龙

电话: 021-20315180

Email: fansl@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	680
流通股本(百万股)	528
市价(元)	10.65
市值(百万元)	7,244
流通市值(百万元)	5,621

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 万物互联时代, 智能控制器龙头进入高成长期-20170607

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

备注:

投资要点

- 公告摘要:** (1) 公司发布 2017 年中报, 实现营业收入 120,251.82 万元, 同比增长 63.05%; 实现营业利润 11,163.77 万元, 同比增长 94.23%; 实现净利润 9,395.15 万元, 同比增长 89.15%。(2) 公司预计 2017 年 1-9 月, 净利润变动区间 15,781.28-18,937.53 万元, 同比增长 50%-80%。
- 中报业绩超预期, 收入快速增长, 毛利率进一步提升。**公司 2017H1 收入利润大幅增长, 利润增速 89.15%, 为预告净利润增速 60%~90% 的上限, 超出市场预期。公司发挥“智能控制+电机+电池”的业务协同优势, 三大类业务收入分别增长 54.60%、76.27%和 135.51%。变频类、屏幕式、嵌入式等高端类产品量产订单增加, 推动产品均价和附加值提升; 家用电器和电动工具类客户数量和质量稳步提升, 燃气控制、园林工具、机器人等领域客户订单量产规模扩大, 战略性大客户合作推进顺利。业务模式持续优化, ODM/JDM 比例持续提升, 综合毛利率进一步提升至 24.40%, Q2 单季度环比提升近 1 个百分点。同时, 公司预告 2017Q1-Q3 净利润变动区间 1.58 亿~1.89 亿元, 全年业绩增长有望超预期。
- “智能+”战略升级, 加速智能物联产业布局, 目标全球一流的智能控制系统方案服务商。**公司积累了大量通用技术, 覆盖智能控制算法、变频、传感、人机交互、加热、制冷、电源等十余个领域。形成了系列化产品解决方案, 覆盖白色家电、小家电、电动工具、园林工具、智能硬件等领域。2016 年公司在同类行业上市公司中研发投入占比最大, 2017H1 研发投入 9206 万元, 同比增长 51%, 为解决客户痛点、提高产品价值密度和客户满意度, 提高竞争壁垒。“T-SMART”一站式智能电器解决方案, 提供从智能控制器、通讯模块、云到 APP 一站式技术服务。公司在上半年入驻了阿里云 IOT 智能生活开放平台, 加速 IOT 生态进化, 投资参股了具有图像识别、深度学习等核心技术的深度搜索公司, 加速推进“智能+”战略。
- 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。**(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。随着智能控制器物联网和智能化升级, 控制器作为智能终端底层控制基础, 在碎片化的物联网连接中天然入口优势, 数据分析和后端服务的价值, 将会从量变逐步发展到质变。
- 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, 公司进入高速增长期。公司中报业绩增长超预期, 实际控制人增持及股权激励机制, 彰显管理层对未来发展信心。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, 公司成长性突出, 估值低于同行业平均水平, 维持“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的风险；市场竞争加剧的风险

图表 1: 拓邦股份盈利预测 (百万元)

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					

来源: 中泰证券研究所

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。