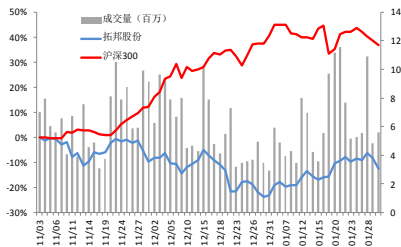


投资评级：买入（首次）

收盘价	15.24
目标价	20
上次目标价	

研究员

黄冲 执业证书编号：
 分析师 S1100514090001
 huangchong@cczq.com

股价走势图


拓邦股份：智能家居支撑估值，新能源汽车拉动增长

核心观点

- ◆ 公司是智能控制器行业的龙头。公司目前主要有三个产业方向：智能控制器产业、新能源产业、高效电机产业。智能控制器是公司目前利润流、现金流的主要来源，而新能源产业对于业绩的贡献也在逐年增加。
- ◆ 智能控制器相关公司的毛利水平处于持续下滑的趋势当中。公司于2012年开始积极进行战略转变，进行产品结构和客户结构的调整。产品结构方面，目前智能控制器业务中OEM产品份额逐渐减少，ODM产品份额上升。客户结构方面，目前公司已形成几个特大客户加一批中大型客户的格局。公司的这种战略转变已经扭转毛利率下滑趋势。
- ◆ 智能控制器是智能家居产品的核心部件。随着智能化家居产品的比例不断提升，智能控制器的渗透率也将持续提高，这将会利好于智能控制器的相关企业。投资者对于智能家居概念的关注度持续处于高位，这将有利于产业链上公司获得较高的估值。
- ◆ 公司的锂电池业务依托于深圳的新能源客车市场，我们预计2015年新能源汽车的销量仍将实现大幅上涨。公司现有锂电池产能约3000万Ah，定增方案通过后产能扩张预计产能可达到6000万Ah。我们预计在需求快速扩张的情况下，公司的产能可以全部消化。
- ◆ 我们预计公司2014-16年每股收益分别为0.31, 0.50, 0.72元。公司所处的智能家居和新能源汽车行业都属于极具发展前景的行业，给予公司2015年40倍PE，对应目标价20元，首次给予公司买入评级。

川财证券研究所

成都：
 交子大道177号中海国际B座17楼，610041
 总机：(028) 86583000
 传真：(028) 86583002

财务和估值数据摘要

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	960	999	1139	1481	1925
增速	-1.15%	4.10%	14.00%	30.00%	30.00%
归属母公司股东净利润（百万元）	33	41	67	108	157
增速	-51.95%	21.23%	65.09%	61.64%	45.55%
总股本（百万）	218	218	218	218	218
EPS	0.15	0.19	0.31	0.50	0.72
PE	102	80	49	30	21

目 录

公司介绍 智能控制器和锂电池双轮驱动.....	4
ODM 比例提高应对毛利下滑趋势.....	5
智能家居兴起，智能控制器受益.....	6
锂电池业务受益于新能源汽车的高增长.....	8
投资建议.....	10
风险提示.....	10

图表目录

图 1: 公司销售及毛利率	4
图 2: 公司整体及智能控制器锂电池业务收入增速	4
图 3: 公司分产品收入份额	4
图 4: 智能控制器和锂电池业务毛利率	4
图 5: ODM 与 OEM 的毛利比较	5
图 6: 智能控制器业务中 OEM 与 ODM 的业务占比	5
图 7: 智能家居产业链的巨头布局	6
图 8: A 股部分智能家居公司估值	6
图 9: 智能家居的核心是控制器	7
图 10: 智能家居市场主要参与者	7
图 11: 2014 年新能源汽车销量及增速	8
图 12: 截止 2014 年 11 月深圳市新能源汽车保有量	8
图 13: 可比公司 PE	10

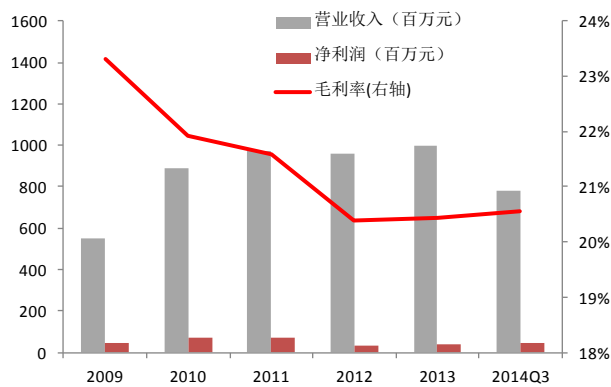
公司介绍 智能控制器和锂电池双轮驱动

公司是智能控制器行业的龙头，经过十几年的快速发展，已发展成为中国一流智能控制方案提供商，产业覆盖家电控制、高效照明、电机、电源、安防、工业自动化和数码电子等领域。随着新能源汽车产业的迅速发展，公司重点培育的新能源产业成为新的重要增长点。

公司目前主要有三个产业方向：智能控制器产业、新能源产业、高效电机产业。智能控制器是公司目前利润流、现金流的主要来源，而新能源产业对于业绩的贡献也在逐年增加。2014年上半年，智能控制器在营业收入中的占比约在 74%左右，锂电池的收入占比在 13%的水平。

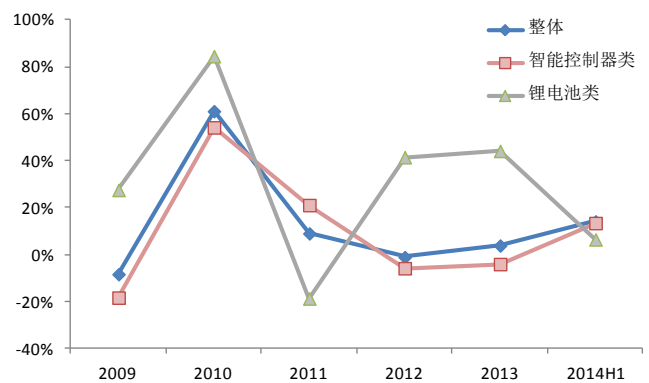
锂电池业务主要分为三个方面，电池保护板、移动电源和动力电池。而动力电池的主要应用是大巴和储能。公司目前已经通过了金龙、五洲龙等主流大巴厂的认证，主要依托深圳市场。一旦新能源客车的招标启动，将会为公司提供较大的业绩弹性。

图 1： 公司销售及毛利率



资料来源：公司年报、川财证券研究所

图 2： 公司整体及智能控制器锂电池业务收入增速



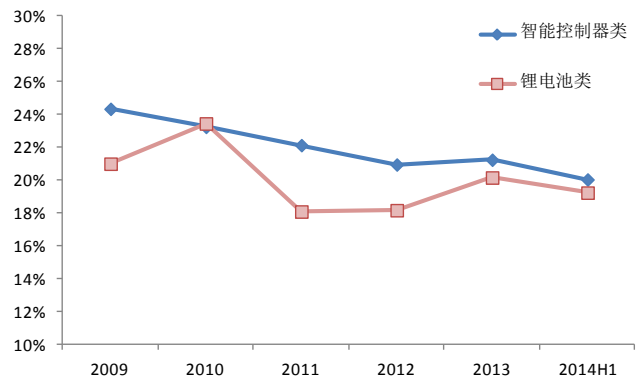
资料来源：公司年报、川财证券研究所

图 3： 公司分产品收入份额



资料来源：公司年报、川财证券研究所

图 4： 智能控制器和锂电池业务毛利率



资料来源：公司年报、川财证券研究所

ODM 比例提高应对毛利下滑趋势

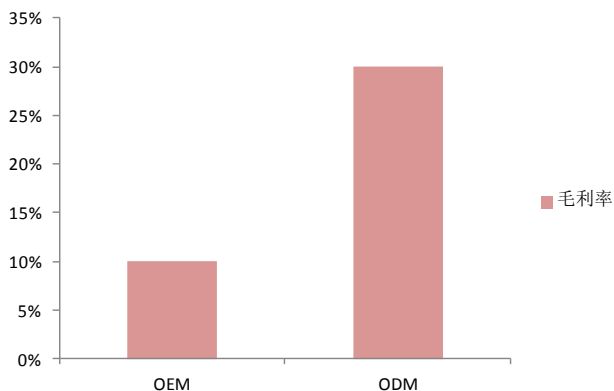
近年来，由于人工成本的上升，以及控制器下游主流家电厂商的销量增速下滑，智能控制器相关公司的毛利水平处于持续下滑的趋势当中。

面对这种趋势，公司于 2012 年开始积极进行战略转变，进行产品结构和客户结构的调整。产品结构方面，目前智能控制器业务中 OEM 产品份额逐渐减少，ODM 产品份额上升。而应用领域已由原来的传统家电领域拓展到电动工具、开关电源、工业控制、个人护理、家庭护理、医疗器械等领域。从毛利水平的比较来看，ODM 类产品的毛利率可以维持在 30% 以上，而传统的 OEM 业务的毛利率仅在 10% 附近。

随着公司的战略转型，目前公司的客户结构相比于竞争对手如和晶科技、和而泰等也有所不同。目前公司已形成几个特大客户加一批中大型客户的格局，特大客户是国内外知名品牌企业如格力、方太等，一些中大型客户是细分领域龙头企业，具备很好的增长潜力。

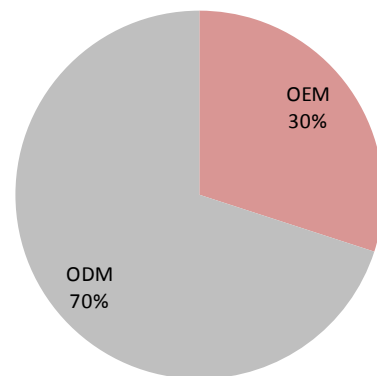
由于传统家电业务的竞争已经十分激烈，其上游配套商更多的沦为代工厂，能够提供附加值的业务已经不多。公司的产品结构和客户结构的转型有望使得主营业务毛利下滑趋势趋弱。2009 年以来，公司的毛利率水平持续下滑，但随着公司业务结构中较高附加值的 ODM 业务占比提升，预计未来毛利率下滑的趋势将会停止。

图 5: ODM 与 OEM 的毛利比较



资料来源：公司调研、川财证券研究所

图 6: 智能控制器业务中 OEM 与 ODM 的业务占比



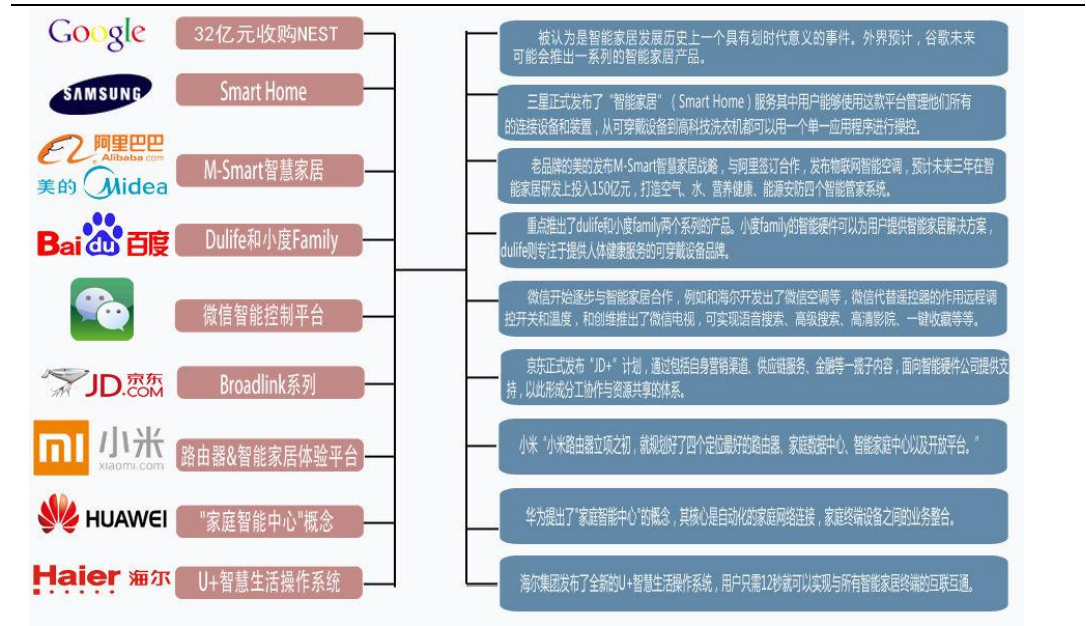
资料来源：公司调研、川财证券研究所

智能家居兴起，智能控制器受益

14年12月，小米和美的宣布建立战略合作，小米将持有美的集团股份为1.29%的股份。这一强强联合再次引发业界对于智能家居的热情。事实上，自2013年Google收购Nest以来，产业界对于智能家居的关注和投入就愈演愈烈。各大科技类公司、家电厂商乃至电商平台都在战略层面对智能家居进行了布局。上市公司当中，也有越来越多的公司涉足这一领域。

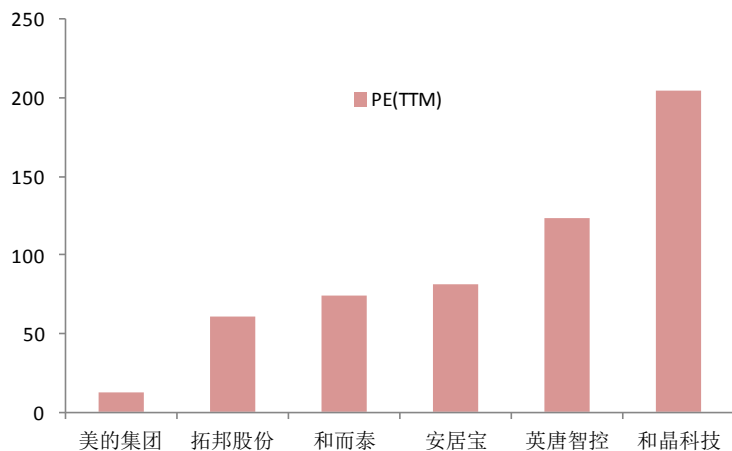
二级市场作为资本的风险标也对智能家居给予了极大的热情。这从智能家居产业链上的上市公司估值就可以看出。

图 7：智能家居产业链的巨头布局



资料来源：网易家居、川财证券研究所

图 8：A股部分智能家居公司估值



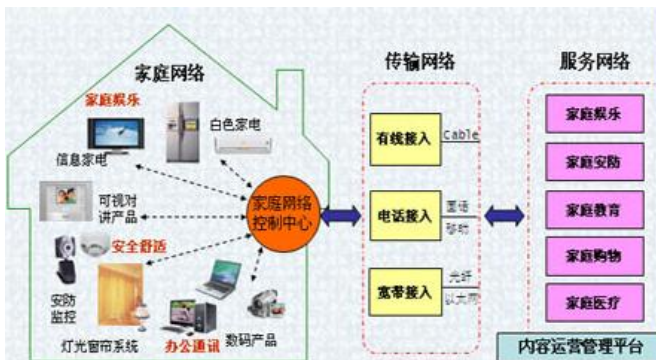
资料来源：Wind、川财证券研究所

同智能汽车（车联网）的情况类似，智能家居产业的全面爆发必须是建立在通信标准统一化的前提之下，而家庭网络的控制中心则是智能家居的入口。而对于这一入口的争取是智能家居产业链的利益核心，目前来看智能家居产业链的参与者包括传统的家电厂商、科技类公司、智能硬件提供者等等，利益格局仍不清晰。

目前业内所处的阶段，是下游的厂商进行单个智能产品推出的尝试。2014 年以来，产业内确实正在不断进行这样的尝试，如长虹发布了全球首款云图像识别冰箱——CHIQ，小天鹅出品的 i 智能精准投放洗衣机全系列等等。而几乎所有的智能家居单品都要用到智能控制器，智能控制器是智能家居产品的核心部件。随着智能化家居产品的比例不断提升，智能控制器的渗透率也将持续提高，这将会利好于智能控制器的相关企业。

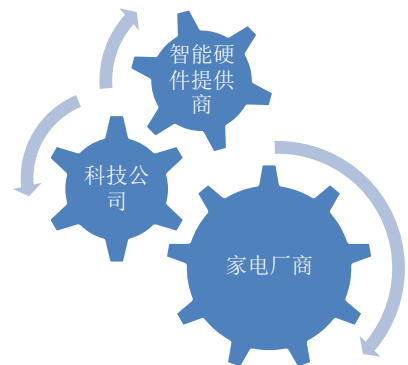
我们认为，投资者对于智能家居概念的关注度持续处于高位，这将有利于产业链上公司获得较高的估值。公司作为智能控制器领域的龙头，开展智能家居业务具有天然的优势。目前公司尚未全力开展智能家居云平台的建设，这为公司的后续发展也提供了动力。

图 9： 智能家居的核心是控制器



资料来源：Itophome、川财证券研究所

图 10： 智能家居市场主要参与者

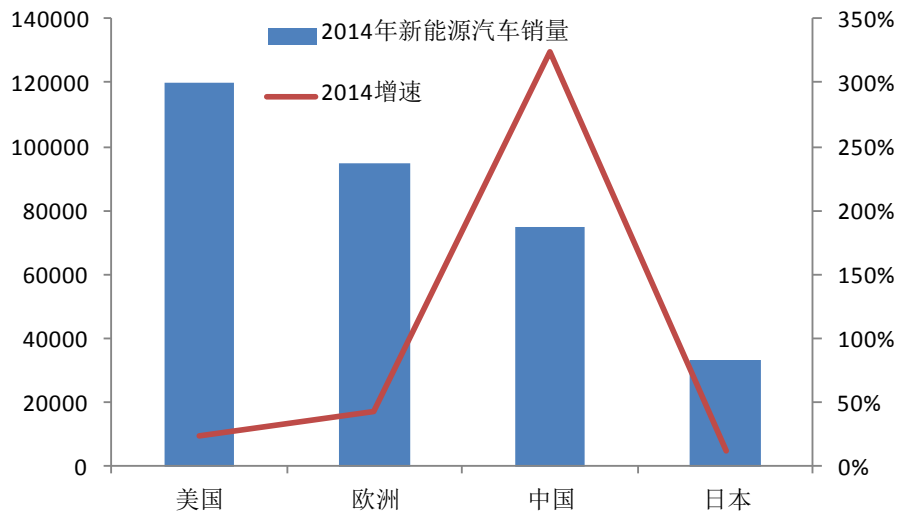


资料来源：川财证券研究所

锂电池业务受益于新能源汽车的高增长

2014年，中国新能源汽车销量实现了飞速的增长，增速达到了3倍以上。但是相比于十二五规划时期对于全社会新能源汽车保有量50万辆的目标仍然有较大的差距。可以预见，在十二五规划的最后一年，政府对于新能源汽车的支持和投入仍将继续，这从十三五新能源汽车补贴力度就可以看出。我们预计2015年新能源汽车整体销量有望达到20万辆的量级，其中新能源客车有望达到8万辆，增速仍将领先全球其他各个国家。

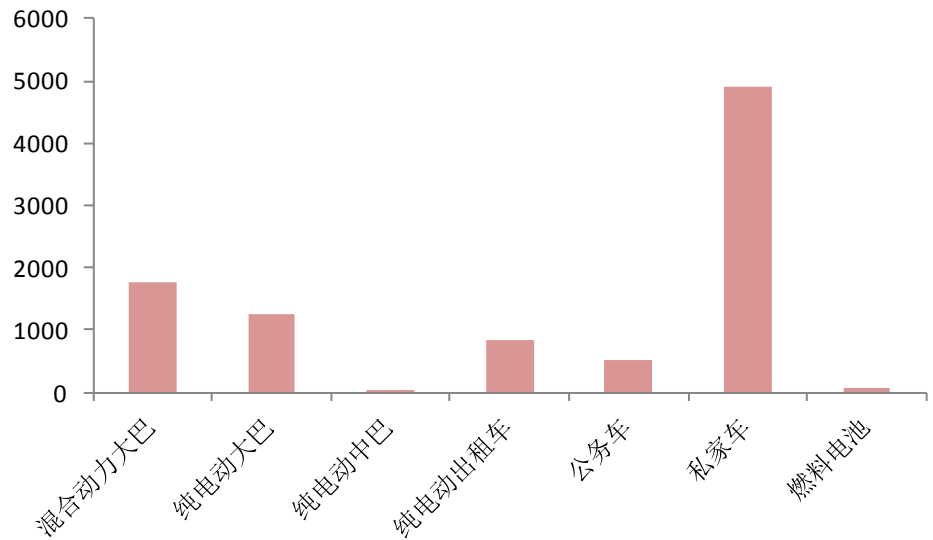
图 11：2014 年新能源汽车销量及增速



资料来源：川财证券研究所

公司在新能源汽车领域主要的市场位于深圳市地区。以深圳市为例，根据《深圳市新能源发展工作方案》，深圳市的目标是2015年推广新能源汽车总量超过2.5万辆，其中新能源公交车保有量达到4500辆以上，且要求新增纯电动通勤旅游客车2000辆以上。这就意味着深圳市新能源客车在2015年需要新增3000辆以上。同时，对于环卫车、物流车和私家车等也提出了目标和要求。

图 12：截止 2014 年 11 月深圳市新能源汽车保有量



资料来源：川财证券研究所

相比于私家车的推广，客车的发展更加确定，也更容易被政府所掌控，我们认为深圳市新能源客车的招标有望在一季度启动。

目前公司产品已经通过了北方汽车质量监督检验鉴定试验所的验证，并且样品也通过了金龙、五洲龙等主流电动大巴厂的装车试验，公司的锂电池业务主要依托于深圳市场。随着深圳市新能源客车市场的爆发，公司的锂电池业务有望实现快速增长。

公司现有锂电池产能约 3000 万 Ah，定增方案通过后产能扩张预计产能可达到 6000 万 Ah。我们预计 in 需求快速扩张的情况下，公司的产能可以全部消化。锂电池业务有望为公司带来业绩的提振。

投资建议

我们预计公司 2014-16 年每股收益分别为 0.31, 0.50, 0.72。公司所处的智能家居和新能源汽车行业都属于极具发展前景的行业, 我们对比了新能源汽车和智能家居两个行业的相关公司, 给予公司 2015 年 40 倍 PE, 对应目标价 20 元, 首次给予公司买入评级。

图 13: 可比公司 PE

	代码	公司	最新价 (1月28日)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PB
					13	14E	15E	13	14E	15E	
新能源汽车	002074.SZ	东源电器	19.90	50	0.12	0.31	0.53	166	64	37	11.75
	600884.SH	杉杉股份	17.74	73	0.45	0.55	0.69	40	32	26	2.14
	002108.SZ	沧州明珠	17.24	63	0.44	0.50	0.65	39	34	26	4.64
	002407.SZ	多氟多	21.29	47	0.07	0.09	0.36	304	237	59	3.22
平均								137	92	37	5
智能家居	002402.SZ	和而泰	19.95	33	0.35	0.30	0.45	57	66	44	3.85
	300183.SZ	东软载波	55.82	124	1.07	1.27	1.94	52	44	29	6.38
	300279.SZ	和晶科技	28.34	38	0.15	0.26	0.43	189	110	66	9.95
	300131.SZ	英唐智控	26.35	54	(0.04)	0.10	0.15		257	173	9.83
	平均							99	119	78	8
	002139.SZ	拓邦股份	15.29	33	0.19	0.30	0.51	80	51	30	5.97

资料来源: Wind, 川财证券研究所

风险提示

- 1) 新能源汽车发展低于预期, 公司锂电池业务没有突破。
- 2) 家电行业需求发生较大下滑。

附：拓邦股份盈利预测

	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	89118.85	97098.42	95981.61	99915.98	113904.22	148075.48	192498.13
同比 (%)	61.23%	8.95%	-1.15%	4.10%	14.00%	30.00%	30.00%
营业成本	69593.50	76132.33	76410.43	79494.91	90553.85	116239.25	150148.54
毛利率	78.09%	78.41%	79.61%	79.56%	79.50%	78.50%	78.00%
营业税金及附加	147.15	306.39	431.16	333.68	512.06	592.30	673.74
销售费用	3167.27	3782.91	4618.08	4294.11	4203.61	5182.64	6737.43
销售费用率	3.55%	3.90%	4.81%	4.30%	3.69%	3.50%	3.50%
管理费用	6980.38	7683.08	8973.47	9796.28	10667.42	13326.79	16362.34
管理费用率	7.83%	7.91%	9.35%	9.80%	9.37%	9.00%	8.50%
财务费用	415.39	668.62	584.20	930.53	(132.83)	(172.68)	(224.48)
财务费用率	0.47%	0.69%	0.61%	0.93%	-0.12%	-0.12%	-0.12%
资产减值损失	677.57	230.36	680.28	163.10	227.49	300.00	400.00
公允价值变动净收益	0.00	(118.56)	118.56	(55.69)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(2.61)	(145.39)	(121.20)	(351.01)	35.72	0.00	0.00
营业利润	8134.98	8030.77	4281.35	4496.68	7756.77	12607.17	18400.55
加：营业外收入	518.37	361.99	460.91	485.12	440.42	440.42	440.42
减：营业外支出	196.17	36.04	182.38	242.85	240.23	240.23	240.23
利润总额	8457.19	8356.72	4559.88	4738.95	7956.96	12807.36	18600.74
同比 (%)	60.04%	-1.19%	-45.43%	3.93%	67.91%	60.96%	45.23%
减：所得税	1236.08	1256.87	1214.31	824.06	1193.54	1921.10	2790.11
所得税率	14.62%	15.04%	26.63%	17.39%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	7221.10	7099.85	3345.58	3914.89	6763.42	10886.26	15810.63
减：少数股东损益	(16.59)	144.12	3.34	(136.96)	(74.34)	(74.34)	(74.34)
归属于母公司所有者的净利润	7237.70	6955.73	3342.24	4051.85	6689.08	10811.92	15736.29
净利润率	8.12%	7.16%	3.48%	4.06%	5.87%	7.30%	8.17%
增长率	61.04%	-3.90%	-51.95%	21.23%	65.09%	61.64%	45.55%
总股本 (百万股)	168.00	168.00	218.40	218.40	218.40	218.40	218.40
稀释每股收益 (元)	0.43	0.41	0.15	0.19	0.31	0.50	0.72

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。

©版权所有 2015 年川财证券有限责任公司