

拓邦股份 15 年业绩持续高增长

投资要点：

- 拓邦股份2014年业绩增速创出近年来的高点，主要原因包括：2012年起，公司逐渐缩减OEM订单的生产，而增加来自一些中大型客户ODM订单，目前公司ODM产品占比已经达到70%，毛利率水平也高达30%左右，远远高于OEM订单10%的水平；公司大力拓展智能控制器产品应用范围，产品应用领域已由原来低毛利率的传统家电领域拓展到盈利性更好的电动工具、开关电源、工业控制、个人护理、家庭护理、医疗器械等领域，目前，公司2014年第一名客户已经不是家电、半家电领域客户，而是电动工具客户；公司电机业务主要是供应控制器厂商，如公司第一大客户是电动工具客户，智能控制器业务的较快增长也拉动了电机业务的加快增长。
- 15年公司业绩仍将保持高增长，驱动因素包括：目前公司低毛利率的OEM家电控制器收入占比还有30%多，公司将继续提升高毛利率的ODM订单收入占比；公司具备提供全套智能家电解决方案的系统能力，这些产品的价格普遍高于传统家电控制器（高出大约40%左右），毛利率水平也较高，15年智能家居市场的启动有望拉动公司业绩；受深圳新能源客车招标推迟影响，公司14年用于纯电动大巴的锂电池销量很少，锂电池收入的贡献主要来自于海外储能用锂电池业务增长以及去年四季度物流车，低速车用锂电池销量的拉动，今年是深圳市政府加大力度推动新能源汽车的关键一年，受益于深圳市新能源市场的爆发，公司的锂电池业务有望实现快速增长，而公司也已经在产能上做好了准备，如目前公司2014年底锂电池产能约3600万Ah，公司将通过租用厂房等方式扩大产能一倍，锂电池业务收入明年翻番的可能性较大。
- 我们预计公司15年净利润增速约在45%-50%左右，15年PE估值37倍，在智能控制器上市公司中处于偏低水平。

公司财务数据及预测

项目	2012	2013	2014	2015
营业收入(百万元)	960	999	1,115	1,336
增长率(%)	-1.15%	4.10%	11.64%	19.80%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	33.42	40.52	65.21	95.34
增长率(%)	-51.95%	21.23%	60.94%	46.21%
毛利率%	20.39%	20.44%	20.80%	21.40%
净资产收益率(%)	6.74%	7.97%	12.21%	10.68%
EPS(元)	0.15	0.19	0.30	0.44
P/E(倍)	105.34	86.89	53.99	36.93
P/B(倍)	7.10	6.92	6.59	3.94

数据来源：民族证券

拓邦股份 (002139.SZ)

分析师：陈伟

执业证书编号：S0050510120008

Tel：010-59355914

Email：chenwei@chinans.com.cn

投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	维持
目标价格：	20

市场数据

市价(元)	16.12
上市的流通 A 股(亿股)	1.59
总股本(亿股)	2.18
52 周股价最高最低(元)	19.4-8.6
上证指数/深证成指	3141.59/ 11136.62
2014 年股息率	0.9%

52 周相对市场改变

14-2 14-4 14-6 14-8 14-10 14-12

相关研究

正文目录

业绩增速持续上升.....	3
15 年业绩继续呈现较高增长.....	3
财务预测.....	5

图表目录

表 1：公司估值水平在行业中偏低	4
------------------------	---

事件：拓邦股份全年公布 2014 年归属于上市公司股东净利润为 6,500.68 万元，同比增长 60.44%，增速位于预测的上限。

业绩增速持续上升

公司 2013 年以来业绩增速持续回升，归属于上市公司股东净利润增速从 13 年的 21% 上升至 2014 年的 60%，而从 14 年季度增速来看也保持持续上升的态势，从一季度的 34.9% 上升至年末的 60%。公司业绩持续好转的原因包括以下方面。

第一，公司产品与客户结构的不断改善。如从 2012 年起，公司逐渐缩减 OEM 订单的生产，而增加来自一些中大型客户 ODM 订单，目前公司 ODM 产品占比已经达到 70%，毛利率水平也高达 30% 左右，远远高于 OEM 订单 10% 的水平；公司大力拓展智能控制器产品应用范围，产品应用领域已由原来低毛利率的传统家电领域拓展到盈利性更好的电动工具、开关电源、工业控制、个人护理、家庭护理、医疗器械等领域，目前，公司 2014 年第一名客户已经不是家电、半家电领域客户，而是电动工具客户；公司不断优化客户结构，客户结构已形成以几个特大客户、一批中大型客户的格局，特大客户是国内外知名品牌企业，如伊莱克斯，德国伟嘉，格力等，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，如老板电器，苏泊尔等，由于这些龙头厂商更重视产品品牌的溢价，公司高品质的产品也就能更多获得价格溢价。

第二，公司新能源及电机业务已经成为重要的盈利增长点。如由于规模效应的体现，公司锂电池业务的盈利水平提高，中报显示毛利率水平为 19.3%，比 13 年同期提高了 1.15 个百分点；电机业务 2014 年增长较快，中报显示收入增速高达 78%，毛利率水平达到 15.7%，同期增加 13.8 个百分点，这主要因为公司电机业务主要是供应控制器厂商，如公司第一大客户是电动工具客户，由于它同时需要电机与智能控制器，智能控制器的增长也就与电机业务产生了较强的协同效应。

15 年业绩继续呈现较高增长

我们预计，基于以下原因，公司 15 年仍有较高增长的潜力。

第一，目前公司低毛利率的 OEM 家电控制器收入占比还有 30% 多，公司 15 年将继续提升高毛利率的 ODM 订单收入占比，而公司也有这方面的优势，如公司以领先的 ODM 设计能力获得国内外较多知名品牌的认可，并与它们建立了紧密合作关系，一些中高端产品已相继进入开发或小批量试产阶段，这些新产品毛利率水平较高，未来有望为公司贡献更多的业绩。

第二，为了尽快促进智能家电市场的成熟，15 年各大终端厂商都开始与互联网企业抱团共同加大对于智能家电产品的推广力度，这也会使得将有更多性价比高且能够兼容多种通讯与技术标准的智能家电产品有望进入市场获得消费者的认可，终端厂商对于上游智能控制器的需求也会因此受到提振，而公司这方面有充分的技术储备，并且已经通过与终端厂商的紧密合作获取了这方面业务发展的先机。如公司具备提供全套智能家电解决方案的系统能力，已有智能烤箱控制系统、灯光控制系统、云空调控制系统等多达十几种产品，并且部分产品已经实现批量销售，可满足多样化的智能家居的需求，例如烤箱智能控制系统已经在海尔卡萨帝系列烤箱上批量供货，云空调控制系统已向格力推广。由于这些产品的价格普遍高于传统家电控制器（高出大约 40% 左右），毛利率水平也较高，它们的快速增长有望拉动公司 15 年后业绩。

第三，受深圳新能源客车招标推迟影响，公司 14 年用于纯电动大巴的锂电池销量较少，锂电池收入的贡献主要来自于海外储能用锂电池业务增长，这也使得公司 14 年锂电池业务增长低于预期，上半年收入增速只有 6%，直到四季度受物流车，低速车用锂电池销量的拉动，收入增速才有所回升。但 15 年这种局面有望得到改变，如海外市场的储能业务方面，由于海外高电费国家的“太阳能发电-能量储存-家庭供电”的费用已经低于正常电价，

这些国家的储能市场需求正在逐步显现，公司 15 年正准备加大这些地区的业务布局，并已获得部分订单，储能用锂电池业务收入 15 年有望增长更快；再如 15 年是深圳市政府加大力度推动新能源汽车的关键一年，深圳市的目标是 2015 年通过财政补贴等多种政策手段推广新能源汽车总量超过 2.5 万辆，较 2014 年底增加近 1.5 万辆，这意味着新能源大巴的招标将在今年很快启动，而公司的产品也已获得了主要客户的认可，如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，并且样品已经通过了厦门金龙联合汽车、深圳市五洲龙汽车和上海中科深江电动车辆公司等主流电动大巴厂的装车试验，部分已经有小批量订单合作，可以预计受益于深圳市新能源市场的爆发，公司的锂电池业务有望实现快速增长，公司为需求的启动也已经在产能上做好了准备，如目前公司 2014 年底锂电池产能约 3600 万 Ah，公司将通过租用厂房等方式扩大产能一倍，锂电池业务收入明年翻番的可能性较大，由于收入的规模效应，锂电池业务的毛利率水平也有望提高，从而更进一步提升公司业绩。

我们由此预计，公司 15 年净利润增速有望保持 50%左右的高增长，而定增项目的投产还会增强公司 16 年后业务增长的潜力。如公司定增项目预计将在 2016 年底投产，预计智能控制器产能每年新增 1190 万台，年产锂动力电池 3,600 万安时，都为现有产能的 1 倍左右，这将会为公司每年带来 4.7 亿的收入，5463 亿元的净利润。

表 1：公司估值水平在行业中偏低

指标名称	和而泰	英唐智控	拓邦股份	和晶科技
销售净利率(%)	6.15	5.71	6.07	3.73
销售毛利率(%)	20.94	14.42	20.56	13.81
销售期间费用率(%)	13.36	21.97	12.94	9.05
2014 年 PE	62	134	52	110

资料来源：wind 资讯

财务预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	56,856	57,486	61,985	105,688	营业收入	960	999	1,115	1,336
现金	11,247	11,071	14,552	43,684	营业成本	764	795	883	1,050
应收账款	35,955	35,817	36,149	47,372	营业税金及附	4	3	4	4
其它应收款	1,442	698	790	992	营业费用	46	43	46	52
预付账款	884	1,205	1,117	1,644	管理费用	90	98	106	124
存货	7,326	8,396	9,077	11,697	财务费用	6	9	4	-3
其他	0	301	301	301	资产减值损失	7	2	2	0
非流动资产	27,479	28,693	27,522	33,448	公允价值变动	1	-1	-1	0
长期投资	3,212	2,432	1,200	1,200	投资净收益	-1	-4	2	0
固定资产	15,238	16,111	14,082	11,854	营业利润	43	45	71	108
无形资产	5,116	5,339	10,019	19,488	营业外收支	3	2	4	4
其他	3,913	4,811	2,221	906					
资产总计	84,335	86,179	89,506	139,136	利润总额	46	47	75	112
流动负债	33,565	34,142	41,074	47,427	所得税	12	8	10	17
短期借款	5,200	3,110	4,910	3,910	净利润	33	39	65	95
应付账款	26,784	28,005	32,883	39,508	少数股东损益	0	-1	0	0
其他	1,581	3,028	3,281	4,010	归属母公司净	33	41	65	95
非流动负债	430	570	640	620	EBITDA	71	78	117	161
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.15	0.19	0.30	0.44
其他	430	570	640	620	主要财务比				
负债合计	33,995	34,712	41,714	48,047	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	763	626	596	553	成长能力				
股本	21,840	21,840	21,840	25,533	营业收入	-1.15%	4.10%	11.64%	19.80%
资本公积金	5,404	5,891	5,891	34,253	营业利润	-46.69%	5.03%	58.27%	51.76%
留存收益	25,655	22,334	23,110	25,688	归属母公司净	-51.95%	21.23%	60.94%	46.21%
归属母公司股东权益	49,577	50,841	53,419	89,244	获利能力				
负债和股东权益	84,335	86,179	95,729	137,844	毛利率	20.4%	20.4%	20.8%	21.4%
现金流量表					净利率	3.5%	3.9%	5.8%	7.1%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	6.7%	8.0%	12.2%	10.7%
经营活动现金流	114	101	115	49	ROIC	7.5%	8.6%	-2.4%	19.5%
净利润	33	39	65	95	偿债能力				
折旧摊销	2,253	2,961	4,334	5,579	资产负债率	40.31%	40.28%	46.60%	34.53%
财务费用	681	1,793	382	-259	净负债比率		0	0	0
投资损失(收益前加-号)	680	163	200	0	流动比率	1.69	1.68	1.51	2.23
营运资金净变动(增加为负)	-4,492	-2,122	-3,998	7,440	速动比率	1.48	1.44	1.29	1.98
其它	957	-2,733	-868	-12,806	营运能力				
投资活动现金流	-75	-41	-50	-17	总资产周转率	1.14	1.16	1.25	0.96
资本支出	6,922	4,223	3,000	2,000	应收帐款周转	2.67	2.79	3.09	2.82
长期投资	632	0	0	0	存货周转率	10.43	9.47	9.73	8.98
其他	-7,630	-4,264	-3,050	-2,017	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-39	-57	-30	260	每股收益	0.15	0.19	0.30	0.44
短期借款	-4,913	-2,090	1,800	-1,000	每股经营现金	0.52	0.46	0.53	0.22
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.27	2.33	2.45	4.09
普通股增加	5,040	0	0	3,693	估值比率				
资本公积增加	-1,529	488	0	28,362	P/E	105.34	86.89	53.99	36.93
其他	1,363	1,546	-1,830	-30,795	P/B	7.10	6.92	6.59	3.94
现金净增加额	-1	3	35	291	EV/EBITDA	49.05	44.10	29.39	23.22

数据来源: 贝格数据, 民族证券

分析师简介

陈伟，毕业于对外经济贸易大学金融学硕士专业，10年证券从业经验，先后在中国证券报、东北证券、中国证券市场联合设计中心、民族证券等单位从事行业咨询以及证券研究工作，发表了几百篇各类证券分析评论，并担任多家证券媒体的证券观察员，对于资本市场政策、宏观经济、金融市场运行有着深刻的理解。

联系人简介

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)