

拓邦股份明确未来业绩高成长战略

投资要点：

- 拓邦股份通过这次收购，明确了未来发展战略，即成为世界一流的智能控制系统方案服务商，15年公司收入有望实现18亿，比去年增加60%左右，收入增量的来源包括：公司通过深耕大客户战略，发挥产品的协同优势有利于扩大公司的产品销售种类；公司不断利用自身技术优势推升智能控制器产品升级；公司不断拓展智能控制器应用的新兴领域，如智能家居控制器销量的快速增长有望拉动公司业绩；今年公司新能源收入有望达到2亿，增长61%。
- 16年公司有望实现明年30亿的收入，其中智能控制器收入预计将从15年15亿提高到明年20亿，收入增量来源包括：公司加大海外市场尤其是具有较大增长潜力地区的布局；随着国内家电龙头厂商更多将核心资源集中于品牌建设与技术研发，更多智能控制器产品将外包给第三方，公司作为国内市场份额排名第一厂商将受益；公司还将通过收购在特定领域具有竞争优势的智能家居企业，以进一步充实智能家居的产品线，强化公司智能家居控制器的市场领先优势；公司智能控制器定增项目预计将在2016年中投产，有望缓解目前产能紧张；新能源业务收入有望大幅增长至8-10亿。
- 公司通过收购深圳研控自动化获得了进军工业控制市场的良好契机，并有望在未来实现跨越式发展。而更重要的是，公司未来还将以深圳研控自动化为平台，收购更多能与研控自动化形成技术和市场互补的工控企业，以不断将产品向中、高端领域与客户拓展，以确定公司在工控领域的领先优势。
- 鉴于未来两年公司业绩高成长确定，给予公司15年80倍估值，15年目标价35元，相对于21元市价具有较大上升空间，给予增持评级。

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	1,790
增长率(%)	-1.15%	4.10%	11.64%	60.47%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	33.42	40.52	65.09	117.70
增长率(%)	-51.95%	21.23%	60.63%	80.83%
毛利率%	20.39%	20.44%	20.92%	21.00%
净资产收益率(%)	6.74%	7.97%	11.75%	7.52%
EPS(元)	0.14	0.17	0.27	0.49
P/E(倍)	186.02	153.45	95.52	52.82
P/B(倍)	12.54	12.23	11.22	3.97

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：	35

市场数据

市价(元)	25.7
上市的流通 A 股(亿股)	1.59
总股本(亿股)	2.42
52 周股价最高最低(元)	25.7-9.33
上证指数/深证成指	5023.1/ 17649.09
2014 年股息率	0.9%

52 周相对市场改变

14-6 14-8 14-10 14-12 15-2 15-4

相关研究

正文目录

战略明确消除公司未来成长不确定性	3
未来业绩高成长持续可期.....	3
工业控制领域确定市场优势.....	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：公司 2 日晚间发布增发预案，拟以不低于 18.52 元/股的价格非公开发行不超 32,262,419 股，募集资金不超过 59,750 万元用于收购研控自动化项目、拓邦意园(运营中心)建设项目及补充公司流动资金。

战略明确消除公司未来成长不确定性

拓邦股份通过这次收购，明确了未来发展战略，即成为世界一流的智能控制系统方案服务商，具体来说，就是在未来 5 年内，公司有望通过内生性增长在智能控制器与新能源双主业领域确定领先优势，实现 50 亿收入，以这次收购的深圳研控自动化为平台，通过外延式并购未来 5 年内确定公司在工业控制市场的优势，实现收入 100 亿。

就 15 年来看，公司收入有望实现 18 亿，比去年增加 60%左右，分类别来看，智能控制器预计 15 亿，比 14 年增加 70%，收入增量的来源包括：公司通过深耕大客户战略，发挥产品的协同优势采取了很好的成效，如 2014 年全球电动工具前三 TTI 已经成为公司第一大客户，收入贡献已经从 13 年的 2 千万增加到 14 年 1 亿，预计今年将增加到 2 个多亿，原因就在于公司从最初为 TTI 提供电机，到之后提供相配套的控制器的锂电池等，由此扩大了公司的产品销售种类；公司不断利用自身技术优势推升智能控制器产品升级，如公司不断缩减不赚钱的 OEM 业务，而更多开始 ODM（目前 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），甚至是 JDM（共同联合设计生产）；再如公司不断拓展智能控制器应用的新兴领域，智能家居方面，公司智能家居控制器已经在与海尔、美的等龙头家电厂商使用，今年将有批量化的产品投入市场，预计销售收入将从 14 年的几百万到 8000 万，而由于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，智能家居控制器销量的快速增长有望拉动公司业绩；今年公司新能源收入有望达到 2 亿，增长 61%，原因包括：公司去年供给苹果的移动电源有望从 14 年的千万增加至 8 千万；去年出口海外的储能电池获得客户的高度认可，今年新增订单较多，收入有望从 14 年 2 千万增加至 4 千万；深圳新能源大巴的招标启动有利于公司锂电池收入大幅增加，如 1 台公交大巴就需要 50 万金额锂电池，公司获得订单的可能性比较确定；今年新能源产能将有大规模的释放，如公司已经利用自有资金提前于募集资金进行锂电池产能的建设，预计今年 6 月就能投厂，年底达产，届时产能将能扩张 1 倍。

业绩高成长持续可期

16 年公司有望实现明年 30 亿的收入，其中智能控制器收入预计将从 15 年 15 亿提高到明年 20 亿，收入增量来源包括：公司加大海外市场尤其是具有较大增长潜力地区的布局，如公司拟在印度建厂以更好把握当地家电市场快速启动带来的智能控制器产品需求；随着国内家电龙头厂商更多将核心资源集中于品牌建设与技术研发，更多智能控制器产品将外包给第三方，公司作为国内市场份额排名第一厂商将受益；公司还将通过收购在特定领域具有竞争优势的智能家居企业，以进一步充实智能家居的产品线，强化公司智能家居控制器的市场领先优势；公司智能控制器定增项目预计将在 2016 年中投产，预计智能控制器产能每年新增 1190 万台，有望缓解目前产能紧张。

新能源业务收入有望大幅增长至 8-10 亿，其原因包括：募集项目明年 6 月将提前半年投厂，届时生产线将从今年 2 条线扩张至 4 条线，锂电池产能将大规模释放；国内新能源客车市场的爆发将拉动公司锂电池销量迅猛增长；公司在海外已经布局作为能源互联网核心的能源管理系统，受益于国内能源互联网市场启动，作为能源管理系统的重要部分的储能电池业务将大幅增长；公司目前一部分开关电源控制器已经应用与能源管理系统，未来随着能源互联网市场的爆发，业务协同效应将带动相关的控制器产品销售增长。

工业控制领域确定市场优势

工业控制领域，公司通过收购深圳研控自动化获得了进军工业控制市场的良好契机，并有望在未来实现跨越式发展。

如公司收购研控自动化能在多方面实现双方的资源共享及业务协同效益，助力研控自动化的高速发展。首先是技术协同，这是因为研控自动化在自动化方面具有技术优势，而公司在网络化、信息化方面具有一定的技术实力，公司与研控自动化实现研发整合，将公司的物联网、通信技术、可视控制技术整合进研控自动化的自动化系统平台，实现自动化和信息化的融合，有利于推动研控自动化运动控制产品的升级，拓展运动控制器产品的市场应用，更加广泛的应用于各类智能装备；其次是资金资助，如研控自动化在步进系统领域已成为国内市场领先企业，市场份额居市场前列，但在伺服系统领域的技术优势还不大明显，在以前年度，受限于资金实力，在伺服系统和运动控制器领域的投入较少，获得公司增资后，将在伺服系统和运动控制器领域加大研发投入，保证未来运动控制、步进系统和伺服系统三大系列产品协同发展的目的；再次是产品协同，这是因为完整的运动控制系统由运动控制器、驱动器及电机组成，研控自动化在驱动器方面有优势，在工业控制器上也有长期的技术储备和积累，拓邦股份在智能控制和电机领域有竞争优势，两者的结合将使得公司可以向更多高端装备制造领域的客户提供运动控制系统的整体解决方案，以把握工业 4.0 快速推进的市场机遇；。

而更重要的是，公司未来还将以深圳研控自动化为平台，收购更多能与研控自动化形成技术和市场互补的工控企业，以不断将产品向中、高端领域与客户拓展，以确定公司在工控领域的领先优势。

鉴于未来两年公司业绩高成长确定，给予公司 15 年 80 倍估值，15 年目标价 35 元，相对于 21 元市价具有较大上升空间，给予增持评级。

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(%)	3.47	4.94	5.37	5.69
销售毛利率(%)	13.67	13.87	20.89	20.92
2015 年 PE	168	120	53	130

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	62,118	136,612	营业收入	960	999	1,115	1,790
现金	11,247	11,071	10,311	71,844	营业成本	764	795	882	1,414
应收账款	35,955	35,817	37,405	45,851	营业税金及附	4	3	4	6
其它应收款	1,442	698	1,158	1,400	营业费用	46	43	43	73
预付账款	884	1,205	305	1,463	管理费用	90	98	102	166
存货	7,326	8,396	12,427	15,855	财务费用	6	9	0	-12
其他	0	301	513	200	资产减值损失	7	2	10	9
非流动资产	27,479	28,693	31,757	68,466	公允价值变动	1	-1	-2	0
长期投资	3,212	2,432	1,059	5,059	投资净收益	-1	-4	-1	0
固定资产	15,238	16,111	16,561	22,725	营业利润	43	45	71	133
无形资产	5,116	5,339	7,190	8,250	营业外收支	3	2	4	2
其他	3,913	4,811	6,948	32,432					
资产总计	84,335	86,179	93,875	205,078	利润总额	46	47	75	135
流动负债	33,565	34,142	38,014	40,274	所得税	12	8	12	20
短期借款	5,200	3,110	2,000	1,900	净利润	33	39	63	115
应付账款	26,784	28,005	32,933	34,405	少数股东损益	0	-1	-2	-3
其他	1,581	3,028	3,081	3,969	归属母公司净	33	41	65	118
非流动负债	430	570	0	0	EBITDA	71	78	110	172
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.14	0.17	0.27	0.49
其他	430	570	0	0	主要财务比				
负债合计	33,995	34,712	38,014	40,274	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	763	626	459	157	成长能力				
股本	21,840	21,840	21,840	28,809	营业收入	-1.15%	4.10%	11.64%	60.47%
资本公积金	5,404	5,891	6,289	91,165	营业利润		5.03%	58.07%	86.99%
留存收益	25,655	22,334	23,110	27,273	归属母公司净	-51.95%	21.23%	60.63%	80.83%
归属母公司股东权益	49,577	50,841	55,402	156,598	获利能力				
负债和股东权益	84,335	86,179	93,875	197,029	毛利率	20.4%	20.4%	20.9%	21.0%
现金流量表					净利率	3.5%	3.9%	5.7%	6.4%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	6.7%	8.0%	11.7%	7.5%
经营活动现金流	114	101	111	52	ROIC	7.5%	8.6%	14.1%	21.6%
净利润	33	39	63	115	偿债能力				
折旧摊销	2,253	2,961	3,486	4,945	资产负债率	40.31%	40.28%	40.49%	19.64%
财务费用	681	1,793	200	-1,226	净负债比率		0	0	0
投资损失(收益前加-号)	680	163	1,034	900	流动比率	1.69	1.68	1.63	3.39
营运资金净变动(增加为负)	-4,492	-2,122	697	11,406	速动比率	1.48	1.44	1.30	2.99
其它	957	-2,733	-5,369	-16,088	营运能力				
投资活动现金流	-75	-41	-70	-342	总资产周转率	1.14	1.16	1.19	0.87
资本支出	6,922	4,223	7,104	26,000	应收帐款周转	2.67	2.79	2.98	3.90
长期投资	632	0	0	4,000	存货周转率	10.43	9.47	7.10	8.92
其他	-7,630	-4,264	-7,173	-30,342	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-39	-57	-41	906	每股收益	0.14	0.17	0.27	0.49
短期借款	-4,913	-2,090	-1,110	-100	每股经营现金	0.47	0.42	0.46	0.21
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.05	2.10	2.29	6.47
普通股增加	5,040	0	0	6,969	估值比率				
资本公积增加	-1,529	488	398	84,876	P/E	186.02	153.45	95.52	52.82
其他	1,363	1,546	671	-90,839	P/B	12.54	12.23	11.22	3.97
现金净增加额	-1	3	0	615	EV/EBITDA	78.56	70.82	50.21	39.05

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)