

拓邦股份打开业绩高成长空间

投资要点：

- 拓邦股份今年以来业绩保持了较快的增长，无论是收入还是净利润都较去年同期明显提高，分别比上年同期提高11.3和23个百分点，业绩增长较快增长的原因包括以下方面：公司不断通过持续优化产品结构、调整客户结构，扩大智能控制器应用领域，由此促进了智能控制器收入的较快增速，从去年的13.4%提速至32.7%；受益于锂电池产能扩张以及多个销售领域的突破，锂电池销售收入从去年的6.3%提高至今年33.6%；受益于公司持续推进内部管理体系优化以及业务规模效应的显现，销售与管理费用率降低，分别从去年4%下降至3.1%，9.2%下降至8%。
- 考虑到以下因素，公司未来业绩增长仍具有较高潜力：智能控制器业务方面，未来增长潜力来源与产品结构的升级以及国际化，如公司适应未来智能家电不断加快增长的趋势，加大对于高毛利率的智能家电控制器的研制与生产，特别是与庆科合作后，公司智能家居控制器产品的优势将得到强化，有望实现加速落地与推广；公司新能源业务也具有较大增长空间，如公司新能源的产能规模会随着市场需求的增长加快扩大；工业控制领域，公司近期收购了深圳研控自动化，借此进入了市场容量更大，盈利能力更强的工业控制市场，未来有望通过相互之间技术、产品、客户的协同实现跨越式发展。
- 考虑到公司未来业绩高成长潜力大，目前15年PE仅有48倍，在行业中偏低，继续给予增持评级。

公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	960	999	1,115	1,573
增长率(%)	-1.15%	4.10%	11.64%	41.00%
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	33.42	40.52	65.09	100.88
增长率(%)	-51.95%	21.23%	60.63%	55.00%
毛利率%	20.39%	20.44%	20.92%	19.90%
净资产收益率(%)	6.74%	7.97%	11.75%	6.51%
EPS(元)	0.14	0.17	0.27	0.41
P/E(倍)	27.00	51.00	50.00	48.18
P/B(倍)	9.80	9.56	8.77	3.14

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)	18.94
上市的流通 A 股(亿股)	1.62
总股本(亿股)	2.44
52 周股价最高最低(元)	35.3-12.25
上证指数/深证成指	3756.54/ 12711.56
2014 年股息率	0.9%

52 周相对市场改变

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

相关研究

正文目录

今年业绩高增长无忧	3
未来业绩增长潜力大	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 2015 年上半年营业收入同比增长 23.50%，净利润同比增长 59.78%。

今年业绩高增长无忧

今年以来，公司业绩保持了较快的增长，无论是收入还是净利润都较去年同期明显提高，分别比上年同期提高 11.3 和 23 个百分点，业绩增长较快的原因包括以下方面。

第一，公司不断通过持续优化产品结构、调整客户结构，扩大智能控制器应用领域，由此促进了智能控制器收入的较快增速，从去年的 13.4%提速至 32.7%。

如公司通过深耕大客户战略，发挥产品的协同优势促进了智能控制器收入增长：如公司最初为 TTI（全球电动工具前三）提供电机，随后将产品范围拓展至智能控制器，目前 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 年的 1 亿左右，今年以来公司也从 TTI 获得的更多智能控制器订单，由此使得用于电动工具的智能控制器收入占比提升较快。

再如公司不断缩减不赚钱的 OEM 性质的传统小家电控制器业务，而将控制器业务拓宽至较高毛利率的电动工具、开关电源、工业控制、个人护理、家庭护理、医疗器械等领域，并在一些高端细分领域占有较高市场份额，如公司去年与客户完成医疗领域智能控制器产品认证后，今年已经实现量产，为公司贡献了收入。

第二，受益于锂电池产能扩张以及多个销售领域的突破，锂电池销售收入增速从去年的 6.3%提高至今年 33.6%。

如公司 2014 年底锂电池产能约 3600 万 Ah，公司今年利用自有资金提前于募集资金进行锂电池产能的建设，今年 4 月已投厂，产能已经扩张了 1 倍；公司去年底通过苹果移动电源认证后，今年获得订单显著增长，收入有望从 14 年的千万增加至 8 千万左右；去年出口海外的储能电池获得客户的高度认可，今年获得更多新增订单，收入有望从 14 年 2 千万增加至 4 千万；今年受新能源汽车市场快速启动影响，公司用于通勤车上的锂电池也实现批量销售。

因此，今年锂电池收入将相对于去年大幅度增长，预计全年实现收入 2 亿元左右，而由于下半年锂电池产能爬坡更快，锂电池产能利用率更高，锂电池的毛利率状况也会比上半年更好。

第三，受益于公司持续推进内部管理体系优化以及业务规模效应的显现，销售与管理费用率降低，分别从去年 4%下降至 3.1%，9.2%下降至 8%。如公司对于事业部重叠的功能进行了调整，并收缩了部分不给公司带来盈利的业务，包括安防设备等，而更多聚焦于主业，这都有利于公司费用降低。

未来业绩增长潜力大

我们认为，考虑到以下因素，公司未来业绩增长仍具有较高潜力。

第一，智能控制器业务方面，未来增长潜力来源于产品结构的升级以及国际化。

如公司适应未来智能家电不断加快增长的趋势，加大对于高毛利率的智能家电控制器的研制与生产，目前公司智能家居控制器的产品已经应用在空调、冰箱、热水器等主流的家电产品中，并已经在海尔、美的等龙头的智能家电产品中试用，今年已取得批量化的产品收入，而近期公司与智能家居解决方案厂商庆科的合作将进一步扩大公司未来智能家电控制器增长空间。

如庆科将为公司提供智能家居操作系统、通讯模块、软件 APP、云端等多方面的技术支持，这无疑有利于降低公司开发智能家居控制器的成本，加快公司控制器产品的研发与生产的进程，而更重要的是，由于庆科还是阿里智能家居生态圈中的重要平台，与庆科的合作还将促进公司智能家居控制器融入阿里智能家居产品生态链中，从而加速公司产品的落地与推广。

再如公司瞄准新兴市场国家家电消费升级需求，近期印度设立全资子公司，迈出了国际化的第一步。目前，印度的家电饱和率还很低，未来随着印度经济的快速发展，家电产业链面临良好的发展机遇，公司提前布局有利于快速获取市场增长红利，充分挖掘印度市场增长的潜力。

第二，公司新能源业务也具有较大增长空间。

如公司新能源的产能规模会随着市场需求的增长加快扩大，公司今年募集资金的项目预计 2015 年年底部分产线可以提前投产，明年中达产，届时生产线将从现在的两条扩张至 6 条，产能达到 1 亿 Ah，满产收入有望达到 8 亿。

再如由于公司凭借储能电池与开关电源控制器业务的协同优势，目前向海外市场推出的能源管理系统具有较强的市场竞争力，未来受益于国内能源互联网市场启动，作为能源管理系统重要部分的储能电池和开关控制器业务都面临较好的增长前景。

新能源汽车方面，公司锂电池主要应用在电动大巴、低速电动车等领域，目前由于产能的限制，公司今年未能参加深圳电动大巴的招标，明年随着新增产能的到位，公司将重点开拓这一市场，由于公司在此领域具有较强的优势，目前已经获得深圳地区主要新能源客车公司的认证，考虑到公交大巴需要的锂电池金额大（一台大巴需要 50 万金额锂电池），且用于大巴的锂电池毛利率更高，未来这一领域锂电池业务也将给公司贡献更大的业绩。

此外，公司还积极拓宽产品的种类，如目前公司仅有磷酸铁锂电池，公司正在研发包括三元材料在内的锂电池等，它们有望应用在更广的市场领域，从而增加公司未来盈利点。

第三，工业控制领域，公司近期宣布了收购深圳研控自动化的公告，未来希望借此进入市场容量更大，盈利能力更强的工业控制市场，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，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，将公司的物物互联、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，有了公司的资助，未来研控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，它们分别相当于控制系统的“大脑”、“心脏”、“躯体”，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。

因此考虑到公司未来业绩高成长潜力大，目前 15 年 PE 仅有 48 倍，在行业中偏低，继续给予增持评级。

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	89	120	48	103

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	130,028	营业收入	960	999	1,115	1,573
现金	11,247	11,071	10,311	78,952	营业成本	764	795	882	1,260
应收账款	35,955	35,817	37,405	35,747	营业税金及附	4	3	4	6
其它应收款	1,442	698	1,158	1,089	营业费用	46	43	43	57
预付账款	884	1,205	305	1,270	管理费用	90	98	102	142
存货	7,326	8,396	12,427	12,769	财务费用	6	9	0	-13
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	65,425	公允价值变动	1	-1	-2	0
长期投资	3,212	2,432	1,059	3,059	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	114
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	31,391					
资产总计	84,335	86,179	93,875	195,453	利润总额	46	47	75	116
流动负债	33,565	34,142	38,014	32,287	所得税	12	8	12	17
短期借款	5,200	3,110	2,000	1,900	净利润	33	39	63	98
应付账款	26,784	28,005	32,933	27,057	少数股东损益	0	-1	-2	-3
其他	1,581	3,028	3,081	3,330	归属母公司净	33	41	65	101
非流动负债	430	570	0	0	EBITDA	71	78	110	151
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.14	0.17	0.27	0.41
其他	430	570	0	0	主要财务比				
负债合计	33,995	34,712	38,014	32,287	单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	763	626	459	200	成长能力				
股本	21,840	21,840	21,840	28,809	营业收入	-1.15%	4.10%	11.64%	41.00%
资本公积金	5,404	5,891	6,289	91,165	营业利润		5.03%	58.07%	59.88%
留存收益	25,655	22,334	23,110	27,273	归属母公司净	-51.95%	21.23%	60.63%	55.00%
归属母公司股东权益	49,577	50,841	55,402	154,916	获利能力				
负债和股东权益	84,335	86,179	93,875	187,404	毛利率	20.4%	20.4%	20.9%	19.9%
现金流量表					净利率	3.5%	3.9%	5.7%	6.2%
单位: 百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	ROE	6.7%	8.0%	11.7%	6.5%
经营活动现金流	114	101	111	91	ROIC	7.5%	8.6%	14.1%	17.9%
净利润	33	39	63	98	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%	16.52%
财务费用	681	1,793	200	-1,344	净负债比率				
投资损失(收益前加-号)	680	163	1,034	900	流动比率	1.69	1.68	1.63	4.03
营运资金净变动(增加为负)	-4,492	-2,122	697	5,483	速动比率	1.48	1.44	1.30	3.63
其它	957	-2,733	-5,369	-9,991	营运能力				
投资活动现金流	-75	-41	-70	-312	总资产周转率	1.14	1.16	1.19	0.80
资本支出	6,922	4,223	7,104	26,000	应收帐款周转	2.67	2.79	2.98	4.40
长期投资	632	0	0	2,000	存货周转率	10.43	9.47	7.10	9.87
其他	-7,630	-4,264	-7,173	-28,312	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-39	-57	-41	907	每股收益	0.14	0.17	0.27	0.41
短期借款	-4,913	-2,090	-1,110	-100	每股经营现金	0.47	0.41	0.45	0.37
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.03	2.08	2.27	6.34
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	27.00	51.00	50.00	48.18
其他	1,363	1,546	671	-90,838	P/B	9.80	9.56	8.77	3.14
现金净增加额	-1	3	0	686	EV/EBITDA	60.69	54.65	38.72	32.87

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)