



## 新能源业务迎来开门红, 主业保持稳定增长

- 事件:** 公司公告称, 其全资子公司深圳拓邦新能源技术有限公司与江苏陆地方舟新能源电动汽车有限公司签署了采购合同, 陆地方舟拟向拓邦新能源采购新能源车用纳米磷酸铁锂电池系统(含电芯、BMS等配件), 交易总金额为人民币3463.2万元, 合同双方已签署完毕。
- 锂电业务新年迎来开门红, 规模化应用和产能扩产将显著提升业绩。** 1) 陆地方舟是国内较早从事电动客车和电动物流车核心技术研发及生产的企业, 年产量达2万台。该合同的签订标志着公司在新能源汽车动力电池规模化应用方面再次取得实质性突破, 将有利于优化公司纳米磷酸铁锂电池业务的客户结构, 提升公司锂电池在新能源汽车市场的影响力。2) 公司目前还与金龙、五洲龙等国内主流电动大巴车厂和专用车厂建立了合作关系。公司锂电产线扩产后将实现年产能1亿Ah以上, 产能瓶颈有望突破。未来公司的锂电业务将受益于新能源汽车的销售增长, 后续发展值得期待。
- 国内智能控制器龙头, 业务拓展至多个领域。** 1) 公司在国内控制器上市企业中市场占有率第一, 已在家电、电动工具、个人护理等多个领域实现持续销售。公司与庆科合作切入主流物联网生态圈, 完善智能家居生态链, 为公司智能硬件和物联网产业的长期发展提供动力。控制器业务未来有望保持稳定增长。2) 公司近几年海外市场发展迅猛, 销售额已超过总收入的50%。去年12月成立了印度子公司, 印度家电市场规模超过120亿美元, 是公司海外市场未来一大看点。
- 拟收购研控自动化, 积极整合产业链。** 公司拟以非公开发行股票方式投资2.5亿元收购深圳市研控自动化55%的股权, 研控自动化是国内领先的运动控制整体解决方案企业。借助本次并购整合, 公司将智能控制业务延伸至工业控制领域, 可向客户提供“控制+驱动+电机”一体化解决方案, 有望从国内制造业转型升级的发展机遇中受益。
- 业绩预测与估值:** 我们看好公司锂电和控制器业务的成长性、以及在智能控制领域的一体化战略布局, 预计2015-2017年归母净利润复合增速为58.3%。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 锂电销售或不及预期; 智能控制器销售或不及预期; 收购的研控自动化发展或不及预期; 汇兑损失的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1115.44	1479.19	1951.59	2522.51
增长率	11.64%	32.61%	31.94%	29.25%
归属母公司净利润(百万元)	65.09	86.63	141.64	217.16
增长率	60.63%	33.10%	63.50%	53.32%
每股收益EPS(元)	0.25	0.33	0.54	0.83
净资产收益率ROE	11.35%	8.98%	13.39%	18.14%
PE	74	55	34	22
PB	8.57	5.09	4.64	4.10

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉

执业证号: S1250514080002

电话: 023-63786278

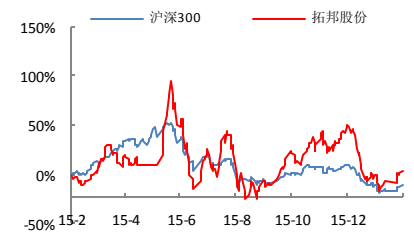
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

联系人: 杨镇宇

电话: 023-67563924

邮箱: yzyu@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	2.63
流通A股(亿股)	1.62
52周内股价区间(元)	13.25-35.3
总市值(亿元)	47.86
总资产(亿元)	14.32
每股净资产(元)	3.79

### 相关研究

## 盈利预测与投资建议

### 核心假设:

**1) 智能控制器类业务:** 公司近年来不断拓展智能控制器应用范围,除了在家电领域保持其传统优势外,在电动工具、开关电源、健康护理等非家电领域也取得突破,海外市场发展前景广阔,市场份额将不断提升,我们预计公司 2015-2017 年智能控制器产品营收平均增速 34%左右,由于家电控制器短期内仍占据较大比重,毛利率预计在 20%左右。

**2) 锂电类业务:** 锂电业务前景广阔,已实现金龙等部分客户的供货,且 2016 年扩产后将有效释放产能,有望迎来快速增长。结合 2015 上半年约 33.6%的营收增速情况,我们预计 2015-2017 年平均营收增速在 37%左右,未来随着锂电形成大规模量产,毛利率有望逐步提升。

**3) 高效电机业务:** 高效电机业务与智能控制器存在协同效应,受益于国内人工成本不断增长为工业控制领域带来的发展机会,未来将向伺服电机领域拓展,业务量有望稳步上升。结合 2015 上半年的营收增速情况,我们预计 2015-2017 年营业收入增速分别为 10%、12%和 15%,毛利率稳定在 25%左右。

暂不考虑非公开发行股票的摊薄效应,预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.33 元、0.54 元和 0.83 元,以 2 月 22 日收盘价 18.22 元为基准,对应动态 PE 分别为 55 倍、34 倍和 22 倍,首次给予公司“买入”评级。

表 1: 分业务收入及毛利率

单位:百万元		2014A	2015E	2016E	2017E
智能控制器类	收入	875.32	1,207.94	1,618.63	2,104.22
	增速	13.05%	38.00%	34.00%	30.00%
	毛利率	20.89%	20.00%	20.00%	20.00%
锂电池类	收入	124.18	168.88	236.43	321.55
	增速	2.64%	36.00%	40.00%	36.00%
	毛利率	20.73%	18.00%	20.00%	22.00%
高效电机类	收入	32.03	35.23	39.46	45.38
	增速	74.27%	10.00%	12.00%	15.00%
	毛利率	23.13%	25.00%	25.00%	25.00%
其他	收入	83.92	67.14	57.07	51.36
	增速	-1.87%	-20.00%	-15.00%	-10.00%
	毛利率	21.77%	20.00%	18.00%	16.00%
合计	收入	1,115.44	1,479.19	1,951.59	2,522.51
	增速	11.64%	32.61%	31.94%	29.25%
	毛利率	21.00%	19.89%	20.04%	20.26%

数据来源: 公司公告, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1115.44	1479.19	1951.59	2522.51	净利润	63.42	84.41	138.01	211.59
营业成本	882.07	1184.96	1544.26	1969.28	折旧与摊销	34.86	35.37	37.92	41.85
营业税金及附加	3.98	5.39	6.96	9.07	财务费用	0.36	-0.04	-0.05	-0.07
销售费用	42.96	56.21	70.26	85.77	资产减值损失	10.34	10.00	10.00	10.00
管理费用	101.85	125.73	160.03	201.80	经营营运资本变动	5.02	-8.82	55.37	-28.59
财务费用	0.36	-0.04	-0.05	-0.07	其他	-3.12	-9.44	-8.86	-8.88
资产减值损失	10.34	10.00	10.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	110.88	111.48	232.39	225.90
投资收益	-1.09	0.00	0.00	0.00	资本支出	-14.72	-82.42	-80.00	-100.00
公允价值变动损益	-1.70	-0.84	-1.08	-1.10	其他	-55.02	-10.84	-9.08	-7.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-69.73	-93.26	-89.08	-107.10
<b>营业利润</b>	71.08	96.09	159.06	245.56	短期借款	-11.10	-20.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.88	3.21	3.30	3.37	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	74.96	99.30	162.36	248.94	股权融资	3.98	331.79	0.00	0.00
所得税	11.55	14.90	24.35	37.34	支付股利	-21.84	-35.08	-46.69	-76.35
净利润	63.42	84.41	138.01	211.59	其他	-11.88	3.04	2.05	1.07
少数股东损益	-1.67	-2.22	-3.63	-5.57	<b>筹资活动现金流净额</b>	-40.84	279.74	-44.64	-75.28
归属母公司股东净利润	65.09	86.63	141.64	217.16	<b>现金流量净额</b>	1.24	297.96	98.67	43.52
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	140.27	438.23	536.90	580.42	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	388.68	472.76	523.26	677.67	销售收入增长率	11.64%	32.61%	31.94%	29.25%
存货	124.27	169.88	223.58	287.17	营业利润增长率	58.07%	35.18%	65.53%	54.39%
其他流动资产	5.13	6.38	8.00	9.96	净利润增长率	61.99%	33.10%	63.50%	53.32%
长期股权投资	10.59	10.59	10.59	10.59	EBITDA 增长率	26.73%	23.63%	49.85%	45.91%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	185.12	222.47	277.28	348.15	毛利率	20.92%	19.89%	20.87%	21.93%
无形资产和开发支出	94.68	104.96	92.82	80.68	三费率	13.01%	12.30%	11.80%	11.40%
其他非流动资产	34.86	44.28	51.70	57.11	净利率	5.69%	5.71%	7.07%	8.39%
<b>资产总计</b>	983.59	1469.54	1724.12	2051.75	ROE	11.35%	8.98%	13.39%	18.14%
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.45%	5.74%	8.00%	10.31%
应付和预收款项	390.90	509.68	667.30	854.38	ROIC	12.25%	14.74%	21.97%	29.67%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.53%	8.88%	10.09%	11.39%
其他负债	14.08	20.14	25.78	31.08	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	424.98	529.82	693.08	885.47	总资产周转率	1.19	1.21	1.22	1.34
股本	218.40	262.66	262.66	262.66	固定资产周转率	6.83	8.90	11.18	12.80
资本公积	62.89	350.42	350.42	350.42	应收账款周转率	3.88	4.33	5.13	5.64
留存收益	272.73	324.28	419.22	560.04	存货周转率	7.90	7.66	7.56	7.49
归属母公司股东权益	554.02	937.35	1032.30	1173.12	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	98.49%	—	—	—
少数股东权益	4.59	2.37	-1.26	-6.83	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	558.61	939.72	1031.03	1166.28	资产负债率	43.21%	36.05%	40.20%	43.16%
负债和股东权益合计	983.59	1469.54	1724.12	2051.75	带息债务/总负债	4.71%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.57	2.08	1.89	1.78
					速动比率	1.27	1.76	1.56	1.45
					股利支付率	33.56%	40.50%	32.97%	35.16%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	106.30	131.42	196.93	287.34	每股收益	0.25	0.33	0.54	0.83
PE	73.53	55.24	33.79	22.04	每股净资产	2.13	3.58	3.93	4.44
PB	8.57	5.09	4.64	4.10	每股经营现金	0.42	0.42	0.88	0.86
PS	4.29	3.24	2.45	1.90	每股股利	0.08	0.13	0.18	0.29
EV/EBITDA	36.02	32.77	21.33	14.45					
股息率	0.46%	0.73%	0.98%	1.60%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址: 上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

### 北京

地址: 北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编: 100033

### 重庆

地址: 重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

### 深圳

地址: 深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编: 518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳 (地区销售总监)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 广深地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn