

## 业绩符合预期, “控制器+大数据”为核心驱动力

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2017年三季度报告, 前三季度实现营业收入14.36亿元, 同比增长45.72%, 归母净利润1.47亿元, 同比增长54.11%。其中第三季度实现营业收入5.13亿元, 同比增长38.85%, 归母净利润0.46亿元, 同比增长27.06%。
- **三季度业绩符合预期, 公司收入稳健增长。** 公司前三季度实现45.72%的营收增长, 与预期相符, 公司业务按计划顺利推进。归母净利润增速放缓, 主要由于原材料供应紧张导致成本上升, 三季度单季度毛利率20.43%, 比上半年下降2.29个百分点。三季度单季度销售费用率及管理费用率相较于上半年分别增加1.03和0.53个百分点。我们长期仍看好公司传统业务的市场地位以及新业务带来的增长潜力。
- **智能化潮流推升智能控制器需求, 传统业务锁定短期高增长。** 公司是国内智能控制器领域龙头企业, 凭借着先进的研发技术和定制化的设计服务率先占领国际高端市场, 赢得伊莱克斯、惠而浦、西门子、TTI、GE等国际大客户订单。与此同时, 公司与国内多家企业达成战略合作关系, 进一步向国内市场渗透。随着智能化潮流的日益澎湃, 终端设备生产商对智能控制器的需求也日益增加, 并且逐渐出现了控制器生产外包以及从国外向中国转移的趋势。根据中国家电商业协会与奥维咨询联合发布的《智能改变未来——智能家电的现状与发展趋势》报告预测到2020年智能电视、智能洗衣机、智能空调、智能冰箱的渗透率将分别达到93%、45%、55%、38%, 中国智能控制器市场规模将达1.55万亿元。
- **智能硬件、物联网与大数据平台成公司未来战略要点, 股权激励有利长期发展。** 公司抓住物联网这一契机, 逐渐从传统的智能控制器生产商向数据服务提供商演变。在家电控制器之外, 公司通过自主研发、战略合作等方式向智能家居硬件产品拓展。公司优越的技术研发实力及“被贴牌”战略使其迅速得到品牌客户认可并向下渗透。控制器和智能硬件产品为公司争夺家庭数据入口, 巩固智能家居生态产业链中、上游。另一方面, 凭借着技术和数据解读双重优势, 公司着力打造第三方大数据平台(C-life), 谋求以“数据”为核心的新型盈利模式。至此, 公司形成了从上游元器件, 到中游智能家居产品, 再到下游大数据平台的完整智慧家庭生态闭环, 为未来发展增添新动力。此外, 公司已向证监会提交限制性股权激励计划, 将核心人员利益与公司利益捆绑, 有助于更好地推进公司未来战略布局。
- **盈利预测与投资建议。** 公司传统业务稳步推进, 物联网与大数据业务成未来增长点, 股权激励有利于公司的健康发展。预计公司2017-2019年EPS分别为0.22元、0.32元、0.42元, 对应PE分别为46倍、32倍、24倍, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料价格上涨风险, 行业竞争或导致毛利率下降, 新业务推进或不及预期, 汇率风险。

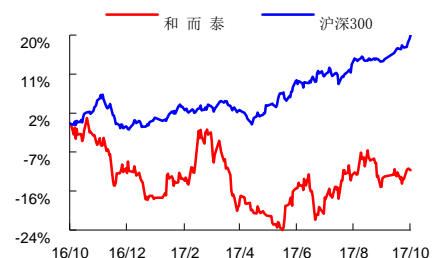
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1346.10	1949.75	2614.24	3225.49
增长率	21.21%	44.84%	34.08%	23.38%
归属母公司净利润(百万元)	119.66	183.87	263.09	350.86
增长率	59.66%	53.66%	43.09%	33.36%
每股收益EPS(元)	0.14	0.22	0.32	0.42
净资产收益率ROE	11.27%	16.22%	20.14%	23.78%
PE	71	46	32	24
PB	7.93	7.43	6.45	5.71

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘言  
执业证号: S1250515070002  
电话: 023-67791663  
邮箱: liuyan@swsc.com.cn  
联系人: 黄弘扬  
电话: 021-58351773  
邮箱: hhy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	8.30
流通A股(亿股)	6.38
52周内股价区间(元)	8.69-11.64
总市值(亿元)	85.29
总资产(亿元)	19.27
每股净资产(元)	1.46

### 相关研究

**表 1: 可比公司盈利预测与估值对比**

股票代码	公司名称	股价	EPS			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
002139.SZ	拓邦股份	12.82	0.32	0.45	0.66	40	29	19
300131.SZ	英唐智控	7.86	0.27	0.36	0.44	29	22	18
300279.SZ	和晶科技	11.61	0.33	0.42	0.53	35	28	22
行业均值						35	26	20

数据来源: Wind 一致预期 (收盘价日期 2017 年 10 月 27 日), 西南证券整理

**核心假设:**

1) 智能控制器是公司的主营业务, 其应用涵盖家用电器、电动工具、汽车电子、健康护理等领域, 该业务收入每年均保持稳定增长。2017 上半年占公司收入 90% 的家用电器智能控制器、电动工具智能控制器、LED 应用产品三大业务收入增速分别为 55%、27%、116%, 为全年收入高增长奠定了基础。未来几年在国内外需求上涨的背景下, 公司智能控制器业务收入仍有上升空间。

2) 智能控制器业务过去几年毛利率稳中有升, 未来两年受益于规模效益, 毛利率保持稳定;

3) 智能硬件是公司在其传统智能控制器业务基础上向智能硬件产品延伸。公司智能硬件技术和产品受到行业认可, 公司的市场影响力不断扩大。公司 2016 年全年和 2017 年上半年度智能硬件产品收入分别实现 159% 和 519% 的同比增长率。目前该部分业务占公司业务总额的比例较小, 智慧家庭的时代将促进其业务进一步发展;

4) 智能硬件业务处于起步阶段, 公司主要采取被贴牌的战略, 能够较好的把控毛利率, 我们预计未来几年智能硬件业务毛利趋于稳定。

**表 2: 分业务收入及毛利率 (百万元)**

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
智能控制器	收入	1,302	1,774	2,263	2,699
	增速	20%	36%	28%	19%
	毛利率	21%	22%	21%	21%
智能硬件	收入	22	110	221	331
	增速	159%	400%	100%	50%
	毛利率	18%	18%	18%	18%
其他产品及业务	收入	22	65	130	195
	增速	52%	200%	100%	50%
	毛利率	76%	76%	75%	75%

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)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1346.10	1949.75	2614.24	3225.49	净利润	121.21	186.25	266.51	355.41
营业成本	1041.66	1495.79	1992.40	2439.87	折旧与摊销	34.14	45.68	54.80	64.09
营业税金及附加	10.54	15.60	20.91	25.80	财务费用	-9.43	14.00	14.76	18.68
销售费用	41.40	50.69	65.88	79.35	资产减值损失	10.37	18.00	13.00	13.00
管理费用	127.58	152.08	203.91	241.91	经营营运资本变动	112.62	-194.05	-178.02	-164.19
财务费用	-9.43	14.00	14.76	18.68	其他	-142.90	-32.85	-17.20	-17.87
资产减值损失	10.37	18.00	13.00	13.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>126.01</b>	<b>37.03</b>	<b>153.85</b>	<b>269.14</b>
投资收益	12.69	11.63	5.00	5.00	资本支出	-18.41	-30.55	-25.29	-25.29
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-17.18	5.92	0.74	1.00
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>	<b>-35.60</b>	<b>-24.63</b>	<b>-24.55</b>	<b>-24.29</b>
<b>营业利润</b>	<b>136.68</b>	<b>215.22</b>	<b>308.37</b>	<b>411.87</b>	短期借款	-3.64	31.73	43.34	18.62
其他非经营损益	4.09	2.21	2.28	2.36	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>140.76</b>	<b>217.43</b>	<b>310.65</b>	<b>414.24</b>	股权融资	66.06	0.00	0.00	0.00
所得税	19.55	31.18	44.15	58.82	支付股利	-116.26	-113.68	-91.93	-184.16
净利润	121.21	186.25	266.51	355.41	其他	-7.83	-13.11	-14.26	-18.18
少数股东损益	1.55	2.39	3.41	4.55	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-61.67</b>	<b>-95.05</b>	<b>-62.85</b>	<b>-183.72</b>
归属母公司股东净利润	119.66	183.87	263.09	350.86	<b>现金流量净额</b>	<b>30.02</b>	<b>-82.65</b>	<b>66.45</b>	<b>61.12</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	277.63	194.98	261.42	322.55	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	452.66	660.96	883.64	1091.26	销售收入增长率	21.21%	44.84%	34.08%	23.38%
存货	266.85	393.58	527.83	649.39	营业利润增长率	59.10%	57.47%	43.28%	33.56%
其他流动资产	109.68	158.86	213.00	262.80	净利润增长率	61.21%	53.66%	43.09%	33.36%
长期股权投资	8.77	8.48	8.48	8.48	EBITDA 增长率	63.33%	70.33%	37.48%	30.88%
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	240.24	250.44	253.75	255.03	毛利率	22.62%	23.28%	23.79%	24.36%
无形资产和开发支出	118.77	93.82	61.37	21.67	三费率	11.85%	11.12%	10.88%	10.54%
其他非流动资产	124.38	130.01	133.90	137.52	净利率	9.00%	9.55%	10.19%	11.02%
<b>资产总计</b>	<b>1598.98</b>	<b>1891.13</b>	<b>2343.40</b>	<b>2748.70</b>	ROE	11.27%	16.22%	20.14%	23.78%
短期借款	17.80	49.53	92.87	111.50	ROA	7.58%	9.85%	11.37%	12.93%
应付和预收款项	497.12	680.73	910.94	1122.58	ROIC	12.86%	20.84%	23.69%	26.96%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	11.99%	14.10%	14.46%	15.34%
其他负债	8.56	12.40	16.55	20.33	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>523.48</b>	<b>742.66</b>	<b>1020.36</b>	<b>1254.41</b>	总资产周转率	0.90	1.12	1.23	1.27
股本	830.46	830.46	830.46	830.46	固定资产周转率	5.72	8.24	11.05	13.63
资本公积	6.33	6.33	6.33	6.33	应收账款周转率	3.91	4.42	4.28	4.13
留存收益	230.61	300.80	471.96	638.65	存货周转率	4.40	4.34	4.20	4.05
归属母公司股东权益	1067.00	1137.58	1308.74	1475.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.42%	—	—	—
少数股东权益	8.50	10.89	14.30	18.85	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1075.50</b>	<b>1148.47</b>	<b>1323.04</b>	<b>1494.29</b>	资产负债率	32.74%	39.27%	43.54%	45.64%
负债和股东权益合计	1598.98	1891.13	2343.40	2748.70	带息债务/总负债	3.40%	6.67%	9.10%	8.89%
					流动比率	2.12	1.90	1.85	1.86
					速动比率	1.61	1.37	1.33	1.34
					股利支付率	97.16%	61.83%	34.94%	52.49%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	161.39	274.90	377.94	494.65	每股收益	0.14	0.22	0.32	0.42
PE	71.27	46.39	32.42	24.31	每股净资产	1.30	1.38	1.59	1.80
PB	7.93	7.43	6.45	5.71	每股经营现金	0.15	0.04	0.19	0.32
PS	6.34	4.37	3.26	2.64	每股股利	0.14	0.14	0.11	0.22
EV/EBITDA	50.49	30.04	21.77	16.54					
股息率	1.36%	1.33%	1.08%	2.16%					

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 20 楼

邮编：200120

### 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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn