



2019年01月29日

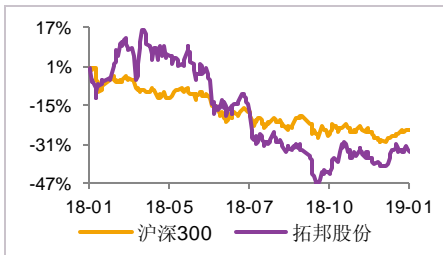
# 增持(首次评级)

当前价: 4.28 元  
目标价: 5.75 - 6.44 元

分析师: 李仁波

执业编号: S0300518010001  
电话: 0755-83331495  
邮箱: lirenbo@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	2682.57	3512.00	4468.93	5415.93
(+/-)	46.82%	30.92%	27.25%	21.19%
归母净利润	210.02	234.97	309.15	382.62
(+/-)	45.55%	11.88%	31.57%	23.77%
EPS(元)	0.21	0.23	0.30	0.38
P/E	21	19	14	12

资料来源: 联讯证券研究院

## 拓邦股份(002139.SZ)

# 【联讯通信深度报告】拓邦股份(002139): 物联网已东风起, 一体两翼腾云飞

### 投资要点

◇ **推荐逻辑:** 拓邦股份作为智能控制器行业的龙头, 加上锂电池和高效电机多种业务协同发展, 在物联网爆发的大背景下, 公司合理的战略布局, 市占率有望持续提升, 更可以享受龙头溢价, 我们认为公司 2018-2020 年归母净利润分别为 2.35/3.09/3.83 亿元, 对应 EPS 为 0.23/0.30/0.38 元。未来三年公司营收复合增速 26.39%, 归母净利三年复合增速 22.13%, 考虑到 2018 年公司平均 PE 为 26.4 倍, 我们给予公司 25~28 倍左右的 PE, 对应目标价 5.75-6.44 元。

◇ **智能控制器龙头, 大股东持续增持**

智能控制行业在各个细分领域诞生了不少龙头企业, 拓邦股份为国内一线厂商。拓邦正通过自身研发投入和增加高端产品推广, 在逐渐缩小与国外巨头的差距。2017 年上市公司实际控制人持续增持公司股票, 目前占总股本 23.23%。

◇ **上市十年业绩十倍高增长**

公司 2007 年上市以来, 营业收入从 2007 年的 4.68 亿增长到 2017 年的 26.83 亿, CAGR 为 19.08%; 归母净利润从 2007 年的 0.21 亿增长到 2017 年的 2.1 亿, 十年 10 倍的增长, CAGR 为 25.89%。

◇ **战略布局物理网, 拓宽下游进阶之路**

推出 T-Smart 一站式智能家电解决方案为核心的“智能+”战略, 即从需求概念到规模量产的一站式业务服务闭环和从控制器、模块、云到 APP 的一站式技术服务闭环, 重点发展物联网智能家电领域。公司在感知层、网络层、平台层、应用层均具有相对优势, T-SMART 是拓邦物联网战略的重要布局, 也是公司未来业务的增长点, 不仅有助于扩大家电市场份额, 还可以外延到其他物联网领域, 如智慧城市, 工业互联网等, 拓展下游客户打开公司进阶之路。

◇ **高效电机与锂电池业务成新的增长点**

公司 2015 年收购了研控自动化 55% 的股权后高效电机业务收入实力大增。研控自动化成立于 2006 年, 十几年来专注运动控制器、步进电机、伺服系统等产品的研发, 是国内少数能提供运动控制整体解决方案的企业之一。公司锂电池业务包含电芯、动力电池和储能电池三大块, 目前公司将产品应用重心锁定在储能及小动力领域, 目前国内锂电储能产业还处于孵化期, 体量及增速仍较小, 而海外市场户用储能、电网储能、便携式电源等应用广泛需求旺盛。拓邦锂电耕耘海外储能市场多年, 但在全球锂电储能的市场份额占比仍然很小, 未来有成长空间。



#### ◇ 首次覆盖给予公司“增持”评级

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 2.35/3.09/3.83 亿元，EPS 为 0.23/0.30/0.38 元，对应的 PE 为 19/14/12 倍。拓邦股份作为智能控制器行业的龙头，加上锂电池和高效电机多种业务协同发展，未来增长可期。战略布局物联网智能家电，打开公司进阶之路。我们看好在物联网大爆发的背景下公司良好的战略卡位，同时公司的股权激励计划也有助于凝聚管理层与核心骨干的积极性，我们看好公司仍然将保持快速增长。我们给予公司 25~28 倍左右的 PE，对应目标价 5.75-6.44 元，首次覆盖给予“增持”评级。

#### ◇ 风险提示

原材料价格上涨过快拉低毛利率；人民币汇率波动造成汇兑损失；宁波运营中心建设进度不及预期。



## 投资要件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 2.35/3.09/3.83 亿元，EPS 为 0.23/0.30/0.38 元，对应的 PE 为 19/14/12 倍。拓邦股份作为智能控制器行业的龙头，加上锂电池和高效电机多种业务协同发展，未来增长可期。战略布局物联网智能家电，打开公司进阶之路。我们看好在物联网大爆发的背景下公司良好的战略卡位，同时公司的股权激励计划也有助于凝聚管理层与核心骨干的积极性，我们看好公司仍然将保持快速增长。我们给予公司 25~28 倍左右的 PE，对应目标价 5.75-6.44 元，首次覆盖给予“增持”评级。

### 关键假设点

**智能控制器**是公司主营业务，营收占比 80%左右，预计未来三年依然为公司主力业务。公司目前订单充足，主要受限于产能瓶颈，2020 年宁波运营中心的落成将极大缓解产能状况，未来三年产能扩充主要依靠扩建和第三方代工，因此营收增速对比 2017 年 53.7%有所回落，我们预计 2018-2020 出货量增速为 30%、30%和 20%，2020 年宁波运营中心落成后，产能将提升 4500 万套/年，长期发展能力可期。受 MLCC 等电子元器件涨价影响，导致 2018 年毛利率有所下滑，随着公司产品逐渐高端化和智能化，以及上游原材料价格回落，因此预计毛利率有望回归。

**高效电机及控制**，公司收购研控自动化后，业务营收增长迅猛，预计未来三年公司电机板块业务订单增速为 50%、40%和 30%，价格保持不变，毛利率维持在 35%左右的水平。

**锂电池**，该领域竞争激烈，公司将产品应用重心锁定在储能及小动力领域，并在该类领域取得不俗成绩。预计 2018-2020 年订单金额小幅增长，毛利率维持在 20%左右。

### 有别于大众的认识

拓邦股份作为智能控制器行业的龙头，加上锂电池和高效电机多种业务协同发展，在物联网爆发的大背景下，公司合理的战略布局，市占率有望持续提升，更可以享受龙头溢价。而对比和而泰、朗科智能、和晶科技三家上市公司可以看出，拓邦股份并没有获得龙头溢价，还略低于行业平均估值，处于股价洼地。

公司 2007 年上市以来，营业收入十年复合增速为 19.08%；归母净利润十年 10 倍的增长。公司保持了长期稳定的经营，并持续高增长，市场占有率不断提升奠定了国内控制器龙头的地位。我们预计公司未来三年营收复合增速 26.39%，归母净利三年复合增速 22.13%，2018 年全年公司股价平均 PE 为 26.4 倍，我们给予公司 25~28 倍左右的 PE，对应目标价 5.75-6.44 元。

### 股价表现催化剂

- 1、公司上游原材料价格下滑，领先于业绩拐点；
- 2、物联网概念板块爆发；
- 3、2020 年宁波运营中心顺利落成并达产。



### 核心风险提示

- 1、原材料价格上涨过快拉低毛利率；
- 2、人民币汇率波动造成汇兑损失；
- 3、宁波运营中心建设进度不及预期。



## 目 录

投资要件 .....	3
投资评级与估值 .....	3
关键假设点 .....	3
有别于大众的认识 .....	3
股价表现催化剂 .....	3
核心风险提示 .....	4
一、智能控制器龙头，十年业绩高增长 .....	7
（一）智能控制器龙头，大股东持续增持 .....	7
（二）上市以来持续保持高速增长 .....	9
二、一体两翼助力公司继续腾飞 .....	10
（一）一体：智能控制器市场空间仍然广阔 .....	10
1. 国内智能控制器龙头，渗透率有望持续提升 .....	12
2. T-SMART 战略布局物理网，拓宽下游进阶之路 .....	15
（二）两翼：高效电机与锂电池业务成新的增长点 .....	19
三、盈利预测与估值 .....	20
四、风险提示 .....	22

## 图表目录

图表 1：拓邦股份发展历程 .....	7
图表 2：实际控制人持续增持 .....	7
图表 3：拓邦股权架构图 .....	8
图表 4：公司主营业务产品图 .....	8
图表 5：公司 2007-2018Q3 营业总收入情况 .....	9
图表 6：公司 2007-2018Q3 归母净利润情况 .....	9
图表 7：公司 2013-2018Q3 毛利率与净利率走势 .....	9
图表 8：公司 2013-2018Q3 管理/销售费用率走势 .....	9
图表 9：公司 2013-2017 年研发投入和研发人数走势 .....	10
图表 10：智能控制器行业研发投入对比 2017 年 .....	10
图表 11：拓邦股份 2013-2017 年主营业务份额图 .....	10
图表 12：拓邦股份智能控制器产品分类图 .....	11
图表 13：拓邦股份智能控制器部分产品图 .....	11
图表 14：智能控制器产业链示意图 .....	11
图表 15：8 位单片机与 32 位单片机对比 .....	12
图表 16：智能控制器市场分布 .....	12
图表 17：单片机开发板示意图 .....	13



图表 18: 智能控制器企业 2017 年营收对比 (亿人民币) .....	14
图表 19: 拓邦股份智能控制器 2017 年销量分布.....	14
图表 20: 拓邦股份智能控制器 2017 年销售额分布 .....	14
图表 21: 拓邦股份智能控制器单价走势 2015-2018Q1.....	15
图表 22: 拓邦股份智能控制器业务发展预测 2018-2020.....	15
图表 23: 智能家电物联网分层.....	16
图表 24: T-SMART 家电合作企业品牌.....	16
图表 25: 智能控制器与联网模块协同工作 .....	17
图表 26: 云平台在智能家电中的作用 .....	18
图表 27: 拓邦首批入驻阿里云 IoT.....	18
图表 28: 高效电机和锂电池营收走势 2007-2017 (百万元) .....	19
图表 29: 拓邦股份主营业务预测 2018-2020.....	20
图表 30: 拓邦股份三费预测 2018-2020.....	21
图表 31: 可比公司估值对比表 (以 2019 年 1 月 28 日收盘价统计) .....	21
图表 32: 2014~2018 年拓邦股份 PE-band.....	22
附录: 公司财务预测表 (百万元) .....	23



## 一、智能控制器龙头，十年业绩高增长

### （一）智能控制器龙头，大股东持续增持

深圳拓邦股份有限公司成立于 1996 年，主营业务为智能控制器、电机和锂电池，广泛应用于家电、医疗、工业等行业终端产品中。公司于 2007 年在深交所挂牌上市，代码 002139。目前拥有深圳、杭州、惠州三个生产基地和重庆研发基地，2015 年大力拓展海外业务，成立了拓邦印度公司，2017 年成立了宁波运营中心，计划增加年产能 4500 万套智能控制器。

图表1：拓邦股份发展历程

时间	事件
1996-02	深圳市拓邦电子设备有限公司注册成立
1999-10	与清华大学研究院、哈尔滨工业大学合作成立家电控制智能研究中心
2000-07	被深圳市科技局认定为深圳市高新技术企业
2005-05	拓邦工业园一期封顶
2007-05	拓邦工业园二期封顶
2007-06	拓邦电子股票在深交所挂牌上市，股票代码 002139
2008-12	被认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”
2010-09	成功收购深圳煜城鑫电源科技有限公司
2011-05	成功收购深圳市众志盈科电气技术有限公司
2015-06	成功收购深圳研控自动化科技有限公司
2015-12	拓邦印度私人有限公司注册成立（英文名：TOPBAND INDIA PRIVATE LIMITED）
2016-10	成功收购深圳合信达控制系统股份有限公司
2017-03	推出 T-SMART 一站式智能家电解决方案，积极布局物联网智能家电板块
2018-03	计划发行可转债建立拓邦华东地区运营中心，增加产量

资料来源：公司官网，联讯证券整理

公司于 1996 年由武永强、纪树海等人创办，历经多次股权转让，在 2007 年公司上市前，武永强先生拥有公司 50.3509% 股份，为公司实际控制人及董事长，截止 2018 年一季度，武永强先生控股 23.24%，依然为第一大股东、实际控制人及董事长。武永强先生，1965 年出生，毕业于哈工大自动控制专业研究生，曾获深圳市政府授予的“深圳市青年科技带头人”，深圳市南山区“十大杰出青年”等称号。

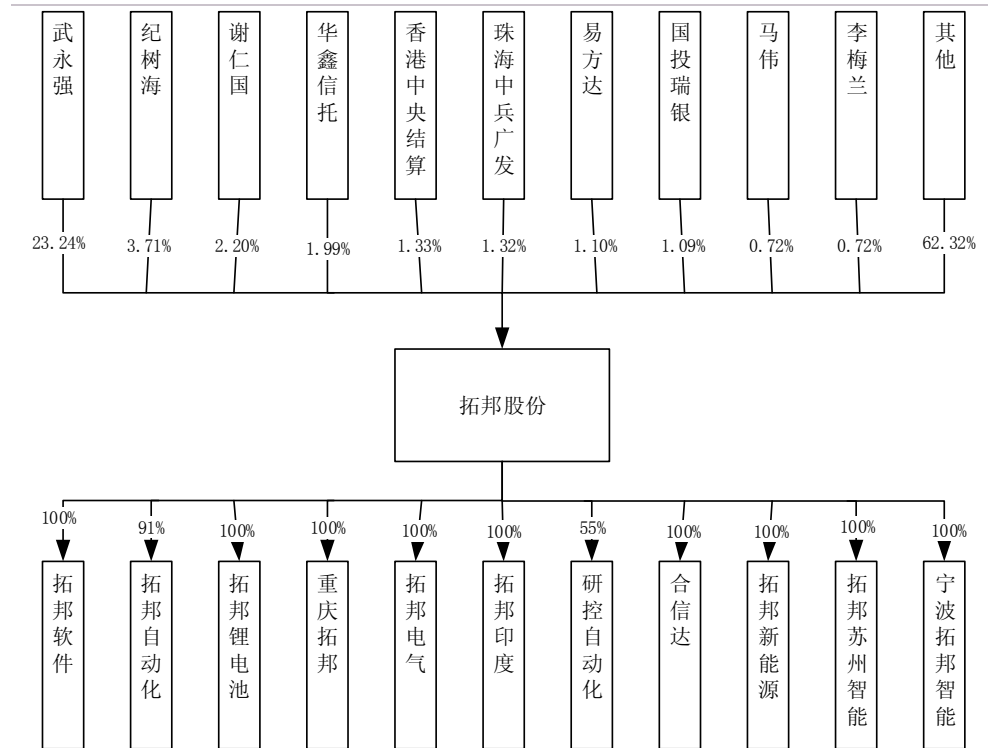
图表2：实际控制人持续增持

公告日期	股东名称	方向	变动数量 (万股)	参考市值 (万元)	变动后持股 占比 (%)	交易均价 (元)
2017-09-18	武永强	增持	1,246.57	15,083	23.23	12.10
2017-06-23	武永强	增持	269.66	2,742	21.40	10.17
2017-05-08	武永强	增持	188.21	1,737	21.00	9.23
2017-05-05	武永强	增持	492.00	4,571	20.72	9.29
2017-04-28	武永强	增持	256.58	2,184	20.00	8.51

资料来源：Wind，联讯证券



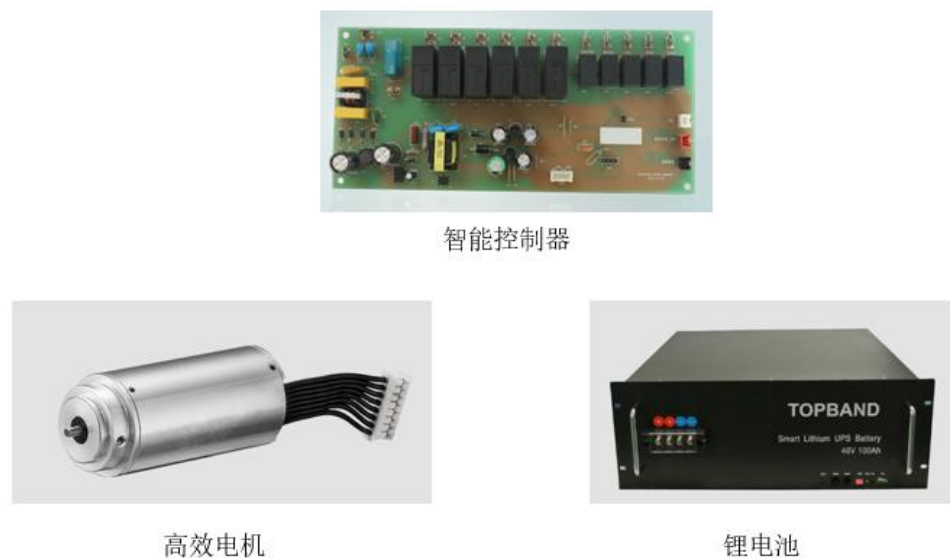
图表3: 拓邦股权架构图



资料来源: 公司年报, 联讯证券整理

公司主营业务为“一体两翼”格局,“一体”为智能控制器的研发、生产和销售,广泛应用于家电、电动工具、园林工具等整机产品中,有 22 年的技术积累,营收占比 80% 左右;“两翼”为高效电机和锂电池的研发、生产和销售,与智能控制器具有很好的产品及客户协同性,广泛应用于电动工具、家电、机器人等领域。

图表4: 公司主营业务产品图



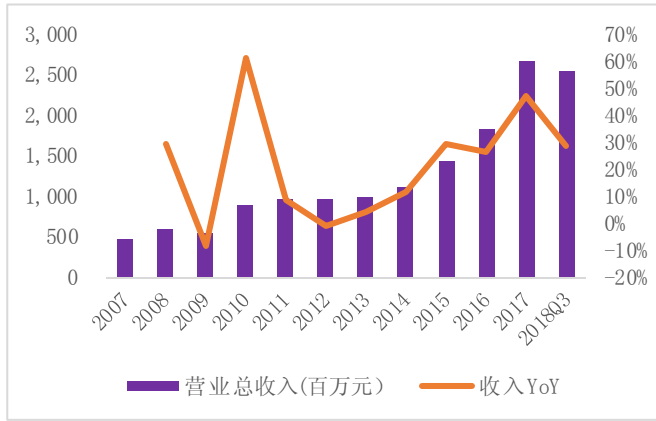
资料来源: 公司官网, 联讯证券



## （二）上市以来持续保持高速增长

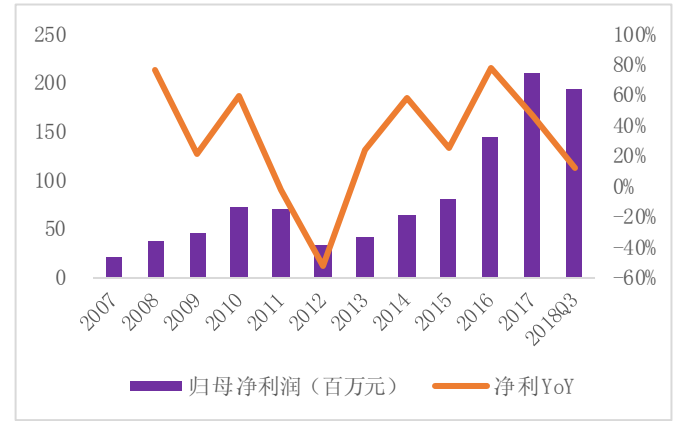
公司 2007 年上市以来，营业收入从 2007 年的 4.68 亿增长到 2017 年的 26.83 亿，CAGR 为 19.08%；归母净利润从 2007 年的 0.21 亿增长到 2017 年的 2.1 亿，十年 10 倍的增长，CAGR 为 25.89%。

图表5： 公司 2007-2018Q3 营业总收入情况



资料来源：Wind、联讯证券

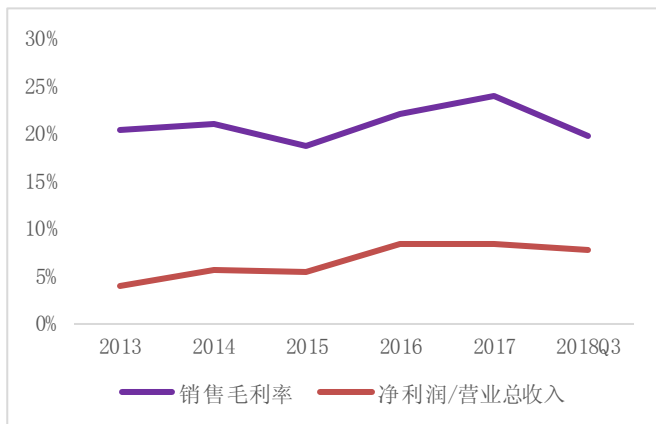
图表6： 公司 2007-2018Q3 归母净利润情况



资料来源：Wind、联讯证券

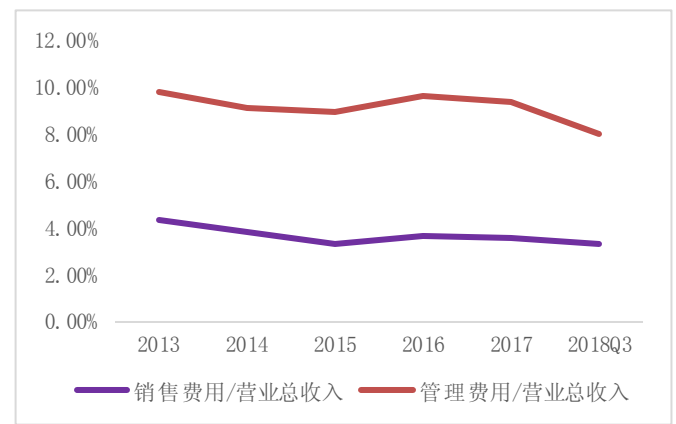
归母净利润的增长幅度（25.89%）高于营业收入的增长幅度（19.08%），一方面在于公司重点发力高端产品，提升毛利率，近五年毛利率的稳步提升，平均毛利率为 21.21%，预计三年内有望达到 25%以上；另一方面在于公司管理效率提高，管理费用率和销售费用率逐渐降低，近五年平均管理费用率为 9.38%，平均销售费用率为 3.74%，由此带来净利率呈现上升趋势，近五年平均净利率为 6.37%，今年大概率维持在 8%以上。

图表7： 公司 2013-2018Q3 毛利率与净利率走势



资料来源：Wind、联讯证券

图表8： 公司 2013-2018Q3 管理/销售费用率走势

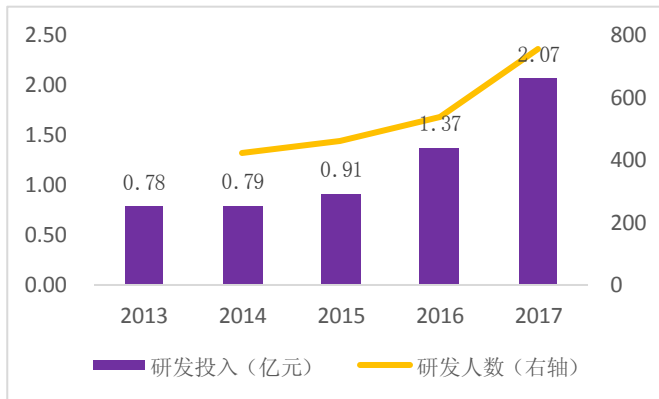


资料来源：Wind、联讯证券

公司处于智能控制器行业，该行业具有技术要求高，产品迭代快，项目周转率高等特点，对公司的研发要求较高。公司近五年研发投入从 0.78 亿增长到 2.07 亿，平均研发营收占比为 7.28%，研发人数也从 420 人增长到 755 人。在与同行对比中，无论是研发投入金额还是研发营收占比，拓邦股份研发投入明显处于领先地位。公司研发投入效果显著，目前已拥有数百项发明型及实用型专利，产品平均出货单价也稳步提升。

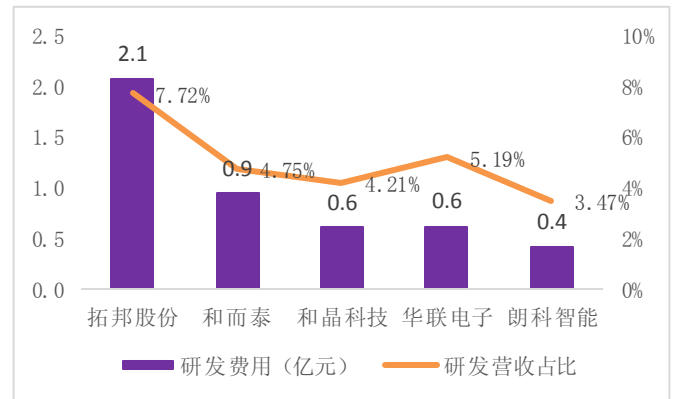


图表9: 公司 2013-2017 年研发投入和研发人数走势



资料来源: Wind, 联讯证券

图表10: 智能控制器行业研发投入对比 2017 年

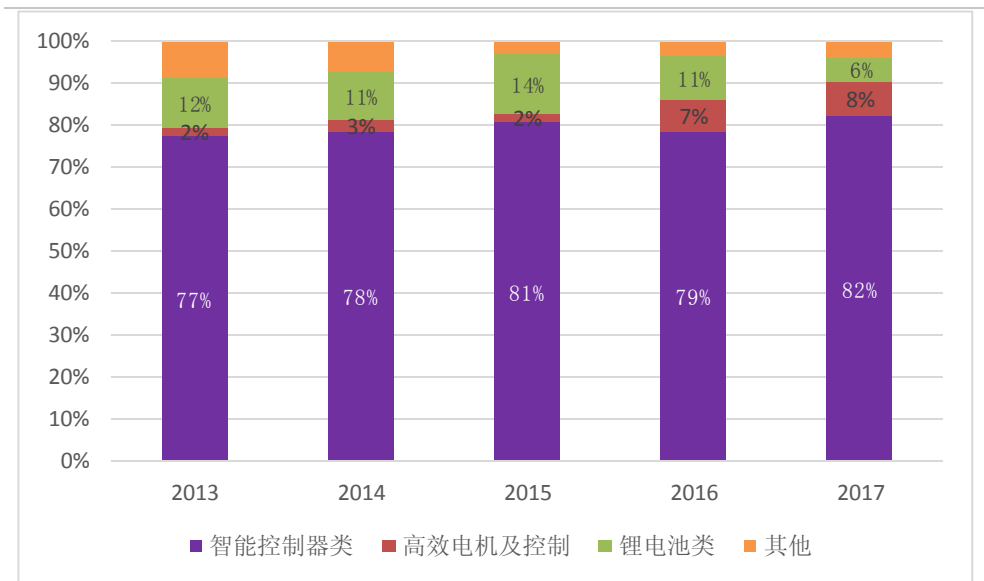


资料来源: Wind, 联讯证券

## 二、一体两翼助力公司继续腾飞

拓邦股份主营业务是“一体两翼”格局，“一体”是智能控制器，营收占比稳定在80%左右，“两翼”是指高效电机和锂电池，两者营收占比稳定在15%左右。

图表11: 拓邦股份 2013-2017 年主营业务份额图



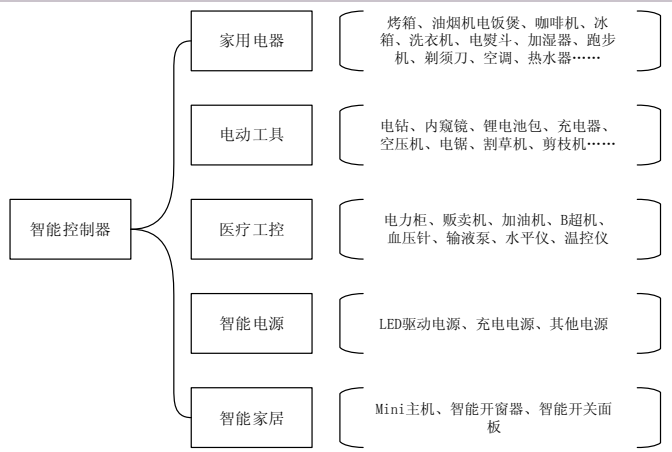
资料来源: Wind, 联讯证券

### (一) 一体: 智能控制器市场空间仍然广阔

智能控制器涉及的产品非常多, 仅官网就列示了 5 大类 57 个品种, 囊括家用电器、电动工具、医疗工控、智能电源和智能家居等行业。公司的智能控制器销售额中, 家用电器占比 50%, 电动工具占比 30%, 这两个行业也是智能控制器用途较广的分类。

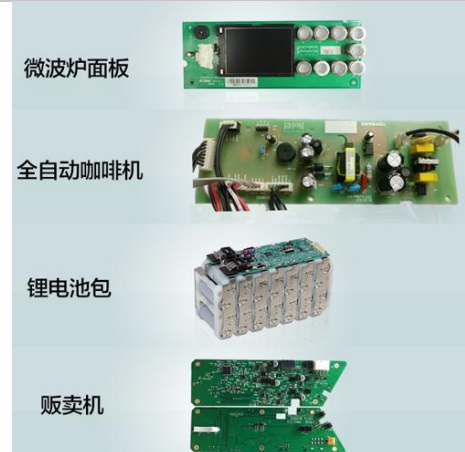


图表12: 拓邦股份智能控制器产品分类图



资料来源: 公司官网、联讯证券整理

图表13: 拓邦股份智能控制器部分产品图



资料来源: 公司官网、联讯证券

在智能控制器产业链中，上游厂商是元器件供应商，提供各类芯片、被动元器件和PCB板等原材料，代表企业有德州仪器（TI）、意法半导体（ST）和深南电路等；中游厂商是智能控制器方案解决商，负责研发制造各类控制器，调试硬件和软件算法；下游厂商是各行业终端企业，采购控制板，加上外部器件，调试完毕后出售给消费者，代表企业有美的、电动工具厂商TTI等。三个领域的企业分工明确，优势互补，纵向替代风险小；上游企业侧重元器件研发，投入和技术壁垒高；中游企业侧重软件算法，产品迭代速度快及项目周转率高；下游企业侧重消费者体验及市场推广。

图表14: 智能控制器产业链示意图



资料来源: 联讯证券整理

在上游原材料中，芯片类虽然只占20%左右的采购成本，但软件算法需要导入控制芯片——单片机（MCU）中，其重要性不言而喻。单片机市场产品众多，通用型单片机就有70多个系列，500多个品种，代表产品有8051内核的8位MCU，采用ARM Cortex-M3内核的处理器STM32等。由下表可以看出，8位单片机和32位单片机性能差异明显，应用场景不同，8位单片机主要用于小家电、电动工具等功能较简单的场景，32位单片机主要用于多功能家电、汽车电子等功能较复杂的场景。在物联网浪潮及消费升级推动下，我们预计智能控制器芯片采购成本会逐渐攀升，主控芯片单片机会由8位升级为32位。



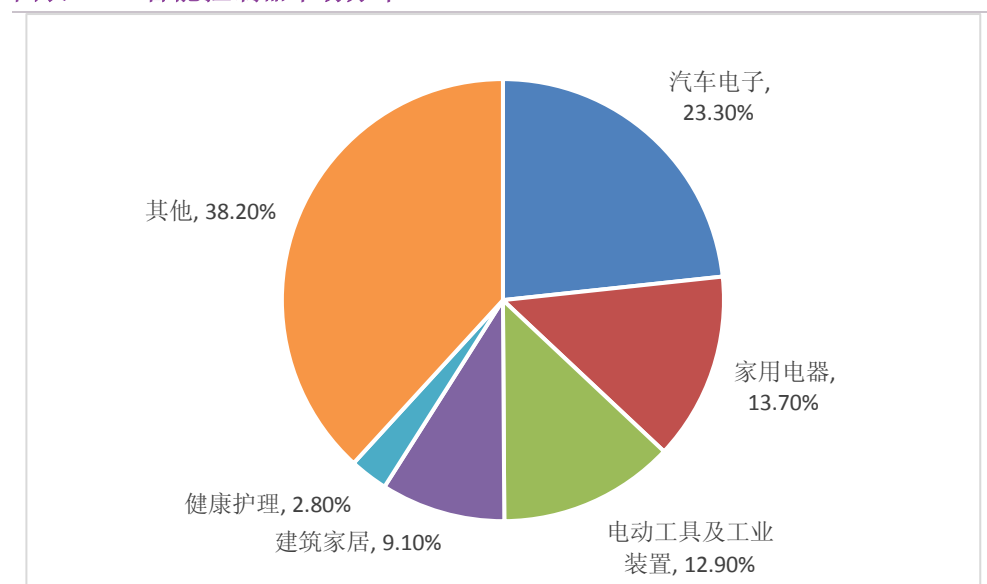
图表15： 8 位单片机与 32 位单片机对比

类别	8 位单片机	32 位单片机
数据处理能力	每次 8 位数据	每次 32 位数据
内核	Intel 8051	ARM Cortex 系列
主频	常用 12MHz、24MHz	可达 400MHz
内存	不高于 64KB Flash	可达 2 MB Flash
封装尺寸	最小 DFN8 封装, 2mm*2mm	最小 LQFP64 封装, 7mm*7mm
功耗	低至 1 mA	最低 16 mA
价格	低至 0.2 RMB	低至 2 RMB
应用场景	小家电、电动工具、灯光等	多功能家电、触控产品、汽车电子等

资料来源：联讯证券整理

下游整机厂商直接对接消费者，注重品牌建设，市场竞争激烈，各个行业往往被少数企业把控，因此拓邦股份等中游厂商集中服务少数大客户，增加市场份额，而整机厂商也会根据供应商的能力不断调整供货占比。在智能控制器下游客户中，汽车电子占比最高，达到 23.30%，家用电器和电动工具紧随其后，分别占比 13.70%和 12.90%。汽车电子由于行业壁垒高，长期被欧美日企业把控，如博世和电装等，我国起步较晚，涉足企业较少。因此，拓邦股份重点发力家用电器和电动工具，市场空间依然很大。

图表16： 智能控制器市场分布



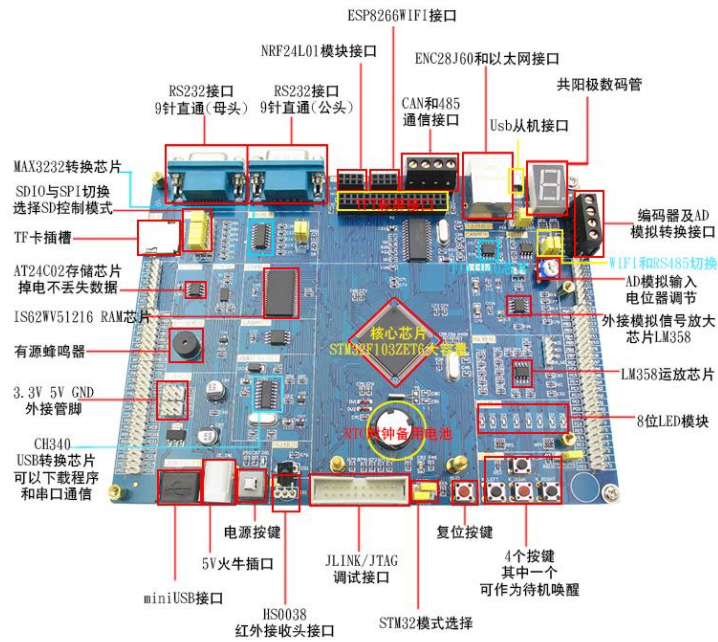
资料来源：智研咨询，联讯证券

### 1. 国内智能控制器龙头，渗透率有望持续提升

中游智能控制器行业是以硬件调试和软件算法为核心，融合了电力电子、通信、显示屏、声光磁、数模转换等多个领域的技术，属于技术密集型产业。智能控制器，又称为控制面板，通常体现为一块 PCB 板，上面焊接电线及各类器件，核心部件是以微控制器芯片（单片机 MCU），依据不同功能要求辅以外围模拟及数字电子线路。一块典型的单片机开发板如下图所示。



图表17: 单片机开发板示意图



资料来源: telesky, 联讯证券

依据下游客户行业不同, 智能控制行业在各个细分领域诞生了不少龙头企业, 比如汽车行业的一级供应商博世。在家电、电工工具等领域, 全球第一梯队为英国英维斯 (Invensys)、德国代傲控制 (Diehl Controls) 和香港金宝通, 国内第一梯队为拓邦股份、和而泰。

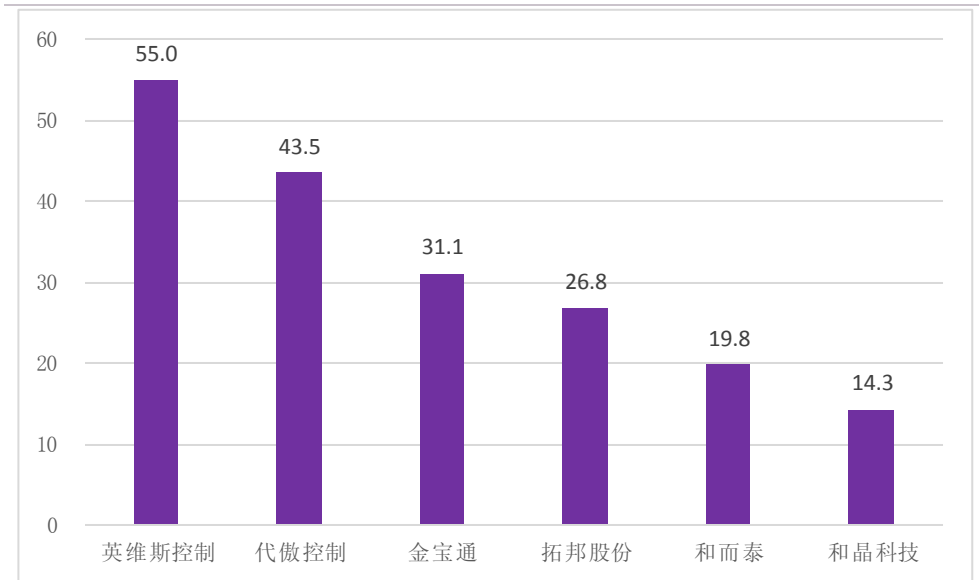
**Invensys (英维斯)**, 1999年由两家企业 (BTR 成立于 1924 年, Siebe 成立于 1920 年) 合并而成, 总部位于英国伦敦, 公司主营四项业务, 软件、工业自动化、能源控制和家电控制, 在 50 多个国家和地区设立了子公司或办事处, 产品畅销 180 多个国家, 工业控制领域做的最好, 其次为家电控制。2014 年被施耐德电气以 55 亿美金收购, 并入工业部门。公司 2013 年家电控制和能源控制收入 5.89 亿英镑, 后续施耐德电气未公布英维斯单独财务状况, 我们根据公司前几年营收状况, 推测公司年均增长率为 2%, 预计 2017 年公司控制类收入 6.25 亿英镑 (55.0 亿人民币)。

**Diehl Controls (代傲控制)**, 隶属于德国代傲集团, 前身为 AKO 公司, 1945 年成立, 在德国、英国、中国、美国等多个地区设立了研发中心, 主营业务为家电控制、汽车电子控制和连接器控制, 其中家电控制器获得了欧洲 20% 的市场份额。2017 年代傲控制收入 5.58 亿欧元 (43.5 亿人民币), 集团收入 37.49 亿欧元。

**金宝通 (Computime)**, 1974 年成立于香港, 2006 年港股上市, 全球有 3 个研发中心, 生产基地位于深圳龙岗, 产品销往全球 40 多个国家和地区, 主营业务为楼宇控制器、家电控制器和工业控制器, 2017 年营业收入 38.68 亿港元 (31.13 亿人民币)。



图表18: 智能控制器企业 2017 年营收对比 (亿人民币)

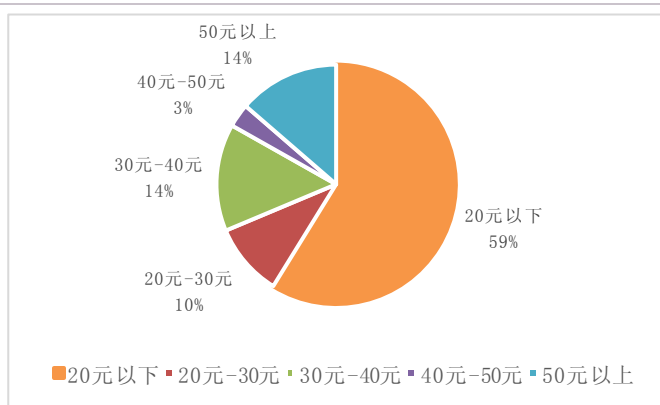


资料来源: 各公司年报、联讯证券

根据上图, 可以明显看出, 拓邦股份虽然是国内龙头企业, 但与世界龙头企业还有不少的差距。主要原因有两个方面: 一是国际龙头涉足该行业较早, 多数具备 50 年以上历史, 在技术、资源、专利等方面具备先发优势; 二是国外企业合作客户产品较为高端, 单价较高。拓邦等国内企业通过自身研发投入和增加高端产品推广, 在逐渐缩小差距。

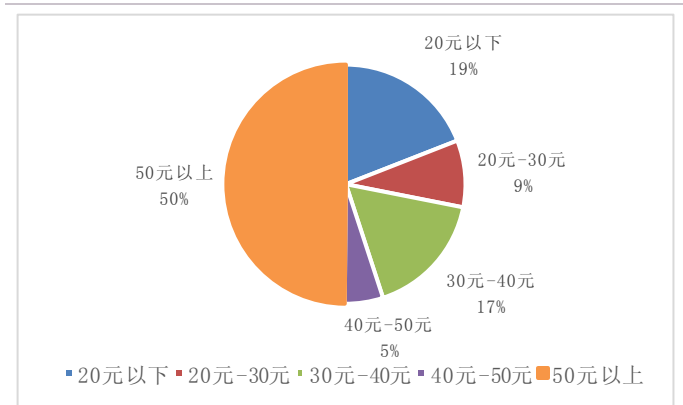
拓邦销售的智能控制器加大了高端产品推广, 2017 年智能控制器销量 7622.89 万套, 其中 59% 的控制器价格区间在 20 元以下, 但其销售额仅占 19%; 销量占比 14% 的 50 元以上控制器销售额占比 50%, 预计该分布情况会持续, 未来高价产品链价齐升。

图表19: 拓邦股份智能控制器 2017 年销量分布



资料来源: 公司公告, 联讯证券整理

图表20: 拓邦股份智能控制器 2017 年销售额分布

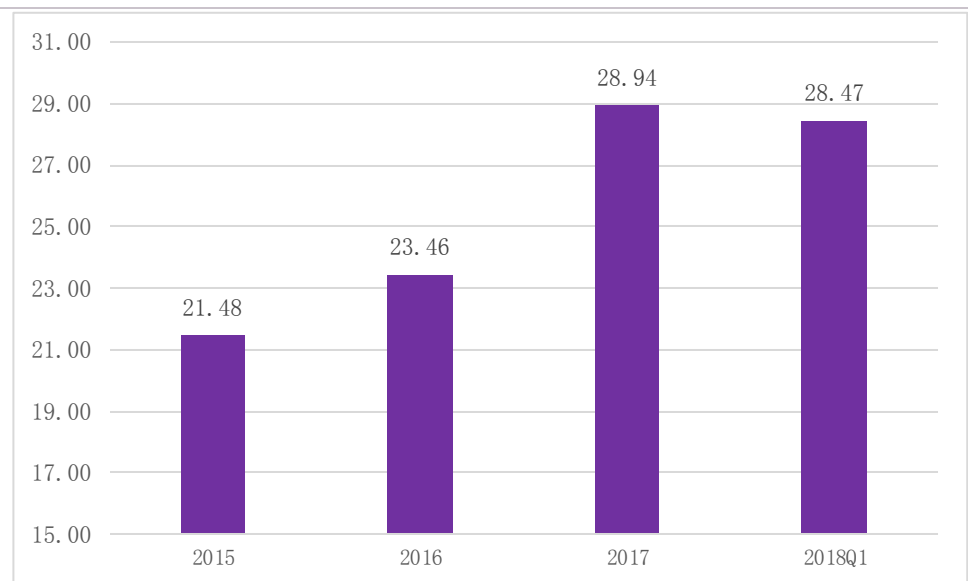


资料来源: 公司公告, 联讯证券整理

高端产品的推广还可以从单价上提现, 智能控制器从 2015 年的 21.48 元, 增长到 2016 年的 23.46 元, 2017 年的 28.94 元, 预计 2018 年会延续增长态势, 增长 20%, 达到 34.73 元。



图表21: 拓邦股份智能控制器单价走势 2015-2018Q1



资料来源: 公司公告, 联讯证券整理

拓邦股份目前产量不足, 市场需求强劲, 正在发可转债, 在宁波建设新的运营中心, 有望增加 4500 万套的产量。受限于目前的产量, 保守预计未来三年 (2018-2020) 年销量增长幅度为 10%, 平均单价增长幅度为 20%、15%、10%, 销售额预计为 29.12 亿元、36.84 亿元和 44.58 亿元。若宁波中心能够提前建好, 销量将更大。

图表22: 拓邦股份智能控制器业务发展预测 2018-2020

时间	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销量 (万套)	5428.22	6116.67	7622.89	8385.18	9223.70	10146.07
YoY		13%	25%	10%	10%	10%
平均单价 (元)	21.48	23.46	28.94	34.73	39.94	43.93
YoY		9%	23%	20%	15%	10%
销售额 (亿元)	11.66	14.35	22.06	29.12	36.84	44.58
毛利 (亿元)	2.20	3.19	5.19	7.28	9.21	11.14
毛利率	19%	22%	24%	25%	25%	25%

资料来源: 联讯证券

## 2. T-SMART 战略布局物理网, 拓宽下游进阶之路

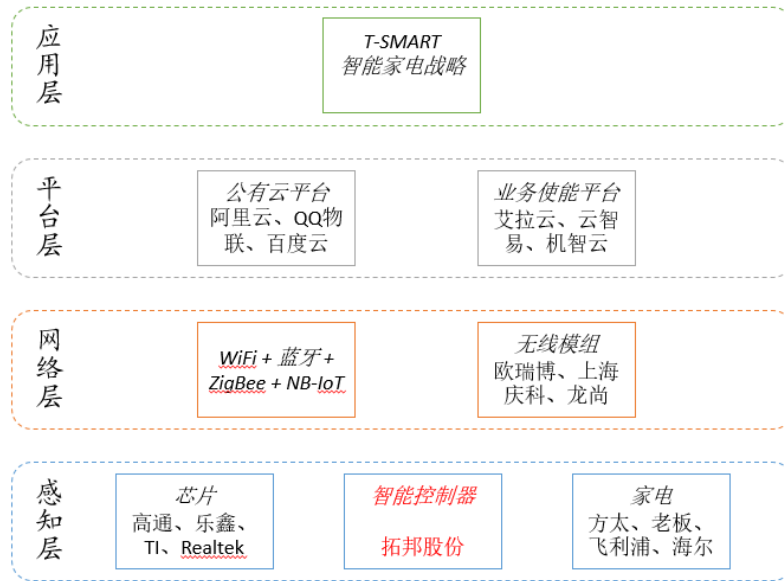
2017 年 3 月 9 日, 在上海举办的中国家电及消费电子博览会 (AWE) 上, 拓邦股份推出以全新打造的 T-Smart 一站式智能家电解决方案为核心的“智能+”战略, 即从需求概念到规模量产的一站式业务服务闭环和从控制器、模块、云到 APP 的一站式技术服务闭环, 重点发展物联网智能家电领域。

在 T-SMART 智能家电解决方案中, 按照物联网通用分层方式分为四层: 感知层、网络层、平台层和应用层。感知层是指方案终端获取数据, 此处是各类家电, 包含芯片原材料和拓邦的智能控制器, 该层级是负责感知周边环境、收集数据的, 比如空调感知室内温度、冰箱感知食物的气味等等, 这一层级是数据的源头; 网络层是指传输数据的方式和途径, 此处常用网络传输模式为 WiFi、蓝牙、ZigBee 以及最新的物联网网络



NB-IoT 和 eMTC 等，传输的途径是各类无线模块，内置于家电类，与智能控制器协同操作，这一层级是数据的搬运工；平台层是指云平台储存以及处理数据，此处是指公有云平台以及业务使能平台存储和处理智能家电的数据，这一层级是数据的储存和处理；应用端是指全套解决方案的协同处理以及与人互动，此处是指系统将前面三个层级集成到一起，并开发相应的 APP 供使用者互动，比如到家前了解室内温度选择提前打开空调，这一层级是数据的互动。智能家电是一个产业融合的结晶，需要各家企业共同开发，协同发展，最终会产生 1+1 大于 2 的效果。

图表23: 智能家电物联网分层



资料来源: 公司官网、联讯证券整理

在拓邦股份推出的 T-SMART 智能家电战略中，公司与多家企业合作共同开发，采用开放的态度。拓邦股份在感知层经营了二十余年，与上下游企业合作较久。因此，在这一层级合作的厂商特别多，核心芯片厂商有高通、TI 等欧美大厂，家电厂商更是多达 26 家，涵盖中国、欧美大厂，如方太、老板、飞利浦、松下等，预计合作厂商会逐渐增多。智能家电物联网战略中，家电是最基础的一环，也是最有动力推广的行业，家电企业的大力合作是 T-SMART 战略成功的必要前提。

图表24: T-SMART 家电合作企业品牌

FOTILE 方太	gorenje	ECOVACS	Aquatron robotic technology co.	Whirlpool	KENWOOD
Electrolux	PHILIPS	ROBAM 老板	Panasonic	Haier	美的 Midea
HILTI	Makita	TOSHIBA	TCL 创维集团 The Future Life	teka	SUPOR
maytronics	WIK	SEB	SEVERIN	GE	Joyoung 九阳
Galanz 格兰仕	STANLEY Security				

资料来源: 公司官网、联讯证券整理



在**网络层**，拓邦与上海庆科、龙尚科技和欧瑞博合作，开发适合家电联网的联网模块。上海庆科成立于 2004 年，公司主营无线模组和云平台，年营收 3 亿元，研发投入 3000 万元以上，员工 150 人中有 100 人做研发，擅长 WiFi 联网模组研发，股东有阿里巴巴。龙尚科技成立于 2005 年，公司主营无线模组，擅长 NB-IoT 联网模组研发，年营收 2.69 亿元，2017 年被日海智能收购。欧瑞博成立于 2011 年，主营智能家居无线模组，擅长 ZigBee 联网模组研发，**拓邦股份持有 10%的股份**。这三家企业研发实力在行业内属于一线梯队，不仅与家电企业有广泛合作，还涉足其他行业，如智慧城市、智慧能源等物联网板块。

物联网的网络层有三种通讯途径：蜂窝数据类（2G 3G 4G），短距离通信类（WiFi、蓝牙、ZigBee）和低功耗广域网类（NB-IoT、eMTC）。通常来说，家电处于住所固定位置，有固定电源，所以短距离通信类是最适合的途径，其中 WiFi 是目前最热门的方案。WiFi 不仅可以连接室内大部分设备，还可以与网络通信，方便用户使用 APP 进行互动。该方案的难点不在于技术层面，而在于不同品牌家电之间的协作，**T-SMART 的目标就是打破不同品牌不同类型家电之间的壁垒，给予用户一个 APP 管理所有家电。智能控制器和联网模块内置于家电内部，实现家电的联网与控制。**

**图表25： 智能控制器与联网模块协同工作**



资料来源：相关公司官网、联讯证券

在**平台层**，拓邦与阿里云、云智易、机智云、智家 365 以及艾拉云进行合作，实现 T-SMART 系统的数据存储和云服务。万物联网，数据量将 24 小时产生，形成爆发式增长，如何让数据产生更大的价值随之成为业内共同关注的焦点，大量的实时计算、存储分析、智能挖掘、可视化展现等大数据工具和平台成为必需。在智能家电领域，云平台具有以下几大功能：

1. **设备数据管理**，随时查看设备新增、活跃、地区分布等数据，方便家电企业了解设备真实使用情况，同时有利于产品的功能迭代。
2. **用户数据管理**，实时查看终端用户数据，增长趋势，注册信息等基础用户数据，方便企业分析使用人群，找到精准的营销对象。



3. **设备告警信息管理**，上报故障信息，并与智能维保服务关联加强企业售后服务能力，不仅提升企业售后服务品质还大大降低了服务成本。
4. **其他数据服务**，厨电云菜谱服务、通用耗材统计服务、数据实时推送服务等。

图表26: 云平台在智能家电中的作用



资料来源: 公司官网, 联讯证券

阿里云是中国最大的公有云提供商，可以提供 IaaS（基础设施服务），具备计算资源丰富、存储空间廉价、通信带宽大等特点，在物联网领域，与公有云厂商合作，不仅可以获得高效稳定云服务，更可以降低成本。云智易、机智云、智家 365 和艾拉云属于业务使能平台（AEP），该类云平台结合了上层的应用场景，为开发者提供成套应用开发工具（SDK）、中间件、数据存储、业务逻辑引擎、第三方 API 接口等功能，我们可将其理解为结合应用场景的系统开发平台，在物联网领域，与业务使能平台合作，不仅可以快速布局物联网，还可以获得相应行业客户资源。拓邦与公有云和业务使能平台合作，不仅可以获得高效稳定云服务，也可以获得专业的应用场景解决方案，相信在智能物联网的潮流中，云平台能帮助家电企业降低智能家电开发复杂度，提升产品品质，加速产品创新，融入开发生态，做大做强智能家电。

图表27: 拓邦首批入驻阿里云 IoT





资料来源：公司官网，联讯证券

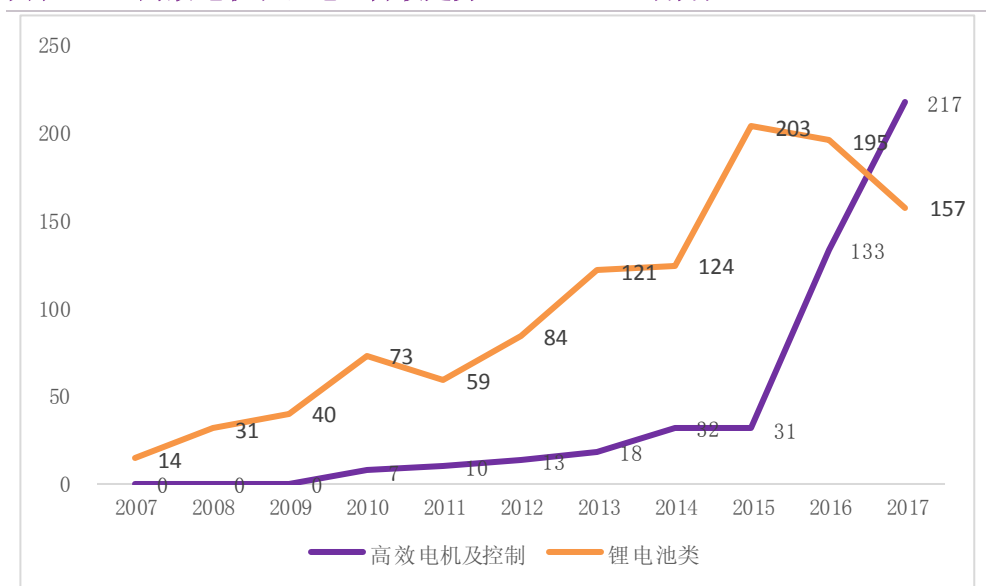
应用层即是整个智能家电的落地应用，针对具体的应用场景提供的解决方案。拓邦推出的 T-SMART 平台特点在于“智能”，T-SMART 暖通智能化解决方案中设备会主动根据室内外温度、湿度调节最舒适的体感温度，还能结合用户的热热水使用习惯，提供始终适宜的水温。T-SMART 清洁机器人解决方案，给扫地机装上智能化的眼睛，实现对全屋环境的精确感知。T-SMART 云语音解决方案给咖啡机、马桶、空调、冰箱等各类电器装上智能麦克风，可与用户进行互动。还有智能冰箱通过气味识别食物调整冷藏方式，智能洗衣机识别衣物面料调整洗涤方式等各类智能化场景。

T-SMART 是拓邦物联网战略的重要布局，也是公司未来业务的增长点，不仅扩大大家电市场份额，还可以外延到其他物联网领域，如智慧城市，工业互联网等。

## （二）两翼：高效电机与锂电池业务成新的增长点

拓邦 2006 年成立了拓邦锂电池全资子公司，开始涉足锂电池行业。2009 年开始涉足高效电机业务，2015 年收购了研控自动化 55% 股权，扩大公司电机业务。

图表 28： 高效电机和锂电池营收走势 2007-2017（百万元）



资料来源：公司官网，联讯证券

公司高效电机业务在 2016 年开始营收大增，主要来源于拓邦 2015 年收购了研控自动化 55% 的股权。研控自动化成立于 2006 年，十几年来专注运动控制器、步进电机。伺服系统等产品的研发，是国内少数能提供运动控制整体解决方案的企业之一，2017 年营收为 1.59 亿元，并完成了 2015-2017 年三年业绩承诺。

公司锂电池业务包含电芯、动力电池和储能电池三大块，从 2017 年开始，面对动力电池厮杀愈发惨烈的局势，拓邦锂电果断将产品应用重心锁定在储能及小动力领域，并在该领域取得不俗成绩。从业务细分情况来看，拓邦锂电储能与小型动力业务占比约为 7:3。储能方面，海外业务占据约 60%-70%，小型动力市场主要分布于国内，应用涵盖物流车、叉车、电动工具等领域。2018 年公司中标“中国移动 2017 至 2018 年度铁塔以外基站用磷酸铁锂电池产品集中采购项目”，正式打响了进军国内锂电储能的第一枪。目前国内锂电储能产业还处于孵化期，体量及增速仍较小，相对而言，美国、加拿



大、德国、挪威、澳大利亚等海外市场，户用储能、电网储能、便携式电源等应用广泛，需求旺盛。拓邦锂电耕耘海外储能市场多年，但在全球锂电储能的市场份额占比很小，仍有巨大的市场可以开拓。

### 三、盈利预测与估值

公司主营业务为智能控制器、高效电机及控制和锂电池三大产品，业务预测如下：

**智能控制器**是公司主营业务，营收占比 80%左右，预计未来三年依然为公司主力业务。公司目前订单充足，主要受限于产能瓶颈，2020 年宁波运营中心的落成将极大缓解产能状况，未来三年产能扩充主要依靠扩建和第三方代工，因此营收增速对比 2017 年 53.7%有所回落，预计 2018-2020 增速为 30%、30%和 20%，2020 年宁波运营中心落成后，产能将提升 4500 万套/年，长期发展能力可期。受 MLCC 等电子元器件涨价影响，导致 2018 年毛利率有所下滑，随着公司产品逐渐高端化和智能化，以及上游原材料价格回落，因此预计毛利率有望回归。预计智能控制类 2018-2020 年营收为 28.68 亿元、37.28 亿元和 44.74 亿元。

**高效电机及控制**，公司收购研控自动化后，业务营收增长迅猛，预计未来三年增长 50%、40%和 30%，毛利率维持在 35%左右，预计 2018-2020 年营收为 3.26 亿元、4.56 亿元和 5.92 亿元。

**锂电池**，该领域竞争激烈，公司将产品应用重心锁定在储能及小动力领域，并在该类领域取得不俗成绩。预计 2018-2020 年营收增长均为 5%，毛利率维持在 20%，预计 2018-2020 年营收为 1.65 亿元、1.73 亿元和 1.82 亿元。

合计预计公司 2018-2020 年营收为 35.12 亿元、44.69 亿元和 54.16 亿元，毛利率为 24.2%、24.4%和 24.5%。

图表29：拓邦股份主营业务预测 2018-2020

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>合计</b>						
营业收入	1446.0	1827.1	2682.6	3512.0	4468.9	5415.9
YoY	29.6%	26.4%	46.8%	30.9%	27.2%	21.2%
营业成本	1176.5	1423.5	2039.7	2717.8	3432.2	4154.4
毛利率	18.6%	22.1%	24.0%	22.6%	23.2%	23.3%
<b>智能控制类</b>						
收入	1166	1435	2206.0	2867.8	3728.1	4473.8
YoY		23.1%	53.7%	30.0%	30.0%	20.0%
成本	946	1116	1687.0	2251.2	2907.9	3489.5
毛利率	18.9%	22.2%	23.5%	21.5%	22.0%	22.0%
<b>高效电机及控制</b>						
收入	31	133	217.0	325.5	455.7	592.4
YoY		329.0%	63.2%	50.0%	40.0%	30.0%
成本	23	82	144.0	211.6	296.2	385.1
毛利率	25.8%	38.3%	33.6%	35.0%	35.0%	35.0%
<b>锂电池</b>						
收入	203	195	157.0	164.9	173.1	181.7
YoY		-3.9%	-19.5%	5.0%	5.0%	5.0%



百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
成本	170	174	128.0	131.9	138.5	145.4
毛利率	16.3%	10.8%	18.5%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>其他</b>						
收入	46.0	64.1	102.6	153.9	112.0	168.0
YoY		39.5%	60.0%	50.0%	50.0%	50.0%
成本	37.5	51.5	80.7	123.1	89.6	134.4
毛利率	18.3%	19.6%	21.3%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源: Wind, 联讯证券

公司销售费用、管理费用较为稳定, 预计未来会维持这个趋势, 销售费用/营业收入 2018-2020 年为 3.55%、3.58%和 3.57%, 管理费用/营业收入预计 2018-2020 年为 9.39%、9.42%和 9.41%。财务费用波动较大, 主要原因是人民币汇率波动较大, 造成的汇兑损益, 2018 年上半年人民币贬值利好公司, 考虑到宏观环境因素, 未来三年保守估计财务费用为 0.73%、1.03%和 0.93%。

图表30: 拓邦股份三费预测 2018-2020

时间	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售费用/营业收入	3.33%	3.64%	3.58%	3.55%	3.58%	3.57%
管理费用/营业收入	8.98%	9.62%	9.38%	9.39%	9.42%	9.41%
财务费用/营业收入	-1.18%	-1.04%	1.62%	0.73%	1.03%	0.93%

资料来源: Wind, 联讯证券

拓邦股份是国内智能控制器龙头企业, 在 A 股中还有和而泰、朗科智能、和晶科技三家上市公司, 对比四家上市公司可以看出, 拓邦股份不仅没有龙头溢价, 还低于平均估值, 处于股价洼地。

图表31: 可比公司估值对比表(以 2019 年 1 月 28 日收盘价统计)

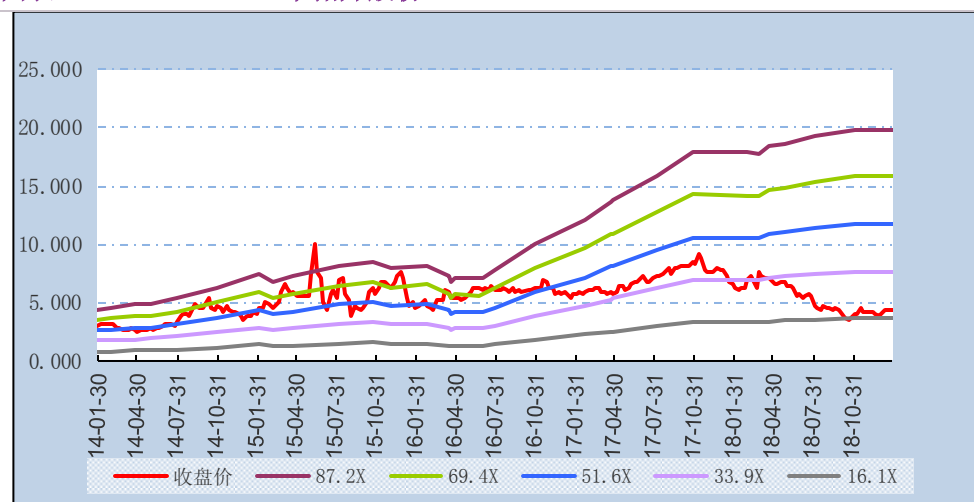
证券代码	证券简称	PE (TTM)	PE (2018E)	PE (2019E)	PE (2020E)
002402.SZ	和而泰	28.0	24.3	17.2	11.7
300279.SZ	和晶科技	-41.4	25.4	22.1	19.0
300543.SZ	朗科智能	39.7	-	-	-
	平均值	38.8	24.7	19.7	15.4
002139.SZ	拓邦股份	19	18.8	14.3	11.5

资料来源: Wind, 联讯证券

首次覆盖给予公司“增持”评级。我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 2.35/3.09/3.83 亿元, EPS 为 0.23/0.30/0.38 元, 对应的 PE 为 19/14/12 倍。拓邦股份作为智能控制器行业的龙头, 加上锂电池和高效电机多种业务协同发展, 未来增长可期。战略布局物联网智能家电, 打开公司进阶之路。2018 年公司平均 PE 为 26.4 倍, 我们给予公司 25~28 倍左右的 PE, 对应目标价 5.75-6.44 元, 首次覆盖给予“增持”评级。



图表32: 2014~2018年拓邦股份 PE-band



资料来源: Wind, 联讯证券

#### 四、风险提示

原材料价格上涨过快降低毛利率;

人民币汇率波动造成汇兑损失;

宁波运营中心建设进度不及预期。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1890.89	2404.02	3030.39	3703.83	经营活动现金流	206.79	179.61	350.93	482.92
现金	472.70	448.16	551.13	712.33	净利润	224.72	251.43	330.79	409.41
应收账款	833.89	1167.84	1479.54	1777.44	折旧摊销	60.72	59.03	68.97	80.04
其它应收款	30.57	46.64	57.17	68.90	财务费用	40.34	25.33	45.03	48.65
预付账款	15.05	15.64	20.84	25.69	投资损失	12.06	10.00	10.00	10.00
存货	406.32	552.56	701.44	852.59	营运资金变动	88.08	-182.02	-133.02	-132.04
其他	132.02	172.84	219.93	266.54	其它	-219.13	15.84	29.15	66.86
非流动资产	1318.14	1359.66	1409.56	1465.68	投资活动现金流	-58.37	-81.50	-83.07	-91.32
长期投资	3.53	3.53	3.53	3.53	资本支出	-352.15	-88.71	-104.84	-121.72
固定资产	485.24	501.90	516.18	528.09	长期投资	70.44	-11.84	-14.03	-14.44
无形资产	126.26	171.02	218.14	268.49	其他	223.34	19.05	35.80	44.84
其他	703.11	683.22	671.71	665.56	筹资活动现金流	-16.61	-89.21	-107.54	-141.50
资产总计	3209.03	3763.68	4439.95	5169.51	短期借款	28.40	-11.00	0.00	0.00
流动负债	1119.13	1459.68	1850.95	2231.39	长期借款	5.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	31.00	20.00	20.00	20.00	其他	-50.01	-78.21	-107.54	-141.50
应付账款	521.00	718.00	908.86	1092.76	现金净增加额	117.05	8.90	160.32	250.10
其他	567.13	721.67	922.10	1118.63					
非流动负债	15.45	16.68	17.87	19.42	<b>主要财务比率</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
长期借款	5.00	5.00	5.00	5.00	成长能力				
其他	10.45	11.68	12.87	14.42	营业收入增长率	46.8%	30.9%	27.2%	21.2%
负债合计	1134.58	1476.35	1868.83	2250.81	营业利润增长率	57.7%	10.0%	32.0%	24.0%
少数股东权益	139.48	155.93	177.57	204.36	归母净利增长率	46.4%	11.9%	31.6%	23.8%
归属母公司股东权益	1934.97	2131.39	2393.55	2714.34	获利能力				
负债和股东权益	3209.03	3763.68	4439.95	5169.51	毛利率	24.0%	22.6%	23.2%	23.3%
					净利率	8.4%	7.2%	7.4%	7.6%
<b>利润表</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	ROE	10.8%	11.0%	12.9%	14.0%
营业收入	2682.57	3512.00	4468.93	5415.93	ROIC	16.5%	14.2%	16.8%	18.3%
营业成本	2039.69	2717.76	3432.23	4154.40	偿债能力				
营业税金及附加	17.30	20.84	27.28	37.37	资产负债率	35%	39%	42%	44%
营业费用	95.92	124.83	159.77	193.26	净负债比率	8%	8%	9%	10%
管理费用	251.52	329.84	421.18	509.40	流动比率	169%	165%	164%	166%
财务费用	40.34	25.33	45.03	48.65	速动比率	133%	127%	126%	128%
资产减值损失	12.06	10.00	10.00	10.00	营运能力				
公允价值变动收益	-0.26	-0.28	-0.27	-0.27	总资产周转率	0.91	1.01	1.09	1.13
投资净收益	7.43	2.58	3.80	4.78	应收账款周转率	4.39	4.35	4.16	4.10
营业利润	259.77	285.69	376.98	467.35	应付账款周转率	4.40	4.39	4.22	4.15
营业外收入	0.67	7.60	7.09	6.19	每股指标(元)				
营业外支出	5.94	4.72	4.96	5.04	每股收益	0.21	0.23	0.30	0.38
利润总额	254.51	288.57	379.10	468.50	每股经营现金	0.20	0.18	0.34	0.47
所得税	29.78	37.14	48.30	59.09	每股净资产	1.90	2.09	2.35	2.66
净利润	224.72	251.43	330.79	409.41	估值比率				
少数股东损益	14.70	16.45	21.65	26.79	P/E	21.01	18.78	14.27	11.53
归属母公司净利润	210.02	234.97	309.15	382.62	P/B	2.28	2.07	1.84	1.63
EBITDA	360.84	370.05	490.98	596.04	EV/EBITDA	6.57	10.39	7.59	5.96
EPS（元）	0.21	0.23	0.30	0.38					

资料来源：公司财务报告，联讯证券研究院



## 分析师简介

李仁波,中南财经政法大学硕士。2017年11月加入联讯证券,现任研究院通信行业分析师,证书编号:S0300518010001。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于作者的职业理解,本报告清晰准确地反映了作者的研究观点,力求独立、客观和公正,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格,经营证券业务许可证编号:10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买入:相对大盘涨幅大于10%;

增持:相对大盘涨幅在5%~10%之间;

持有:相对大盘涨幅在-5%~5%之间;

减持:相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

增持:我们预计未来报告期内,行业整体回报高于基准指数5%以上;

中性:我们预计未来报告期内,行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间;

减持:我们预计未来报告期内,行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层

传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)