

拓邦股份(002139)/通信
二季度业务快速恢复，产品结构改善提升盈利能力
评级：买入(维持)

市场价格：6.83元

分析师：陈宁玉

执业证书编号：S0740517020004

电话：021-20315728

Email: chenyy@r.qizq.com.cn

分析师：易景明

执业证书编号：S0740518050003

电话：021-20315728

Email:yijm@r.qizq.com.cn

分析师：周铃雅

执业证书编号：S0740520080007

电话：021-20315728

Email:zhouly@r.qizq.com.cn

研究助理：王逢节

Email:wangfj@r.qizq.com.cn

相关报告

- 1 毛利率持续改善，被低估的智能控制器龙头
- 2 汇兑影响有望改善，控制器+电机+电池业务协同效果初现
- 3 业绩符合预期，短期汇兑影响不改智能化浪潮趋势

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,406.7	4,098.9	4,982.4	5,941.6	7,224.8
增长率 yoy%	26.99%	20.32%	21.56%	19.25%	21.60%
净利润	222.2	330.8	351.1	445.0	555.8
增长率 yoy%	5.79%	48.90%	6.12%	26.74%	24.91%
每股收益(元)	0.22	0.32	0.34	0.43	0.54
净资产收益率	10.41%	13.18%	12.78%	14.08%	15.66%
P/E	31.7	21.3	20.1	15.8	12.7
PEG	1.2	1.1	1.1	0.6	0.7
P/B	3.3	2.8	2.6	2.2	2.0

备注：股价选取日期 2020.08.26 收盘价

投资要点

- **公告概要：**公司发布 2020 年半年度报告，实现营业收入 19.97 亿元，同比增长 13.82%，归属于上市公司净利润 2.09 亿元，同比增长 14.05%，归属于上市公司扣除非经常性损益的净利润 1.33 亿元，同比增长 18.76%。
- **疫情后二季度业务快速恢复，降本增效毛利率大幅提升，控制器+电机+电池业务协同效果初现。**一季度受疫情影响出现收入下滑，二季度复工复产快速恢复，实现营收 12.27 亿元，同比增长 29%，归母净利润 1.46 亿元，同比增长 15%，扣非归母净利润 1.09 亿，同比增长 56%。分业务看，上半年家电类智能控制器业务发展平稳，电动工具智能控制器、锂电池与工控电机业务实现高速增长，分别同比增长 16%、69%和 50%，各项业务毛利率均有不同程度提升，二季度综合毛利率达到了 24.92%，创历史单季度最高水平。公司通过对产品结构调整，落地实施了精益改善及战略成本管控措施，有效降低了材料成本和加工费用，供应链管理效率有较大程度提升。上半年新基建驱动 5G 基站、充电桩等领域建设加速提升了锂电池产品需求，另外对于电动工具和家电类客户，公司电机和电池配套技术和产品形成了一体化的解决方案，业务的协同优势逐步显现。大客户销售增长迅猛，客户满意度持续提升，千万级以上头部客户持续增加。
- **全球化布局按计划稳步推进并已初显成效。**惠州子公司目前是公司珠三角地区主要产能来源，产能稳定扩张，产品品质稳定，生产效率快速提升；越南平阳孙公司产能快速提升并已完成部分客户的转产工作；印度运营中心试生产顺利且已有部分大客户审厂通过。宁波运营基地按计划稳步推进建设中，预计明年能够投产使用。拟募集资金不超过 10.5 亿元，用于拓邦惠州第二工业园项目建设及补充公司流动资金，8 月获得证监会发审会审核通过并取得核准发行的批文。完成对控股子公司研控自动化收购少数股东 13%的股权，进一步加速公司向工业控制方向发展的进程，增厚上市公司利润。上半年研发投入 1.67 亿元，同比增长 17.91%，研发营收占比达到 8.35%，伴随公司多年来持续的研发投入，公司产品日趋智能化、物联化、复杂化和模组化，产品的附加值也得以持续提升。
- **物联网与智能化浪潮迭代周期，智能控制器市场保持增长态势。**5G 万物互联，智能终端品类将会继续不断增多，车联网、无人机、机器人、智能门锁、泛家电例如咖啡机、烤箱、白电等新品，随着传统终端逐步迭代升级为智能终端，MCU 芯片由 8 位、16 位升级为 32 位以上，智能控制器是驱动传统终端升级为物联网智能终端的核心元器件，在产业的价值量将逐步提升。公司积累了大量通用技术，覆盖智能控制算法、变频、传感、人机交互、加热、制冷、电源等十余个领域，形成了系列化产品解决方案，覆盖白色家电、小家电、电动工具、园林工具、智能硬件等领域，千万级客户的数量和规模都取得了较快的增长。国内技术提升和成本优势，带来海外需求向国内转移。未来产业专业化分工趋势，第三方控制器厂商的专业技术和成本优势逐步显现，国内大家电等外放控制器给第三方专业厂商可期。
- **投资建议：**拓邦股份是国内领先的智能控制方案提供商，积极拓展“战略客户、大客户、科创客户”三类头部客户，疫情影响缓解，Q2 毛利率大幅提升。股票回购及股权激励机制，彰显管理层对未来发展信心。我们预计公司 2020-2022 年净利润 3.51 亿、4.45 亿和 5.56 亿，EPS 分别为 0.34 元/0.43 元/0.54 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**智能控制器下游行业应用不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；

汇率波动对海外业务产生负面影响的风险

图表 1: 拓邦股份盈利预测 (百万)

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,406.7	4,098.9	4,982.4	5,941.6	7,224.8	成长性					
减: 营业成本	2,727.0	3,197.5	3,830.2	4,589.6	5,586.3	营业收入增长率	27.0%	20.3%	21.6%	19.3%	21.6%
营业税费	21.8	28.3	31.9	39.0	47.9	营业利润增长率	4.9%	43.9%	9.0%	25.8%	24.2%
销售费用	111.7	134.9	164.4	184.2	224.0	净利润增长率	5.8%	48.9%	6.1%	26.7%	24.9%
管理费用	289.0	400.4	498.2	576.3	700.8	EBITDA增长率	-8.8%	99.9%	-4.6%	24.4%	20.7%
财务费用	-12.6	36.2	20.3	22.8	15.1	EBIT增长率	-16.8%	121.7%	-11.2%	25.2%	21.9%
资产减值损失	27.2	-48.1	20.0	-0.3	-9.5	NOPLAT增长率	-14.5%	63.7%	5.0%	25.2%	21.9%
加: 公允价值变动收益	-0.3	120.2	-0.0	-	-	投资资本增长率	39.3%	0.1%	9.9%	27.3%	-2.2%
投资和汇兑收益	-2.4	-2.1	10.0	7.6	7.6	净资产增长率	9.3%	16.3%	9.7%	15.1%	12.4%
营业利润	272.6	392.2	427.4	537.5	667.8	利润率					
加: 营业外净收支	-1.0	1.1	-1.7	-0.6	-0.4	毛利率	20.0%	22.0%	23.1%	22.8%	22.7%
利润总额	271.6	393.3	425.6	536.9	667.4	营业利润率	8.0%	9.6%	8.6%	9.0%	9.2%
减: 所得税	34.8	52.6	55.3	69.8	86.8	净利率	6.5%	8.1%	7.0%	7.5%	7.7%
净利润	222.2	330.8	351.1	445.0	555.8	EBITDA/营业收入	8.9%	14.7%	11.6%	12.1%	12.0%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	6.7%	12.3%	9.0%	9.4%	9.5%
货币资金	511.6	815.6	398.6	475.3	602.7	运营效率					
交易性金融资产	0.0	389.0	389.0	389.0	389.0	固定资产周转天数	65	72	78	82	78
应收帐款	943.0	1,390.4	1,146.5	1,942.7	1,906.6	流动营业资本周转天数	53	53	39	48	47
应收票据	143.5	184.2	270.9	249.2	374.2	流动资产周转天数	224	250	231	214	209
预付帐款	13.7	14.4	23.6	21.2	31.9	应收帐款周转天数	87	102	92	94	96
存货	491.8	513.5	691.1	774.8	991.0	存货周转天数	47	44	44	44	44
其他流动资产	248.6	30.8	137.1	138.8	102.3	总资产周转天数	378	398	366	335	316
可供出售金融资产	68.4	-	20.0	20.0	20.0	投资资本周转天数	189	183	158	157	143
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	3.3	6.9	6.9	6.9	6.9	ROE	10.4%	13.2%	12.8%	14.1%	15.7%
投资性房地产	42.9	76.0	76.0	76.0	76.0	ROA	6.0%	6.7%	7.4%	7.7%	8.8%
固定资产	737.2	911.9	1,235.4	1,474.0	1,658.3	ROIC	15.2%	17.8%	18.7%	21.3%	20.4%
在建工程	271.0	227.9	114.0	57.0	28.5	费用率					
无形资产	249.7	291.0	252.6	214.1	175.7	销售费用率	3.3%	3.3%	3.3%	3.1%	3.1%
其他非流动资产	224.2	270.0	239.3	233.9	236.3	管理费用率	8.5%	9.8%	10.0%	9.7%	9.7%
资产总额	3,949.0	5,121.7	5,001.0	6,073.0	6,599.2	财务费用率	-0.4%	0.9%	0.4%	0.4%	0.2%
短期债务	491.0	173.0	212.9	366.5	-	三费/营业收入	11.4%	13.9%	13.7%	13.2%	13.0%
应付帐款	712.1	1,025.7	1,071.2	1,359.5	1,658.1	偿债能力					
应付票据	306.9	376.7	442.3	541.1	654.2	资产负债率	42.6%	48.5%	42.2%	45.2%	43.3%
其他流动负债	161.9	193.6	204.5	192.2	235.5	负债权益比	74.2%	94.4%	73.0%	82.6%	76.4%
长期借款	-	200.0	-	51.1	-	流动比率	1.41	1.89	1.58	1.62	1.73
其他非流动负债	10.8	517.4	179.5	235.9	310.9	速动比率	1.11	1.60	1.23	1.31	1.34
负债总额	1,682.7	2,486.5	2,110.4	2,746.4	2,858.7	利息保障倍数	-18.09	13.93	22.10	24.52	45.14
少数股东权益	132.0	124.8	144.0	166.2	191.0	分红指标					
股本	1,019.0	1,018.8	1,030.8	1,030.8	1,030.8	DPS(元)	0.10	0.05	0.10	0.13	0.16
留存收益	1,151.9	1,450.1	1,715.9	2,129.7	2,518.8	分红比率	45.6%	15.4%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	2,266.4	2,635.2	2,890.7	3,326.6	3,740.5	股息收益率	1.4%	0.7%	1.5%	1.9%	2.4%
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	236.8	340.6	351.1	445.0	555.8	EPS(元)	0.22	0.32	0.34	0.43	0.54
加: 折旧和摊销	78.4	104.7	128.8	156.9	182.6	BVPS(元)	2.07	2.44	2.66	3.07	3.44
资产减值准备	27.2	74.9	-	-	-	PE(X)	31.7	21.3	20.1	15.8	12.7
公允价值变动损失	0.3	-120.2	-0.0	-	-	PB(X)	3.3	2.8	2.6	2.2	2.0
财务费用	16.2	37.9	20.3	22.8	15.1	P/FCF	74.0	10.3	-21.2	87.5	25.9
投资收益	2.4	2.1	-10.0	-7.6	-7.6	P/S	2.1	1.7	1.4	1.2	1.0
少数股东损益	14.6	9.8	19.2	22.2	24.8	EV/EBITDA	13.0	8.7	11.4	9.5	7.3
营运资金的变动	-250.7	159.0	-3.0	-474.7	178.4	CAGR(%)	25.4%	19.5%	18.1%	25.4%	19.5%
经营活动产生现金	240.3	404.5	506.4	164.5	949.2	PEG	1.2	1.1	1.1	0.6	0.7
投资活动产生现金	-541.7	-333.9	-310.0	-292.4	-292.4	ROIC/WACC	1.5	1.7	1.8	2.1	2.0
融资活动产生现金	309.7	271.6	-613.4	204.6	-529.4	REP	1.3	1.4	1.6	1.1	1.1

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。