

投资评级：推荐（首次）
报告日期：2020年03月31日
市场数据

目前股价	5.42
总市值（亿元）	55.22
流通市值（亿元）	44.52
总股本（万股）	101,878
流通股本（万股）	82,143
12个月最高/最低	7.18/4.70

分析师

分析师：吴彤 S1070520030004

☎ 0755-83667984

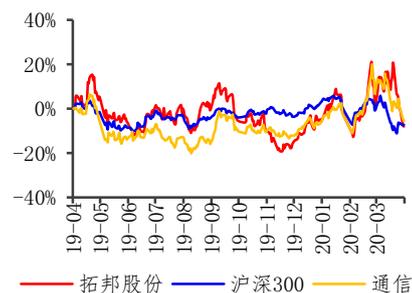
✉ wutong@cgws.com

联系人（研究助理）：蔡微未

S1070119080025

☎ 021-31829851

✉ caiweiwei@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

全年业绩稳增长，研发红利释放可期

——拓邦股份（002139）公司动态点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3407	4099	4916	5970	7232
(+/-%)	27.0%	20.3%	19.9%	21.4%	21.1%
净利润	222	331	329	400	487
(+/-%)	5.8%	48.9%	-0.5%	21.3%	21.8%
摊薄 EPS	0.22	0.32	0.32	0.39	0.48
PE	25	17	17	14	11

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事件**：公司于2020年3月31日发布2019年年度报告，公司全年实现营业收入40.99亿元，同增20.32%，实现归母净利润3.31亿元，同增48.9%。
- **全年营收规模稳增长，锂电池业务翻倍成长**：受益于智能控制行业整体发展趋好，公司市场份额稳步提升，公司2019年实现营收40.99亿元，同比增长20.32%，实现归母净利润3.31亿元，同比增长48.9%，营收及利润稳步增长。2019年公司扣非后归母净利润1.98亿元，同比下降5.21%，主要源于报告期内公司发行可转债计提利息2092万元以及对子公司合信达计提商誉减值准备2224万元从而削减扣非后利润，预计2020年合信达业绩有望恢复增长，商誉减值风险可控。**按单季度分析**，公司2019Q4实现营业收入13.08亿元，同增52.41%，实现归母净利润0.57亿元，同增104.48%，均为近10个季度中单季度最高增速。**按业务分析**，公司智能控制器/锂电池/高效电机及控制全年分别实现营业收入31.98/4.29/2.9亿元，同增14.45%/97.7%/12.08%，锂电池业务近翻倍成长。

图1：历年营收及增速（亿/%）


资料来源：Wind，长城证券研究所，

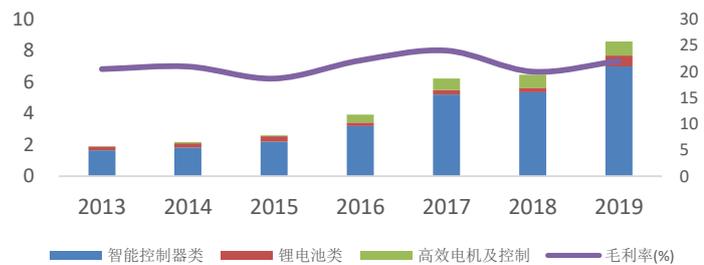
图2：历年净利润及增速（亿/%）


资料来源：Wind，长城证券研究所，

- **原材料价格企稳毛利率提升2.04pct，规模扩张使费用率略提升**：公司2019年实现毛利率21.99%，同比增加2.04个百分点，主要系2019年中期中美贸易战局势趋缓，原材料价格企稳，同时公司产品结构不断优化，提升生产自动化程度和供应链管理效率，从而降低成本提升毛利空间。其中智能控制器类毛利率提升2.72个百分点至21.81%，锂电池类毛利率

提升 3.38 个百分点至 16.42%，控费方面，规模扩张使费用率略提升。公司 2019 年除研发费用外的期间费用率为 7.65%，较同期增长 1.56pct，其中财务/管理/销售费用率分别为 0.88%/3.48%/3.29%，较同期略增 1.25pct/0.3pct/0.01pct，其中财务费用增长主要系发行可转债计提债券利息且短期借款利息略增、汇兑收益下降所致；管理费用增长主要系公司规模扩张导致管理人员薪酬增长以及计提的期权费用等增加。

图 3: 公司各业务毛利及整体毛利率 (亿/%)



资料来源: 长城证券研究所

- 持续增强研发投入，维持技术优势领先：**公司 2019 年研发投入达 3.34 亿元，同增 33.2%，占归母净资产 13.32%，占营收 8.16%；研发人员数量增长 29.57%至 1218 人，占比提升至 20.77%，以移动机器人技术团队为代表的创新人才队伍日益壮大，研发工程师数量大幅增长。公司近年来大力推动研发，产品日趋物联化、智能化、模组化，附加值不断提升。公司大规模研发投入为未来发展奠定基础，**多方面因素催化公司研发优势转化为长期竞争力：**
 - 随着终端用户对智能化及自动化要求提升，智能控制技术已形成一个专业化、独立化的技术领域，出于对产品要求提升及对成本管控的考虑，越来越多的将智能控制器的生产和销售逐步外包给专业的生产厂商，降低开发成本的同时便于统一行业标准。公司作为龙头具备研发、生产等多重优势，有望承接大部分转移外包的家电控制器产能。
 - 智能控制器下游需求升级、上游技术升级，对研发提出了更高的要求行业壁垒提升，行业逐步向龙头企业集中，公司研发优势显著有望受益。
 - 随着全球产业转移的影响与跨国公司产业链整合趋势的变化，中国将享受产业集群和工程师红利，并向智能控制器国际制造基地发展，专业化和集群化有利于为拓邦这样的龙头企业提供更为有利的发展条件，公司有望凭借已有的研发优势，并借力产业向中国转移带来的红利，更为快速发展。

图 4: 公司历年研发支出及占总营收占比 (亿/%)



资料来源: 长城证券研究所

- **全球化产业布局持续完善，海外业务发展迅速。**公司致力于全球化产业体系布局，积极拓展海内外市场，目前已拥有越南、印度运营中心，以及中国大陆的工业园、运营基地等。其中越南运营中心产能快速提升并完成部分客户转产；印度运营中心进入试生产阶段且已通过部分客户的审厂；国内惠州子公司已实现全面转产，生产效率迅速提升；宁波运营基地正在稳步建设中。自 2013 年以来公司海外营收均高于大陆营收，2019 年海外营收达 22.75 亿，增速 19.61%，占总营收 55.50%，且在毛利率方面超越国内业务 1.61 个百分点，2019 年海外业务毛利率达到 22.71%，同增 2.47pct。

图 5: 公司海外营收及占比 (亿, %)



资料来源: 长城证券研究所

- **虽短期受疫情影响，不改公司智能化、网联化业务长期向好态势。**受国内外新冠疫情影响，下游的家用电器、汽车电子、智能建筑与家居行业等市场需求延后，但中长期不改公司智能化、无人化产品向好态势。据智研咨询预测，2020 年我国智能控制器市场规模有望超过 1.55 万亿元，五年复合增长率达 8.2%，公司作为行业龙头有望享较高市场份额。公司在经过 20 多年积累的智控领域专业优势基础上，实现产品和服务的智能物联升级，推出“T-SMART”一站式智能电器解决方案、与多个合作伙伴联合开发、运营智能家居云平台，这有望成为公司未来的强势增长点。故而虽短期内受疫情影响，公司作为智能控制器龙头企业，我们长期看好公司的智能化、网联化发展。
- **公司治理层面，股权激励计划有望充分凝聚发展动力。**2018 年 10 月 26 日，公司实施股票期权与限制性股票激励计划，于 2018 年 11 月 27 日向 684 名激励对象授予 4228.70 万份股票期权，行权价格由 3.8 元/股调至 3.7 元/股，以 2017 年营收为基础，2019-2021 年三期行权条件分别为营收增速不低于 50%、90%、140%，此次股权激励计划将充分调动人员积极性。2020 年 3 月 30 日，公司审议通过了《关于 2018 年股票期权激励计划第一个行权期符合行权条件暨可行权的议案》，2019 年营收相较于 2017 年增速为 52.8%，已满足行权条件，第一个行权期可行权的激励对象为 613 名，可行权股票期权数量为 1,206.48 万。
- **投资建议：**综上，公司作为智控龙头持续投入研发巩固综合竞争力，将尽享万物互联以及产业向中国转移等多重机遇，如果全球疫情能在 Q2 得到较好控制，预计公司 2020-2022 年实现营收分别为：49.16/59.70/72.32

亿元，实现归母净利润预计分别为：3.29/4.00/4.87 亿元，对应现价 PE 分别为：17X/14X/11X，给予“推荐”评级。

- **风险提示：**原材料涨价风险；行业竞争加剧风险；中美贸易战加剧风险；汇率波动风险；疫情加剧风险；宏观经济风险

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3406.70	4098.86	4915.95	5969.76	7231.91	成长性					
营业成本	2727.02	3197.50	3897.38	4745.12	5754.31	营业收入增长	27.0%	20.3%	19.9%	21.4%	21.1%
销售费用	111.68	134.89	161.57	196.29	237.76	营业成本增长	33.7%	17.3%	21.9%	21.8%	21.3%
管理费用	108.32	142.62	163.68	203.25	243.51	营业利润增长	4.9%	43.9%	0.6%	20.9%	21.9%
研发费用	180.63	257.80	302.33	364.16	419.45	利润总额增长	6.7%	44.8%	0.4%	21.0%	21.9%
财务费用	-12.56	36.18	12.98	18.10	26.62	净利润增长	5.8%	48.9%	-0.5%	21.3%	21.8%
其他收益	32.62	47.42	26.57	33.21	34.95	盈利能力					
投资净收益	-2.44	-2.09	-2.21	-2.17	-2.18	毛利率 (%)	20.0%	22.0%	20.7%	20.5%	20.4%
营业利润	272.57	392.22	394.65	477.25	581.97	销售净利率 (%)	6.9%	8.3%	7.0%	6.9%	7.0%
营业外收支	-1.01	1.07	0.37	0.60	0.53	ROE (%)	10.4%	12.9%	11.7%	12.7%	13.6%
利润总额	271.56	393.28	395.03	477.86	582.50	ROIC (%)	12.5%	18.1%	14.7%	15.0%	16.4%
所得税	34.81	52.65	52.13	63.36	77.12	营运效率					
少数股东损益	14.57	9.81	13.62	14.95	18.84	销售费用/营业收入	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%	3.3%
净利润	222.19	330.83	329.28	399.54	486.54	管理费用/营业收入	3.2%	3.5%	3.3%	3.4%	3.4%
资产负债表						研发费用/营业收入	5.3%	6.3%	6.2%	6.1%	5.8%
					(百万)	财务费用/营业收入	-0.4%	0.9%	0.3%	0.3%	0.4%
流动资产	2352.28	3337.96	3638.94	4474.00	4932.20	投资收益/营业利润	-0.9%	-0.5%	-0.6%	-0.5%	-0.4%
货币资金	511.62	815.64	1050.77	1011.27	1226.83	所得税/利润总额	12.8%	13.4%	13.2%	13.3%	13.2%
应收票据及应收账款合	1064.64	1528.84	1439.78	2219.89	2191.09	应收账款周转率	3.59	3.16	0.00	0.00	0.00
其他应收款	21.83	45.78	33.40	63.52	53.58	存货周转率	6.07	6.36	6.27	6.30	6.29
存货	491.81	513.46	730.67	776.36	1054.29	流动资产周转率	1.61	1.44	1.41	1.47	1.54
非流动资产	1596.76	1783.69	2002.04	2251.56	2531.34	总资产周转率	0.95	0.90	0.91	0.97	1.02
固定资产	737.23	911.87	1086.72	1301.81	1547.88	偿债能力					
资产总计	3949.04	5121.65	5640.98	6725.56	7463.54	资产负债率 (%)	42.6%	48.5%	48.1%	51.3%	50.2%
流动负债	1671.91	1769.10	2096.27	2915.63	3307.99	流动比率	1.41	1.89	1.74	1.53	1.49
短期借款	491.00	173.00	279.00	489.10	691.72	速动比率	0.96	1.57	1.33	1.23	1.14
应付款项	962.02	1353.93	1355.95	1987.40	2048.97	每股指标 (元)					
非流动负债	10.76	717.39	617.57	536.44	439.06	EPS	0.22	0.32	0.32	0.39	0.48
长期借款	0.00	679.89	588.99	504.88	408.50	每股净资产	2.10	2.36	2.63	2.96	3.38
负债合计	1682.67	2486.48	2713.85	3452.06	3747.05	每股经营现金流	-0.01	0.50	0.34	0.33	0.60
股东权益	2266.36	2635.17	2927.13	3273.49	3716.48	每股经营现金/EPS	-0.05	1.53	1.04	0.84	1.26
股本	1019.05	1018.78	1018.78	1018.78	1018.78	估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	724.44	993.59	1248.55	1570.90	1958.19	PE	24.99	16.78	16.86	13.90	11.41
少数股东权益	131.95	124.78	138.40	153.35	172.19	PEG	0.57	0.55	1.11	0.68	0.81
负债和权益总计	3949.04	5121.65	5640.98	6725.56	7463.54	PB	2.60	2.31	2.07	1.84	1.61
现金流量表					(百万)	EV/EBITDA	15.58	10.09	10.55	8.91	7.20
经营活动现金流	240.28	404.48	342.28	334.24	613.76	EV/SALES	1.67	1.30	1.10	0.93	0.76
其中营运资本减少	-334.99	127.49	-121.58	-237.88	-83.96	EV/IC	2.15	1.58	1.42	1.30	1.14
投资活动现金流	-541.70	-333.87	-205.28	-429.39	-432.06	ROIC/WACC	1.35	1.95	1.59	1.62	1.78
资本支出	407.24	409.02	227.78	240.80	277.12	REP	1.60	0.81	0.89	0.80	0.64
筹资活动现金流	309.65	271.57	98.14	-189.78	-156.99						
净现金总变化	17.64	332.08	235.13	-284.93	24.72						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>