

拓邦股份(002139)/

Q4 营收利润增长加速, 智能控制器市场高景气

**评级: 买入(维持)**

市场价格:

分析师: 陈宁玉

执业证书编号: S0740517020004

电话: 021-20315728

Email: chenny@r.qlzq.com.cn

分析师: 易景明

执业证书编号: S0740518050003

电话: 021-20315728

Email: yijm@r.qlzq.com.cn

分析师: 周铃雅

执业证书编号: S0740520080007

电话: 021-20315728

Email: zhouly@r.qlzq.com.cn

研究助理: 王逢节

Email: wangfj@r.qlzq.com.cn

## 相关报告

- 1 业绩预告超预期, 控制器创新类产品高增长
- 2 业绩超预期, 控制器市场份额不断提升
- 3 二季度业务快速恢复, 产品结构改善提升盈利能力

## 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	5,560.2	6,846.3	8,382.2
增长率 yoy%	26.99%	20.32%	35.65%	23.13%	22.43%
净利润	222.2	330.8	534.2	662.7	805.0
增长率 yoy%	5.79%	48.90%	61.47%	24.05%	21.48%
每股收益(元)	0.20	0.29	0.47	0.58	0.71
净资产收益率	10.41%	13.18%	17.93%	19.25%	20.09%
P/E	56.36	37.85	23.43	18.89	15.55
PEG	1.3	1.1	0.7	0.4	0.4
P/B	5.9	5.0	4.2	3.6	3.1

备注:

## 投资要点

- **公告概要:** 公司发布 2020 年度业绩快报, 实现营业收入 55.60 亿元, 同比增长 35.65%, 归属于母公司净利润 5.34 亿元, 同比增长 61.49%, 归属于母公司扣除非经常性损益的净利润 3.83 亿元, 同比增长 93.22%。
- **业绩高增长, Q4 营收利润增长加速, 市场份额逐步提升。** 2020 年第四季度公司实现营收 19.63 亿, 同比增长 50.08%, 净利润 1.71 亿元, 同比增长 200%, 环比增长 11.04%。公司业绩增长的主要原因是: (1) 国内疫情快速得到控制, 上半年受疫情影响的延期订单随着产能恢复在三四季度加速交付。(2) 国际市场向中国转移趋势明显, 国内份额向头部企业集中。(3) 物联网、智能化、电动化技术成熟使得终端创新活跃, 创新产品如吸尘器、扫地机器人、厨师机、办公升降桌椅、泳池温控器等增长迅速。综合毛利率提升主要由于: (1) 产品结构变化, 较高毛利的电动工具、高速电机、锂电池产品占比提升。(2) ODM 业务占比达到 50%。(3) 惠州工厂转产顺利规模投产, 供应链成本优化, 自动化程度提升, 降本增效规模效应不断显现。在 2020 年度上游材料短缺的情况下, 公司通过前瞻研究、提前备货、锁价、批量采购及设计替代等措施, 保证了客户订单的及时交付。
- **三电一网协同发展, 产能全球化布局。** 公司形成“三电一网”的综合技术体系, 面向家电、工具、锂电应用及工业四大行业, 为下游整机厂商提供智能控制解决方案, 目前已成为家电、工具行业智能控制解决方案的领导者, 工业、锂电应用行业的创新者。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 21 年能够投产使用。募集资金 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, 将新增 1.3GWh 锂电池产能和 860 万台高效电机的产能。收购研控自动化少数股东 13% 的股权, 加强工业控制方向业务拓展。收购宇辉锂电加速拓宽锂电应用市场, 以“储能+轻型动力”为主要发展方向, 公司可提供电芯、BMS、PA CK 全产业链服务。主要应用领域有: 一是通信基站备用电源; 二是低速车换电应用市场, 包括和平台运营商、低速车车厂的合作; 三是海外家庭储能、商用储能等。
- **物联网与智能化浪潮迭代周期, 智能控制器市场高景气。** 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, MC U 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。公司业务发展向好, 精细化运营降本增效, 通过收购加大拓展锂电应用和工业控制领域, 我们预计公司 2020-2022 年净利润 5.34 亿/6.63 亿/8.05 亿(原预测 5.27 亿/6.63 亿/7.69 亿), 摊薄后 EPS 分别为 0.47 元/0.58 元/0.71 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 (百万元)

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	5,560.2	6,846.3	8,382.2	成长性					
减: 营业成本	2,727.0	3,197.5	4,235.9	5,204.2	6,357.5	营业收入增长率	27.0%	20.3%	35.7%	23.1%	22.4%
营业税费	21.8	28.3	35.6	45.0	55.5	营业利润增长率	4.9%	43.9%	65.6%	23.2%	20.8%
销售费用	111.7	134.9	183.5	212.2	259.8	净利润增长率	5.8%	48.9%	61.5%	24.0%	21.5%
管理费用	289.0	400.4	556.0	684.6	821.5	EBITDA增长率	-8.8%	99.9%	31.9%	22.3%	19.0%
财务费用	-12.6	36.2	18.8	17.5	10.3	EBIT增长率	-16.8%	121.7%	32.6%	22.4%	19.5%
资产减值损失	27.2	-48.1	20.0	-0.3	-9.5	NOPLAT增长率	-14.5%	63.7%	56.7%	22.4%	19.5%
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%	17.4%	23.9%	2.1%
投资和汇兑收益	-2.4	-2.1	139.0	117.0	80.0	净资产增长率	9.3%	16.3%	18.9%	15.9%	16.5%
营业利润	272.6	392.2	649.4	800.2	967.0	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%	23.8%	24.0%	24.2%
利润总额	271.6	393.3	647.7	799.6	966.5	营业利润率	8.0%	9.6%	11.7%	11.7%	11.5%
减: 所得税	34.8	52.6	84.2	103.9	125.7	净利率	6.5%	8.1%	9.6%	9.7%	9.6%
净利润	222.2	330.8	534.2	662.7	805.0	EBITDA/营业收入	8.9%	14.7%	14.3%	14.2%	13.8%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	6.7%	12.3%	12.0%	11.9%	11.7%
货币资金	511.6	815.6	444.8	547.7	847.3	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	70	71	67
应收账款	943.0	1,390.4	1,440.7	2,118.9	2,347.1	流动营业资本周转天数	53	53	40	49	48
应收票据	143.5	184.2	323.7	275.6	447.6	流动资产周转天数	224	250	224	208	208
预付账款	13.7	14.4	27.7	23.1	37.3	应收账款周转天数	87	102	92	94	96
存货	491.8	513.5	818.7	843.6	1,166.0	存货周转天数	47	44	43	44	43
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	345	314	300
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	146	144	131
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%	17.9%	19.2%	20.1%
投资性房地产	42.9	76.0	76.0	76.0	76.0	ROA	6.0%	6.7%	10.2%	10.8%	11.2%
固定资产	737.2	911.9	1,235.4	1,474.0	1,658.3	ROIC	15.2%	17.8%	27.9%	29.1%	28.1%
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%	10.0%	9.8%
资产总额	3,949.0	5,121.7	5,525.9	6,418.7	7,538.2	财务费用率	-0.4%	0.9%	0.3%	0.3%	0.1%
短期债务	491.0	173.0	174.3	305.4	-	三费/营业收入	11.4%	13.9%	13.6%	13.4%	13.0%
应付账款	712.1	1,025.7	1,293.3	1,462.9	1,971.4	偿债能力					
应付票据	306.9	376.7	529.1	586.1	774.3	资产负债率	42.6%	48.5%	43.3%	43.5%	43.9%
其他流动负债	161.9	193.6	216.8	198.7	252.5	负债权益比	74.2%	94.4%	76.4%	76.8%	78.2%
长期借款	-	200.0	-	-	-	流动比率	1.41	1.89	1.62	1.70	1.78
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	1.25	1.37	1.39
负债总额	1,682.7	2,486.5	2,393.0	2,789.0	3,309.0	利息保障倍数	-18.09	13.93	35.50	46.84	94.56
少数股东权益	132.0	124.8	154.0	187.0	222.9	分红指标					
股本	1,019.0	1,018.8	1,134.8	1,134.8	1,134.8	DPS(元)	0.09	0.04	0.14	0.18	0.21
留存收益	1,151.9	1,450.1	1,844.1	2,307.9	2,871.4	分红比率	45.6%	15.4%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	2,266.4	2,635.2	3,132.9	3,629.7	4,229.1	股息收益率	0.8%	0.4%	1.3%	1.6%	1.9%
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	534.2	662.7	805.0	EPS(元)	0.20	0.29	0.47	0.58	0.71
加: 折旧和摊销	78.4	104.7	128.8	156.9	182.6	BVPS(元)	1.88	2.21	2.63	3.03	3.53
资产减值准备	27.2	74.9	-	-	-	PE(X)	56.4	37.8	23.4	18.9	15.5
公允价值变动损失	0.3	-120.2	-0.0	-	-	PB(X)	5.9	5.0	4.2	3.6	3.1
财务费用	16.2	37.9	18.8	17.5	10.3	P/PCF	131.6	18.2	-36.3	47.5	24.7
投资收益	2.4	2.1	-139.0	-117.0	-80.0	P/S	3.7	3.1	2.3	1.8	1.5
少数股东损益	14.6	9.8	29.3	33.0	35.9	EV/EBITDA	13.0	8.7	15.0	12.4	10.0
营运资金的变动	-250.7	159.0	-160.4	-435.8	52.8	CAGR(%)	43.2%	35.2%	35.9%	43.2%	35.2%
经营活动产生现金	240.3	404.5	411.7	317.1	1,006.7	PEG	1.3	1.1	0.7	0.4	0.4
投资活动产生现金	-541.7	-333.9	-181.0	-183.0	-220.0	ROIC/WACC	1.5	1.7	2.7	2.8	2.7
融资活动产生现金	309.7	271.6	-601.5	-31.2	-487.1	REP	1.3	1.5	1.8	1.4	1.4

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。