

英唐智控

小荷才露尖尖角

惠毓伦 分析师

电话: 010-68058657

eMail: hyl6@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260200010112

康健 联系人

电话: 020-87555888-697

eMail: kangjian@gf.com.cn

智能控制器行业的发展受益于市场和技术的双轮驱动

市场方面, 智能控制器在工业、农业、军事、家用等领域被快速推广, 使得市场需求不断增长、市场应用领域持续扩大, 特别是小家电智能控制产品应用还不普及, 正处于高速发展阶段, 市场空间巨大; 技术方面, 随着自动控制技术、微电子技术、传感技术、通讯技术的技术等相关技术的不断发展, 智能控制器行业作为朝阳产业, 在全世界有着广阔的市场前景。

涉足智能电网领域有望给业绩带来爆发式增长

公司从 07 年末就开始布局向智能电网进军战略转型, 公司的产品已经在石化、冶金、电力和矿山等行业的众多大中型企业进行了示范性应用, 取得了良好的效果, 随着公司产品大规模应用, 以及下游公司对产品价格的不敏感, 在量价的双轮驱动下, 公司业绩有望迎来爆发式增长。

给予公司“买入”评级, 目标价格 68.5 元

由于智能控制器的下游需求快速增长, 我们认为公司整体业绩将有望进一步提升, 此外公司涉足智能电网业务有望成为新的利润增长点, 我们看好公司的长期发展趋势。我们预计公司 10-12 年全面摊薄 EPS 分别为 0.83 元、1.37 元和 2.50 元, 对应 3 年动态市盈率分别为 62.40、37.80、20.72, 给予“买入”评级, 按照公司 2011 年 50 倍 PE, 目标价格 68.5 元。

风险提示

原材料成本的上升和人民币的升值导致毛利率存在下降的风险; 智能电网业务进度不确定性的风险。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	172.64	230.85	324.22	455.72	712.81
增长率(%)	46.19%	33.71%	40.45%	40.56%	56.41%
EBITDA(百万元)	16.01	31.86	43.43	71.96	132.76
净利润(百万元)	13.91	26.09	38.31	63.05	114.93
增长率(%)	26.77%	87.53%	46.84%	64.58%	82.28%
每股收益(元)	0.50	0.77	0.83	1.37	2.50
市盈率	0.00	0.00	62.19	37.78	20.73
市净率	0.00	0.00	4.28	3.85	3.24
EV/EBITDA	0.00	0.00	43.47	25.62	13.27

数据来源: 深圳市英唐智能控制股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

广发证券公司或其关联机构可能会持有报告中所涉及的公司所发行的证券并进行交易, 亦可能为这些公司提供或争取提供承销等服务。本报告中所有观点仅供参考, 并请务必阅读正文之后的免责声明。

公司评级

买入

当前价格(元)	51.79
目标价格(元)	68.50
前次评级	无评级

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	11.20%	23.99%	23.99%
沪深 300	-1.00%	10.69%	-7.65%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	46.00/9.52
主要股东:	胡庆周
主要股东持股比例	31.09%

财务比率

ROE	29.05%
ROA	26.89%
资产负债率	39.86%
每股净资产(元)	2.63

2009 年报数据

电子智能控制器—电子产品的“神经中枢”

电子智能控制器是以MCU（微控制器）芯片或DSP（数字信号处理器）芯片为载体，辅以外围电子线路，并根据特定产品功能要求植入相应的计算机软件程序，经电子加工工艺制造而成的电子组件。电子智能控制器属于嵌入式软件产品，核心是计算机软件程序。作为电子产品的核心和关键部件，电子智能控制器内置于设备、装置或系统之中，扮演“神经中枢”的角色。

智能控制器行业的发展受益于市场需求推动和技术进步，作为朝阳产业，起步于欧美发达国家，而随着以中国为首的金砖四国对电子智能化产品需求的大幅度增长，成为带动全球电子智能控制产品增长的新亮点。自06年以来智能控制器行业正处于高速发展期，年增速高达20%以上，尽管08年金融危机冲击增速放缓，但仍接近两位数，预计到2012年，全球电子智能控制行业的增速将回升至19.1%，市场规模将达到10520亿美元。

电子智能控制器目前主要应用于以汽车、家电为主的民用领域，是生活电气智能化的核心部件，也是未来智能城市发展中不可或缺的一块，代表着未来生活电气发展的方向，此外电子智能控制产品在中国等发展中国家的应用仍处于初级阶段，现阶段市场规模比较小，但是增长速度很高，拥有巨大的市场空间，因而我们看好电子智能控制器的市场前景。英唐智控正是在此良好的发展机遇下孕育而生的小型家居智能控制行业的龙头公司。

小型生活电器电子智能控制迎来高速增长期

公司主要从事以数码娱乐类生活电器智能控制产品的生产及国内销售为主，兼营家居、厨卫、个人护理小型生活电器智能控制产品的生产和直接出口业务。公司生产的智能控制器产品主要定位于小型家居、厨卫、个人护理以及娱乐等国内电子智能控制产品主要应用领域；公司走出口和内销相结合的发展模式，并致力于小型生活电器智能控制器产品的研发、生产和销售，在出口市场具有良好的口碑，内销市场则呈现旺盛需求的局面。

图 1：2008 年中国电子智能控制产品市场构成

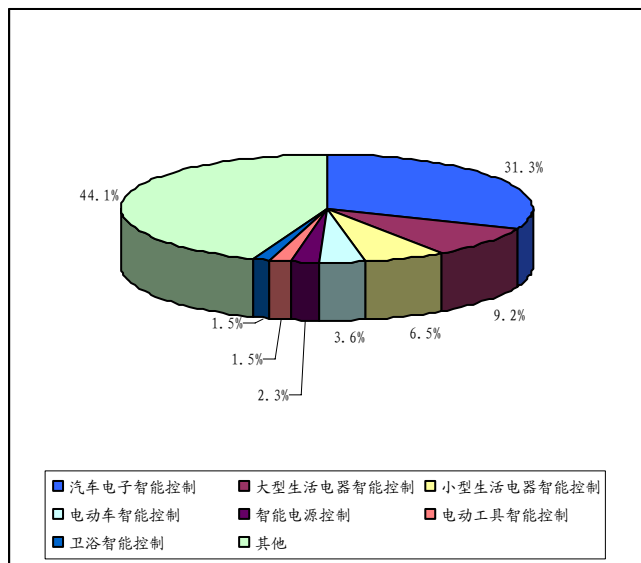
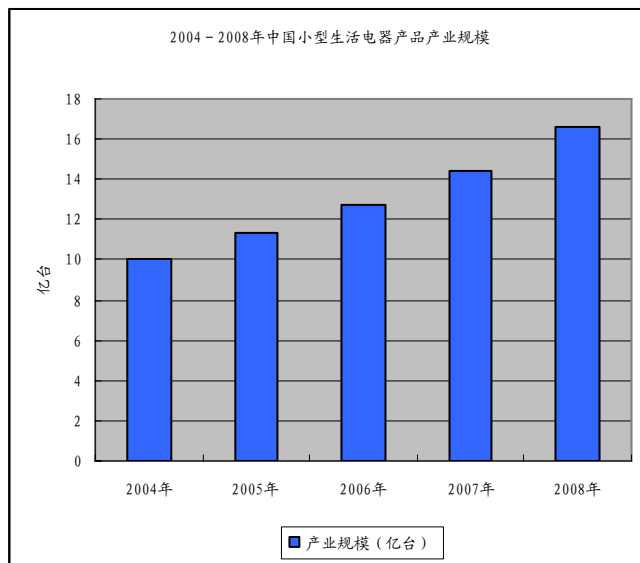


图 2：2004 - 2008 年中国小型生活电器产品产业规模



数据来源：赛迪顾问

从全球整个电子智能控制产品市场的构成来看，汽车电子智能控制产品占有率最高为34.2%，大型生活电器电子智能控制产品占有率为9.4%，而小型生活电气智能控制产品属于后起之秀，小家电智能控制产品由于具有生命周期短、更新换代速度快、个性化品种多的特点，因而具有较快的成长性，发展潜力巨大，近年来随着市场迅速增长，规模已经超过大型生活电器，08年市场占有率为13.64%，成为第二大智能控制产品市场。

公司在很多小型生活电器控制器领域处于领先地位，其中发钳智能控制器、咖啡壶智能控制器市场占有率位居第一，风筒智能控制器市场占有率位居第二。公司具有相当规模和实力的研发团队、创新的研发服务模式，主动将设计向前延伸，运用较丰富的智控技术和良好的市场把握能力，向客户提供智能化思想和产品设计方案。因此公司定位于小家电智能控制产品的生产将保证公司未来几年业绩的可持续增长。

表 1: 公司主要产品简介

产品名称	本公司产品	市场产品	市场占有率
发钳控制器			主要市场是欧美家庭，公司市场占有率为23.3%，位居第一。
咖啡壶控制器			主要市场在欧美等国家，本公司市场占有率约为19%，位居第一。
风筒控制器			高端产品如含LCD 显示、自动控温等功能的风筒主要市场出口，行业集中度较低，公司，市场占有率约为12%。

数据来源：公司资料

未来产能有望持续释放

公司目前的主要问题是产能瓶颈，在销售方面基本属于被动销售，即客户主动上门，公司从客户里面选取毛利较高或有良好关系的客户。公司的销售模式是老产品客户先下订单，公司计算成本，保证20%以上的毛利率，一个月左右交货，新产品则一般需要4-6个月的研发时间。

本次募集资金投资项目中，“电子智能控制产品技改和扩建项目”的实施主体为公司的全资子公司——赣州英唐，募集资金到位后，公司将通过对赣州英唐增资方式投资使用于该项目，研发中心项目实施主体为股份公司本部。公司未来计划保留深圳本部约200万套/年技术含量较高和新开发产品的生产能力及产量，项目全面达产后，公司的产能将到达3200-3500套/年，随着新项目达产，公司未来产能有望持续释放。

表 2：电子智能控制产品技改及产能扩大项目

项目名称	现设计产能	2009 年实际产量	募投新增产能	达产后公司总产能	产能增幅
电子智能控制器	1,200 万套/年	1,400 万套	3,000 万套/年	3,200 万套/年	166.67%

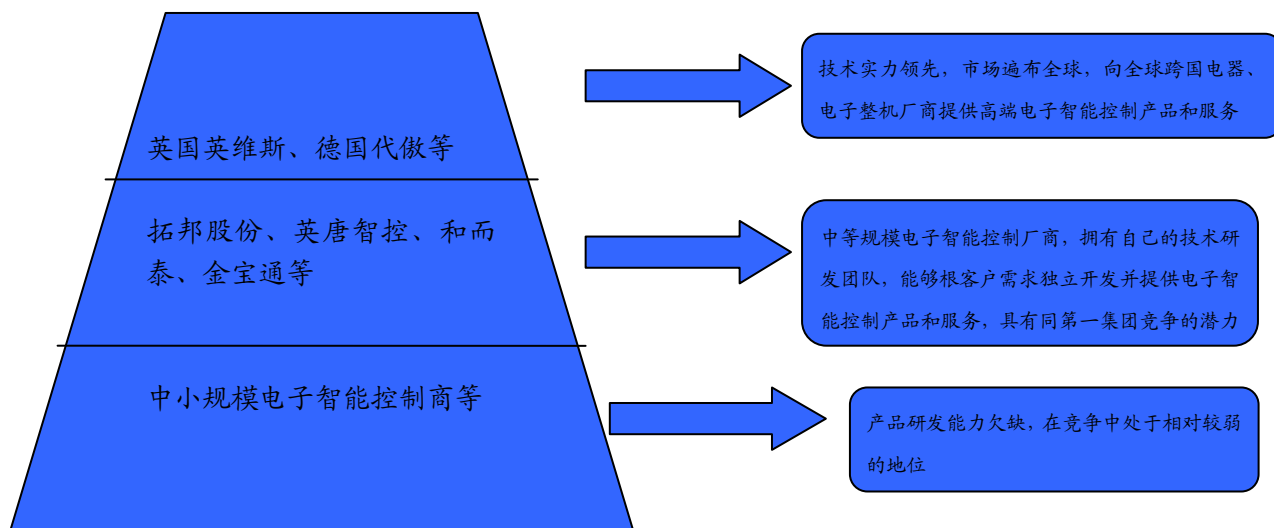
数据来源：公司资料

行业整合带来发展新机遇

出于分散供货商风险的考虑、以及下游个性化定制需求较为分散，目前我国电子智能控制行业面临行业集中度较低，产品差价较大、产能较为分散的问题；

此外由于国内电子智能控制行业起步较晚，正处于成长阶段，行业集中度很低，因此行业整合将给公司带来发展新机遇。根据市场规模和技术实力，全球电子智能控制产品企业可以分为三个档次：

图 3：行业竞争格局及行业内主要企业



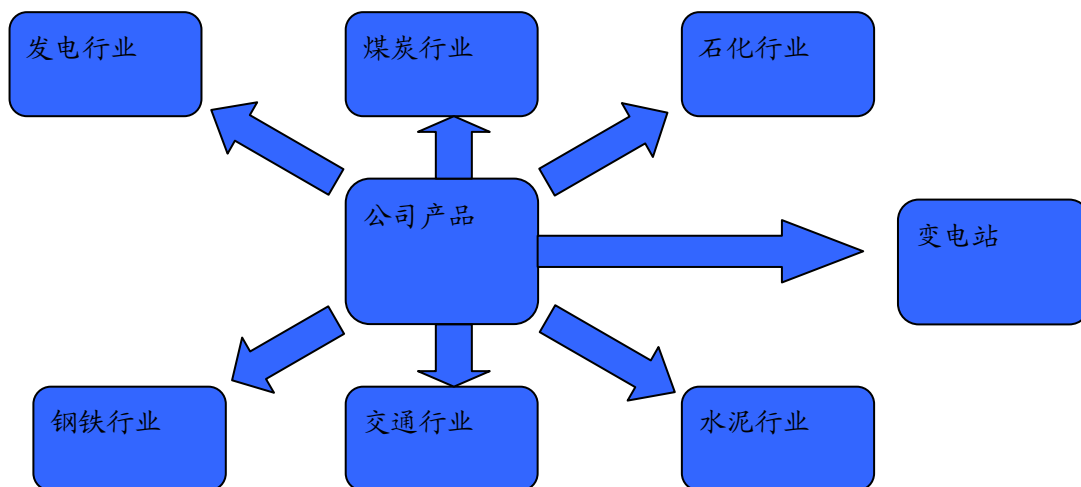
数据来源：广发证券发展研究中心

在国际电子智能控制器产品市场，英国英维斯、德国代傲等行业巨头在某些细分市场领域特别是高端市场上具有较高的市场占有率，但就整体市场份额而言，却仅占很小的一部分，且不与公司形成直接的竞争关系。国内竞争对手中拓邦股份、和而泰主要侧重于生产大家电的智能控制器产品。第三层次中小规模电子智能控制器制造商在产品研发能力上有所欠缺，在与公司的竞争中处于相对弱势的地位。

涉足智能电网领域有望给业绩带来爆发式增长

公司上市预募集资金1.595亿，实际募集4.284亿资金，扣除发行费用，超募资金将大部分应用在公司全资子公司——深圳英唐电气。英唐电气致力于公用电设备安全运行监测及其集成系统的研发、生产、为用户电力设备和设施提供系统安全解决方案。公司的异常温度无线监测监控系统、开关柜智能监测装置、电能测控及质量分析仪器、开关柜专用温湿度控制器以精湛的技术、可靠品质应用于电力、石化、冶金、电网、石油、矿业等行业。

图 4：供用电安全运行监测设备的应用



数据来源：公司资料 广发证券发展研究中心

公司从07年末就开始布局向智能电网进军战略转型，但由于智能温度检测系统产品需要销售推广以及被用户逐步认可并接受，所以目前公司相关业务基数比较小。公司的产品已经在石化、冶金、电力和矿山等行业的众多大中型企业进行了示范性应用，取得了良好的效果，随着公司产品大规模应用，以及下游公司对产品价格的不敏感，在量价的双轮驱动下，公司业绩有望迎来爆发式增长。

表 3：英唐电器部分业绩

客户名称	所属行业	客户名称	所属行业
中国石化齐鲁石油化工公司	化工	内蒙古包头铝业	冶金
中国石化安庆、荆门、巴陵分公司	化工	安徽铜陵有色金属	冶金
山西潞安集团	化工	吉林镍业股份有限公司	冶金
内蒙古伊泰集团	化工	长春一汽集团	汽车
天津渤海化工	化工	广东电网广州、韶关供电局	电网
华能煤气化发电	化工	江西南昌市供电局	电网
四川泸天化股份有限公司	化工	陕西省供电局	电网
浙江巨化集团	化工	陕西省供电局	电网
内蒙古宝钢电厂	冶金	长春电力集团	电网
辽宁抚顺电厂	冶金	天津中核集团	化工
内蒙古伊东电厂	冶金	西山煤电集团	矿业
辽宁鞍钢集团	冶金	山西大同能源有限公司	矿业
山东济钢集团	冶金	义煤集团	矿业
重庆钢铁集团	冶金	韶峰水泥	建材
邯郸钢铁	冶金	哈达水利工程	水利

数据来源：公司资料

电力设备无线智能监控仪，是一款广泛适用于220kV及以下高低压系统的基于无线技术的新一代电力设备智能监测仪。本仪器不仅能实时在线监测电力线路/设备大电流接头处的发热、电力设备局部异常温升或异常振动(选配),还能对电力开关柜的温湿度进行测量和控制,它具有二路开关量输出、监测数据记录、故障记录、当前温度运行曲线等监测/管理功能,其总线通讯功能可以同网络上服务器或工作站进行实时数据交换,构成电力安全自动化监测管理系统或接入工厂的DCS系统实现自动化控制,是一款技术领先、国际先进的高科技系统产品。

图 5：电力设备无线智能监控仪

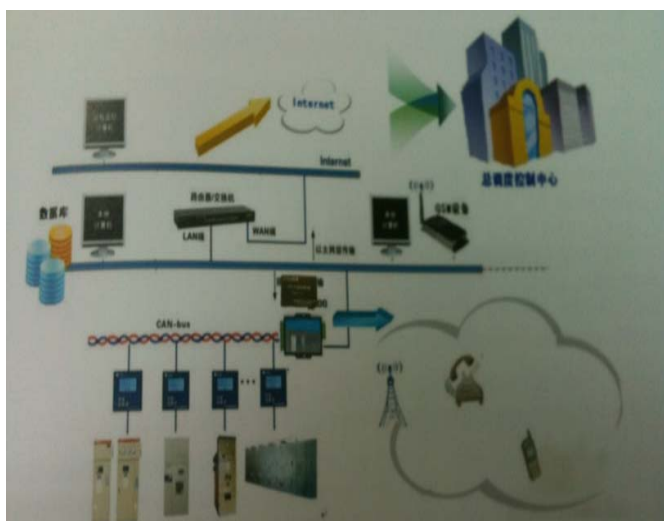


报警功能	1. 超过一定温度值; 2. 温度上升过快; 3. 相间温度过大; 4. 与室温相差过大
测量功能	电力设备测点温度、局部振动、环境湿度、环境温度
控制功能	当温度超过规定值或凝露时, 起动加热器除湿, 达到规定温度后自动停止; 当温度过高并超过规定值时, 起动风扇降温, 达到规定温度以下时停止排风
分析预测	通过本仪器的数据库及其智能化处理策略, 仪表自动给出各个测点温度的运行曲线, 观察分析其升降趋势, 可以有效预测安全隐患, 提供重要决策依据

数据来源：公司资料

供用电设备无线监测及安全管理系统，主要用于在线显示，监测并管理工业系统中供配电设备、用电设备、电力线路中的局部温度，及早发现、推断出其异常发热，本系统不仅为企业供配电系统、生产设备的安全运行提供了有效的检测平台，也为企业的电力系统安全可靠运行和科学调度提供了重要的决策依据。

图 6：公用电设备无线监测及安全管理系统



安全性	系统采取无线射频技术, 实现无线数据取样, 实现绝对的电气隔离。
实时性	对测点数据进行实时采样、无线传输, 有现场仪器和后台系统同时进行数据处理, 实现数据的分层、分布式处理
智能化	系统自动对数据进行分析, 对可能产生危险的数据进行分析, 对可能产生危险的数据进行分析并提示
可靠性	采用军工级要求进行设备的生产与测试, 具有防雷、防火、防爆、防潮的特点, 全数字化电路及智能化处理策略

数据来源：公司资料

公司一方面加大销售力度，另一方面可以与国内众多的电力设计院、许继电器、国电南瑞等建立合作关系，共同推动公司产品的销售。目前公司的产品基本上是几十万的订单在一些大公司进行试用推广，一旦产品得到大规模应用，每个小订单都可以转换千万级别的订单，公司2010年上半年温度监测智能控制产品的销售收入仅434.18亿元，公司这部分业务有望迎来爆炸式增长。

盈利预测与估值

表 4: 主营业务收入和盈利预测

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
生活电器智能控制产品	21768	30475	41141	59655
增长率	33.63%	40.00%	35.00%	45.00%
毛利率	19.20%	19.40%	19.70%	19.90%
温度检测智能控制产品	1033	1549	3874	10847
增长率	54.41%	50.00%	150.00%	180.00%
毛利率	87.75%	85.00%	80.00%	70.00%
其他智能控制产品	284	398	557	779
增长率	-7.19%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利率	12.21%	12.00%	11.00%	10.00%
合计	23085	32422	45572	71281
增长率	33.71%	40.25%	40.56%	56.41%
毛利率	22.18%	22.42%	24.72%	27.42%

数据来源：广发证券发展研究中心

表 5: 行业估值对比

代码	公司	最新收盘价	每股收益（元）			市盈率		
			10E	11E	12E	10E	11E	12E
300131	英唐智控	51.79	0.83	1.37	2.50	62.40	37.80	20.72
002139	拓邦股份	21.59	0.43	0.61	0.92	50.21	35.39	23.47
002402	和而泰	40.50	0.81	1.18	1.55	50.00	34.32	26.13
	电子元器件					55.62	37.55	26.57

数据来源：广发证券发展研究中心 Wind

由于智能控制器的下游需求快速增长，我们认为公司整体业绩将有望进一步提升，此外公司涉足智能电网有望贡献新的利润增长点，我们看好公司的长期发展趋势。我们预计公司10-12年全面摊薄EPS分别为0.83元、1.37元和2.50元，对应3年动态市盈率分别为62.40、37.80、20.72, 给予“买入”评级，按照公司2011年50倍PE，目标价格68.5元。

风险提示

原材料成本的上升和人民币的升值导致毛利率存在下降的风险；智能电网业务进度不确定性的风险。

资产负债表

单位：百万元

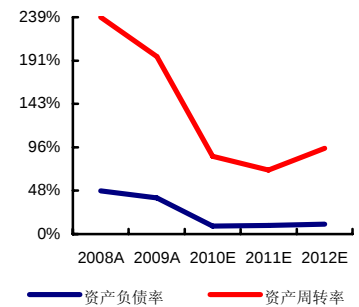
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	79	135	598	673	813
货币资金	20	43	495	539	620
应收及预付	37	59	65	85	126
存货	22	33	38	49	67
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	7	15	12	12	12
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	4	7	7	7	7
在建工程	0	2	2	2	2
无形资产	3	5	3	3	3
其他长期资产	1	0	0	0	0
资产总计	87	149	610	684	825
流动负债	41	60	53	65	90
短期借款	8	19	0	0	0
应付及预收	33	40	53	65	90
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	41	60	53	65	90
股本	28	34	46	46	46
资本公积	4	16	433	433	433
留存收益	13	39	78	141	256
归属母公司股东权益	45	90	557	620	734
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	87	149	610	684	825

利润表

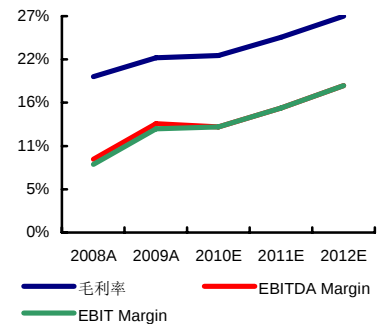
单位：百万元

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	173	231	324	456	713
营业成本	139	180	251	343	517
营业税金及附加	0	0	0	1	1
销售费用	5	6	8	11	18
管理费用	14	15	21	29	44
财务费用	2	1	0	0	0
资产减值损失	1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	12	28	43	72	133
营业外收入	2	3	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	14	31	45	74	135
所得税	0	5	7	11	20
净利润	14	26	38	63	115
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	14	26	38	63	115
EBITDA	16	32	43	72	133
EPS (元)	0.50	0.77	0.83	1.37	2.50

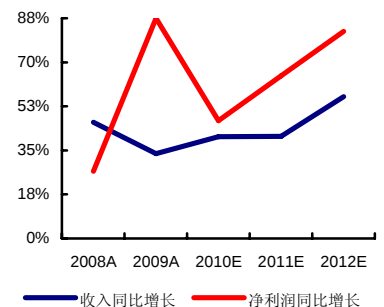
资产负债率趋势



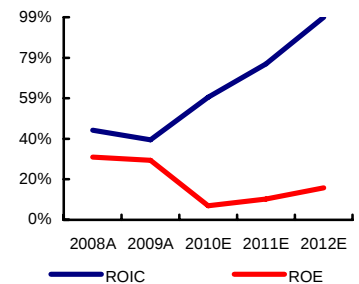
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

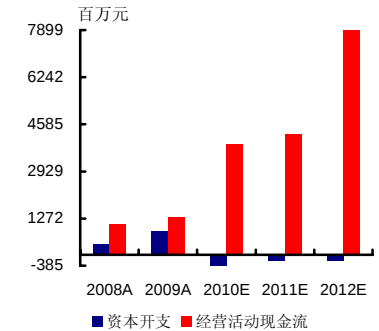
至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	11	13	39	42	79
净利润	14	26	38	63	115
折旧摊销	1	2	0	0	0
营运资金变动	-5	-17	2	-19	-34
其它	0	2	-1	-2	-2
投资活动现金流	-4	-8	4	2	2
资本支出	-4	-8	4	2	2
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	12	17	409	0	0
银行借款	16	21	-19	0	0
债券融资	-10	-10	0	0	0
股权融资	5	18	428	0	0
其他	1	-12	0	0	0
现金净增加额	19	22	452	44	81
期初现金余额	3	20	43	495	539
期末现金余额	22	43	495	539	620

主要财务比率

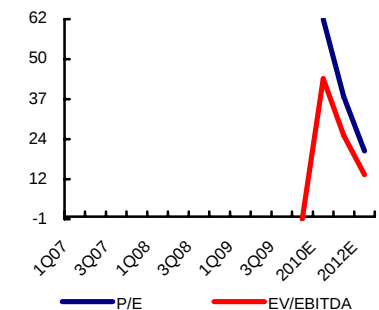
单位：%

至 12 月 31 日	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力					
营业收入	46.2%	33.7%	40.4%	40.6%	56.4%
营业利润	12.7%	124.6%	54.8%	65.7%	84.5%
归属于母公司净利润	26.8%	87.5%	46.8%	64.6%	82.3%
获利能力					
毛利率	19.8%	22.1%	22.4%	24.7%	27.4%
净利率	8.1%	11.3%	11.8%	13.8%	16.1%
ROE	30.6%	29.0%	6.9%	10.2%	15.6%
ROIC	43.8%	39.0%	59.8%	76.1%	98.8%
偿债能力					
资产负债率	47.6%	39.9%	8.7%	9.5%	10.9%
净负债比率	-27.4%	-26.2%	-88.9%	-87.0%	-84.4%
流动比率	1.92	2.26	11.28	10.38	9.01
速动比率	1.39	1.69	10.52	9.59	8.23
营运能力					
总资产周转率	2.39	1.96	0.85	0.70	0.94
应收账款周转率	6.33	5.84	6.51	7.13	7.56
存货周转率	5.90	6.58	6.56	7.01	7.73
每股指标（元）					
每股收益	0.50	0.77	0.83	1.37	2.50
每股经营现金流	0.38	0.38	0.84	0.92	1.72
每股净资产	1.62	2.63	12.10	13.47	15.97
估值比率					
P/E	0.0	0.0	62.2	37.8	20.7
P/B	0.0	0.0	4.3	3.8	3.2
EV/EBITDA	-0.8	-0.7	43.5	25.6	13.3

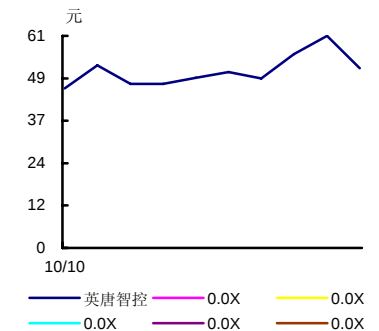
资本支出与经营活动现金流



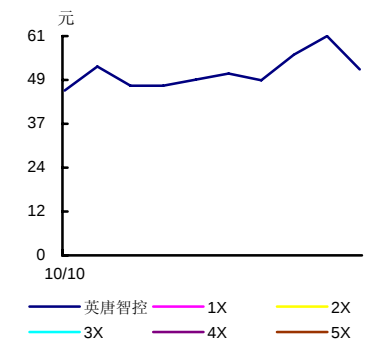
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发计算机行业研究小组

惠毓伦，分析师，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，15 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历，11 年证券营业部和证券研究所从业经历。

邵卓，研究助理，北京邮电大学信号与信息处理硕士，曾在明基（西门子）移动通信研发中心、IBM 中国软件开发实验室工作，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：sz3@gf.com.cn，010-15330229387。

康健，研究助理，美国南加州大学金融数学硕士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：kangjian@gf.com.cn，020-87555888-697。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。