



电子元器件

2010 年 4 月 13 日

**拓邦股份 (002139)**

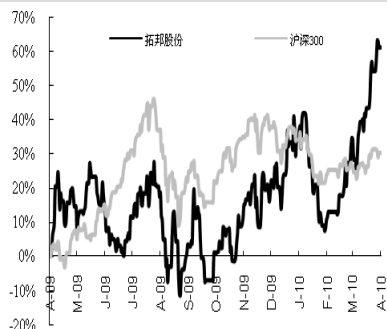
——新业务储备奠定未来成长基础

**评级：增持**

市场数据		2010 年 4 月 12 日
当前价格 (元)		20.03
52 周价格区间 (元)		10.48 -22.28
总市值 (百万)		2804.20
流通市值 (百万)		1460.77
总股本 (万股)		14000
流通股 (万股)		7293
日均成交额 (百万)		64
近一月换手 (%)		129.92
Beta (2 年)		1.11
第一大股东		武永强
公司网址		www.topband-e.com

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
营业收入 (万元)	46759.65	60387.83	55276.00	70771.49	87048.82	103588.08
增速 (%)	11.16	29.15	(8.47)	28.03	23.01	19.00
归属母公司股东的净利润 (万元)	2075.84	3680.27	4494.30	7280.12	8540.02	10080.31
增速 (%)	1.65	77.29	22.12	61.98	17.31	18.03
每股收益 (元)	0.15	0.26	0.32	0.52	0.61	0.72

一年期收益率比较



表现%	1m	3m	12m
拓邦股份	29.4	20.3	65.8
沪深 300	3.7	-5.2	29.1

相关报告

邱虹天 钱文礼 (协助)  
+86 755 21517967  
qianwl@jyzq.cn

执业证书编号

邱虹天: S0530209090077

- 公司电器控制产品成功转型。2009 年公司持续推进客户资源优化策略，逐步从传统家电控制产品向高端市场和高毛利产品转型，同时公司逐步退出毛利率较低的空调控制板和电池炉控制板的生产，使得公司整体毛利率上升，2009 年毛利率为 23.31%，相对 2008 年提升了 5.06%，成功实现产品和市场双转型。未来随着公司高毛利产品收入占比不断提升，公司毛利率有望进一步提高。
- 随着节能减排措施不断推进，欧美各国纷纷禁用发光效率较低的白炽灯并着手推进照明无汞化，LED 灯由于发光效率高，不含有毒气体，已经越来越广泛地应用到照明领域，将来逐步取代传统照明灯具，市场空间巨大。HID 氙气灯在欧美市场快速发展，每年以 13% 的速度增长，普及率高达 60% 以上，而国内市场普及率仅仅只有 6%，HID 氙气灯在国内市场的发展潜力巨大。
- 近年来，公司根据全球节能环保产品的发展趋势，进行了大量的节能环保控制项目开发 and 储备。2009 年，部分新兴节能环保产品项目已经实现盈利，随着公司高效电机，动力电池控制板和太阳能电池监控产品市场拓展不断深入，公司有望进入新的高速增长阶段。
- 预计 2010-2011 年公司销售收入分别为 70771.39 万元和 87048.81 万元，净利润分别为 7280.12 万元和 8540.02 万元，对应每股收益为 0.52 元和 0.62 元，对应市盈率分别为 38.51 倍和 32.83 倍。鉴于公司已经储备了多项新业务，未来业绩增长存在超预期的可能性较大，给予增持评级。

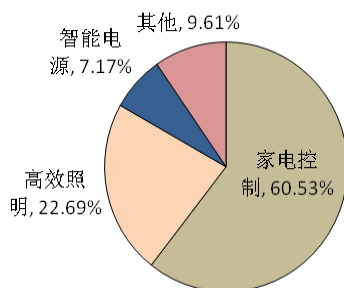
### 公司实现产品和市场转型

2009年实现主营业务收入55276.01万元，较上年同期下降8.47%；实现主营业务利润12882.93万元，较上年同期增长16.88%；实现净利润4494.30元，较上年同期增长22.12%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润3763.84万元，同比增长12.43%。基本每股收益0.32（元/股），同比增长23.08%。

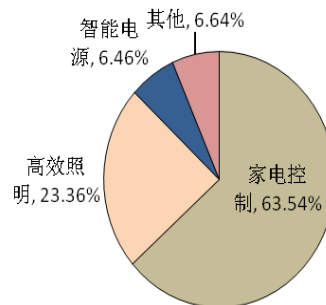
公司收入下降主要是由于公司持续推行产品和市场转型，2009年公司采取了客户资源优化策略，逐步从传统家电控制领域向高端市场和高毛利产品转型。公司重点引进海外优质客户，如LG，宝洁，东芝等。2009年与宝洁合作生产个人护理产品等，已经贡献收入超过1000万元；公司与东芝合作生产电动工具、医疗器械、厨房小电器等将在2010年贡献收入。由于公司与国外客户还处于初步合作阶段，收入占比较低，拉动作用不够明显。在引进高端客户的同时公司对其他客户进行筛选，终止了与部分回款时间较长，产品毛利率较低的客户的合作，使得出货量出现下降导致收入下降。

公司收入占比最大的电器类产品和高效照明毛利率提升较快，带动了公司整体毛利率提升。电器类产品毛利上升主要是由于公司从毛利较低的业务和领域逐步退出，如公司逐步减少了电磁炉控制板和空调控制板等毛利率较低的产品生产。公司高效照明产品毛利率提升主要是由于公司不断推出新的高效照明控制器，并且向下游延伸进入照明灯具生产领域。公司2009年毛利率为23.31%，相对2008年毛利率提升了5.06%。未来随着公司高毛利产品收入占比不断提升，公司毛利率有望进一步提升。

图表1 公司收入结构

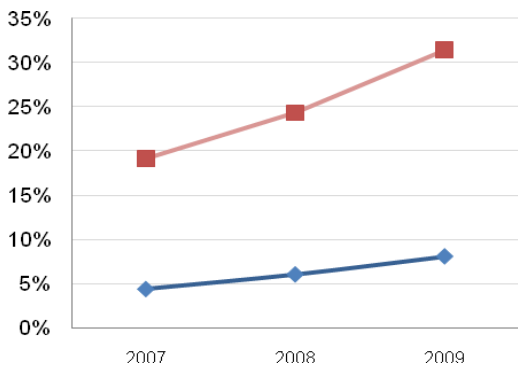


图表2 公司利润结构

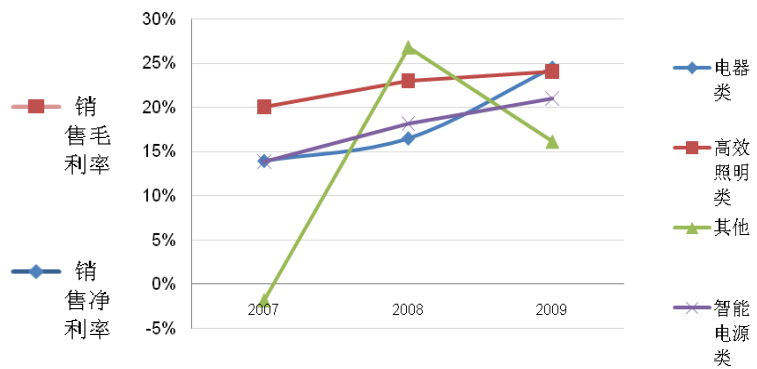


数据来源：金元证券研究所 公司公告

图表3 公司销售毛利率和销售净利率



图表4 公司各产品销售毛利率



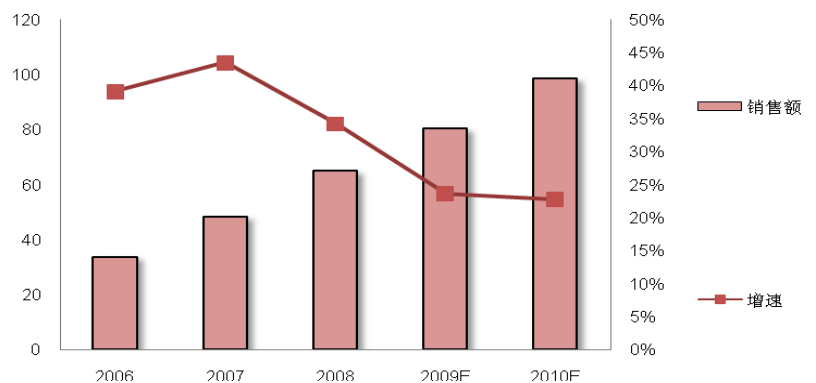
数据来源: 金元证券研究所 公司公告

延伸高效照明产业链

随着节能减排措施不断推进, 欧美各国纷纷禁用发光效率较低的白炽灯并着手推进照明无汞化, LED灯由于其发光效率高, 不含有毒气体, 已经越来越广泛地应用到照明领域, 将来逐步取代传统照明灯具, 市场空间巨大。HID 氙气灯在欧美市场快速发展, 每年以 13% 的速度增长, 普及率高达 60% 以上; 在国内由于氙气灯价格高过传统钨卤灯, 行业政策还不明朗以及配套技术不成熟等, 使得市场普及率仅仅只有 6%, HID 氙气灯在国内市场的发展前景看好。

目前 LED 室内照明处于起步阶段, 越来越多企业加入到 LED 室内照明领域。2009 年, 公司 LED 室内照明产品实现销售收入 2751 万元, 产品盈利能力快速增长, 预计在 2010 年, LED 产品出货量有望翻倍。但是在产业链上, LED 外延片与 LED 晶片约占行业 70% 的利润, LED 应用约占 10%-20%; LED 封装则低于 10%, 公司 LED 业务集中在 LED 封装领域, 附加值较低, LED 产品毛利率可能逐渐下降。

图表4 国内 LED 照明销售额与增速 单位 亿元

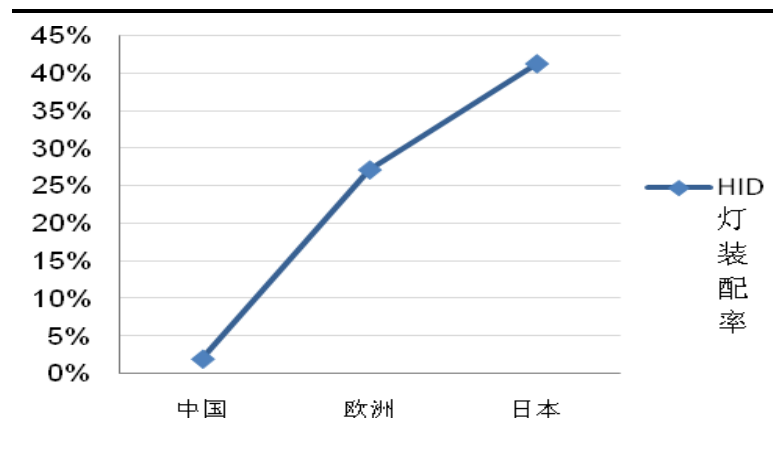


数据来源: 金元证券研究所 Sinotes

2009年，我国成为全球最大的HID灯生产国，约占全球总产量的80%。随着我国节能降耗、节能减排政策的不断推进，以及世界多个国家和地区宣布将禁用白炽灯，节能环保的绿色照明产品迅速增长，为HID灯快速发展提供了机遇。

公司HID氙气灯控制系统在HID灯成本中占比较大（比例超过60%），目前国内汽车HID氙气灯配装率正逐步提高，加之汽车销量迅速增长，未来HID控制器有望继续保持高速增长。公司目前正与各大汽车公司洽谈希望进入汽车HID前装领域，如果合作成功将极大提高公司HID照明控制系列的出货量和毛利率。公司也可以借装配汽车HID照明的时机进入汽车整体控制领域。目前智能控制领域中汽车控制占比最大，公司如果能成功开拓汽车控制市场，将为公司业务发展提供新的增长引擎。

图表5 各地区汽车HID灯装配率



数据来源：金元证券研究所

#### 新业务储备为公司的未来成长奠定了基础

近年来，公司根据全球节能环保产品的发展趋势，进行了大量的新能源控制项目开发和储备。2009年，部分新兴节能环保产品项目已经实现盈利，未来随着公司高效电机，动力电池控制板和太阳能电池监控产品市场拓展不断深入公司有望进入新的高速成长阶段。

#### ■ 无刷直流电机项目

无刷直流电机是近几年小电机行业发展最快的品种，随着视听产品“小、轻、薄”化和家电产品的静音化以及豪华型轿车需求量增多，无刷直流电动机需求量迅速增加。无刷直流电机用电子换向替代了电刷和换向器，具有高可靠、高效率、寿命长、调速方便的优点。各国都加快了开发新产品的速度和占领市场的力度。日本不少公司已将无刷直流电机应用到数码照相机、微型收录机、摄影机、打印机、存储驱动器、手

机以及汽车空调、洗衣机、吸尘器、电动车、心脏泵等领域。

公司无刷直流电机项目作为上市募集资金建设项目，具有良好的市场前景，但是由于前期产品开发过程中没有突出重点型号和重点客户，导致公司的电机项目进展速度低于预期。公司将改变策略，针对专门客户和领域做重点开发推广，并逐步增加产品型号和产品覆盖面。2009年公司高效电机业务出现亏损，预计2010年电机项目能够实现盈亏平衡，2011年能够贡献部分利润。

#### ■ 电动车电池控制板

结合公司在直驱电机控制系统上的技术优势，公司加大了和相关厂家的合作，进入电动车动力电池控制系统领域，公司在动力电池控制板的研发上进行了近2年的技术储备，所开发的电动车电池控制板已经小批量出货，并向深圳比克电池，比亚迪等选送了样品，估计年内可收到相应订单。

#### ■ 参股深圳德方纳米材料公司进入锂电池领域

2010年公司以增资方式投资1000万元参股深圳德方纳米科技有限公司，获得5%股权。未来公司可以优先得到该公司的产品与技术支持，公司凭借这次投资正式拉开在新能源领域的战略布局。

德方纳米公司主要研发生产动力电池正极材料，其拥有自主知识产权的纳米磷酸铁锂正极材料中试产品，已经提供给国内锂电池生产企业试用。使用德方纳米公司生产的纳米磷酸铁锂正极材料做成的动力电池，通过了“国家863计划电动车动力电池试验室”考核测试。材料粒径的均一性、批次稳定性、导电性、所制成电池大功率充放电特性和超低温（-40℃）充放电性能等方面已达到行业标杆企业---美国A123的水平，并且可以使制造成本的大幅度下降。

根据公司年报，2010年如在动力电池的关键原料上获得合作伙伴的支持，公司将适时进行动力电池的生产。

#### ■ 太阳能电池监控装置

公司太阳能电池板监测装置已投入生产，目前此类产品毛利较高，公司采取与光伏设备商（如特变电工等）合作等方式推广，使得产品市场开拓十分迅速，2010年销售有望突破10000台。

### 股权激励有利与公司核心团队稳定

2010年公司董事会审议通过《股票期权激励计划(草案)》。向160名由高管及核心技术、业务人员组成的激励对象授予700万份股票期权，每份股票期权拥有者在计划有效期内的行权日可按照预先确定的行权价格--15.36元，购买一股公司股票。股票期权的有效期为四年，行权需

满足以下条件：（1）公司 2010 年度净利润增长率达到 20%。（2）公司 2010 年度、2011 年度的净利润复合增长率达到 20%，且 2011 年度相比 2010 年度净利润的增长率不低于 15%。（3）公司 2010 年度、2011 年度、2012 年度的净利润复合增长率达到 20%，且 2012 年度相比 2011 年度净利润的增长率不低于 15%。

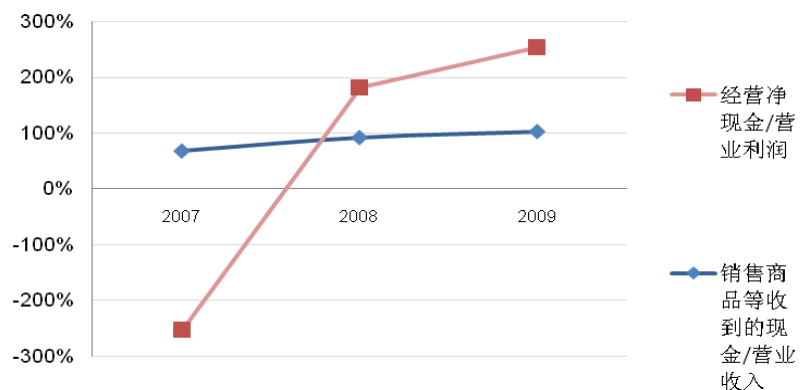
目前公司已由原来的单片机家电控制板提供商，发展成为技术推动型企业，公司产品涉及控制，环保和新能源等多个领域，对拥有专业知识的人才依赖性越来越高。此次公司股票期权方案，将有助于公司核心管理层和技术团队稳定，为公司的业绩提升和未来新业务开拓奠定了基础。

### 财务分析与盈利预测

#### ■ 财务分析

- 1) 2009 年每股经营活动产生的现金流量净额 0.48 元/股,比 2008 年提高了 45.45%，2009 年经营活动产生的现金流量净额 6,716.46 万元，同比增加 104.1%。现金流量大幅增加，主要是公司产品结构性调整，国外客户增加、国内销售额减少，以票据结算的客户减少，现金结算的业务量增加。销售商品、提供劳务收到的现金 565,90.30 万元，同比增加 2%，同期收入下降 8%，显示公司销售回款能力的到较大提升，公司现金流动性和盈利质量明显改善。

图表 6 公司现金流明显改善



数据来源：金元证券研究所 公司公告

- 2) 报告期营业费用同比增加了 20.45%，主要是公司为应对金融危机，积极开拓国际市场，加大了人力和参展方面的投入。管理费用同比增加了 12.58%，主要是根据绩效考核制度预提的奖金增加。财务费用同比减少了 146.25%。同时由于报告期汇

率变动不大，汇兑损益减少。

#### ■ 盈利预测

- 1) 2010年随着全球电子电器市场复苏，我们预计公司电器控制销售收入有望恢复到危机之前水平，实现18%的增长，达到39424.071万元；伴随全球高效照明的推进，公司LED等产品有望高速增长，HID灯增速与行业平均水平相同，高效照明收入有望增长31.32%，达到16448.701万元；智能电源将维持稳定增长，增长率为16%。高效电机业务实现销售收入1000万元，达到盈亏平衡；光伏电池监控系统实现销售收入1000万元，动力电池控制板等业务新增加3000万销售收入。
- 2) 公司电器类产品持续转型，高毛利率产品占比不断提升，电器类毛利率进一步提升至27.43%，高效照明类产品毛利率略降至22.85%。
- 3) 公司股权激励行权导致2010年管理费用增加2700万元，但公司对员工的现金奖励会有所下降。

预计2010-2011年公司总体销售收入分别为70771.39万元和87048.81万元，净利润分别为7280.12万元和8540.02万元，对应每股收益为0.52元和0.62元，对应市盈率分别为38.51倍和32.83倍。鉴于公司已经储备了多项新业务，未来业绩增长存在较大超预期的可能，给与增持评级。

图表 11 利润表预测 单位：万元

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	46759.65	60387.83	55276.00	70771.49	87048.82	103588.08
营业成本	39869.66	49365.15	42393.07	51407.83	63834.94	76864.49
营业税金及附加	87.25	80.76	117.73	147.19	178.10	204.81
销售费用	1193.01	1977.19	2381.59	2977.62	3602.92	4143.36
占营业收入百分比	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04
管理费用	3157.19	4964.44	5588.99	7792.99	9575.37	10876.75
占营业收入百分比	0.07	0.08	0.10	0.11	0.11	0.11
利息费用	89.85	-19.07	0.00	0.00	0.00	0.00
其他财务费用	178.37	114.47	-44.12	0.00	0.00	0.00
占营业收入百分比	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	351.87	227.59	390.51	237.54	272.21	224.52
其他经营性净收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

益						
税前经营利润	1832.45	3677.31	4448.24	8208.22	9585.27	11274.15
经营利润所得税	11.18	297.52	665.16	1231.23	1437.79	1691.12
所得税率	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
税后经营利润	1821.27	3379.80	3783.08	6976.99	8147.48	9583.03
对联营和合营企业的投资收益	0.00	0.00	-9.58	40.12	98.67	185.06
公允价值变动收益(金融资产)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	-5.72	-66.26	-72.39	0.00	0.00	0.00
其他非经营性收益	261.85	395.69	918.24	305.69	341.69	362.69
税前非经营利润	256.14	326.92	836.27	305.69	341.69	362.69
非经营利润所得税	1.56	26.45	125.05	42.80	47.84	50.78
税收减免或返还(追缴以“-”填列)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税后非经营利润	254.57	300.47	711.22	263.11	293.87	312.22
税后利润合计	2075.84	3680.27	4494.30	7280.12	8540.02	10080.31
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东的净利润	2075.84	3680.27	4494.30	7280.12	8540.02	10080.31
每股收益	0.15	0.26	0.32	0.52	0.61	0.72

### 风险分析

公司新业务推进速度低于计划进度，导致公司业绩释放低于预期。

**金元证券行业投资评级标准:**

**增持:** 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;

**中性:** 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;

**减持:** 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

**金元证券股票投资评级标准:**

**买入:** 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

**增持:** 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;

**中性:** 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

**减持:** 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.