

2010年4月9日

胡恺敏  
Michael\_hu@e-capital.com.cn  
目标价(元) 23.00

公司基本信息

产业别	电子
A 股价 (10/04/08)	19.66
深证成份指数(10/04/08)	12427.00
股价 12 个月高/低	20.05 / 10.48
总发行股数 (百万)	140.00
A 股数 (百万)	72.93
A 市值 (亿元)	14.34
主要股东	武永强(32.14%)
每股净值 (元)	2.45
股价/账面净值	8.02
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	27.99 21.43 77.44

近期评等

出刊日期	收盘	评等
09-3-16	15.44	持有
09-4-28	18.39	买入

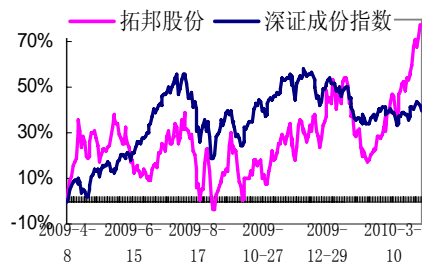
产品组合

电器控制器	60%
高效照明	22%
智能电源	7%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.92%
一般法人	0.52%

股价相对大盘走势



拓邦股份 (002139.SZ)

Buy 买入

产品结构改善, 订单可见度高, 未来业绩有望逐季提升

结论与建议:

拓邦股份 09 年业绩同比增长 22%, 产品结构进一步优化, 传统家电以外的电器控制器产品占收入比重增加, 毛利率同比上升 5 个百分点, 2010 年来看, 由于下游管道铺设完成, HID 灯、LED 灯等高效照明收入有望实现较大增长, 此外前期募投项目高效电机有望量产, 成为公司新的盈利增长点。

1Q 公司业绩同比预增 140%—170%, 单季 EPS 0.1 元左右, 目前公司订单可见度至 6 月, 1Q 非公司传统旺季, 预计之后业绩有望逐季走高, 我们预计 2010 年公司业绩同比增长 58%、31%, EPS 分别为 0.51 元和 0.66 元, 最新收盘价对应 2010、11 年 P/E 分别为 38 倍和 30 倍, 给予“买入”的投资建议, 由于成长性支持, 目标价格 23 元(2010 PE45X、2011PE 35X)。

- 09 年公司实现营收 5.5 亿元, YoY-8.5%, 其中, 电器控制器、高效照明、智能电源三类产品实现销售收入分别为 3.3 亿、1.2 亿、0.39 亿元, YoY-21%、-11%和+28%。母公司净利润 4494 万元, YoY+22.1%, EPS 为 0.32 元, 经营活动产生的现金流净额为 6716 万元, YoY+104%, 分配方案为每 10 股以资本公积金转增 2 股, 派现金 1.5 元。
- 目前, 公司主要客户包括深圳伟嘉电器、苏泊尔、SHO-ME、九阳小家电、合一电器等知名客户, 09 年上述前五大客户合计占收入的 31%, 公司表示客户资源优质化策略的实施, 使得公司提供更多高端产品, 是收入下滑而净利润增长的重要原因。
- 高效照明业务上, 公司主要产品为车用 HID 灯、LED 灯等, 09 年公司加大对 HID、LED 产品的品牌建设, 两类产品以出口为主, 其中 HID 产品瞄准汽车配件市场, LED 产品以室内照明为主, 由于公司产品具有价格优势, 09 年 LED 产品实现销售收入 2751 万元, 净利润 600 万左右, 2010 年由于海外销售管道已经打开, 预计 LED 产品收入增长 100%以上, 我们预估高效照明产品收入增长 40%左右。
- 2010 年 3 月, 公司拟投资深圳德方纳米科技有限公司 5%股权, 涉足动力电池上游领域, 而拓邦之前在动力电池的保护控制领域有相当的技术储备, 已经与深圳匹克电池展开合作, 公司表示新能源领域产品有望在 2011 年为公司带来收益, 我们预估公司智慧电源业务未来两年收入复合增长率 50%左右。
- 我们预计 2010 年、2011 年公司实现营业收入 7.6 亿元、10.5 亿元, 同比增长 38%和 37%, 实现于母公司净利润 0.71 亿元、0.9 亿元, 同比增长 58%、31%, EPS 分别为 0.51 元和 0.66 元, 给予“买入”的投资建议, 目标价格 23 元(2010 PE45X、2011PE 35X)。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	21	37	45	71	93
同比增减	%	5.43%	77.31%	22.11%	57.75%	31.49%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.148	0.263	0.321	0.506	0.661
同比增减	%	5.43%	77.31%	22.11%	57.75%	30.56%
H 股市盈率(P/E)	X	132.58	74.77	61.23	38.82	29.73
股利 (DPS)	RMB 元	0.04	0.15	0.15	0.2	0.2

股息率 (Yield)	%	0.20%	0.76%	0.76%	1.02%	1.02%
-------------	---	-------	-------	-------	-------	-------

### 营运分析

09 年公司实现营收 5.5 亿元，同比下滑 8.5%，归属于母公司净利润 4494 万元，同比增长 22.1%，EPS 0.32 元。

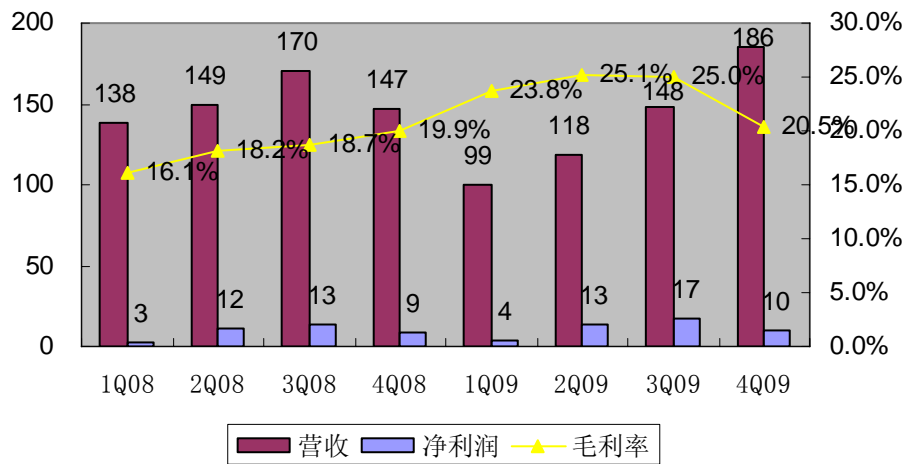
09 年拓邦股份实现营收 5.5 亿元，YoY-8.5%，归属于母公司净利润 4494 万元，YoY+22.1%，EPS 为 0.32 元，毛利率为 23.3%，同比上升了 5.1 个百分点，为净利润增长的主要原因，公司经营活动产生的现金流净额为 6716 万元，YoY+104%，分配方案为每 10 股以资本公积金转增 2 股，派现金 1.5 元。

分产品来看，电器控制器、高效照明、智慧电源（电池控制保护电路）三类产品实现销售收入分别为 3.3 亿、1.2 亿、0.39 亿元，YoY-21%、-11%和+28%；目前，公司主要客户包括深圳伟嘉电器、苏泊尔、SHO-ME、九阳小家电、合一电器等知名客户，09 年上述前五大客户合计占收入的 31%，公司表示客户资源优质化策略的实施，使得公司提供更多高端产品，这也是收入下滑而净利润增长的重要原因。

09 年公司综合毛利率为 23.3%，同比上升 5.1 个百分点，主要是传统家电以外的电器控制器产品（个人护理、电动工具、医疗器械、厨房小电器等）占销售收入的比重增加所致；电器控制器、高效照明、智慧电源毛利率分别为 24.5%、23.9% 和 21%，同比上升 8 个、0.9 个和 2.8 个百分点。

期间费用方面，三项费用合计占收入的 14.3%，同比增加了 2.6 个百分点，其中管理费用增加了 1.9 个百分点，主要是计提的绩效考核奖金增加所致。

图一：1Q08—4Q09 分季营业收入、净利润和毛利率情况 （单位：百万 %）



资料来源：公司定期公告、群益证券研究部

2010 年，公司高效照明业务下游销售管道已经铺设完成，我们预计收入增长 40% 以上，此外前期募投高效电机有望成为新

2010 年来看，传统业务方面，公司欲做大做强电器控制器、高效照明、智慧电源主业，公司表示目前国际上从事控制行业的公司都逐步从单一的智能控制产品向下游产品延伸，比如 BOSCH，即有家用电器、电动工具，也有照明和汽车电子产品，而公司已经储备了相当的技术和项目，未来向下游行业延伸是趋势。

的利润增长点。

高效照明业务上，公司主要产品为车用 HID 灯、民用 HID 灯、大功率金卤灯、无极灯、LED 灯等，09 年公司加大对 HID、LED 产品的品牌建设，两类产品以出口为主，其中 HID 产品瞄准汽车配件市场，LED 产品以室内照明为主，公司已经拥有五项 LED 外观设计专利，同时由于公司产品具有价格优势，09 年 LED 产品实现销售收入 2751 万元，净利润 600 万左右，2010 年由于海外销售管道已经打开，预计 LED 产品收入增长 100%以上，我们预估高效照明产品收入增长 40%左右。

此外，高效电机项目为公司前期募集资金投资项目，主要产品为直流无刷电机、空心杯电机及电机驱动，其应用于医疗器械、家用电器、电动工具、装备设备、电动自行车、航模玩具等高端领域，09 年高效电机项目并未产生收益，公司预计 2010 年该项目可以实现量产，为公司带来的新的盈利增长点。

公司拟投资动力电池上游企业，智慧电源业务有望在新能源领域全面展开，预计 2011 年有望为公司带来收益。

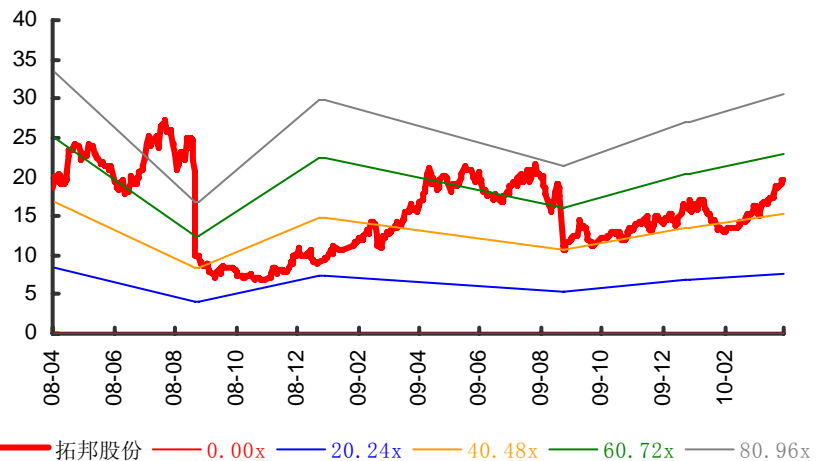
2010 年 3 月，公司公告拟投资 1000 万元参股深圳德方纳米科技有限公司 5% 股权，德方纳米属于动力电池上游企业，拥有自主知识产权的动力电池正极材料——纳米磷酸铁锂材料产品已经试生产，并开始为国内锂电池企业供货，而拓邦之前在动力电池的保护控制领域有相当的技术储备，已经与深圳匹克电池展开合作，投资德方纳米后，两家公司可实现优势互补，公司的智慧电源业务有望在新能源领域全面展开，公司表示新能源领域产品有望在 2011 年为公司带来收益，我们预估公司智慧电源业务未来两年收入复合增长率 50%左右。

目前，公司还有多项技术储备，公司拥有完全自主知识产权“PowerSA-SUN”系列太阳能光伏发电智能设备及系统，能为各种规模的太阳能发电系统提供智能化的监控系统，如光伏汇流测控模块、数据通讯采集器、监控软件、防雷汇流箱、防雷交直流配电柜等，此外电动车控制器、电磁炉多头灶、无极灯、金卤灯电子式控制器等技术方案已经基本成熟，其中多个型号或规格的产品已经取得国际产品认证，这些都将会是公司潜在利润增长点。

### 盈利预测

我们预计 2010 年、2011 年公司实现营业收入 7.6 亿元、10.5 亿元，同比增长 38%和 37%，实现于母公司净利润 0.71 亿元、0.9 亿元，同比增长 58%、31%，EPS 分别为 0.51 元和 0.66 元，最新收盘价对应 2010、11 年 P/E 分别为 38 倍和 30 倍，给予“买入”的投资建议，目标价格 23 元。

图二 拓邦股份 P/E—Band



资料来源: Wind、群益证券研究部

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 (ER  $\geq$  30%); 买入 (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 (10% > ER > -10%)

卖出 (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 (ER  $\leq$  -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
营业收入	468	604	553	762	1049
经营成本	399	494	424	588	814
营业税金及附加	1	1	1	2	2
销售费用	12	20	24	30	42
管理费用	32	50	56	67	89
财务费用	3	1	0	-1	-1
资产减值损失	4	2	4	2	2
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	18	37	44	74	100
营业外收入	3	5	10	8	8
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	21	40	53	81	107
所得税	0	3	8	10	13
少数股东损益	0	0	0	0	1
归属于母公司所有者的净利润	21	37	45	71	93

附二: 合并资产负债表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
货币资金	115	80	96	115	138
应收账款	129	96	115	138	165
存货	39	36	40	44	48
流动资产合计	375	317	400	447	502
长期股权投资	0	0	0	0	1
固定资产	80	128	138	152	167
在建工程	20	0	1	15	15
非流动资产合计	115	149	148	175	175
资产总计	490	467	589	664	734
流动负债合计	178	137	165	197	237

非流动负债合计	34	16	10	11	12
负债合计	211	153	175	208	249
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	279	313	415	456	485
负债及股东权益合计	490	467	589	664	734

## 附三：合并现金流量表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
经营活动产生的现金流量净额	-59	33	67	87	122
投资活动产生的现金流量净额	-29	-31	-12	-18	-18
筹资活动产生的现金流量净额	180	-36	-26	-15	-15
现金及现金等价物净增加额	91	-34	29	54	89

**群益大中华产业研究团队**
**台北总公司研究部**

电话 886-2-8789-8888 传真 886-2-8789-2949

姓名	电子邮件信箱	负责产业
陈志豪	Chihhao_Chen@capital.com.tw	资深副总裁
<b>总经及市场策略处</b>		
曾炎裕	Alan_Tseng@capital.com.tw	总经与市场策略
徐国安	Kuoan_Hsu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
傅恒聿	fusky.fu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
洪庆钟	shawn.hung@capital.com.tw	国际股市
赖鹤年	A94918@capital.com.tw	台股市场策略、原物料
陈育榆	eyu.chen@capital.com.tw	台股市场策略
<b>产业研究一处</b>		
张治家	cc.chang@capital.com.tw	非电子
林建良	A94917@capital.com.tw	金融
陈泓东	don.chen@capital.com.tw	营建、营造、设备、PCB
吕雅菁	allison.lu@capital.com.tw	水泥、食品、百货
黄岚冀	raphaer.huang@capital.com.tw	塑化、纺织、橡胶、化工、造纸
庄慧君	angela.chuang@capital.com.tw	钢铁、工具机、油电燃气、机电
曹伯瑄	po.tsao@capital.com.tw	生技、航运、观光
<b>产业研究二处</b>		
陈志全	ken.chen@capital.com.tw	CIS、光电
陈执中	austin.chen@capital.com.tw	电信、通讯设备、软件、安控
杨永辉	A94798@capital.com.tw	手机/零组件、GPS
傅坤泰	kuntai.fu@capital.com.tw	光电
谢昌佑	yol.shie@capital.com.tw	太阳能、LED、DSC
柯王炳勋	ben.kowang @capital.com.tw	TFT-LCD、Touch-Panel
<b>产业研究三处</b>		
锺宏德	Blue_Chung@capital.com.tw	IC、PC
苏鹊翎	chelsey_su @capital.com.tw	IC 设计
陈俐妍	ly.chen@capital.com.tw	半导体制造、封测、内存、光罩与耗材
陈浩彰	sean.chen@capital.com.tw	IC 设计、散热、机壳、/电池、hinge
吴昉冀	jerry.wu@capital.com.tw	EMS、系统、NB、MB、IPC、通路
王文雯	A95018@capital.com.tw	PCB、冲压件、电源、PC 周边、被动组件、连接器

**上海代表处**

电话 86-21-5888-7188 传真 86-21-5888-2929

姓名	电子邮件信箱	负责产业
林静华	amy_lin@capital.com.tw	资深副总裁
李彬	Kelvin@ e-capital.com.cn	市场
李清	Liqing@e-capital.com.cn	旅游、金融、总经
胡嘉铭	James@e-capital.com.cn	家电、通信、电子、软件

朱吉翔	zhujixiang@e-capital.com.cn	钢铁、建材、地产、水泥
韩伟琪	Weiqi_Han@e-capital.com.cn	海运、航空、基建、汽车、机械
李明霞	Limingxia@e-capital.com.cn	石化、煤炭
丘栋荣	Dolon_qiu@e-capital.com.cn	电力、饮料、消费
刘荟	Liuhui@e-capital.com.cn	医药、传媒、纺织、造纸、消费
白冰洋	Bingyang_bai@e-capital.com.cn	公路
胡恺敏	Michael_Hu@e-capital.com.cn	电子、电力设备、新能源

**群益证券(香港)有限公司**

电话 852-2105-9966 传真 852-2104-6006

姓名	电子邮件信箱	负责产业
曾永坚	Jaseper_tsang@e-capital.com.hk	研究部董事
黄熏辉	Hh_huang@e-capital.com.hk	策略、总经
范硕芬	Sophie_fan@e-capital.com.hk	零售消费、食品业
陈增城	Barry_chan@e-capital.com.hk	金融、地产、航[运]