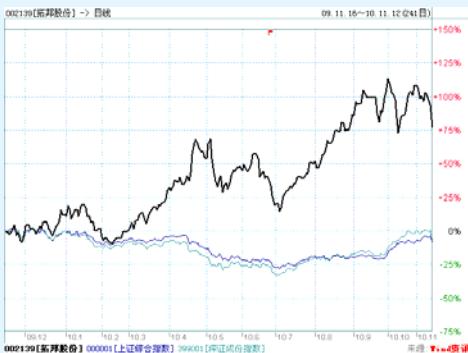


拓邦股份（002139）调研简报

——隐形的新能源公司

基本数据	2010-11-12
收盘价（元）	20.96
市盈率	78.35
市净率	9.27
股息率（分红/股价）	0.72%
每股净资产（元）	2.26
资产负债率%	41.15%
总股本（亿股）	1.68
流通 A 股（亿股）	1.12
流通 A 股市值（亿元）	23.48

一年内股价走势：



相关研究：

研究员： 冯福来

执业证书：S0270209110081

电话：020-37865166

EMAIL：fengfl@wlzq.cn

报告日期：2010-10-25

事件：我们于2010年11月12日对于公司进行实地调研。

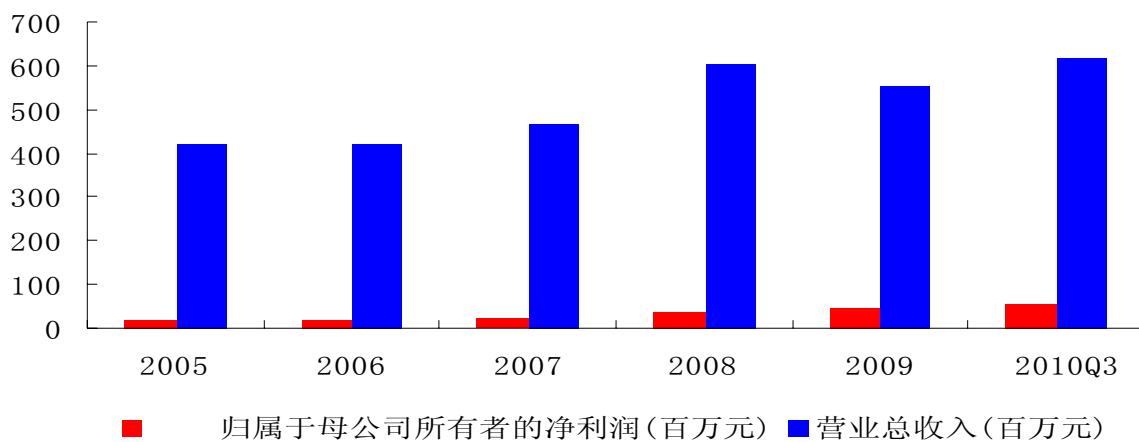
点评：

- **国内领先的智能控制方案提供商。**公司与国内外多家知名的电子电器生产企业建立了良好的合作伙伴关系，成为LG、伊莱克斯、美的、九阳、苏泊尔等厂家的首选供应商。
- **家用电器类产品需求旺盛，产能释放是关键因素。**目前公司家用电器类产品的产能产能利用率接近100%，产能不足已经成为公司发展的瓶颈。公司预计春节后增发项目的新增产能就能够逐渐释放出来，届时公司产能的瓶颈将会得到解决。
- **高效照明类产品渐入佳境。**2009年开始公司就着手HID和LED产品的品牌建设，今年公司加大对品牌建设的投资力度，我们认为将对公司高效照明类产品的销售产生重要积极影响。
- **智能电源类产品总体收入规模虽小，但是发展空间很大。**目前智能电源类产品的收入主要来自便携式数码产品，未来市场需求的重点在电动车动力电池方面，一旦动力电池市场启动，公司智能电池类产品收入将呈现爆发式增长。
- **完善新能源电池产品链，大幅提升公司价值。**目前公司的锂动力电池产品已经给客户送样试用，电池管理系统产品公司自己正在进行路试。公司通过战略投资产业链上相关公司，快速切入锂动力电池产业链，未来将充分享受电动汽车普及带来的巨大产业机会。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.42元、0.67元和1.01元，动态PE分别为49.5、31.2和20.7，考虑到公司进军新能源动力电池领域，未来具有良好的发展前景，我们给予公司“增持”评级。

1. 国内领先的智能控制方案提供商

拓邦股份成立于1996年，经过十几年的高速发展，已经成为国内领先的智能控制方案提供商。公司产品覆盖家电控制、高效照明、电机、电源、安防、工业自动化和数码电子等领域，产品销售遍及全球几十个国家。公司与国内外多家知名的电子电器生产企业建立了良好的合作伙伴关系，成为LG、伊莱克斯、美的、九阳、苏泊尔等厂家的首选供应商。

2005-2010Q3 公司营业总收入和归属于母公司的净利润趋势变动图



资料来源：万联证券

2. 家用电器类产品需求旺盛，产能释放是关键因素

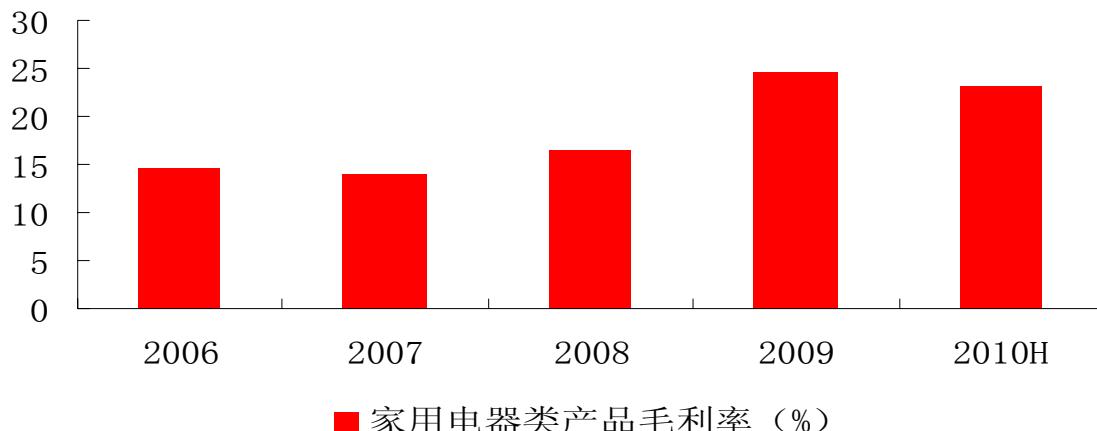
家用电器类产品是公司主要的收入来源，2010年上半年家用电器类产品实现营业收入25,789.45万元，同比去年同期增长83.73%，占全部营业收入的比重高达64.31%。公司的家用电器类产品下游应用市场主要包括微波炉、电磁炉、洗衣机、洗碗机、空调、冰箱、电动工具、个人护理产品等领域。

公司家用电器类产品的盈利能力上市以来不断提高，主要是公司产品结构不断优化，高毛利率的电动工具、个人护理产品、咖啡壶等小电器产品收入的比重不断提高，而低毛利率的电磁炉和微波炉的收入比重不断降低，其中微波炉产品已经从2009年开始逐渐停止生产。公司未来扩大的产能也是集中在高毛利率的小电器产品方面，我们认为公司家电类产品的盈利能力还有提高的空间。

目前公司家用电器类产品的产能为1434万套，产能利用率接近100%，产能不足已经成为公司发展的瓶颈。公司已经租赁2.4万平方米厂房用于扩大产能，这其实就是要满足公司非公开增发准备投资的智能控制器产能扩建项目的需求。公司预计春节后增发项目的产能就能够释放出来，届时公司产能的瓶颈将会得到解决。

受益于国家相继出台的家电下乡、以旧换新、节能惠民三大扶持政策，家电产品的持续热销，带动对于上游产品电子智能控制器需求。根据国家统计局的数据显示，2010年1-10月，我国家用洗衣机的产量为4896.99万台，比去年同期增长28.39%，空调的产量为9389.58万台，比去年同期增长35.29%，电冰箱的产量为6519.02万台，比去年同期增长27.17%。根据中怡康时代市场研究有限公司的研究报告显示，2010年1-9月我国厨卫、小家电行业呈快速增长态势，厨卫、小家电行业整体销售额达到1094亿元，与去年同期相比增长16.4%，其中小家电行业第三季销售总规模达到380亿元，电磁炉销售收入排名第七，达到20亿元。

2006–2010H 公司家用电器类产品毛利率变动图

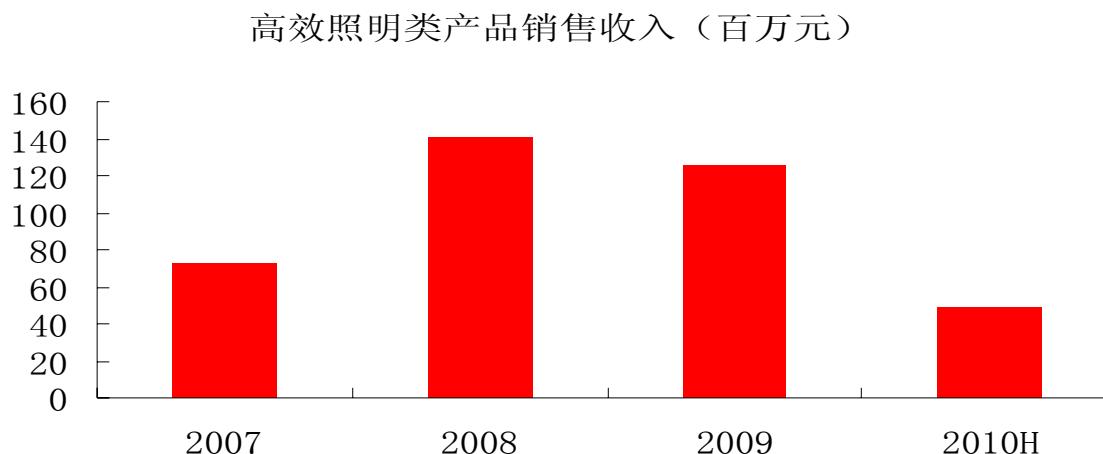


资料来源：万联证券

3. 高效照明类产品渐入佳境

2010年上半年公司高效照明类产品实现营业收入 4884.91 万元，同比去年同期小幅下降 0.83 个百分点，占全部营业收入的比重为 12.18%。今年上半年公司高效照明类产品收入出现小幅下降的原因是国外市场需求还没有完全恢复，导致 HID 灯类产品销售收入下降。公司的高效照明类产品主要包括车用 HID 灯控制器、民用 HID 灯控制器、大功率金卤灯控制器、无极灯控制器、LED 灯等。随着公司市场推广力度的加大，LED 产品的销售逐渐形成规模，2009 年 LED 产品实现销售收入 2751 万元，而今年上半年就实现销售收入 2000 多万元，接近去年全年的水平，产品盈利能力快速增长。公司的 LED 高效照明产品主要用于室内照明，产品系列包括 T8、T5LED 灯管、LED 面板灯、LED 射灯等。2009 年开始公司就着手 HID 和 LED 产品的品牌建设，今年公司加大对于品牌建设的投资力度，我们认为将对公司高效照明类产品的销售产生重要积极影响。

2007–2010H 公司高效照明类产品销售收入变动趋势图



资料来源：万联证券

4. 智能电源类产品总体收入规模虽小，但是发展空间很大

公司智能电源类产品的下游市场主要为便携式数码产品电池和动力电池，2010年上半年智能电源类产品实现销售收入为2812.30万元，同比去年同期增长81.53%，占全部营业收入的比重为7.01%。目前智能电源类产品的收入主要来自便携式数码产品，未来市场需求的重点在电动车动力电池方面，一旦动力电池市场启动，公司智能电池类产品收入将呈现爆发式增长。

5. 无刷直流电机项目即将进入盈利期

无刷直流电机是公司IPO募集资金项目之一，开始主要的目标市场为洗衣机和电动自行车。但是由于使用无刷直流电机的滚筒洗衣机价格太贵，下游需求一直没有启动，而电动自行车市场虽然存在需求，但是市场竞争激烈，产品毛利率比较低，公司放弃电动自行车市场。目前公司对于无刷直流电机产品下游目标重新定位，主要面向电动工具、医疗器械和洗碗机等市场，公司预计今年12月能够实现单月盈亏平衡，明年能够实现小幅盈利。

6. 完善新能源电池产品链，大幅提升公司价值

目前电动汽车技术的研发已成为各国政府和汽车行业的热点。从“八五”开始到现在，电动汽车研究一直是我国计划项目，并于2009年3月20日出台《汽车产业调整和振兴规划》，提出未来3年新能源车形成50万辆产能，占乘用车销量的5%。2010年6月初，我国新能源汽车补贴政策正式出台，上海、长春、深圳、杭州、合肥5个城市成为首批私人购买新能源电动车补贴试点城市，目前新能源汽车试点城市已经扩大到25个城市。

公司在新能源电池方面一直进行研究跟踪并且有产品推出，在动力电池控制器方面已经有近2年的技术储备，同时在普通锂电池方面也进行了生产和试销售。目前磷酸铁锂电池及电池管理系统的研发生产受到国家产业政策的大力扶持，市场机遇已涌现，公司加快对于新能源电池产品链的布局。

公司通过增资1000万投资深圳德方纳米科技有限公司，获得其5%的股权。德方纳米在动力电池关键材料——正极材料上取得了重大突破，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。德方纳米公司在纳米材料方面具有雄厚的技术实力，已申请国际PCT发明专利1项，国家发明专利11项。纳米磷酸铁锂正极材料相对于微米级材料而言颗粒粒径更加细微均匀，材料批次稳定性更好，并且生产成本更低。目前日产能大约为3吨，预计今年能够实现盈利。我们认为公司参股德方纳米后，将优先获得德方纳米的产品和技术支持。

公司在前新能源动力电池上游布局的同时，也积极发展动力电池下游产业。公司已经公布的非公开增发方案显示，公司将以2,093.75万元的价格收购深港产学研持有的煜城鑫67%的股权，成为其控股股东，并将其作为公司进军新能源产业的运营主体及锂动力电池及电池管理系统项目的实施主体。煜城鑫是国内专业生产动力电池产品的企业，主要生产及销售大容量、高功率型锂离子动力电池。公司股东之一刘昌国是国内领先的锂动力电池厂商苏州星恒电源公司的创始人之一，他在锂动力电池方面拥有多项专利。苏州星恒是中科院物理

所和联想控股等公司创立的高科技公司，锂动力电池占国内市场份额接近 50%，并大量出口欧美市场，目前主要销售市场包括电动自行车、电动工具等，2008 年销售收入达到 1.18 亿元。

煜城鑫在磷酸锂铁电池领域具有研发与技术优势、工艺装配优势、整体解决方案优势以及质量管理优势。公司锂动力电池项目达产后，将实现年产动力锂电池 3,000 万安时，电池管理系统 15 万套，预期正常年可实现年销售收入 31,845 万元，年利润总额 10,564 万元，年净利润为 7,923 万元。为占领市场先机，公司决定先利用自有资金进行锂动力电池及电池管理系统项目的部分投资（包括厂房装修、部分设备的采购）。目前公司的锂动力电池产品已经给客户送样试用，电池管理系统产品公司自己正在进行路试。

锂动力电池和电池管理都是电动车产业链的重要组成部分，其中锂动力电池的技术关键是正极材料和隔膜，电池管理系统的根本作用是控制电池充电过充和过放。公司通过战略投资产业链上相关公司，快速切入锂动力电池产业链，未来将充分享受电动汽车普及带来的巨大产业机会。

7. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.42 元、0.67 元和 1.01 元，动态 PE 分别为 49.5、31.2 和 20.7，考虑到公司进军新能源动力电池领域，未来具有良好的发展前景，我们给予公司“增持”评级。

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	467.60	603.88	552.76	918.25	1358.63	2096.14
减：营业成本	398.70	493.65	423.93	721.27	1063.58	1646.32
营业税金及附加	0.87	0.81	1.18	2.57	3.40	5.45
营业费用	11.93	19.77	23.82	35.81	48.91	75.46
管理费用	31.57	49.64	55.89	74.38	108.69	167.69
财务费用	2.68	0.95	-0.44	-1.52	-1.91	-2.00
资产减值损失	3.52	2.28	3.91	2.00	3.00	3.00
加：投资收益	0.00	-0.03	-0.10	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	18.32	36.75	44.39	83.74	132.96	200.22
加：其他非经营损益	2.56	3.29	8.46	0.00	0.00	0.00
利润总额	20.89	40.04	52.85	83.74	132.96	200.22
减：所得税	0.13	3.24	7.90	12.56	19.94	30.03
净利润	20.76	36.80	44.94	71.18	113.01	170.19
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	20.76	36.80	44.94	71.18	113.01	170.19
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
	货币资金	107.70	66.32	88.69	50.92	119.01
应收和预付款项	221.45	201.31	207.20	462.57	528.36	1000.57
存货	39.22	35.96	43.97	87.91	106.56	194.47
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.12	0.03	0.03	0.03	0.03
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	100.41	128.67	123.48	105.25	86.01	66.78

无形资产和开发支出	12.67	19.02	22.91	20.16	17.41	14.66
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	481.46	451.40	486.29	726.84	857.38	1335.36
短期借款	13.75	0.00	2.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	155.43	121.82	136.96	317.54	349.69	679.49
长期借款	30.00	12.40	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	3.60	3.70	3.90	3.90	3.90	3.90
负债合计	202.78	137.92	142.86	321.44	353.59	683.39
股本	50.00	100.00	140.00	140.00	140.00	140.00
资本公积	159.19	109.19	69.19	69.19	69.19	69.19
留存收益	69.50	104.30	134.24	196.21	294.61	442.78
归属母公司股东权益	278.68	313.48	343.43	405.40	503.79	651.97
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	278.68	313.48	343.43	405.40	503.79	651.97
负债和股东权益合计	481.46	451.40	486.29	726.84	857.38	1335.36

资料来源：万联证券

投资评级说明：

公司投资评级：

买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数5%-20%之间
观望	预计6个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

行业投资评级：

看好	报告日后六个月内，行业超越整体市场表现
中性	报告日后六个月内，行业与整体市场表现基本持平
看淡	报告日后六个月内，行业弱于整体市场表现

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

免责条款：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归万联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。