

收入增长超预期

拓邦股份 2010 年中报点评

报告摘要:

- **中报业绩概况。**上半年公司实现收入4.01亿元，净利润3635万元，同比分别增长84.4%和109.4%，每股收益0.22元。第2季度单季收入和净利润环比分别增长35.2%和138.9%。公司预计3季报净利润同比增长50-80%。
- **收入增长超预期。**公司收入大幅增长的原因主要是两个方面，一是电磁炉、微波炉控制器等传统家电类产品实现了高速增长；二是公司LED灯具等节能环保产品延续了较快增长的势头。
- **毛利率下半年有望小幅回升。**上半年公司毛利率下降了2.6个百分点，原因有二，一是毛利率偏低的传统家电产品控制器的销售收入占比上升，这使得国内收入同比增长了110.9%；同时部份原材料成本和人工成本的上升，拉低了公司的毛利率。我们预计随着公司海外客户订单的释放以及上游元器件供需走向平衡，下半年公司综合毛利率会有小幅的回升。
- **下半年业绩不会落后于上半年。**分业务来看，除高效照明控制略微下降外，家电控制和电源控制产品增幅均超过80%，其他产品同比大幅增长435%，主要是一系列新产品实现批量销售。公司目前订单充足，产能满载。尽管下半年整个电子家电行业增速会放缓，但受到旺季需求的影响，整体并不会比上半年差，加之客户拓展和新品推广是公司更主要的成长逻辑，因此我们认为公司下半年业绩强于上半年仍是大概率事件。
- **维持买入-B投资评级。**考虑到股权激励股本增加，我们预测公司2010、2011年EPS分别为0.44元和0.63元，我们预计公司海外客户的快速拓展及新产品的不断推出将使公司未来2-3年有望保持40%左右的复合增长率，高效电机、电动车控制系统和动力电池等领域的产业化进程将使公司业绩具备超预期的可能，股权激励方案也对管理层给予了充分的激励。我们维持对公司买入-B的投资评级。
- **风险提示。**公司的主要风险在于近期部分原材料（MCU、钽电容等）出现了供应紧张的问题，如果下半年这些材料供应不能得到保障，公司业绩有达不到预期的风险。如果公司动力电池等相关产品产业化进展不达预期，则存在公司估值中枢下降带来的风险。

评级:
买入-B

上次评级: 买入-B

目标价格: 25.75 元

期限: 6 个月 上次预测: 25.75 元

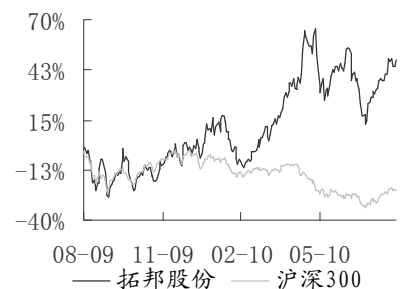
现价: 17.81 元

报告日期: 2010-08-05

市场数据

总市值(百万元)	2,992.08
流通市值(百万元)	2,003.10
总股本(百万股)	168.00
流通股本(百万股)	112.47
12 个月最高/最低	10.48/25.50 元
十大流通股股东(%)	11.18%
股东户数	14,178

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	17.69	(2.44)	71.32
绝对收益	31.15	(8.55)	47.53

研究员

侯利
行业分析师

021-68763972

houli@essence.com.cn

证书编号

S1450209070220

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	603.9	552.8	805.8	1,121.9	1,553.8
Growth(%)	29.1%	-8.5%	45.8%	39.2%	38.5%
净利润	36.8	44.9	75.8	110.2	158.1
Growth(%)	77.3%	22.1%	68.6%	45.5%	43.4%
毛利率(%)	18.3%	23.3%	23.5%	24.0%	24.0%
净利润率(%)	6.1%	8.1%	9.4%	9.8%	10.2%
每股收益(元)	0.22	0.27	0.44	0.63	0.91
每股净资产(元)	1.87	2.04	2.40	2.97	3.79
市盈率	81.3	66.6	40.9	28.1	19.6
市净率	9.5	8.7	7.4	6.0	4.7
净资产收益率(%)	11.7%	13.1%	18.1%	21.3%	24.0%
ROIC(%)	15.4%	15.2%	26.6%	34.0%	38.0%
EV/EBITDA	37.8	44.2	32.7	22.4	15.4
股息收益率	0.1%	0.5%	0.2%	0.4%	0.5%

前期研究成果

竞争对手上市将提升公司估值

2010-04-28

客户结构优化，布局动力电池提升估值

2010-04-12

拓邦股份：参股纳米技术公司，开始新能源业务布局

2010-03-17

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-8-5

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	603.9	552.8	805.8	1,121.9	1,553.8	成长性					
减: 营业成本	493.7	423.9	616.6	852.5	1,181.5	营业收入增长率	29.1%	-8.5%	45.8%	39.2%	38.5%
营业税费	0.8	1.2	1.6	2.2	3.1	营业利润增长率	100.5%	20.8%	80.6%	50.6%	46.7%
销售费用	19.8	23.8	28.2	39.3	46.6	净利润增长率	77.3%	22.1%	68.6%	45.5%	43.4%
管理费用	49.6	55.9	72.5	101.0	139.8	EBITDA 增长率	60.8%	17.9%	66.9%	45.5%	43.8%
财务费用	1.0	-0.4	-1.3	-1.7	-2.2	EBIT 增长率	79.5%	16.6%	79.5%	50.8%	46.9%
资产减值损失	2.3	3.9	8.0	8.0	8.0	NOPLAT 增长率	60.9%	18.3%	67.6%	45.6%	43.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	19.9%	-4.6%	14.0%	28.5%	28.0%
投资和汇兑收益	-0.0	-0.1	-	-	-	净资产增长率	12.5%	9.6%	21.6%	23.8%	27.5%
营业利润	36.7	44.4	80.1	120.7	177.0	利润率					
加: 营业外净收支	3.3	8.5	9.0	9.0	9.0	毛利率	18.3%	23.3%	23.5%	24.0%	24.0%
利润总额	40.0	52.8	89.1	129.7	186.0	营业利润率	6.1%	8.0%	9.9%	10.8%	11.4%
减: 所得税	3.2	7.9	13.4	19.4	27.9	净利率	6.1%	8.1%	9.4%	9.8%	10.2%
净利润	36.8	44.9	75.8	110.2	158.1	EBITDA/营业收入	7.7%	10.0%	11.4%	11.9%	12.4%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	6.2%	8.0%	9.8%	10.6%	11.2%
货币资金	80.1	109.1	164.0	196.9	258.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	62	82	54	41	33
应收帐款	101.3	152.9	119.2	166.0	229.9	流动营业资本周转天数	84	93	70	69	71
应收票据	96.9	52.8	121.4	169.0	234.1	流动资产周转天数	206	221	181	169	165
预付帐款	3.1	1.6	7.7	16.2	28.1	应收帐款周转天数	67	78	57	42	42
存货	36.0	44.0	40.5	56.1	77.7	存货周转天数	23	27	20	16	16
其他流动资产	-0.0	0.0	-2.2	-2.2	-2.2	总资产周转天数	285	318	247	218	204
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	161	187	134	117	109
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.1	0.0	-	-	-	ROE	11.7%	13.1%	18.1%	21.3%	24.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.9%	8.8%	12.7%	14.4%	15.8%
固定资产	128.3	122.6	120.9	135.7	149.5	ROIC	15.4%	15.2%	26.6%	34.0%	38.0%
在建工程	0.3	0.9	1.1	3.1	3.3	费用率					
无形资产	19.0	22.9	21.4	20.0	18.6	销售费用率	3.3%	4.3%	3.5%	3.5%	3.0%
其他非流动资产	1.5	1.8	2.0	2.0	2.0	管理费用率	8.2%	10.1%	9.0%	9.0%	9.0%
资产总额	466.7	508.5	596.1	762.7	999.0	财务费用率	0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.1%
短期债务	-	2.0	1.6	1.2	0.7	三费/营业收入	11.7%	14.3%	12.3%	12.3%	11.9%
应付帐款	68.7	98.9	91.2	126.1	174.8	偿债能力					
应付票据	48.1	32.9	42.2	58.4	80.9	资产负债率	32.8%	32.5%	29.9%	32.2%	34.0%
其他流动负债	20.3	27.4	39.5	56.3	79.6	负债权益比	48.9%	48.1%	42.7%	47.6%	51.6%
长期借款	12.4	-	-	-	-	流动比率	2.31	2.24	2.58	2.49	2.46
其他非流动负债	3.7	3.9	3.9	3.9	3.9	速动比率	2.04	1.95	2.34	2.25	2.22
负债总额	153.2	165.1	178.5	245.9	339.9	利息保障倍数	39.52	-99.60	-62.28	-68.84	-78.58
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	100.0	140.0	174.0	174.0	174.0	DPS(元)	0.01	0.09	0.04	0.06	0.09
留存收益	213.5	203.4	243.6	342.8	485.1	分红比率	5.4%	33.4%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	313.5	343.4	417.6	516.8	659.1	股息收益率	0.1%	0.5%	0.2%	0.4%	0.5%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	36.8	44.9	75.8	110.2	158.1	EPS(元)	0.22	0.27	0.44	0.63	0.91
加: 折旧和摊销	10.0	13.9	13.0	14.7	17.3	BVPS(元)	1.87	2.04	2.40	2.97	3.79
资产减值准备	2.3	3.9	8.0	8.0	8.0	PE(X)	81.3	66.6	40.9	28.1	19.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.5	8.7	7.4	6.0	4.7
财务费用	1.5	0.2	-0.7	-1.3	-1.7	P/FCF	-	62.2	85.6	166.2	73.1
投资收益	0.0	0.1	-	-	-	P/S	5.0	5.4	3.8	2.8	2.0
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	37.8	44.2	32.7	22.4	15.4
营运资金的变动	-9.1	12.2	-23.6	-51.2	-68.8	CAGR(%)	44.1%	52.1%	40.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	32.9	67.2	71.8	80.0	112.4	PEG	1.8	1.3	1.0	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-30.7	-12.1	-10.0	-30.0	-30.0	ROIC/WACC	1.6	1.5	2.7	3.5	3.9
融资活动产生现金流量	-35.9	-25.5	-0.7	-9.7	-14.1	REP	3.8	5.6	3.5	2.1	1.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作4年，2007年5月加盟安信证券。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

销售联系人

潘艳	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	律烨	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lyye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层
 邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层
 邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座19层
 邮编：100034