

泰豪科技(600590)/国防军工

打造互联网+智慧能源版图, 深化布局高端军工装备

评级: 买入(首次)

市场价格: 15.72

目标价格: 18.63

分析师: 王华君

执业证书编号: S0740517020002

电话: 01059013814

Email: wanghj@r.qizq.com.cn

分析师: 杨帆

执业证书编号: S0740517060002

电话: 0755-22660861

Email: yangfan@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	667
流通股本(百万股)	524
市价(元)	15.72
市值(百万元)	10,485
流通市值(百万元)	8,244

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3488.10	3901.94	5099.45	6330.26	7082.69
增长率 yoy	19.43%	11.86%	30.69%	24.14%	11.89%
净利润	86	123.83	218.88	290.22	340.33
增长率 yoy	46.77%	43.99%	76.76%	32.59%	17.27%
每股收益(元)	0.16	0.19	0.33	0.44	0.51
每股经营现金流量	0.45	0.37	0.89	0.35	0.55
净资产收益率	2.77%	3.5%	5.93%	7.52%	8.43%
P/E	84	85	48	36	31
PEG	4.3	7.3	1.6	1.5	2.6
P/B	3.13	2.67	2.56	2.45	2.34
备注:					

投资要点

- 公司确立军民双主业战略, 业绩迎来稳定增长:** 公司确立围绕军工装备和智能电力产品领域经营, 近年来实现了业绩稳定增长的局面。2016年公司实现营业收入39.02亿元, 同比增加11.86%。实现归属于母公司净利润1.24亿元, 同比增加43.99%, 近三年归母净利润复合增长率为103.6%。公司陆续完成员工股权激励和股权基金的设置, 彰显公司对未来发展信心。2016年9月, 公司第一大股东由泰豪集团转换成同方股份, 我们预测泰豪科技战略主动调整可期。
- 内生增长+外延收购, 深化军工信息化和高端装备布局:** 军工业务是当前公司的主要业务板块, 预计未来会成为公司的重点战略方向, 保守估计未来三年军工板块收入将维持30%的复合增长。公司军工产品涉及车载通信指挥系统、军工移动电站、导航和雷达产品, 市占率居行业前列。其中军用WY探测产品已取得突破性进展, 预计未来可形成公司军工装备领域又一重要产品方向。此外, 公司拟收购军工信息化标的上海红生, 上海红生原股东赫甄合伙、潘红生承诺: 上海红生在2017-2019年实现的扣除非经常性损益后净利润分别不低于: 4000万元、4800万元、6000万元。若交易如期实施完成, 将进一步深化公司军工产业链, 拓展军工规模和区域市场。2016年军工装备业务实现营收6.29亿, 较去年同期下降39.97%, 主要是受“军改”影响订单延后, 我们预计今年订单有望恢复快速增长状态。我们认为公司未来将充分享受军工信息化和军民融合快速发展带来的红利, 看好公司未来军工业务的布局和高增长。
- 进一步拓展电力产业链, 打造互联网+智能电网新格局:** 电力业务是公司目前主要营收来源。原有产品以电力软件产品为主, 在电力调度软件领域具有优势地位。在电力改革背景下, 公司进一步拓展产业链, 打造互联网+智能电网布局。公司收购博轱信息, 切入电力IT运维, 布局大数据和云服务业务, 博轱信息在电力IT运维方面优势突出, 2016年营收3.67亿元, 同比增长43.4%, 预计未来三年CAGR仍将保持在30%以上。同时收购莱福士电力电子设备, 强化配电网产品。此外, 公司参股了电改9号文件出台以来第一家真正意义上的混合所有制配售电公司——贵安新区配售电公司, 作为民营资本第一大股东, 占比达到7%, 投资额1.05亿元。同时还在上海、广州、江西全资设立了售电公司, 以形成在售电侧的先发优势。在电力供给侧改革和电改红利释放等多重因素驱动下, 电改在2017年有望进入第二轮爆发期。配售电业务与公司现有智能电力产品形成较好协同, 而随电改而来的巨大的市场规模将有力保证公司未来业绩的快速发展。预计公司智能电网(包括海德馨)板块收入未来三年复合增速将达20%。
- 盈利预测及投资建议:** 暂不考虑收购上海红生对公司财务的影响, 预计公司2017-2019年净利润分别为2.2/2.9/3.4亿元, 同比增速分别为76.8%/32.6%/17.3%, EPS分别为0.33/0.44/0.51元。通过分业务测算, 我们估算公司17年对应市值为125亿元, 其中智能电力板块市值87亿, 军工业务板块市值38亿, 当前股本6.67亿股, 对应股价为18.63元, 相当于约56倍估值, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 智能电力建设与智能电力业务发展不及预期; 国防改革与军工信息化发展不及预期; 公司外延并购不及预期; 公司军工业务发展不及预期

目 录

图表目录.....	- 3 -
1.转型升级，确立军工装备和智能电力两大主业	- 5 -
1.1 优化升级产业结构，确立军工装备与智能电力双主业.....	- 5 -
1.2 内生外延，公司业绩稳定增长	- 7 -
1.3 技术实力雄厚，有里有面	- 8 -
1.4 设置股权激励与股权基金，内部管理整合提升业务水平	- 11 -
2.剥离与并购并举，拓展深化智能互联网电力	- 12 -
2.1 互联网+智能电力是未来发展趋势，公司产品有望迎来增长期.....	- 12 -
2.2 外延并购博辕信息，进军电力 IT 运维服务.....	- 17 -
2.3 协同作用明显.....	- 24 -
3.借电改东风切入配售电领域，打造互联网+智慧能源.....	- 25 -
3.1 投资配售电公司，切入配售电业务.....	- 25 -
3.2 布局智慧能源，打造能源互联网.....	- 27 -
4.外延整合军工业务平台，深耕军工信息化和高端装备业务.....	- 27 -
4.1 公司军工装备产品丰富，兼具市场和品牌地位.....	- 27 -
4.2 公司主要军工装备分析.....	- 29 -
4.3 国防信息化与军民融合提速，公司军工业务充分受益.....	- 31 -
4.4 外延并购迅猛，深化拓展军工产业链	- 34 -
5.盈利预测与估值.....	- 37 -
5.1 主营业务盈利预测	- 37 -
5.2 绝对估值.....	- 38 -
5.3 相对估值.....	- 39 -
风险提示.....	- 40 -

图表目录

图表 1: 泰豪科技历史沿革	- 5 -
图表 2: 泰豪科技科技园分布	- 5 -
图表 3: 泰豪科技战略演变	- 6 -
图表 4: 泰豪科技主要产业布局	- 6 -
图表 5: 泰豪科技历年主营业务分布	- 6 -
图表 6: 公司近年资本运作汇总	- 7 -
图表 7: 公司近年营收状况	- 8 -
图表 8: 公司近年归母净利润状况	- 8 -
图表 9: 公司毛利率与净利率状况	- 8 -
图表 10: 公司三费率状况	- 8 -
图表 11: 公司核心技术以及应用领域	- 9 -
图表 12: 通信指挥无人机运输、发射、指挥一体车	- 10 -
图表 13: 核潜基地保障电源车	- 10 -
图表 14: 宽频机动式超视距无源探测雷达	- 10 -
图表 15: 抗干扰北斗定位导航	- 10 -
图表 16: TH5000-调控一体化智能防误操作管理系统	- 10 -
图表 17: 配网自动化产品(二次)	- 11 -
图表 18: THV 系列车载电源 (汽车电站)	- 11 -
图表 19: 公司品牌体系认证	- 11 -
图表 20: 公司近年前三股东变化	- 12 -
图表 21: 中国近年电力投资	- 13 -
图表 22: 中国近年软件产品收入	- 13 -
图表 23: 国家电网智能电网建设规划	- 13 -
图表 24: 国家电网各环节智能化投资额度	- 13 -
图表 25: 公司典型智能电网软件	- 14 -
图表 26: 中国配网市场格局	- 15 -
图表 27: 公司配电设备近年销售状况	- 16 -
图表 28: 应急智能电源市场格局	- 16 -
图表 29: 公司近年应急智能电源销售状况	- 17 -
图表 30: 公司主要业务介绍	- 18 -
图表 31: 公司近年营收状况	- 18 -
图表 32: 公司近年净利润状况	- 18 -
图表 33: 公司所处行业状况	- 19 -
图表 34: 中国近年信息技术服务收入状况	- 20 -
图表 35: 中国近年 IT 运维服务市场	- 20 -
图表 36: 中国近年国网运维费用	- 21 -
图表 37: 国家电网智能电网规划	- 22 -
图表 38: 中国近年大数据市场	- 22 -
图表 39: 中国国内云计算市场规模	- 23 -
图表 40: 公司云计算规划	- 24 -
图表 41: 贵安新区配售电公司股权分布	- 26 -
图表 42: 中国近年社会用电量	- 26 -
图表 43: 公司近年军工产品收入及增长率	- 28 -

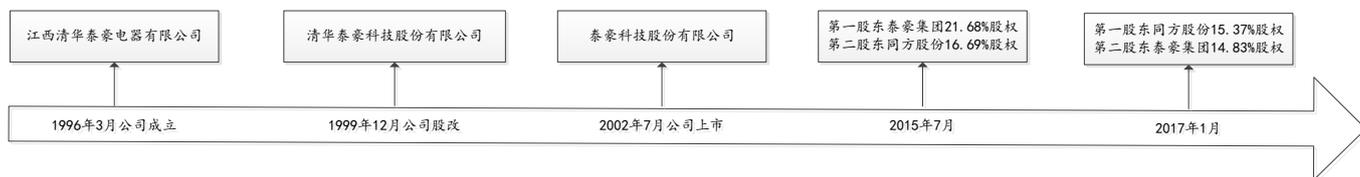
图表 44: 公司历年军用电站销量.....	- 28 -
图表 45: 公司历年通讯指挥系统销量.....	- 28 -
图表 46: 公司主要产品技术.....	- 29 -
图表 47: 中国卫星导航与位置服务产业收入.....	- 31 -
图表 48: 军工产业四大趋势.....	- 31 -
图表 49: 中国近年军民融合政策.....	- 32 -
图表 50: 中国历年军费状况.....	- 34 -
图表 51: 中国历年军费应用方向.....	- 34 -
图表 52: 中美军事信息化对比.....	- 34 -
图表 53: 公司军工平台.....	- 35 -
图表 54: 公司参股深圳福田智能装备股权投资基金.....	- 36 -
图表 55: 公司拟收购一家军工公司.....	- 36 -
图表 56: 上海红生近两年营收净利润状况.....	- 37 -
图表 57: 分业务盈利预测.....	- 38 -
图表 58: FCFF 绝对估值假设条件.....	- 38 -
图表 59: FCFF 估值结果.....	- 39 -
图表 60: FCFF 敏感性分析.....	- 39 -
图表 61: 智能电力可比公司估值情况.....	- 40 -
图表 62: 军工装备可比公司估值情况.....	- 40 -
图表 63: 泰豪科技盈利预测.....	- 41 -

1. 转型升级，确立军工装备和智能电力两大主业

1.1 优化升级产业结构，确立军工装备与智能电力双主业

- 泰豪科技股份有限公司是在江西省和清华大学“省校合作”推动下，在南昌国家高新开发区设立的高科技公司。公司成立于1996年3月，2002年7月在上海证券交易所上市，经过多年的发展与积累，建立了较为完善的治理结构，形成了完整的内控制度，并在南昌、北京、上海、深圳、长春、济南、衡阳等地拥有40多家分、子公司，以及10多个高科技产业园区。公司入选“国家级创新型企业”、“国家知识产权示范企业”，拥有“国家认定企业技术中心”、“院士工作站”、“博士后科研工作站”，并连续通过“高新技术企业”认定；先后被评为全国实施卓越绩效先进企业、全国质量管理先进企业、全国用户满意企业、国家标准化良好行为AAAA企业，被国家工商总局评为全国“首批520家重合同、守信用企业”，公司产品被评为“中国名牌产品”。

图表 1：泰豪科技历史沿革



来源：公司公告，中泰证券研究所

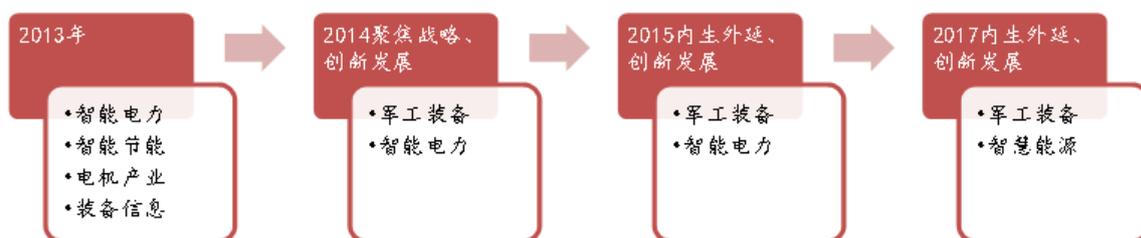
图表 2：泰豪科技科技园分布



来源：公司官网，中泰证券研究所

■ **转型升级，确立智能电力和军工装备两大主业：**公司自创立以来，不断地完善和升级产业体系，优化产业结构，集中资源大力发展军工装备和智能电力两大产业。为了增强盈利能力，公司一直在对产业结构进行调整，大力拓展盈利能力较强、市场需求旺盛的军工装备、智能电力业务，并退出占用资源多、盈利能力弱的智能节能业务及电机产业。2015年，泰豪科技制定战略规划，明确提出公司未来继续围绕军工装备和智能电力产品领域经营。军工装备产业围绕车载通信指挥系统、军工移动电站、导航和雷达产品的研制和服务，与科研院所、军工集团的深度合作，重点开展军工信息技术的研究与应用；智能电力产业围绕电力运行软件、智能应急电源、智能配用电设备的产品研制与服务，整合现有产品产业链，打造智能电力整体解决方案，重点开展能源互联网技术的研究与应用。同时积极关注相关领域的并购机会，使公司成为军工装备领域的规模化企业和智能电力领域的专家型企业。

图表 3：泰豪科技战略演变



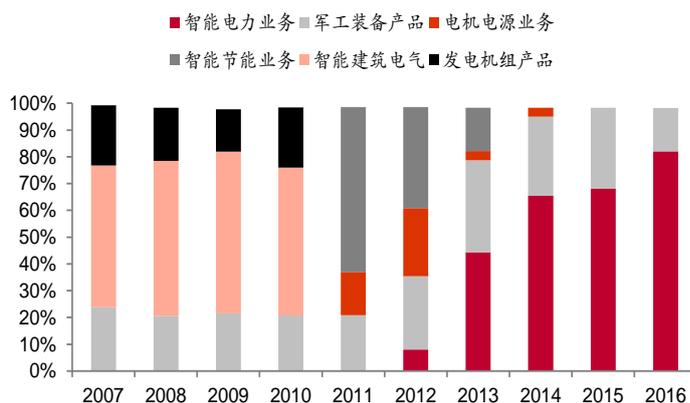
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：泰豪科技主要产业布局



来源：公司官网，中泰证券研究所

图表 5：泰豪科技历年主营业务分布



来源：公司公告，中泰证券研究所

1.2 内生外延，公司业绩稳定增长

- 公司根据既定的发展战略，坚持“内生外延、创新发展”的工作思路，对现有业务进行进一步梳理，集中资源发展军工装备和智能电力两大核心。在内生方面，公司主要采取整合市场资源、拓展销售渠道、加强生产管控等措施，使得军工装备业务和智能电力业务规模得到较快增长，确立军工集团平台。对与发展战略不相符的一系列资产及股权进行了处置，同时进行外延并购，明晰了主营业务方向，提升了内部运营效率。

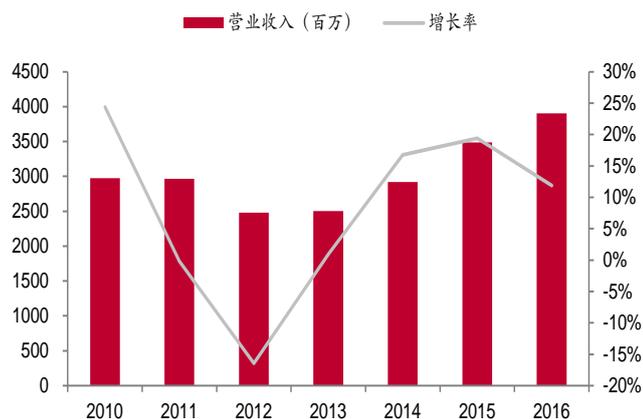
图表 6：公司近年资本运作汇总

资本运作类型	公告时间	目标标的	目的
剥离	2013.11	上海信业智能科技	聚焦主业
	2014.10	泰豪沈阳电机	持续亏损+聚焦主业
	2015.12	山西锦泰节能技术	聚焦主业
	2016.01	江西泰豪特种电机	持续亏损+聚焦主业
	2016.01	杭州乾龙伟业电器成套	持续亏损
	2016.01	遵义高新产业园	聚焦主业
	2016.06	山东吉美乐	聚焦主业
	2016.08	江西工商联合投资	聚焦主业
	2016.06	江西泰豪紫荆公寓建设服务	聚焦主业
	2016.10	吉林博泰节能技术	聚焦公司主业，提高公司资产盈利能力
2016.12	江西国科军工集团	收回投资，推动子公司上市	
投资并购	2015.07	海德馨汽车	完善军工装备、智能电源产业链
	2015.11	博轶信息	拓展智能电力业务
	2015.12	莱福士电力电子设备（深圳）	增强配电网业务竞争力
	2016.05	入股贵安新区配售电公司	切入配售电业务，拓展智能电力产业链
	2016.06	中航福田智能装备股权投资基金	提升军工产业竞争力，挖掘及储备资产优良的军工装备企业
2017.03	上海红生（拟收购）	拓展军工	
内部资产整合	2015.05	济南吉美乐电源技术有限公司	有效整合公司军工装备信息产业相关业务
	2015.07	江西清华泰豪三波电机	股权给泰豪军工，推动军工产业战略发展，整合内部军工资源
	2015.10	衡阳泰豪通信车辆	实施军工产业发展战略，整合内部军工资源。

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司明确的战略发展思路和市场技术拓展方向明确，公司自 2014 年退出占用资源多、盈利能力弱的智能节能业务及电机产业，近年来实现了业绩稳定增长的局面。2016 年公司实现营业总收入 39.02 亿元，同比增加 11.86%，实现归属于母公司净利润 1.24 亿元，同比增加 43.99%。公司的毛利率和三费率也维持在相对稳定的水平。受益于电源产品业务的增长与博轶信息业务的并入，智能电力业务较去年同期增长 34.59%；军工装备业务较去年同期下降 39.97%，主要是受“军改”影响订单延后。智能电力业务毛利率较去年同期增加 1.18 个百分点，主要是博轶信息业务的并入提高了整体毛利水平；军工装备业务毛利率较去年同期增加 3.39 个百分点，主要是由于军工装备业务通过优化产品设计，强化采购成本控制，从而提高产品毛利水平。

图表 7：公司近年营收状况



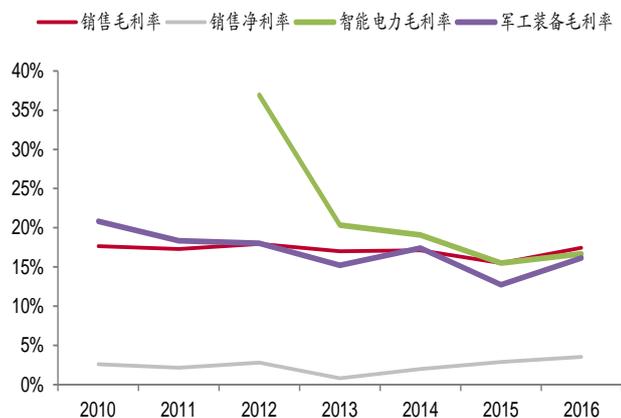
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 8：公司近年归母净利润状况



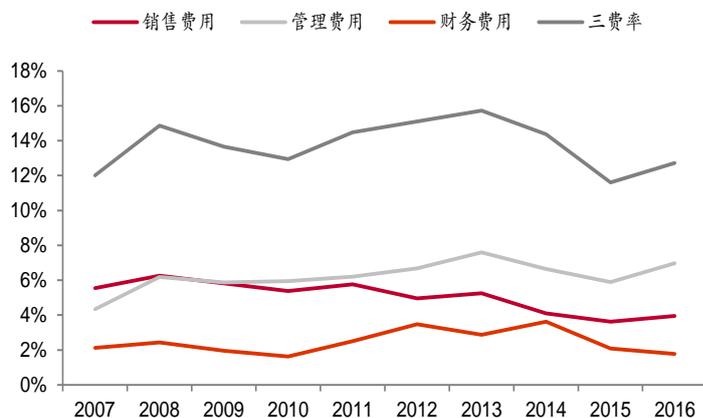
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 9：公司毛利率与净利率状况



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 10：公司三费率状况



来源：公司公告，中泰证券研究所

1.3 技术实力雄厚，有里有面

- 公司技术创新优势明显：公司以军工装备和智能电力产业为核心，围绕主干产业前沿技术研究和产业化应用，依托“国家级企业技术中心”、“院士工作站”、“博士后工作站”等高水平的研发平台与院士团队、高校、科研院所就产学研结合、人才培养等方面进行了全面合作。公司自主研发的多项产品达到国内领先水平，2016 年公司开发新产品、新工艺、新技术 113 项，已完成 62 项；参与 13 项国家及行业标准制修订；完成 18 项新产品、新技术、新工艺省级及以上鉴定验收，其中国际先进 12 项，国内领先 8 项，国内先进 9 项；公司专利受理 431 件，专利授权 298 件，获得软件著作权 492 项，荣获“全国工业知识产权运用标杆企业”。

图表 11：公司核心技术以及应用领域

领域	技术产品	技术优势
军工装备	<p>公司通过加强软件研发、隐身抗毁、高屏蔽效能、轻质化等技术研究，通信车辆产品软件集成能力显著提升。通信系统集成装备地域通信网、xxx 互联网通信车、“高新工程”通信车、卫星车载站等均已形成批量生产，承担的两种山地型通信车已顺利通过基地试验和高原试用试验。</p> <p>“国产化 120kVA 高速中频发电机”研制成功并已交付使用。“行进取力发电系统”鉴定结论为国内领先水平，为现代武器装备提供了“动中通”的供电新模式。30kW 野外静音型拖车电站凭借野外极端环境条件下适应性强的优势中标部队大额订货。</p> <p>公司研制的“无源探测定位系统”具有超视距、宽频段、实时分析的特点</p> <p>“智能电网调度管理系统”成功中标南方电网公司总调招标，该产品在国家电网公司及南方电网公司市场占有率均居第一。重点研发项目“智能配台区关键技术及主要产品研发”、“全景图模一体化智能配网管理系统”等已通过试验检测，进入试用阶段。“电网生产实时管控系统”已在江西、安徽等省地县广泛应用实施</p> <p>公司承担的“2100Kw 近海集装箱电站”12 套古巴能源电力部订单通过了英国劳氏船级社的检测，成功打破国际知名品牌对海岛电站市场的垄断，为开拓国内外同类产品市场具有战略意义。公司研发的“2000Kw 数据中心柴油发电机组”填补了国内快速并机启动模式的空白，达到国内领先水平；公司参与编写的“数据中心备用柴油发电机组技术标准白皮书”已由中国工程建设标准化协会发布，公司已成为数据中心行业主流电源供应商。</p> <p>光伏汇流箱获得发明专利授权，公司重点电气产品“YBM 太阳能光伏电站配电系统”广泛应用于内蒙、山西、甘肃、四川、广东、云南、青海、陕西等省份分布式电源和风光互补等新能源发电。“电气产品全寿命服务系统”一期建设并已上线运行</p> <p>公司从国外引入一只高水平国际化电力专家团队，为公司开拓能源互联网、售电侧市场领域打下了坚实基础。</p> <p>公司成功收购了海德馨和博轶信息两家企业，海德馨是中国领先的移动应急电源车方案专项服务商，博轶信息在电力运维服务、资产大数据服务领域处于业内领先地位</p>	<p>得到军方专家的高度评价，保持了行业领先优势</p> <p>填补了国内高端发电机空白，对国产化涡喷发电设备的技术提升具有重大意义，凭借野外极端环境条件下适应性强的优势中标部队大额订货</p> <p>采用了多项国内首创或领先水平的新技术，填补了国内空白。</p> <p>国家电网公司及南方电网公司市场占有率均居第一，获得了国网公司主管领导的高度评价，是未来几年公司面向电网运检业务领域打造的又一拳头产品。</p> <p>填补了国内快速并机启动模式的空白，达到国内领先水平；公司已成为数据中心行业主流电源供应商。</p> <p>可为电气行业客户提供个性化设计、生产、售后等全程在线服务。</p> <p>公司将借助电力体制改革和能源互联网发展的机遇，对自身优势资源做出创新性整合，学习国际化经验，力争成为行业领先企业。</p> <p>两家公司均拥有行业领先的技术研发团队，为公司持续、健康发展提供支撑</p>
智能电力		

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 市场渠道丰富稳定，军工装备口碑良好：**在军工装备产业方面，公司生产的车载通信指挥系统、军用电站以及军用雷达等产品已广泛应用到陆、海、空、二炮等各军兵种，承担了众多国家重点装备型号科研生产及国产化任务，多项产品在部队集中采购招标中综合评比名列前茅。多年的军工装备产品研制和销售经历不但为公司在军方市场积累了良好的口碑，也使得公司对军方的需求理解更为深刻，建立了较为通畅的反馈渠道。这也成为公司在军品市场领域的重要优势。

图表 17: 配网自动化产品(二次)



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

图表 18: THV 系列车载电源 (汽车电站)



来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- 品牌优势凸显:** 公司作为智能发电、配电产品行业内的知名品牌, 在行业内具有重要影响力。在相应市场上已具备一定的品牌优势。2015 年公司参加了第二届中国质量奖申报, 是江西省唯一入围中国质量奖提名奖候选企业。公司在生产资质、产品质量、品牌建设等方面的资质均得到了有效的保持。

图表 19: 公司品牌体系认证

公司通过体系	优势地位
GB/T19001-2008 (质量管理体系)、GB/T24001-2004 (环境管理体系) 和 GB/T28001-2011 (职业健康安全管理体系) 等管理体系认证的监督审核	为企业稳步运行和发展壮大提供了重要保证
军工装备产业各子公司通过了 GJB9001B-2009 (国军标质量管理体系)、保密资格、总装承制资格、武器装备科研生产许可证等资质的审核和换证	军工资质完备
公司通过了 3C (强制性产品认证)、TLC (泰尔通信产品认证)、CCS (船检认证)、CE 认证 (欧盟认证)、国家广电产品入围认证、中核供应商认证等产品认证的监督审核	证实了公司具有竞争力的产品质量, 这为公司进入国内外各个行业、参与全球竞争奠定了基础
公司连续 6 年获江西省“质量信用 AAA 企业”称号, “泰豪”牌发电机连续 12 年获得“江西省名牌产品”称号, 公司获得“全国用户满意企业”称号, “泰豪”发电机组获得“全国用户满意产品”称号, “泰豪”发电机组、配电开关控制设备连续 3 年获“江西省名牌产品”称号	公司通过品牌战略塑造核心价值及个性化品牌形象

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

1.4 设置股权激励与股权基金, 内部管理整合提升业务水平

- 泰豪集团和同方股份长期保持友好合作关系,** 此次权益变化后同方股份被动重新成为第一大股东, 公司仍然处于无实际控制人的状态, 对上市公司原管理团队将不产生重大影响。公司将继续聚焦军工与电力双主业方向, 内生外延并举保持业绩高速增长。

图表 20：公司近年前三股东变化

	2014.12	2015.7	2016.2	2016.9	2016.9	2016.9	2016.11	2017.1
第一	同方股份	泰豪集团 (增持)	泰豪集团 (减持)	泰豪集团 (减持)	泰豪集团 (减持)	同方股份	同方股份	同方股份
第二	泰豪集团	同方股份 (减持)	同方股份 (减持)	同方股份	同方股份	泰豪集团 (减持)	泰豪集团 (减持)	泰豪集团 (减持)
第三	江西赣能	中国海外控股						

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司资金充足，陆续完成股权激励和公司激励基金设立，彰显公司对未来发展信心：**2015年7月公司已完成非公开发行股份，募集资金8.5亿元，2016年1月收到中国银行间市场交易商协会对于3.5亿元的中期票据获批的通知，同年8月公司完成了两期公司债券的发行，发行规模为10亿元，为公司后期的发展提供充足的资金支持。另外为激励核心骨干员工以及使员工能够共享公司未来的发展成果，公司已完成公司的第一期员工持股计划。同时，为建立公司有效的分配和激励机制，增强公司高级管理人员、核心技术人员和业务骨干对公司的责任感和使命感，确保公司发展目标的实现，公司制订《泰豪科技股份有限公司激励基金管理办法》，绑定公司管理层和员工的核心利益，彰显公司对未来发展的信心。

2.剥离与并购并举，拓展深化智能互联网电力

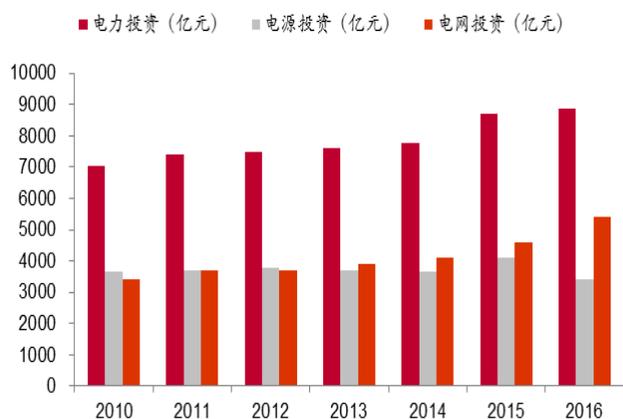
公司智能电力产业围绕电力运行软件、智能应急电源、智能配用电设备的产品研制与服务，公司规划整合现有产品产业链，打造智能电力整体解决方案，重点开展能源互联网技术的研究与应用。随着互联网+智能电网建设的持续推进，公司产品有望迎来增长长期。

2.1 互联网+智能电力是未来发展趋势，公司产品有望迎来增长长期

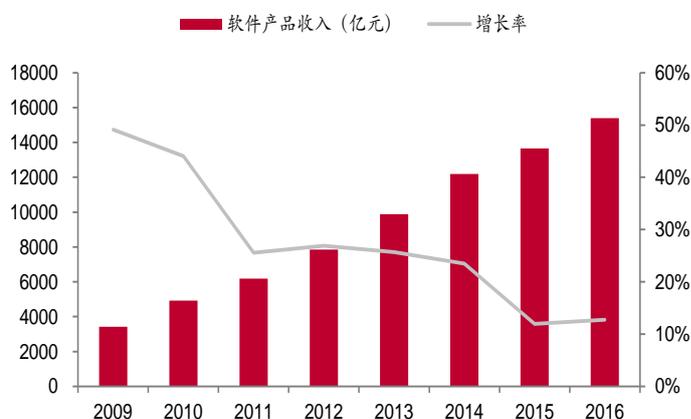
1) 电力软件业务将充分受益于智能电网的持续推进

- 国家发改委、国家能源局正式印发《电力发展“十三五”规划》(2016-2020年)。**规划提出升级改造配电网，推进智能电网建设等十八项任务。规划指出，促进智能互联，提高新能源消纳能力，推动装备提升与科技创新，加快构建现代配电网。有序放开增量配电网业务，鼓励社会资本有序投资、运营增量配电网，促进配电网建设平稳健康发展。十三五期间计划电力投资7.17万亿，电源投资3.83万亿，电网投资3.34万亿。根据国家电网智能电网规划，坚强智能电网分为三个阶段：第一阶段为规划试点阶段(2009~2010年)：重点开展坚强智能电网发展规划工作，制定技术标准和管理规范，开展关键技术研发和设备研制，开展各环节的试点工作。第二阶段为全面建设阶段(2011~2015年)：加快特高压电网和城乡配电网建设，初步形成智能电网运行控制和互动服务体系，关键技术和装备实现重大突破和广泛应用。第三阶段为引领提升阶段(2016~

2020年):基本建成坚强智能电网,使电网的资源配置能力、安全水平、运行效率,以及电网与电源、用户之间的互动性显著提高。2016全年软件产品实现收入15400亿元,同比增长12.8%,增速比2015年提高0.9个百分点。公司电力软件业务有望迎来新的增长机遇。

图表 21: 中国近年电力投资


来源: 国家能源局, 中泰证券研究所

图表 22: 中国近年软件产品收入


来源: 工信部, 中泰证券研究所

图表 23: 国家电网智能电网建设规划

	计划投资			实际投资	
	智能化投资 (亿)	电网投资 (亿)	占比	电网实际投资 (亿)	智能化投资 (亿)
2009-2010 规划试点阶段	341	5510	6.2%	7346	455
2011-2015 全面建设阶段	1749	15000	11.7%	20000	2846
2016-2020 引领提升阶段	1750	14000	12.5%		

来源: 国家电网, 中泰证券研究所

- 从投资规模上来看,我国电网投资一直超出规划目标。国网规划第一阶段 2009-2010 年的电网总投资为 5510 亿元,第二阶段电网总投资预计为 15000 亿元,而实际这个投资规模到了 7346 亿和约 20000 亿,两个阶段都超出市场预期的 33%。随着能源互联网的建设,我们预计“十三五”期间智能电网建设还将加码,智能化占比提升。根据早期规划,“十三五”国家电网投资 1.4 万亿,十二五期间实际投资 2 万亿,考虑到电网改造与配电网建设的提速,我们预计十三五国网投资将稳中有升,达到 2-2.5 万亿。未来 5 年,每年电网基本建设投资规模平均在 4500 亿,按照 12.5%的智能化投资比例,每年智能化投资 560 亿。

图表 24: 国家电网各环节智能化投资额度

	第一阶段	第二阶段	第三阶段	第三阶段智能化投资估算
发电	1.9%	1.9%	1.4%	8.0
输电	6.6%	5.2%	7.1%	40.0
变电	5.0%	20.9%	20.9%	117.1
配电	16.4%	21.7%	26.1%	145.9
用电	29.5%	33.7%	28.9%	161.6
调度	9.6%	3.5%	3.0%	16.6
平台	30.9%	14.0%	12.6%	70.7

来源: 国家电网, 中泰证券研究所

- 智能电网持续推进，公司电力信息化软件迎来新机遇：**公司电网产品包括电力信息化产品、电力一、二次设备产品，在电力信息化领域，公司是国家电网调度信息化建设的主要参与者，产品主要包括电力调度运行管理系统、农电一体化管理系统等。未来，公司将从满足客户需求阶段向引领客户需求阶段升级，不断强化电网客户对公司产品和服务的粘性，加强第二个拳头产品——电网安全生产管理系统在电网的部署应用。电力软件行业是轻资产行业，但是在未来智能电网的实现具有不可或缺的作用，考虑到目前中国电网整体自动化水平较低的现状，以及未来在配电、变电、用电以及平台等信息化建设上的持续投入，未来电力软件行业应能保持超过电力行业平均水平的增长速度。智能电网建设主要涉及到六大环节以及通信平台建设，六大环节包括发电、输电、变电、用电、配电和调度。具体到电力行业，“十二五”期间，国家电网公司在智能化领域的投资为 2,861 亿元，通信信息的投资占国家电网智能电网总投资比重约为 30%，达到 810 亿元，为软件和信息技术服务提供了更大的市场空间。公司 2016 年实现电网软件及系统集成销售 286 项，同比增加 169.81%。十三五期间公司电力软件业务有望继续保持高增长状态。

图表 25：公司典型智能电网软件



来源：公司官网，中泰证券研究所

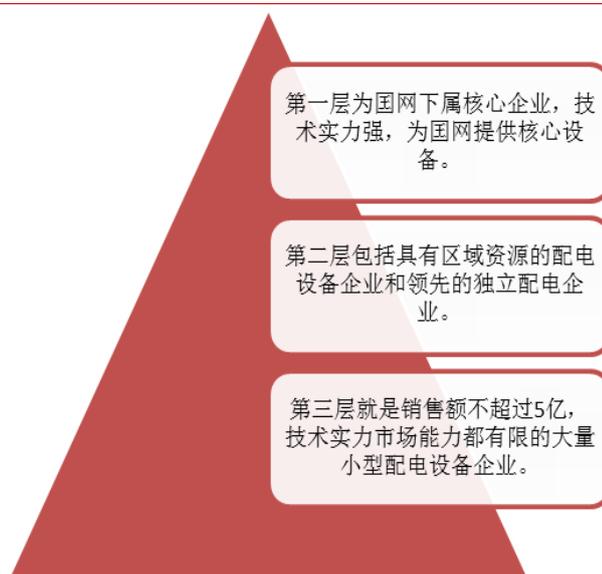
同时，电力调度软件市场是一个典型的夹缝市场，行业小，但是集中度较高，利润水平高。在省调、地调市场上，公司与国电南瑞同为市场领导者，两者相加市占率达 70%。由于软件产品的特殊性，并不能简单地相互替换，形成了有效的壁垒，因此未来一段时间公司软件业务的盈利能力能够得到有效保障。我们认为公司未来会紧跟电力改革步伐，推出适合智能配电网和售电改革需求的新软件产品和云计算平台，利用目前在调度市场的优势地位，在新的一轮电网智能化改革中占据一席之地。

2) 中国配电网建设方兴未艾，公司配电产品有望迎来增长

- 配电网建设空间广阔：**十三五规划要求推进配电自动化建设，根据供电区域类型差异化配置，整体覆盖率达 90%，实现配电网可观可控。提升输配电网的柔性控制能力，示范应用配电侧储能系统及柔性直流输电工程。目前配电网领域存在的问题主要有两个：一是农网与城网之间存在较大差异；二是城网中自动化水平仍不足，二次投资占比仅个位数。目前国内电力投资中配电网的占比低于主要发达国家，且国内配电网的供电可靠性、停电时间、线损率等主要指标较发达国家均有一定差距。

针对这一情况，国家能源局于 2015 年 8 月下发了《配电网建设改造行动计划（2015—2020 年）》，提出通过配电网建设改造行动计划，有效加大配电网资金投入；2015 至 2020 年，配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，十三五期间累计投资不低于 1.7 万亿元。对比十二五期间配网投资规模 8000 亿元，“十三五”投资规模是“十二五”的 2 倍以上。除规模扩大以外，配电网智能化的发展趋势仍是主旋律。根据国家能源战略，配电网/微电网建设、分布式再生能源发电建设均将成为未来十年国内电力投资的增长重点。我们预计配电网智能化产品将占比电网投资 15%，而根据规划十三五期间配电网累计投资不低于 1.7 万亿元，则十三五期间年平均市场空间约有 510 亿元。

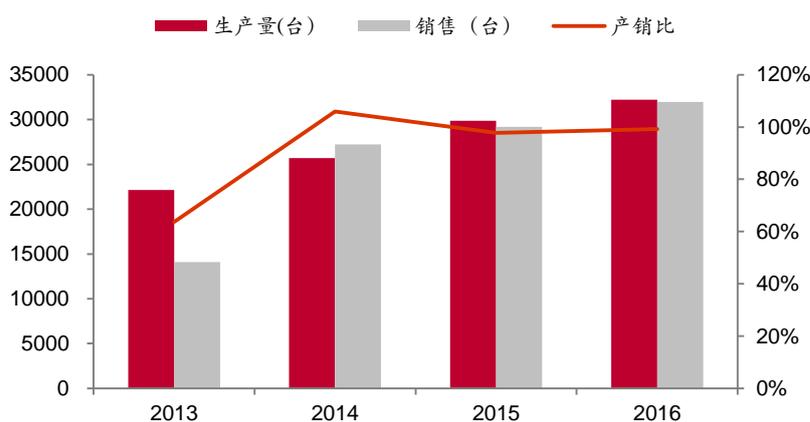
图表 26：中国配网市场格局



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 我国配电行业公司数量很大，产品门类众多、市场总体量大、但集中度不高。国内配电企业基本上分为三大层级。公司旗下智能配电业务销售额约为 5 亿元，缺乏规模效应和优势产品，虽然产品种类繁多，但未实现销售协同，属于典型的第三层企业，盈利能力不高。为增强公司配电业务的核心竞争能力和持续盈利能力，2015 年 12 月，公司全资子公司泰豪国际投资有限公司（BVI 公司）以 5,358 万元人民币的价格收购莱福士控股集团有限公司所持有的莱福士电力电子设备（深圳）有限公司 100% 股权。电网市场是未来主要开拓方向，有望成为公司业绩增长的新动力。公司近年配电设备销售较为稳定的增长，未来公司将进一步整合内外资源，以“云计算、大数据、人工智能、移动作业”新技术应用创新为手段，面向配电网研发基于大数据的配网实时运维管控软件，实现公司电网项目建设及其运维服务相结合的经营发展模式；同时结合公司多年服务“两网公司”技术与服务的经验积累，针对区域能源互联微网特性与需求，研发轻量级的微电网营配调一体化运维管控平台系统，满足我国区域能源互联网市场发展的需求。

图表 27：公司配电设备近年销售状况



来源：公司公告，中泰证券研究所

3) 应急智能电源

- **智能应急电源行业集中度不高，进口柴油机机组行业总额在 200 亿左右，整体增长温和。**目前主要分为三个梯队，不同梯队之间由于发电机组在可靠性、维护成本、噪音控制方面存在差异，客户类型、产品定位、市场区域各不相同，并无明显的竞争，但是在同一梯队中，产品同质化严重，因此同一梯队厂商竞争相对激烈。根据相关研究机构分析，尽管 2016 年国内智能应急备用电源市场规模没有显著增量，但市场客户对应急备用电源系统的需求逐步提升，为满足电网供电与备用电源之间的自动投切需求，将引发对备用电源的电气智能化系统进行升级换代。随着整体经济形势逐步恢复和基于工业生产、商业服务和人们生活水平的对供电的安全需求，智能化应急备用电源市场规模大幅下滑的可能性不大。我们预计未来几年，国内智能应急电源市场规模将稳定在 200 亿元左右。

图表 28：应急智能电源市场格局

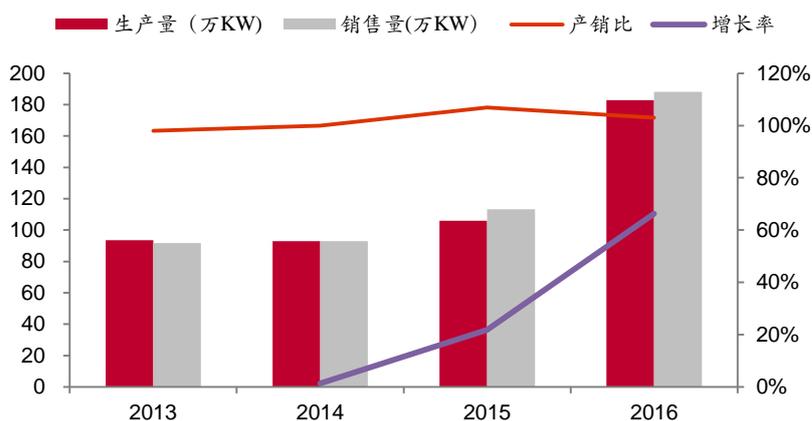
成员单位	主要特点
第一梯队 康明斯、卡特彼勒、威尔信、科勒等跨国集团	掌握着最先进的机组用发动机和发电机核心技术，处于第一梯队，主导高端市场
第二梯队 泰豪科技与赛瓦特、科泰电源、无锡百发等十余家	内资专业整机生产企业处于第二梯队，并在中高端市场占据重要地位
第三梯队 其他 1000 余家	生产规模小、竞争能力较弱、主要生产低端产品

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 电源产业主要是智能应急电源及发电机组产品的生产销售，由母公司及子公司泰豪电源技术有限公司负责生产。公司智能电源、静音电源产品已在国内通讯、油田钻井、海洋资源开发、青藏铁路及奥运场馆等重大项目建设以及国防现代化建设等领域中得到大量应用；同时，公司智能电源、静音电源产品对外出口也不断取得进展，公司作为国内第一家批量中标联合国采购订单和中国机电产品首次批量出口联合国的企业，进一步提高了公司电源产品的国际知名度。公司由于采用分销模式，净利润率较同类企业稍低，但是这一经销模式给泰豪带来了强劲的增长，在国内企业中，公司已经是毫无争议的领导者。**2016 年，电源产品销售 188**

万千瓦，同比增长 66%，实现合同额 15 亿元，同比增加 87%，并仍处于高速增长中。在国内企业中，公司已经是应急备用电源市场的领跑者。未来，公司将通过资本市场积极并购整合行业优质企业，迅速提升业务规模扩大领先优势，并以此提高对上游企业的议价能力，降低成本，提升盈利能力。此外，公司还将通过引入优质海外团队等形式，拓展海外国际营销渠道，加速开拓海外市场，借“一带一路”的发展际遇，提升公司品牌的国际影响力。

图表 29：公司近年应急智能电源销售状况



来源：公司公告，中泰证券研究所

2.2 外延并购博轶信息，进军电力 IT 运维服务

2016 年 1 月公司以发行股份的形式完成公司发行股份购买博轶信息 95.22% 的股权，交易作价 63,795.65 万元。本次交易完成后，上市公司的资产规模、股东权益、业务规模将均有一定增长。根据利润承诺方对博轶信息的利润承诺，2015 年至 2020 年，博轶信息实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润数分别不低于 3,500.00 万元、5,500.00 万元、7,150.00 万元、9,295.00 万元、10,689.25 万元和 12,292.64 万元。

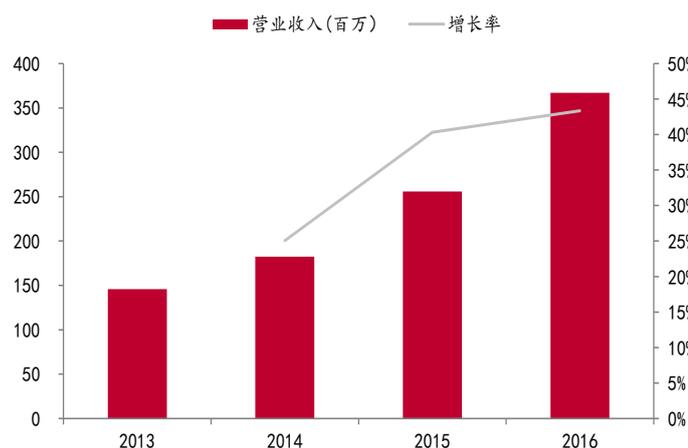
- 博轶信息致力于综合 IT 技术服务业务，立足能源行业，主要面向电力行业。**服务内容上，现阶段博轶信息提供的 IT 技术服务业务主要分为两大类，第一类是 IT 专业服务，主要包括系统运维和 IT 解决方案业务；第二类是大数据及云计算业务。博轶信息的业务在当前形成了以 IT 专业服务为主，大数据和云计算业务为辅，在未来将持续拓展以 IT 解决方案、大数据以及云计算为主要内容的业务发展策略。在服务应用领域方面，公司在深耕、巩固电力行业的基础上，逐步开发能源、政府、金融、制造等应用领域。**2016 年度博轶信息实现营收 3.67 亿，同比增长 43.4%，近三年复合增长率为 36%。2016 年度博轶信息实现归属于母公司的净利润为 6464 万元，同比增长 55.5%，近三年复合增长率为 87.4%，呈较快增长趋势。随着业务领域的不断拓展，收入结构的不断完善，预计博轶信息未来经营业务和经营业绩仍将保持快速发展势头。**

图表 30: 公司主要业务介绍

业务类型	业务内容
系统运维	运维咨询
	运维交付
	运维评估
	资源供应
解决方案	智能强电运维解决方案
	智能电网无线传输
	数据中心平台解决方案
	智慧视频行为分析系统解决方案
大数据	互联网大数据业务
	资产全生命周期管理业务

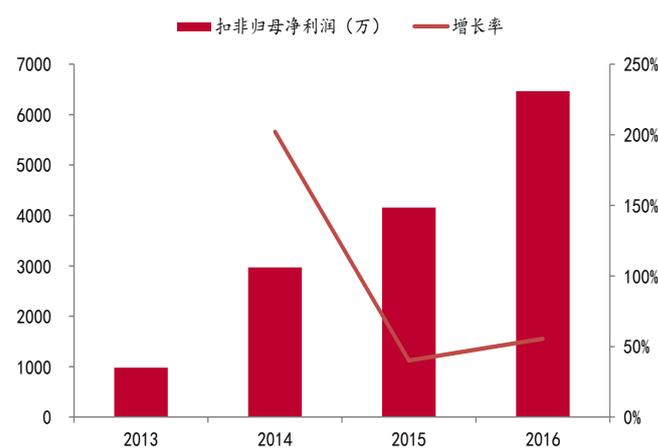
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 31: 公司近年营收状况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 32: 公司近年净利润状况



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

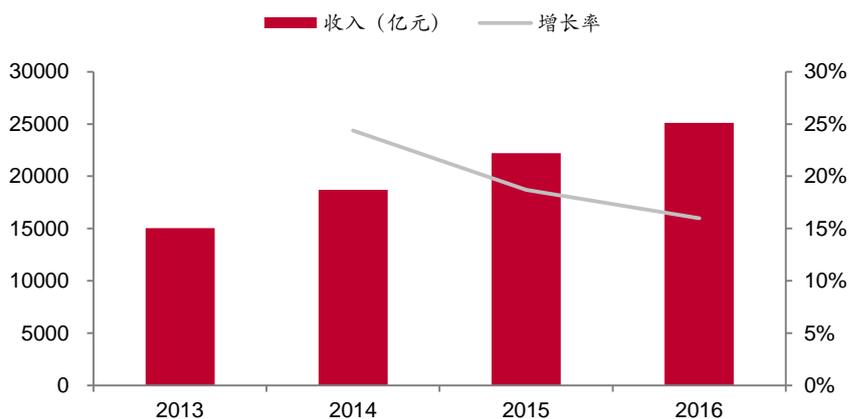
- 公司在电网细分市场优势明显:**博轶信息经过多年 IT 技术服务行业的经验积累, 在电力行业, 特别是国家电网系统客户中已经积累了比较成熟的技术和产品, 并以此为基础形成了在行业中具有竞争优势的解决方案。公司提供的 IT 技术服务涵盖了 IT 项目前期规划咨询、软件服务、运行维护、硬件维保、性能优化等全项目过程。博轶信息针对不同服务类型, 有针对性的开发了多套拥有自主知识产权的软件, 以软件+服务的方式为客户提供全面的解决方案。博轶信息服务实施团队电力行业 IT 技术服务经验丰富, 使其在 IT 技术服务市场激烈的竞争中拥有明显的技术优势。目前, 博轶信息主要通过招投标方式进入国家电网的 IT 技术服务年度合格供应商名录, 从而为国家电网提供 IT 技术服务。博轶信息在国家电网的 IT 服务市场占有比较明显的优势, 在该细分市场中, 博轶信息主要竞争对手是文思海辉技术有限公司、东软集团等。

图表 33：公司所处行业状况


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司 2014 年之前主要收入来源为 IT 技术服务类业务收入，业务增长较为平稳。2015 年，除了继续深挖能源行业客户 IT 技术需求，扩大市场份额，保证公司业务平稳增长外，公司前期投入积累了数年的专业解决方案、大数据和云计算业务也成为公司营收增幅较高的原因。2016 年，在 2015 年业务增长的基础之上，除了 IT 专业解决方案、云计算和大数据，在传统 IT 技术服务类业务衍生出的、结合了大数据技术的资产全生命周期管理服务也将有明显增长。
- 十三五以来，新一代信息技术步入加速成长期，传统信息技术产业不断与新技术、新业务形态、新商业模式互动融合，带动产业格局的深刻变革。伴随着大数据、移动互联、云计算等信息技术的应用推广，我国信息技术服务业向服务化、网络化及平台化模式发展，产业规模持续扩大，集聚效应日益明显，企业创新能力和国际竞争力不断提升，成为我国重要的经济增长点。2016 信息技术服务实现收入 25114 亿元，同比增长 16%，增速高出全行业水平 1.1 个百分点，但比 2015 年回落 2.7 个百分点，占全行业收入比重为 51.8%。其中，运营相关服务收入增长 16.1%，其他信息技术服务（包括信息技术咨询设计服务、系统集成、运维服务、数据服务等）收入增长 16%。在产业规模快速增长的同时，产业结构稳步优化，数据处理和运营、信息技术咨询、数字内容服务等高端环节的比重将进一步增加。受企业对数据挖掘运用需求快速增长的推动，数据处理与运营服务将继续保持突出增势。2016-2020 年，信息技术服务行业整体预计保持平稳增长，保守估计年增长率不低于过去三年复合增长率 20% 的水平。公司核心业务迎来良好的发展机遇。

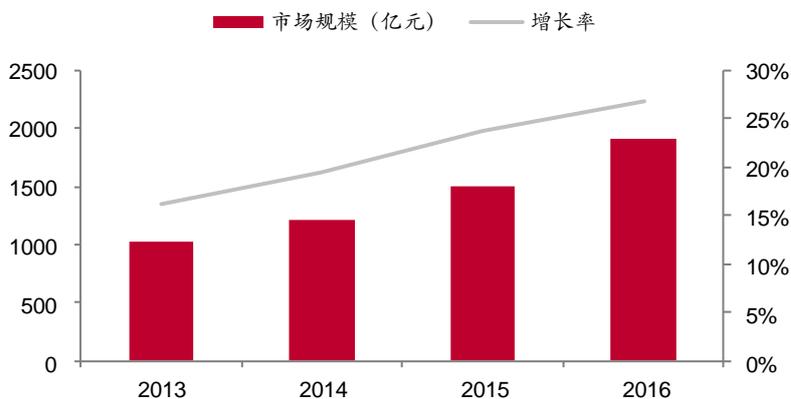
图表 34：中国近年信息技术服务收入状况



来源：工信部，中泰证券研究所

- 随着 IT 运维服务市场的快速发展，ITIL、ISO/IEC20000、ITSS 等国际国内标准得到广泛关注、认同和应用，IT 运维服务的产品化、标准化、专业化进程逐步加快。高德纳（Gartner Group）发布的统计数据显示，中国 2016 年 IT 运维服务市场规模达到 1,912 亿元，较 2015 年增长 26.86%，保持快速发展势头。2016-2020 年，该类业务预计保持平稳增长，保守估计年增长率为 12%。

图表 35：中国近年 IT 运维服务市场

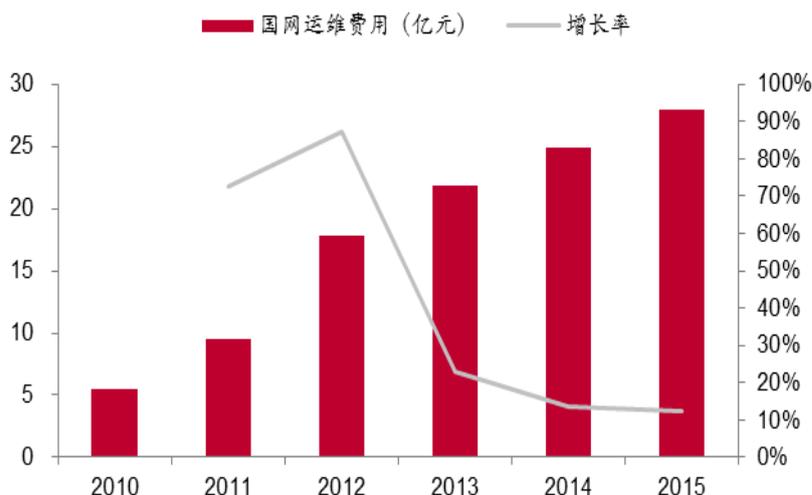


来源：工信部，中泰证券研究所

- 国家电网公司信息化建设“十三五”期间将延续“十二五”期间的建设成果，继续深化和提升信息网络、数据（灾备）中心、集成服务、信息展现四部分组成的一体化信息平台，信息化建设中的专业服务需求（虚拟化和云计算、应用容灾实施、数据和应用迁移，IT 服务管理提升，集中式运维管理、自动化和智能化运维等）井喷式爆发。2016-2020 年期间信息化投资预计将达到 190 亿元，同时，在调度、用电、配网等业务的硬件投资每年也不少于 15 亿元。信息运维支撑需求迫切：随着“SG186”和“SG ERP”工程的全面建成，大量信息系统投入运行，国家电网公司上下形成了规模大、系统复杂、业务依赖性强的应用环境，亟需稳定、专业、可靠的信息运维服务支撑，现有信息系统设备资产约达 62 万套，涉及资产总值约 136 亿元，运维服务市场亟需深度挖掘，服务质量亟需持续优化提升。当前国家电网公司所需维保设备数量较大，设备过保率达 78%，且每年还有持续新增采购设备，维保需求旺盛，国

家电网公司及省市公司急需一支强有力的支撑单位，为其提供专业而高效的维保服务。总体看，国网信息系统运维与维保市场规模大，年整体市场超过 30 亿元，且仍在一定速度增长。博轶信息信息运维服务在电力/能源行业以外也有一定市场，东风汽车、阿里巴巴、去哪儿网等企业 IT 服务有较大发展空间。2017-2020 年，预计博轶公司在这一市场的份额保持稳定增长，随着市场总体规模的继续扩大，预计 2016-2020 年期间每年将保持 15% 的营收增长。

图表 36：中国近年国网运维费用

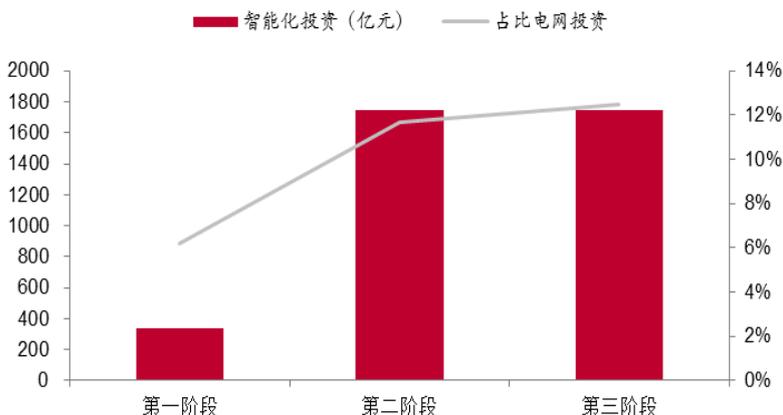


来源：国家电网，中泰证券研究所

- 博轶信息在为国家电网、南方电网等主要客户提供系统运维服务的过程中，逐步形成了：数据中心云平台、智能电网无线网络传输、智能视频行为分析、智能强电运维等解决方案，一方面，积极挖掘国家电网、南方电网等主要客户的需求；另一方面，依托博轶信息的销售和服务网络，大力拓展非电网客户，取得了良好的成效。2015 年，博轶信息解决方案业务签订合同近 10,000 万元，成功向客户销售并实施完成了南方电网数据中心云平台弱电系统、中国建设银行武汉数据中心智能强电运维服务等，并获得了江苏电力智能配网无线通讯一期、江西电力智能配网无线通讯一期等意向合同，共计约 23,000 万元。参考国家电网公司 2010 年发布的“关于加快推进坚强智能电网建设的意见”：自 2009 年开始至 2020 年，我国智能电网将分为三个阶段发展：从初期的规划试点阶段到“十二五”期间的全面建设阶段，2011-2015 年投资约 2 万亿元；“十三五”时期为引领提升阶段，智能电网建设总投资规模约 4 万亿元，2016-2020 年智能电网基本建成阶段的投资约为 1.7 万亿元。电力行业特别是国家电网对智能电网的大规模投资促使软件和信息技术服务需求迅速增长。“十二五”时期，智能电网进入全面建设阶段，国家电网在智能化领域的投资达到 2,861 亿元，年均投资 572 亿元，较“十一五” 250 亿元的年均投资大幅提高；通信信息的投资占国家电网智能电网总投资比重达到 28.30%， “十二五”期间投资总额达到 810.50 亿元，为软件和信息技术服务提供了更大的市场空间。未来几年，数据中心建设、智能电网无线网络传输、视频行为分析等领域都是百亿级的市场，而且增长速度较快。博轶信息在这些业务领域已经有成功案例和丰富的服务经验，公司将继续加强销售和服务网络建设，加大市场拓展力度，预计公司解决

方案业务收入年增长率不低于 20%。

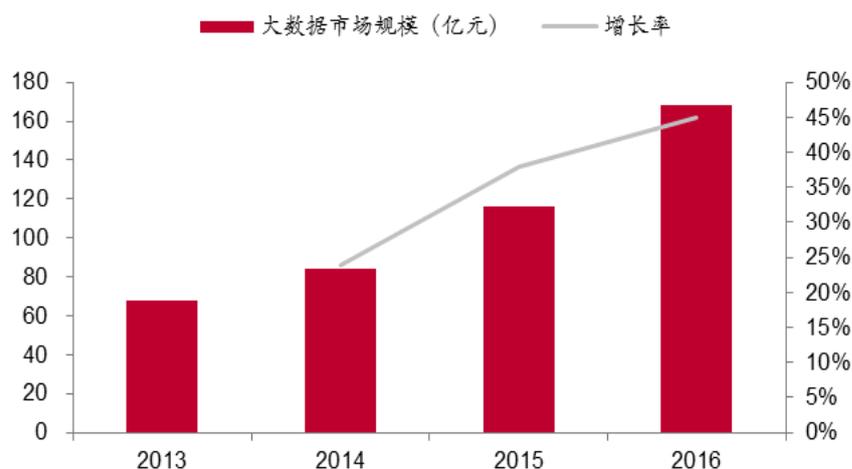
图表 37：国家电网智能电网规划



来源：国家电网，中泰证券研究所

- 中国信息通信研究院发布了《中国大数据发展调查报告》，报告称，2016 年中国大数据市场规模为 168.0 亿元，增速达到 45%；预计 2017-2020 年增速保持在 30% 以上。博辕互联网大数据服务业务主要面向金融和能源领域。除了能够为现有电力、制造等行业客户提供大数据分析和处理服务外，在金融领域，据赛迪顾问分析，金融领域的大数据应用市场规模将以高于大数据行业整体水平的速度增长。到 2015 年，金融行业大数据应用规模将达到 23.07 亿元。依托多年的技术积累，博辕信息现已与多家银行、金融办达成了合作意向，2015 年起将在金融领域的大数据服务业务中获得业务突破，2016 年随着业务的展开以及市场整体规模的进一步扩大，为公司带来 4,000 万元营业收入，同比增长 60%。随着公司的技术和市场的逐渐推进，公司大数据业务将伴随行业一起实现高增速，我们认为大数据业务增速不低于行业 CAGR3 年 35% 水平。

图表 38：中国近年大数据市场



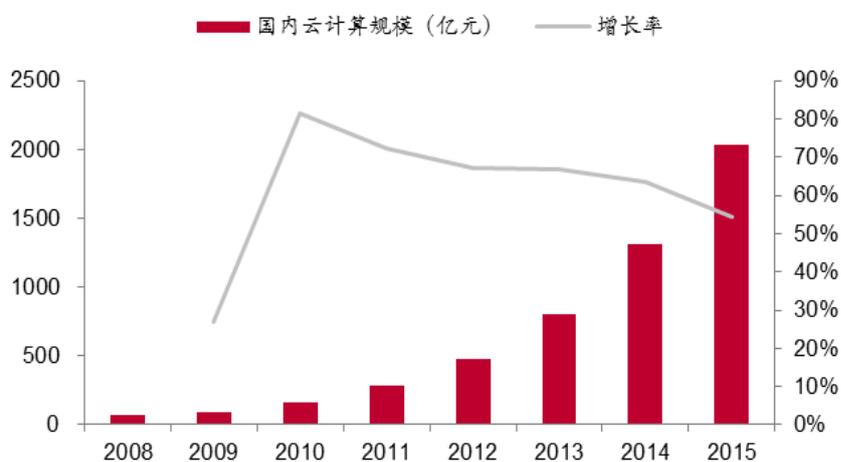
来源：中国信息通信研究院，中泰证券研究所

- 基于大数据技术的资产全生命周期管理业务在国内仍处于起步阶段，相关国际标准为 ISO 55000 国际资产管理标准，在 2014 年 1 月才正式发布。从 2014 年起，国家电网公司开始全面推进资产全生命周期管理服务应用。鉴于该项业务处于产品导入期，未来有着广阔的发展空间。

2015年3月国家下发了《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，新电改的落地为能源互联网的形成和发展提供了必要条件。近期，国家能源局下发的“2015年-2020年配电网建设改造计划通知”中明确指出国家2015年-2020年将投入不低于2万亿的资金用于配电网改造，以实现配电网的高度可靠和智能化，加之用户端电力销售的金额，咨询公司埃森哲在发布的《中国能源互联网商业生态展望》中预测到2020年中国能源互联网的总市场规模将超过9400亿美元。基于大数据的资产全生命周期管理是能源互联网的重要组成部分，也是电网智能化的基础。2015年起，国网公司，南网公司已经开始全面推进资产全生命周期服务深化应用，从整个能源行业重资产运行企业看，未来五年内，基于大数据资产全生命周期服务市场总规模将超过100亿元。博轶信息作为该细分市场的早期进入者，公司积极布局并开拓市场，第一步目标是占有1%以上的市场份额，同时，随着资产全生命周期服务市场需求的逐步释放，公司在此业务的市场占有率将不断提升。此外，除了资产全生命周期建设需求之外，各省电力公司，均有以可靠性为中心的维修决策、资产风险管理、应急管理、安规教育系统等业务需求。公司作为资产大数据领域的先行者，公司积极布局并开拓市场，随着资产全生命周期服务市场需求的逐步释放，预计公司在此项业务的收入将快速增长。

- 公司拥有经验丰富的云计算系统与服务设计规划专业团队，公司的云计算业务不仅能够为公司的现有和新增客户的运维业务、大数据业务等提供IT架构体系支撑，同时，公司也致力于拓展外部的云计算业务，业务内容涵盖服务能力建设、技术体系建设、服务体系建设和安全体系建设和标准体系建设，能够为包括面向政府和企业客户提供公有云和私有云服务。2015年1月30日，国务院发布《国务院关于促进云计算创新发展培育信息产业新业态的意见》，明确到2020年，云计算应用基本普及，云计算服务能力达到国际先进水平，云计算成为我国信息化重要形态和建设网络强国的重要支撑，推动经济社会各领域信息化水平大幅提高。在国家政策的大力推动和产业发展的必要需求下，我国云计算市场将快速壮大。2015年中国云计算市场规模突破2000亿，同比增长54%，中国云计算市场有巨大的机会，公司云计算业务有望经过前期的技术积淀，迎来开花结果期。

图表 39：中国国内云计算市场规模



来源：Wind, 中泰证券研究所

图表 40：公司云计算规划

公司云计算三阶段	详细规划
第一阶段	<p>通过行业客户树立博轶信息云计算服务品牌 2014-2015 年，逐渐通过参与重点行业的领先客户云计算业务，逐渐树立博轶信息的云计算领域的领先的服务品牌，比如在互联网领域，参与大众点评的超过 1 万 2 千名员工的沟通和协作云平台建设；在制造业领域，参与延锋伟世通与 JCI 合资公司 YFAI 的超过 1 万人的沟通与协作云计算平台建设；在零售领域，参与达芙妮的基于公有云的电商平台建设等；同时，也获得微软的最佳云计算解决方案提供商称号。</p>
第二阶段	<p>通过综合云计算产品和服务，提升博轶信息云计算产值和服务品质； 2015-2017 年；通过深度与全球及国内领先的云计算服务提供商的合作，已经开始了从云产品销售到云增值服务的全面合作，预计 2015 年，通过博轶信息销售的微软云产品产值超过 1,500 万，博轶信息获得的增值云服务产值超过 500 万；由于云计算产品购买按年支付的特性，我们预计到 2017 年，博轶信息云产品销售产值可实现超过 100% 的增长；增值云服务产值可以实现 150% 的增长。</p>
第三阶段	<p>通过自有产品，实现博轶信息云计算业务飞跃。 2017-2020 年，通过众多重点行业的关键客户云计算业务积累，博轶信息将在公有云的迁移部署领域、公有云的信息安全领域、基于公有云的物联网领域逐渐推出自有云计算产品，从而形成产品+服务+应用的模式，进一步巩固博轶信息在云计算领域的优势。</p>

来源：公司公告，中泰证券研究所

2.3 协同作用明显

博轶信息技术实力雄厚：博轶信息自成立以来得以快速发展，规模不断壮大，逐步形成业务体系化、规模化的产业结构，在全国范围为用户提供优质、高效、专业的本土化 IT 服务。具有 IT 系统运维的服务核心技术：（1）技术优势：公司拥有众多具备 IBM, HP, HDS, EMC、SAP、Oracle、NCR、NetApp、Cisco、Dell、华为等原厂商背景或认证的技术专家，拥有多名通过 PMP 或国家级认证的管理经验丰富的项目经理，具备强大的技术实力；（2）规模优势：公司已经为国家电网等大型企业提供 IT 基础架构专业服务，在全国建立起 3 级备件库，能够及时响应和满足客户不同的备件需求；（3）行业优势：公司积极参与国家电网、南方电网等大型企业的信息化咨询和建设，对各大企业的专业系统和 IT 设备环境均有深入理解和知识积累；（4）质量优势：公司已经为多家用户提供专业的 IT 系统运维服务，以专注的服务态度和专业的技术实力，获得客户的一致信赖和好评。同时具有大数据和云计算业务核心技术。

- **客户资源共享，技术资源互补、拓展智能电力业务规模：**在智能电力领域，上市公司主要从事电力信息化应用软件、配用电自动化及配用电气产品。其中，电力信息化应用软件主要集中在电网调度领域，是国家电

网公司的框架中标供应商和产品标准制定单位之一。博轶信息作为具有重要影响力的电力行业 IT 技术服务提供商，其主要客户也是国家电网公司。公司在国家电网的业务由电力信息化应用软件进一步拓展至 IT 技术服务，使智能电力业务产业链进一步完善。由于重要终端客户有相同之处，在巩固原有业务的基础上，通过双方的业务整合，可以进一步提高客户粘性，抓住智能电网的建设契机，开拓国家电网市场，扩大上市公司销售规模。实现客户资源共享，深耕电力行业，实现共同发展。

- **互补业务结构，丰富上市公司产品和服务内容：**目前泰豪科技在智能电网中的竞争优势主要是体现在软件开发领域，而博轶信息的竞争优势在 IT 运营维护、IT 专业技术服务领域。通过并购博轶信息，泰豪科技对国家电网公司 IT 产品的需求理解更加深刻，为进一步拓展软件产品奠定坚实基础，有利于丰富上市公司在特定行业的产品和服务内容。此外，依托泰豪科技强大的软件开发能力，为博轶信息的资产全生命周期管理、大数据等业务的拓展提供了技术保障。通过业务协同效应，进一步巩固双方的竞争优势。
- **用活融资平台，促进博轶信息公司业务增长：**博轶信息主要客户收款周期相对较长，公司前期需要垫付较大资金，受制于资金实力，导致对部分项目的承接能力有限。公司成为上市公司的子公司以后，上市公司可充分利用自身融资优势，灵活运用资本市场各种融资手段，突破资金瓶颈，增强抗风险能力，做大博轶信息业务规模，进一步扩大市场占有率，使上市公司继续保持增长态势。

3.借电改东风切入配售电领域，打造互联网+智慧能源

3.1 投资配售电公司，切入配售电业务

2016 年 7 月，泰豪科技参股了电改 9 号文件出台以来第一家真正意义上的混合所有制配售电公司——贵安新区配售电公司。该企业由贵州电网、贵安新区开发投资有限公司与泰豪科技等社会资本共同组建。泰豪科技作为民营资本第一大股东，占比达到 7%，投资额 1.05 亿元，作为董事会中唯一的民营资本代表，参与公司经营的决策。

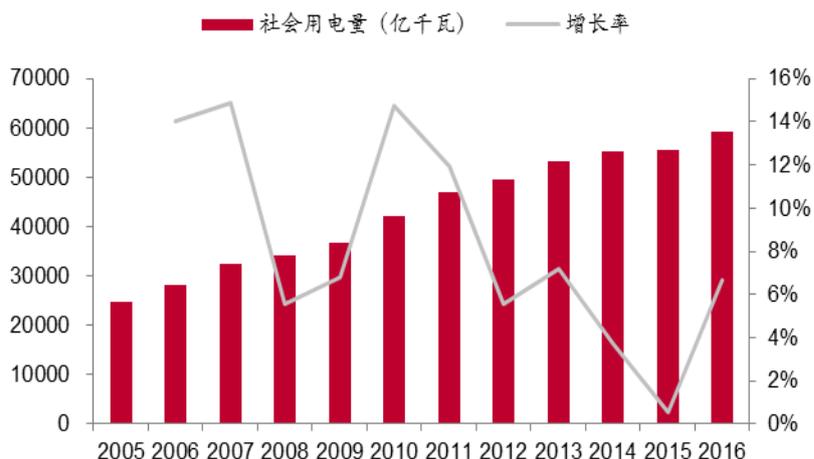
- 目前公司与贵州电网等企业联合发起设立的贵安新区配售电公司，该公司是新电改启动以来第一家真正意义上的具备配售电牌照的混改公司，贵州电网作为第一大股东无疑会在售电业务上给予大力支持，同时泰豪科技作为董事会成员中唯一民营企业，对于打破配售电主体单一的格局，鼓励社会资本参与配售电运营，形成配售电侧市场有着积极的推动作用。贵安新区配售电公司作为首家拥有配网资产注入的售电公司，拥有先天的优势，此乃泰豪科技在能源互联网领域的布局重点。

图表 41：贵安新区配售电公司股权分布

序号	股东名称	出资额 (元)	出资比例	出资方式
1	贵州电网有限责任公司	600,000,000	40.00%	以贵安新区直管区范围内 110 千伏及以下配电网和相关资产 出资
2	贵安新区开发投资有限公司	450,000,000	30.00%	以贵安新区直管区范围内 110 千伏及以下配电网和相关资产 出资
3	中国电力国际发展有限公司	120,000,000	8.00%	现金方式
4	泰豪科技股份有限公司	105,000,000	7.00%	现金方式
5	国投电力控股股份有限公司	90,000,000	6.00%	现金方式
6	北京科锐配电自动化股份有限公司	67,500,000	4.50%	现金方式
7	贵州乌江水电开发有限责任公司	67,500,000	4.50%	现金方式
合计		1,500,000,000	100.00%	

来源：公司公告，中泰证券研究所

- 在国家大的“供给侧”改革,进一步深入推进电力市场化改革背景下,电改最大亮点即是放开售电端市场,早前国家能源局提出的 20%用电量直接交易,仅京津唐电网售电市场规模即达到 300 亿元,前景广阔。泰豪科技通过收购电力 IT 技术服务商博辕信息,进一步增强了自身在智能电力方面的优势,入股贵安新区配售电公司,同时泰豪科技还在上海、广州、江西全资设立了售电公司,以形成在售电侧的先发优势。2016 年,由于实体经济运行中显现出稳中趋好迹象,加上 2015 年同期基数偏低和高温天气影响,电力消费增速明显提高,达 2016 年全社会用电量 59198 亿千瓦时。在电力供给侧改革和电改红利释放等多重因素驱动下,电改在 2017 年将进入第二轮爆发期。目前,各省都在加速布局售电市场,全国已经成立了 8000 多家售电公司。公司未来有望打造能源互联网的领军企业,而随电改而来的巨大的市场规模将有力保证公司未来业绩的快速发展,充分享受电改红利。

图表 42：中国近年社会用电量


来源：国家能源局，中泰证券研究所

- 贵安新区 2014 年线损率约为 12%,2015 年综合线损率约为 8%,未来协同作用改善空间巨大。2017 年一季度,贵安供电数量持续稳定增长,分别同比增长 22.27%和 28.87%。配售电公司除主营电力业务外,未来还可在能源综合管理,基于能源消费的多种增值业务,基于互联网运营的人力成本降低,分时分量分类分区的多样灵活电价系统等方面增加营收,而该

模式未来也将在全国其他地区进行拓展和复制,泰豪科技将在配售电公司的基础上,结合自身的电力 IT 技术,加快进入能源互联网产业的步伐。公司在广州、江西、北京相继成立售电公司;公司子公司泰豪迈能在德国、美国成立研究院;同时在国内积极推动能源互联网示范园区落地。

3.2 布局智慧能源, 打造能源互联网

- 2016 年 2 月, 三部委联合发布了《关于推进“互联网+”智慧能源发展的指导意见》, 之后, 能源互联网进入“十三五”规划。能源互联网是基于能源及其信息互联互通的思维与理念构建的新型互联网+能源融合的“广域网”, 它以大电网为“主干网”, 以微网、分布式能源等能量自治单元为“局域网”, 以开放的互联网+能源一体化架构最大限度地适应分布式新能源、清洁能源以及可再生能源的接入, 营造电力新兴市场生态圈, 推进社会及国民经济又好又快的发展。目前大部分国家依然处于电网建设发展阶段, 仅美国、德国等发达国家在能源互联网领域取得试验性进展, 中国在特高压输电、智能电网、分布式能源领域取得了长足的发展, 并制定了 2025 年初步形成能源互联网全国布局的战略规划。能源互联网的发展涉及发电、输配电、售电及用电等多个环节, 包括发电阶段的分布式电源及储能、冷热电联供为核心的微电网、多能源系统协同调度运行与控制、以大数据、云计算为手段的电网信息采集、监控与决策技术、输配电阶段的智能变电站, 用电端的智能电表、充电设施、售电服务, 以及相关的配套设施和系统平台等。可以预见, 随着能源互联网稳步发展, 相关产业链参与方必将持续受益。
- 公司的智慧能源业务板块主要由能源互联网、电力信息化、智能应急电源及电力开关成套设备三块基础业务构成。以前公司在电力领域的产业链相对完善, 但各板块业务之间相对独立, 缺少业务关联。公司借电力体制改革的契机, 适时引入国际化优秀能源互联网团队, 做好布局能源电网产业, 进一步整合优化电力产业结构及资源, 在原板块业务的基础上, 面向能源互联网市场打造具有泰豪特色的综合能源互联网一体化系统综合解决方案。
- 目前, 我国的能源互联网产业多以售电为突破口, 电力商品同质化竞争严重, 从而导致赢利能力迅速下滑。拥有发电资源及电网体系内的传统电力公司具有天然的竞争优势, 其它市场主体必须依靠电力乃至能源供应的增值服务来获取相应的市场份额。未来, 公司将集合全球专业资源, 以专业技术背景和业界知名度为依托, 积极开展新能源、电网技术、电力市场、碳金融等方面的创新。同时, 整合现有资源, 以电力信息化业务、需求侧管理等传统业务经验为支撑, 努力打造中国能源互联网示范项目, 逐步形成可复制的能源互联网模式, 向全国市场推广。

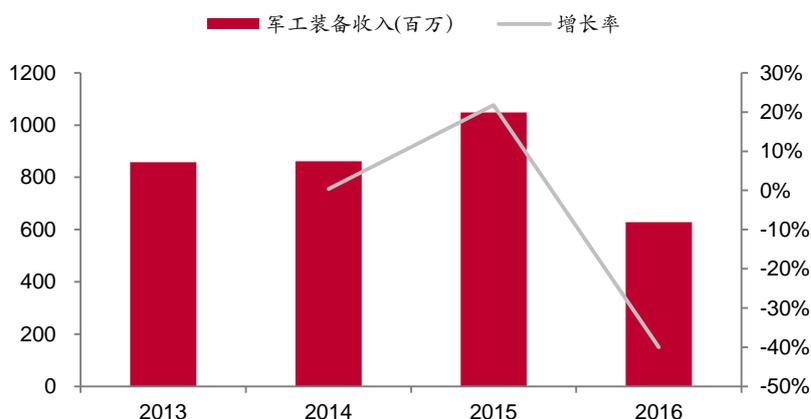
4. 外延整合军工业务平台, 深耕军工信息化和高端装备业务

4.1 公司军工装备产品丰富, 兼具市场和品牌地位

- 经过多年发展, 公司军工装备产业形成了相当规模, 产品类型、品种覆盖面广、在业内享有较高知名度和品牌影响力。公司军工装备产业主营车载通信指挥系统、军用电站和雷达、导航产品等, 主要应用于国防、

军队装备等领域。公司将围绕军用装备信息化不断提升产品竞争力，加强内部管理和对外合作。在通信指挥产品方面，努力向通信指挥系统相关功能模块业务拓展，进一步提升产品技术含量和盈利水平；在军用电站产品方面，产品线将从传统电源向动力电源和特种电源延伸；在电子对抗等领域，公司将加快型号产品研发和已定型产品的升级改造，以适应未来的战场需求。**2016年军工装备业务实现收入6.29亿，较去年同期下降39.97%，主要是受“军改”影响订单延后。军工装备业务毛利率较去年同期增加3.39个百分点，主要是由于军工装备业务通过优化产品设计，强化采购成本控制，从而提高产品毛利水平。预计今年军改影响将逐渐减少，公司军工业务有望回归增长态势。**

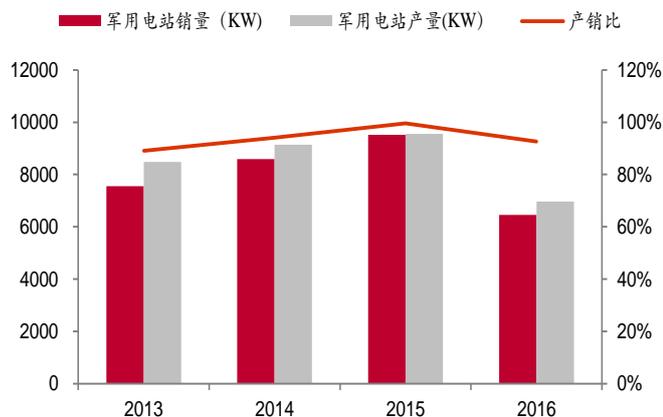
图表 43：公司近年军工产品收入及增长率



来源：公司公告，中泰证券研究所

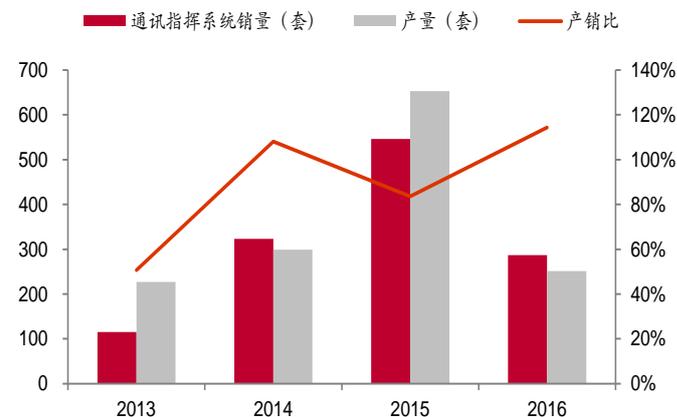
- 公司军用装备产业产品类型较多，所生产的车载通信指挥系统、军用电站以及雷达等产品已广泛应用到海、陆、空、二炮等各个军兵种，并承担了国家和军队多项重点装备型号科研生产及国产化任务。公司多项产品在军队集中采购招标中综合评比名列前茅，并形成了较好地品牌效应，也建立了一定的产品渠道。

图表 44：公司历年军用电站销量



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 45：公司历年通讯指挥系统销量



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司具有市场领先地位：在军工装备产业方面，公司生产的车载通信指挥系统、军用电站以及军用雷达等产品已广泛应用到陆、海、空、二炮等各军兵种，承担了众多国家重点装备型号科研生产及国产化任务，多项产品在部队集中采购招标中综合评比名列前茅。多年的军工装备产品

研制和销售经历不但为公司在军方市场积累了良好的口碑，也使得公司对军方的需求理解更为深刻，建立了较为通畅的反馈渠道。这也成为公司在军品市场领域的重要优势

图表 46：公司主要产品技术

公司产品	产品技术积淀
通信指挥	公司通过加强软件研发、隐身抗毁、高屏蔽效能、轻质化等技术研究，通信车辆产品软件集成能力显著提升，得到军方专家的高度评价，保持了行业领先地位。通信系统集成装备地域通信网、XXX 互联网通信车、“高新工程”通信车、卫星车载站等均已形成批量生产，承担的两种山地型通信车已顺利通过基地试验和高原试用试验。
军用电站	“国产化 120kVA 高速中频发电机”研制成功并已交付使用，填补了国内高端发电机空白，对国产化涡喷发电设备的技术提升具有重大意义。“行进取力发电系统”鉴定结论为国内领先水平，为现代武器装备提供了“动中通”的供电新模式。30kW 野外静音型拖车电站凭借野外极端环境条件下适应性强的优势中标部队大额订货。
雷达导航	公司研制的“无源探测定位系统”具有超视距、宽频段、实时分析的特点，采用了多项国内首创或领先水平的新技术，填补了国内空白。

来源：公司公告，中泰证券研究所

4.2 公司主要军工装备分析

1) 军用电站产品

- 军用电站是公司军工装备领域的基础产业之一，在产品门类、技术水平、市场覆盖率等方面均具有领先优势，特别是在通信指挥配套电源市场和军用雷达装备配套市场中的优势尤为明显。移动电站虽然具有机动方便、可靠的优势特征，但信息化战争条件下，却有较高噪音、较高温度的缺陷，易被敌方发现，未来技术革新可能性较大。公司计划重点从新型高速和高功率密度的发电机、无人化和远程化电站环境适应性、精密的电力电子技术等方向展开研发，继续巩固与保持技术领先和规模优势，确保行业领先地位。围绕现有业务，紧盯型号产品促进老市场稳定上量，拓展军贸、军援市场，进一步扩大市场份额。着手新一代电站平台产品的研发，向发电与供配电一体化、发电与供冷/暖一体化产品扩展，以技术领先占位。同时，关注新型发电产品的替代效应，着手新型电源研发，力争以型号产品为主，辅助竞争性采购，实现利润与规模同步增长。

2) 车载通信指挥产品

- 公司的通信指挥车产业先后为总参谋部、总装备部、总后勤部、二炮和各军兵种及航天、航空、水文、气象、单位研制生产有线、无线通信、光通信、卫星通信等十九大系列 100 多种特种高科技产品，先后承接了一大批国家机密级的型号通信车的科研生产任务以及配套军用方舱和改装车辆生产。该系列产品正朝“方舱化、集成化、智能化、模块化、小型化、装甲化”方向发展。各型通信车基本是由部队直接采购，公司直接承接订购任务，为总承单位。目前，从事军用通信指挥车系统集成业务的企业数量不多，衡阳泰豪、江苏捷诚、鹤壁无线电四厂（鹤壁天海电子）6904 厂、6907 厂等少数几家企业占据了大多数市场份额。与竞争对手相比，公司凭借型号系列及服务的优势在通信指挥系统集成业务规模上，居于行业前列。军用方舱分传统的普通型方舱和高性能方舱，普通方舱生产厂家较多，竞争激烈，高端方舱朝着“轻量化、隐身化、

防弹、高电磁屏蔽和智能化”方向发展，目前在方舱领域，公司名列前茅。未来，公司将进一步推进精细化管理，降低成本，提高产品附加值和盈利水平，重点开展智能控制、轻量化、隐身及高效电磁屏蔽等方面关键技术的攻关，争取在新型军用方舱领域保持技术领先。此外，公司还将通过合作、技术引进等方式，向产业链上游拓展，力争在通讯整机、系统领域获得突破，逐步向高附加值的“集成化、智能化、模块化、小型化、高机动”通信指挥系统企业转型。

3) 雷达产品

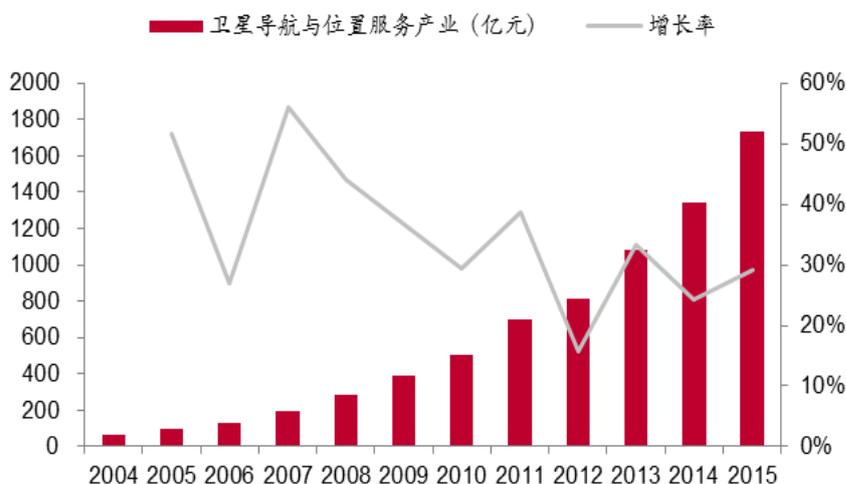
- **公司的雷达产业具有整机资质，属限制类领域，进入门槛较高，主要的 WY 探测产品在行业内具有相对领先的技术优势。历经数年的研发投入，目前公司该产品取得了突破性进展，预计未来可形成公司军工装备领域又一重要产品方向。**雷达行业是资金密集型、技术密集型及人才密集型行业，存在行业许可、技术水平等诸多壁垒。行业涉及学科领域面广，对相关电子信息产业具有良好的扩散效应。全球军用雷达市场规模达百亿美元，处于稳步增长的趋势。未来军用雷达市场增长需求将来自于全球安全局势的不断升级、各国边境保护以及早期威胁识别需求的增加、雷达技术的创新以及应用领域的增加等多个方面。目前雷达行业市场竞争多集中在技术或产品相似且具有军工集团背景的企业之间。其中，中电科集团 14 所、38 所占据行业领先地位，长江机器集团、成都锦江电子、四川九州电器等在各自产品领域有一定优势。行业总体上呈现出垄断性竞争的态势，未来，雷达行业需求将保持持续增长，资源将更加集中。公司的雷达业务实施差异化的竞争战略，通过过去几年的技术积累，在实现持续生存的基础上，加大投入，开发特殊领域、特殊功能的新产品，已初步形成自有的关键技术，有效避开了传统竞争对手在情报雷达的强势领域。根据公司公告，未来公司将进一步拓展 WY 先进技术的应用及新市场，通过高端人才引进、项目合作及整合，发展成为探测领域有影响力的创新型企业。以超视距机动式 WY 侦察装备及侦察领域相关产品、区域监视系统（热磁成像）及雷达训练保障产品为主导，重点推进超视距机动式 WY 侦察装备和 MN 分析处理系统的研发，争取在 3 年之内实现新系统或整机方面的重大突破。

4) 卫星导航产品

- **公司的卫星导航产业定位于北斗卫星导航的高精度应用，以市场为主导，不断探索基于导航、定位、定向、通信及测姿的先进技术和行业应用，重点以智能弹药、车辆的信息化和军用无人机的的发展为切入点，配套北斗导航、测试记录、通信终端等相关产品。**根据规划《国家卫星导航产业中长期发展规划》，到 2020 年我国卫星导航产业创新格局将基本形成，产业规模超过 4000 亿元，北斗卫星导航系统及其兼容产品在国民经济关键领域得到广泛应用，在大众消费市场逐步推广普及，对国内卫星导航应用市场的贡献率达到 60%，重要应用领域达到 80% 以上。由中国卫星导航定位协会最新发布的《中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书（2015 年度）》统计数据显示，2014 年中国卫星导航与位置服务产业总体产值超过 1735 亿元，比 2014 年增长了 29.1%。中国卫星导航定位协会预测，到 2020 年，中国将建成服务全球的北斗卫星导航定位系统，届时用户规模将达到世界第一，年产值将超过 4000 亿元，如果到 2020 年，北斗导航市场规模占到卫星导航产业市场规模的 20-30%，届时北

北斗市场规模将上升至 1000 亿元左右，北斗导航产业未来增长空间较大。公司卫星导航产品有望借助北斗发展的春风，迎来快速增长期。

图表 47：中国卫星导航与位置服务产业收入



来源：Wind, 中泰证券研究所

4.3 国防信息化与军民融合提速，公司军工业务充分受益

目前中国军工信息化优势产业迸发，市场规模升级，社会经济体系和国防科工体系的优势产业将呈现进一步迸发趋势，在社会经济体系中，信息安全、军工电子等领域的技术优势将进一步扩展，市场规模将进一步扩大；在国防科工体系中，北斗导航、军工通信、雷达技术等领域的技术优势将取得突破，实现军民共用，市场规模潜力无限。军民融合发展作为一项国家战略，关乎国家安全和全局，既是兴国之举，又是强军之策。实现国防科技工业军民融合深度发展，国防建设将获得更大的支撑力，经济建设将拥有更强的牵引力。公司将迎来军工信息化和军民融合建设巨大机遇。

图表 48：军工产业四大趋势



来源：中泰证券研究所

1) 军民融合前景广阔，公司将充分受益民参军

- **军民融合前景广阔：**中共中央政治局 2017 年 1 月召开会议，决定设立中央军民融合发展委员会，由国家主席任主任。中央军民融合发展委员会是中央层面军民融合发展重大问题的决策和议事协调机构，统一领导

军民融合深度发展，向中央政治局、中央政治局常务委员会负责。军民融合政策上升为国家战略，不断引导和推动“民参军”。我国政府不仅通过军费投入直接拉动军备建设，还通过各项政策激活军工行业，拉动更大规模产业投资。形成较为健全的军民融合机制和政策法规体系，军工与民用资源的互动共享基本实现，先进军用技术在民用领域的转化和应用比例大幅提高，社会资本进入军工领域取得新进展，军民结合高技术产业规模不断提升。军民融合政策正在有力扩大民营企业在军品市场的份额。

图表 49：中国近年军民融合政策

时间	军民融合政策内容
	国防科工局印发《2016 年国防科工局军民融合专项行动计划》
2016-3-16	1.强化规划引领，推进政策落实。 2.优化军工结构，深化“民参军” 3.推动协同创新，加强资源统筹 4.发展融合产业，服务增长调结构
2016-3-17	国防科工局关于印发《涉军企事业单位改制重组上市及上市后资本运作军工事项审查工作管理暂行办法》
2016-3-25	中共中央政治局审议通过《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》把军民融合发展上升为国家战略，推进军民融合发展是一项利国利军利民的大战略。
2016-6-7	工业和信息化部办公厅 国防科工局综合司关于推荐《民参军技术与产品推荐目录(2016 年度)》信息的通知：主要针对空军和火箭军装备建设需求，重点围绕探测与目标识别、遥感遥测、指挥与控制、通信与导航、模拟训练与仿真、检测、维修保养与可靠性、动力、隐身、新能源、无人机系统、发射系统、共性技术与产品等领域，面向全国民用企业、科研机构 and 高校，采集具有自主知识产权的高新技术及优势产品信息，包括系统、分系统、微系统、配套产品、高端元器件、高性能材料、软件等。
2016-6-8	工业和信息化部办公厅 国防科工局综合司关于组织征集《军用技术转民用推广目录（2016 年度）》技术和产品信息的通知主要围绕：新材料，智能制造，电子信息，新一代信息技术高端装备，新能源与环保，核燃料，污染检测、控制技术和产品。
2016-7-21	中共中央 国务院 中央军委印发《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》着眼国家安全和发展战略全局，明确了新形势下军民融合发展的总体思路、重点任务、政策措施，是统筹推进经济建设和国防建设的纲领性文件。
2016-9-5	军民融合产业发展基金创立大会在北京举行。该基金由航天投资控股有限公司代表中国航天科技集团公司联合 13 家军工央企、知名金融机构共同发起，首期规模为 302 亿元人民币，目储备预计投资额超过 1000 亿元。投资方向则是军工企事业单位改制、军工装备、军工资产证券化、军民融合技术，以及军工国企改革
2016-10-11	10 月 11 日，军民标准通用化工程动员部署会议在京召开，质检总局党组成员、国家标准委主任田世宏，中央军委装备发展部副部长刘胜出席并讲话。这次会议标志着我国军民标准通用化工程正式启动。
2016-10-29	2016 年 10 月 19 日，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席在京参观第二届军民融合发展高技术成果展强调，军民融合是国家战略，关乎国家安全和发展的全局，既是兴国之举，又是强军之策。军民融合不断取得阶段性成果，呈现出加快发展良好态势。要继续推动体制机制改革创新，从需求侧、供给侧同步发力，从组织管理、工作运行、政策制度方面系统推进，继续把军民融合发展这篇大文章做实，加快形成军民深度融合发展格局，切实打造军民融合的龙头工程、精品工程。
2016-10-30	第三届中国·河北(廊坊)军民融合暨国防工业协同创新成果展洽会落幕。本届展洽会共推介军民两用科技成果 2500 多项，签署合作项目 352 项，总投资 1103 亿元。
2016.11.1	四川省国防科工办联合省市有关部门，组织开展了 50 户军民融合型企业大集团的培育申报工作。被认定的企业将在军民融合专项资金、专项基金方面给予扶持，在科研生产要素保障、重大项目征地拆迁及工程建设、实施股份制改造或兼并重组等工作中遇到的困难问题，予以优先协调保障。
2017.1.22	中共中央政治局 1 月 22 日召开会议，决定设立中央军民融合发展委员会。中央军民融合发展委员会是中央层面军民融合发展重大问题的决策和议事协调机构，统一领导军民融合深度发展，向中央政治局、中央政治局常务委员会负责。

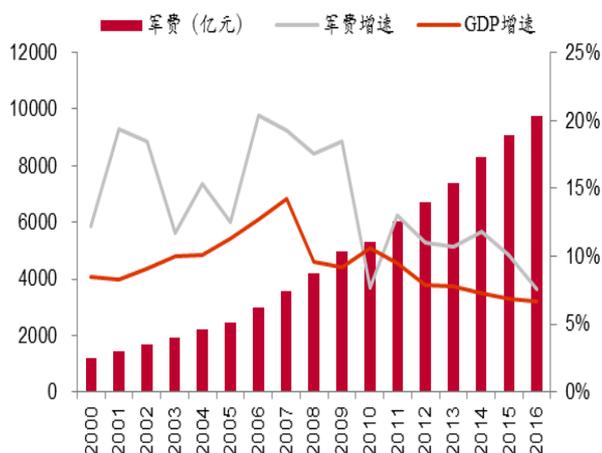
来源：公开资料整理，中泰证券研究所

■ **军转民和民参军是构成军民融合的两大大产业模式。军转民即军用技术民**

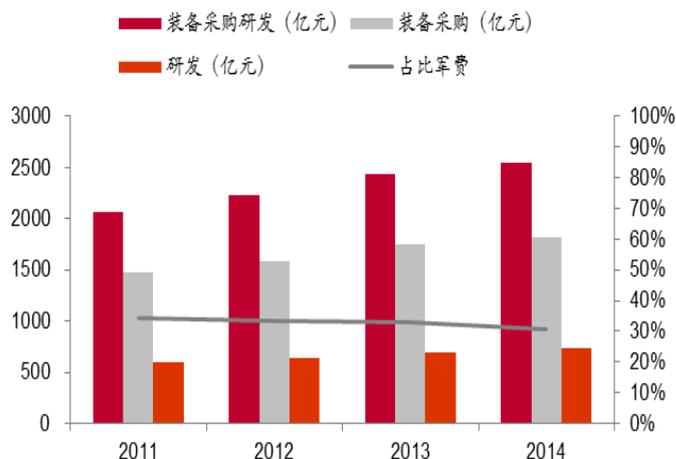
用化，民参军即民营资本参与军工研发生产。相较于过去国防工业和社会经济相对独立发展，军民融合打破了壁垒限制，实现了两大阵营融合互补。国有资本的优势在于资本雄厚、整合能力强，在技术难度大、周期长、投入高的领域是主要参与者；而民营资本的优势则在于机制灵活、效率高、成本低，在技术更新快的领域将起到关键作用。民营资本在国防信息化、新材料等领域的技术积累已达到较高水平，具备承接军品研发生产的能力，未来发展潜力巨大。民参军尚处起步阶段，无限潜力亟待开发。中国军用市场民参军占比仅为 30%，远低于世界先进水平。相较而言，美国大约 80% 的航空航天企业、70% 以上的原子能企业、60% 的船舶企业、40% 的电子企业、34% 的机电设备企业、30% 的机械制造企业、10% 的钢铁与石油企业从事军品生产，大约占据军费开支的一半左右，每年仅军费一项就足以支撑超过 2500 亿美元的市场。参考美国军民融合产业发展现状，假设中国军费以每年 10% 速率稳定增长，我们预计到 2020 年民参军占比有望提升至 40%，则届时民参军市场规模或将超过 3000 亿元。

2) 国防信息化建设方兴未艾，公司业绩有望迎来增长

- **国防建设加速：**2017 年 3 月 4 日，全国人大新闻发言人傅莹在北京透露，2017 年中国国防预算增幅在 7% 左右。财政部根据预算安排，2017 年中国财政拟安排国防支出 10443.97 亿元，中国军费首次突破万亿。相对于中国经济总量，中国国防支出占 GDP 比例只有 1.3% 左右，远低于美国、俄罗斯、英国以及法国等主要军事国家 2%~4% 的水平。未来军费的增长势必要和中国目前的大国地位相匹配。此外，根据国家发布的国防白皮书，从国家军费开支的构成来看，装备支出占军费比例约 1/3 左右，而同期欧美国家的装备支出占比例达到 40% 以上，可见我国的军费结构仍有较大的优化空间。当前，美军信息化装备比重超过 50%，信息技术成本占装备总造价比例也超过 50%，相比而言，我国信息化装备比重还很低。中国国防信息化进程历经萌芽阶段、起步阶段和全面发展阶段，信息化基础仍相对薄弱，整体正处于由机械化向信息化转变的过程中，未来提升空间巨大。根据中国产业发展研究网发布的研究数据，2015 年国防装备总支出约 2927 亿元，其中国防信息化开支约 878 亿元，同比增长 17%，占比达 30%。受益于国防科工体系与社会经济体系相互融合的不断深化，国防信息化产业将迈入加速发展阶段。国防装备的升级换代孕育着信息化的巨大市场空间。根据我们的预测，如果按照装备支出占军费支出的比例以 2015 年 35% 为基数逐年增加 1%，而信息化装备在装备支出中占比以 2015 年 30% 为基数逐年增加 4%，信息技术成本占装备总造价比例约为 50%，武器信息化市场与外延市场比例为 1:1，则 2020 年我国国防信息化市场有望突破 2,000 亿，复合增速 16.5%。公司将充分受益中国从军事大国到军事强国的转换中，国防装备的升级换代和国防信息化的加速建设。

图表 50：中国历年军费状况


来源：国防部，中泰证券研究所

图表 51：中国历年军费应用方向


来源：国防部，简氏防务，中泰证券研究所

军队信息化建设前景广阔：2015年10月底，中共十八届五中全会审议通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》指出，加快推进国防和军队改革，深入推进依法治军、从严治军。到2020年，基本完成国防和军队改革目标任务，基本实现机械化，信息化取得重大进展，构建能够打赢信息化战争、有效履行使命任务的中国特色现代军事力量体系。2016年5月，中央军委颁发《军队建设发展“十三五”规划纲要》规划纲要提出，到2020年，军队要如期实现国防和军队现代化建设“三步走”发展战略第二步目标，信息化建设取得重大进展，构建能够打赢信息化战争、有效履行使命任务的中国特色现代军事力量体系，未来5年，军队主要领域发展指标要取得较大突破，关键作战能力要实现大幅跃升，整体发展布局得到明显优化。随着规划纲要的发布，预计未来军费结构中武器装备的占比，特别是信息化武器装备的占比，将会持续提升，军工信息化未来相当长时间内都将是我国国防投入的重点。而提升军工信息化程度就涉及到军工通信、军工电子、信息安全、雷达和卫星导航领域。公司相关军工产品有望迎来发展良机。

图表 52：中美军事信息化对比

对比项目	中国	美国
军用卫星数量	20 颗	100 颗
实现陆军数字化时间	2050	2010
战术电台渗透率	《30%	200%
地面战术电台数量	25 万	110 万
陆军信息化装备占比	刚起步	50%
海空军信息化装备占比	刚起步	70%

来源：中国产业信息网，中泰证券研究所

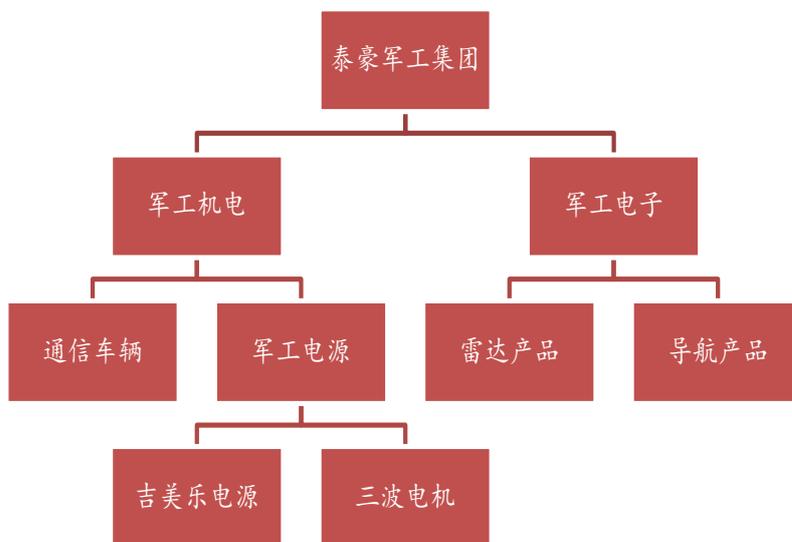
4.4 外延并购迅猛，深化拓展军工产业链

1) 整合内部军工资源，打造军工发展平台

- **内部整合。**2015年，公司以江西清华泰豪微电机有限公司为平台增资组建江西泰豪军工集团有限公司，并将所持有的泰豪通信车辆、吉美乐电源、江西三波电机及长春泰豪电子装备4家军工企业股权转让给泰豪军

工，构建军工资产大平台。

图表 53：公司军工平台



来源：公司公告，中泰证券研究所

2) 外延并购提速，做大做强军工产业

- **收购应急特种车辆优质标的海德馨：**为进一步完善公司军工装备及智能电源产品产业链，提升公司在行业市场的影响力和竞争力，增强公司整体盈利水平，2015年7月公司及其子公司合计以13,260万元现金收购龙岩市海德馨汽车有限公司51%股权。海德馨是国内首家专业从事移动应急特种车辆研发、制造和销售的公司，其电源车产销量及公告数量连续四年排名全国第一。产品主要销往军方市场和国家电力系统等，且与公司产品具有互补性，完善了军工装备产业链。
- **参股高端军工装备投资基金：**为提升公司在军工产业的综合竞争力，挖掘及储备资产优良的军工装备企业，促进公司战略目标的实现，公司在4.2亿元额度内参与设立规模15亿元的深圳中航福田智能装备股权投资基金，重点关注航空航天、国防军工及智能装备领域，以系统集成度高、产业带动力强的整机系统及技术密集、附加值高的核心电子装备为主，同时兼顾高端机械装备、材料和核心元器件等。公司是该基金中唯一的上市公司。未来公司将围绕军工信息化继续加大合作或并购力度以求规模化发展。参与此次投资，有助于公司深度挖掘培育优秀军工企业，拓宽公司收并购标的的考察渠道，提升外延式扩张效率。

图表 54：公司参股深圳福田智能装备股权投资基金

基金占比	投资方向
50%	将 50% 的资金用于在通信、惯性导航、无人机、军用防雷等发展潜力巨大的航空军工重点领域进行控股型投资，充分利用基金管理人和管理顾问丰富的产业、技术、市场和管理资源，为被投资企业提供全面的增值服务，推动被投资企业业务快速增长和价值提升；同时发挥基金的资金优势，实施产业链上下游及横向整合，打造龙头企业并对接资本市场。
30%	将约 30% 的资金用于参股型投资，带动国外相关先进技术和产品实现国产化，以及通过资本纽带带动优势民营企业进入军工领域。同时，经投资决策委员会批准可适当投资“互联网+”等新兴产业中的优质项目。
20%	将不超过 20% 的资金用于参与上市公司定向增发，重点关注军工企业以及参与本基金的上市公司定向增发。

来源：公司公告，中泰证券研究所

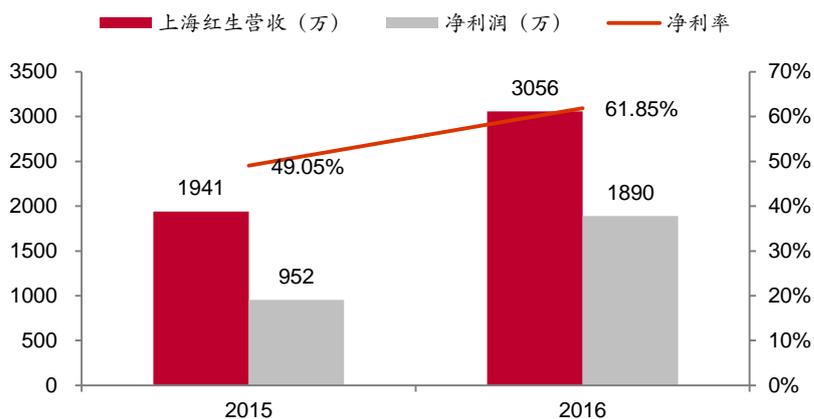
- **军工板块迅速扩张，拟收购 1 家军工公司：**公司 2017 年 3 月 18 日发布公告称，公司拟发行股份收购上海红生系统工程有限公司 100% 股权。上海红生原股东赫甄合伙、潘红生承诺：上海红生在 2017-2019 年实现的扣除非经常性损益后净利润分别不低于：4000 万元、4800 万元、6000 万元。潘红生及赫甄合伙承诺：在其获得股权转让价款后的 6 个月之内，用公司和潘红生及赫甄合伙共同指定的银行账户及证券账户的共管银行账户中的 2.8 亿元以不高于 20 元每股的价格购买公司股票，作为利润保障措施。2017 年 6 月 15 日，公司发布公告终止采用发行股份方式购买，拟以 4.9 亿现金购买上海红生 100% 股权。

图表 55：公司拟收购一家军工公司

标的公司	主要军工业务
上海红生	上海红生是一家技术型军工企业，主要业务为军用信息系统和军用专业仪器仪表，公司产品主要装备于海军各型舰船及相关的维修保障基地、部队。

来源：公司公告，中泰证券研究所

上海红生主要产品为军用电子及信息化系统、军用专用仪器仪表，主要装备于海军各型舰船及相关的维修保障基地和部队，其产品契合公司军工装备产业发展方向，能进一步加强公司在军工信息化领域的优势。通过本次交易，泰豪科技将稳步推进在军工领域的战略部署，拓展军工装备产业链，实现军工产业规模化发展，有效提升综合竞争力。2016 年上海红生实现营收 3056 万，同比增长 57.44%，实现净利润 1890 万，同比增长 98.53%，净利率高达 61.85%。

图表 56：上海红生近两年营收净利润状况


来源：公司公告，中泰证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1 主营业务盈利预测

- 根据基本面分析，我们对公司 2017-2019 年主营业务的预测如下（暂不考虑收购上海红生的影响）：

1)智能电网(包括海德馨)：扣除海德馨以及博轶信息的并表部分，15-16 年的营收增长在 15%左右，毛利维持在 17%左右，16 年海德馨由于产能未能及时释放以及部分技术投资，营收和净利润仅为预测和承诺值的一半，17 年考虑到十三五对于智能电网包括配电网的智能化和信息化投入加快，以及配售电市场的发展，我们给予母公司原有业务保持 20%的增长率，海德馨的市占率给予海德馨近 27%，全国第一，我们预计公司 17 年销量将逐渐恢复，产能逐步消化，给予 80%的增长。

2)IT 运维(博轶信息)：公司发展比较稳定，前期已经布局大数据和云计算，智能电网 IT 与大数据、云计算市场空间仍在不断扩大，预计公司 17 年将继续保持高速增长维持 16 年 45%的增速，考虑到前期的技术投入，毛利率也将稳步提升。

3)军工装备：16 年公司军工平业务收军改影响较大，我们分析公司 17 年将逐渐恢复军改前水平，未来三年军工业务也将稳步提升。

- 毛利率水平预测：

1)智能电网(包括海德馨)：17 年考虑到十三五对于智能电网包括配电网的智能化和信息化投入加快，以及配售电市场的发展，海德馨业务也将复苏，公司毛利率将小幅上升到 18%。

2)博轶信息：毛利率将维持在 36%-37%的稳定水平。

3)军工装备：军工装备毛利将小幅上升维持在 17%左右。

图表 57: 分业务盈利预测

百万元	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
合计						
营业收入	2,920.71	3,488.10	3,901.94	5,099.45	6,330.26	7,082.69
yoy	16.76%	19.43%	11.86%	58.30%	24.14%	11.89%
营业成本	2,420.40	2,947.87	3,221.34	4,094.54	5,063.78	5,641.90
毛利率	17.13%	15.49%	17.44%	19.71%	20.01%	20.34%
智能电网(包括海德馨)						
收入	2,010.59	2,379.45	2,835.38	3,685.99	4,607.49	5,068.24
yoy	-	18.3%	19.2%	30.0%	25.0%	10.0%
成本	1,666.18	2,010.87	2,340.89	3,022.52	3,768.93	4,135.69
毛利率	17.13%	15.49%	17.44%	18.00%	18.20%	18.40%
博辕信息						
收入	182.42	255.96	367.13	532.34	665.42	798.51
yoy	25.1%	40.3%	43.4%	45.00%	25.00%	20.00%
成本	87.56	159.21	237.17	340.70	422.54	503.06
毛利率	52.00%	37.80%	35.40%	36.00%	36.50%	37.00%
军工装备						
收入	861.24	1048.37	629.37	881.12	1057.34	1215.94
yoy	0.4%	21.7%	-40.0%	40.0%	20.0%	15.0%
成本	711.30	914.81	527.85	731.33	872.31	1003.15
毛利率	17.41%	12.74%	16.13%	17.00%	17.50%	17.50%

来源: 中泰证券研究所

5.2 绝对估值

■ 绝对估值关键假设如下:

- 1) 永续增长率为 3%;
- 2) 无风险利率参考短期国债收益率、央行 2 周逆回购、SHIBOR 数据;
- 3) β 值采用申万电网自动化行业调整后去杠杆 β : 0.74
- 4) 资本结构采用自身公司带息债务和权益市值的资本结构;
- 5) 公司无长期负债, 债务成本选用央行最新短期贷款基准利率 4.35%
- 6) 有效税率: 15% (高新技术企业享受 15% 的优惠税率)

图表 58: FCFF 绝对估值假设条件

预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	15.00%
永续期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.12%
市场组合报酬率 Rm	9.17%
无杠杆 β	0.83
有杠杆 β	0.91
债务资本比重 Wd	10.75%
债务资本成本 Kd	4.35%
有效税率 Tx	15.00%

股权资本成本 Ke	8.60%
无杠杆成本 Ku	8.14%
WACC	8.07%

来源：中泰证券研究所

图表 59: FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万)
核心企业价值	8799.30
净债务价值	726.20
股票价值	8073.10
每股价值	12.10/股

来源：中泰证券研究所

图表 60: FCFF 敏感性分析

	6.57%	7.07%	7.57%	8.07%	8.57%	9.07%	9.57%
1.5%	13.32	11.92	10.75	9.77	8.92	8.19	7.55
2.0%	14.56	12.90	11.55	10.42	9.46	8.65	7.94
2.5%	16.10	14.10	12.50	11.19	10.09	9.17	8.38
3.0%	18.06	15.58	13.65	12.10	10.84	9.78	8.89
3.5%	20.67	17.49	15.09	13.22	11.73	10.50	9.48
4.0%	24.29	20.01	16.94	14.62	12.81	11.36	10.18
4.5%	29.66	23.52	19.38	16.40	14.16	12.41	11.01

来源：中泰证券研究所

由绝对估值的结果可得，公司每股内在价值约为 12.10 元。由于绝对估值对各加权平均资本和永续增长率的敏感性太大，估值结果易受主观影响。为了提高估值结果的客观性，我们采取相对估值法的估值结果。但 12.10 的内在价值也反映了公司股价目前安全边际较高。

5.3 相对估值

- 根据上述假定，我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.33、0.44、0.51 元。对应公司停牌前股价（15.72 元/股）的动态 PE 为 48 倍、36 倍、31 倍。我们对公司分业务进行估值（参考公司的 EPS 和 PE 均来自 WIND 一致预测）
 - 1) **公司智能电网产品：**在申万行业分类电网自动化行业的上市公司中我们选取了与公司智能电网业务相同或类似的 3 家上市公司作为可比公司。公司技术实力较强，目前已经完成了从配售电，配电网，电力调度与运维等智慧能源产业链的布局，比较稀缺。我们根据 17 年的平均数，给予公司智能电网产品 17 年 54 倍估值。预计 17 年智能电网净利润 17000 万左右，对应 EPS 为 0.24 元，对应板块股价 12.95 元。

图表 61：智能电力可比公司估值情况

公司	股票代码	最新价	EPS			PE		
			2015A	2016A	2017E	2015A	2016A	2017E
		2017/6/13						
特锐德	300001.SZ	16.70	0.16	0.25	0.30	194	109	53
科大智能	600893.SH	19.60	0.24	0.43	0.47	96	67	50
久远银海	002777.SZ	70.55	0.95	0.97	1.21	23	116	57
平均值								54
中位数								53

来源：WIND, 中泰证券研究所

2) 军工装备业务：江西泰豪军工集团有限公司为公司主要军工业务发展平台，公司军工装备产业围绕车载通信指挥系统、军工移动电站、导航和雷达产品的研制和服务。在申万行业分类国防军工的上市公司中我们选取了与公司军工信息化业务相同或类似的转型军工以及 IT 军工作为可比公司。公司与科研院所、军工集团的深度合作，重点开展军工信息技术的研发与应用，品牌与声誉优势突出，外延并购预期较强。我们根据 17 年平均数，给予公司军工产品 17 年 63 倍估值。预计 17 年军工业务净利润 6000 万左右，对应 EPS 为 0.09，对应板块股价为 6.12 元。

图表 62：军工装备可比公司估值情况

公司	股票代码	最新价	EPS			PE		
			2015A	2016A	2017E	2015A	2016A	2017E
		2017/6/13						
景嘉微	300474.SZ	33.88	0.89	0.47	0.49	NA	138	70
精准信息	300099.SZ	8.68	0.11	0.04	0.13	-414	226	68
耐威科技	300456.SZ	37.20	0.63	0.34	0.78	153	211	50
平均值								63
中位数								68

来源：WIND, 中泰证券研究所

- 通过分业务测算，我们估算公司 17 年对应市值为 125 亿元，其中智能电力板块市值 87 亿，军工业务板块市值 38 亿，当前股本 6.67 亿股，对应股价为 18.63 元，相当于约 56 倍估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- (1) **公司外延并购不及预期：**受宏观经济的景气波动和军工行业可能的不确定因素，外延并购作为公司的战略规划之一，公司在积极实施的同时，存在一定的不确定性。
- (2) **军工业务发展不及预期：**公司确立军工为主要业务之一，公司军工业务虽然积淀深厚，但目前军工信息化产品竞争激烈，新品研发较快，公司在拓展业务中仍有不及预期的风险。
- (3) **国防改革与军工信息化发展不及预期：**军改如若不及预期，会对整体军品订单产生一定的影响。公司目前主打产品为军工信息化产品，可能会受到军工信息化发展不及预期的影响。
- (4) **智能电力建设与智能电力业务发展不及预期：**国家智能电网建设和电改受中国原有电网和电力制度的复杂性影响，有进度不及预期的风险，可能在一定程度上影响公司的智能电力业务发展。

图表 63：泰豪科技盈利预测

利润表（百万元）					现金流量表（百万元）				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3901.94	5099.45	6330.26	7082.69	净利润	137.36	242.80	321.92	377.51
营业成本	3221.34	4094.54	5063.78	5641.90	折旧与摊销	95.75	101.48	101.48	101.48
营业税金及附加	20.00	25.37	31.81	35.47	财务费用	69.52	122.93	131.51	147.27
销售费用	154.34	195.95	245.62	273.93	资产减值损失	61.68	75.00	87.00	99.00
管理费用	272.28	337.28	426.37	474.19	经营营运资本变动	-837.37	146.96	-302.51	-240.66
财务费用	69.52	122.93	131.51	147.27	其他	721.10	-93.00	-105.00	-117.00
资产减值损失	61.68	75.00	87.00	99.00	经营活动现金流净额	248.04	596.16	234.40	367.60
投资收益	72.68	18.00	18.00	18.00	资本支出	54.52	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-379.96	-148.89	-199.62	-201.07
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-325.44	-188.89	-239.62	-241.07
营业利润	175.45	266.39	362.17	428.94	短期借款	-382.65	16.00	555.49	416.53
其他非经营损益	-9.12	27.61	27.64	28.19	长期借款	-187.53	0.00	0.00	0.00
利润总额	166.33	294.00	389.81	457.13	股权融资	631.81	0.00	0.00	0.00
所得税	28.97	51.20	67.89	79.61	支付股利	-53.36	-76.83	-135.80	-180.06
净利润	137.36	242.80	321.92	377.51	其他	455.45	-140.12	-121.51	-137.27
少数股东损益	13.53	23.91	31.71	37.18	筹资活动现金流净额	463.72	-200.94	298.18	99.20
归属母公司股东净利润	123.83	218.88	290.22	340.33	现金流量净额	383.76	206.33	292.96	225.73
资产负债表（百万元）					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1399.79	1606.12	1899.08	2124.81	成长能力				
应收和预付款项	3043.47	3163.96	3997.02	4525.28	销售收入增长率	11.86%	30.69%	24.14%	11.89%
存货	859.58	1092.59	1351.22	1505.48	营业利润增长率	76.67%	51.83%	35.96%	18.43%
其他流动资产	132.74	87.47	108.59	121.49	净利润增长率	36.19%	76.76%	32.59%	17.27%
长期股权投资	277.69	277.69	277.69	277.69	EBITDA 增长率	16.87%	44.04%	21.26%	13.87%
投资性房地产	80.50	93.20	90.82	89.90	获利能力				
固定资产和在建工程	760.70	743.69	726.68	709.68	毛利率	17.44%	19.71%	20.01%	20.34%
无形资产和开发支出	1183.60	1139.72	1095.85	1051.97	三费率	12.72%	12.87%	12.69%	12.64%
其他非流动资产	849.64	1069.05	1288.45	1507.86	净利率	3.52%	4.76%	5.09%	5.33%
资产总计	8587.71	9273.49	10835.39	11914.14	ROE	3.50%	5.93%	7.52%	8.43%
短期借款	484.00	500.00	1055.49	1472.02	ROA	1.60%	2.62%	2.97%	3.17%
应付和预收款项	2603.71	3077.56	3835.51	4259.07	ROIC	5.23%	7.41%	8.66%	9.14%
长期借款	48.36	48.36	48.36	48.36	EBITDA/销售收入	8.73%	9.62%	9.40%	9.57%
其他负债	1522.27	1552.23	1614.56	1655.78	营运能力				
负债合计	4658.34	5178.15	6553.92	7435.22	总资产周转率	0.50	0.57	0.63	0.62
股本	666.96	666.96	666.96	666.96	固定资产周转率	4.27	7.33	9.91	12.17
资本公积	2470.73	2470.73	2470.73	2470.73	应收账款周转率	1.94	2.10	2.29	2.15
留存收益	672.52	814.58	968.99	1129.27	存货周转率	3.74	4.19	4.14	3.95
归属母公司股东权益	3807.97	3950.03	4104.44	4264.72	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.87%	—	—	—
少数股东权益	121.40	145.31	177.02	214.21	资本结构				
股东权益合计	3929.37	4095.34	4281.47	4478.92	资产负债率	54.24%	55.84%	60.49%	62.41%
负债和股东权益合计	8587.71	9273.49	10835.39	11914.14	带息债务/总负债	38.79%	35.20%	36.29%	37.59%
					流动比率	1.65	1.57	1.42	1.37
					速动比率	1.39	1.28	1.16	1.12
					股利支付率	43.09%	35.10%	46.79%	52.91%
业绩和估值指标									
EBITDA	340.72	490.79	595.16	677.69	每股指标				
PE	84.67	47.90	36.13	30.81	每股收益	0.19	0.33	0.44	0.51
PB	2.67	2.56	2.45	2.34	每股净资产	5.89	6.14	6.42	6.72
PS	2.69	2.06	1.66	1.48	每股经营现金	0.37	0.89	0.35	0.55
EV/EBITDA	28.86	19.07	15.81	13.84	每股股利	0.08	0.12	0.20	0.27
股息率	0.51%	0.73%	1.30%	1.72%					

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。