

研究所

证券分析师：李会坤 S0350512050001
0755-83706347 lihk@ghzq.com.cn

浴火重生，业绩有望实现高速增长

——泰豪科技（600590）点评报告

事件：

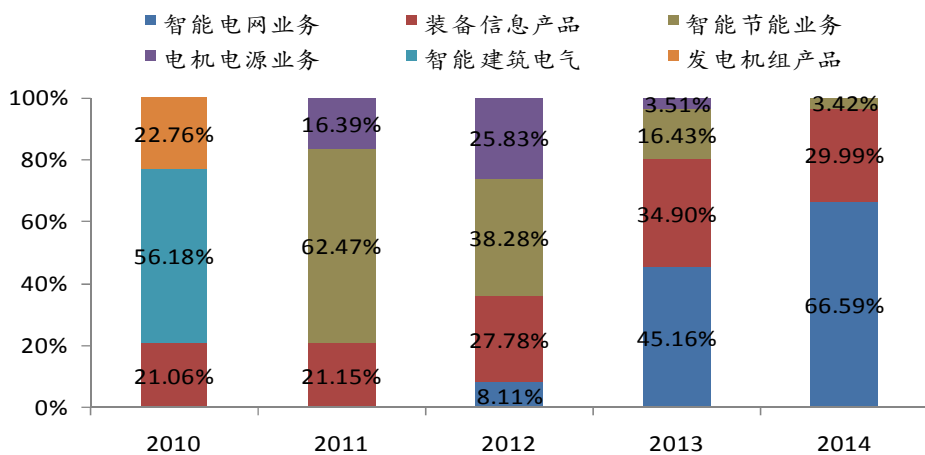
公司公布 2014 年年报，公司 2014 年营业收入为 292,070.96 万元，较去年同期增长 16.76%，归属于母公司股东净利润 5,817.89 万元，同比增长 299.32%，每股收益 0.12 元，拟每 10 股派 0.6 元。

投资要点：

1、公司经营及财务数据概况

泰豪科技（600590.SH）是国内首家智能建筑电气上市公司，过往业务包括智能建筑电气、装备信息产品、发电机组产品等，公司 2014 通过剥离子公司，目前发展重点集中于智能电网以及装备信息产品两大领域，2014 年智能电网业务营收占比约 66.59%。

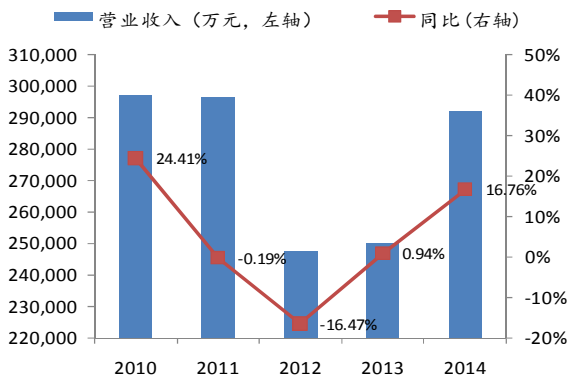
图 1、公司主营业务结构



资料来源：公司数据、国海证券研究所

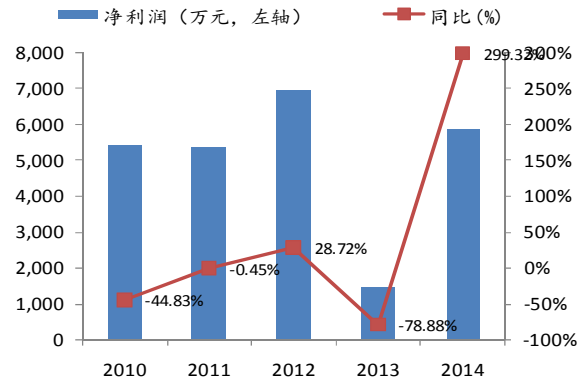
公司 2014 年营业收入较去年同期增长 16.76%，归属于母公司股东净利润同比增长 299.32%。其中 2014 年扣非后净利润为 3856.78 万元，较上年增长 1088.65%，公司业绩增长主要源于剥离亏损业务，以及主线智能电网增速较快。另外，公司 2014 年获得政府补助 3004.99 万元，较上年增长约 81.46%，计入当期非经常性损益 2429.31 万元。

图 2、公司营收及同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 3、公司净利润及同比增速



资料来源：WIND、国海证券研究所

2、出售亏损子公司，聚焦智能电表与装备制造

(1) 剥离亏损业务

2014 年 10 月，公司公告拟将全资子公司泰豪沈电 100%股权转让给北京泰豪及邹映明。泰豪沈电主营大中型电机、永磁电机及配件制造，近年经营业绩不佳，2013 年亏损 6140.53 万元，而上市公司 2013 整体净利润为 1467.74 万元，泰豪沈电给公司造成较大经营负担。我们认为，剥离亏损业务后，公司净利润将能得到较大幅度提升。

表 1、泰豪沈电经营情况

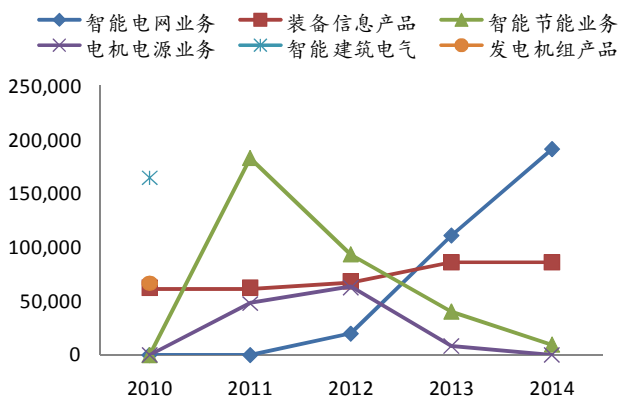
	2012	2013	2014Q1-Q3
营业收入	17,046.78	8,637.18	7,054.14
净利润	-3,209.23	-6,140.53	-5,865.94

资料来源：公司数据、国海证券研究所

(2) 聚焦智能电网与装备制造

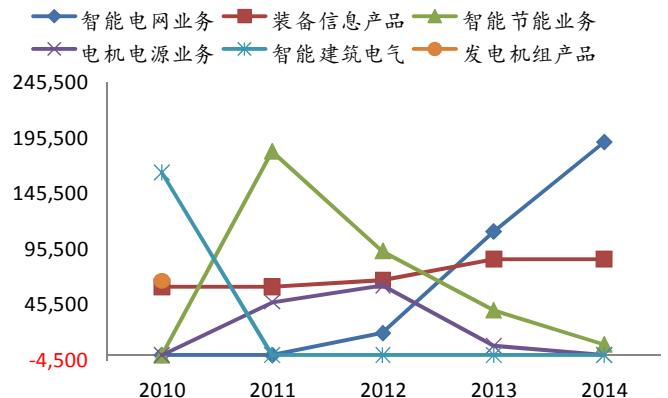
目前，公司将未来发展聚焦在智能电网、装备制造两项业务，其中智能电网业务 2014 年实现营业收入 19.12 亿元，同比增长 26.32%，公司业务增长较快，并具备广阔市场空间。

图 4、各类业务营收情况（万元）



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 5、各类业务毛利情况（万元）



资料来源：WIND、国海证券研究所

3、股权激励彰显信心

公司于 2014 年 9 月公告股权激励计划，以定向发行新股方式，向激励对象授予 600 万股限制性股票，价格 4.2 元/股，占审议前公司总股本的 1.2%，此次参与股权激励对象为 10 人，主要为公司董事、高管及中层管理人员。

表 2、公司股权激励条件

行权期	解锁安排	公司业绩考核条件	解锁比例
第一个解锁期	授予日后 12-24 个月	2014 年净利润较 2013 年增加 3,000 万元, 营收增长 10%	30%
第二个解锁期	授予日后 24-36 个月	2015 年净利润较 2013 年增加 6,000 万元, 营收增长 30%	30%
第三个解锁期	授予日后 36-48 个月	2016 年净利润较 2013 年增加 10,000 万元, 营收增长 50%	40%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

此次股权激励行权条件对公司净利润增速要求较高，以最低行权条件测算，公司 2014-2016 扣非后净利润增速需分别达到 769.03%、114.95%和 71.3%，一定程度反映出公司对未来业务高速扩张的信心。

表 2、最低行权条件的净利润、营收要求

项目	基期业绩	最低行权要求测算		
	2013	2014	2015	2016
营收(万元)	250148.85	275163.7	325193.5	375223.275
扣非后净利润(万元)	-390.10	2609.90	5609.90	9609.90
扣非后净利润增速		769.03%	114.95%	71.30%

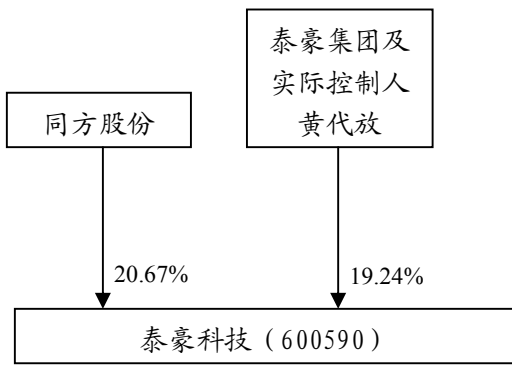
资料来源：公司数据、国海证券研究所

4、非公开发行引入硅谷天堂增加外延扩张预期

公司 2014 年 10 月公告非公开发行方案，拟向硅谷天堂在内多家机构非公开发行股票，合计不超 14,550 万股，发行价格为 7.56 元/股，募集资金不超过 11 亿元，其中 5 亿用于偿还银行贷款，其它用于补充流动资金。

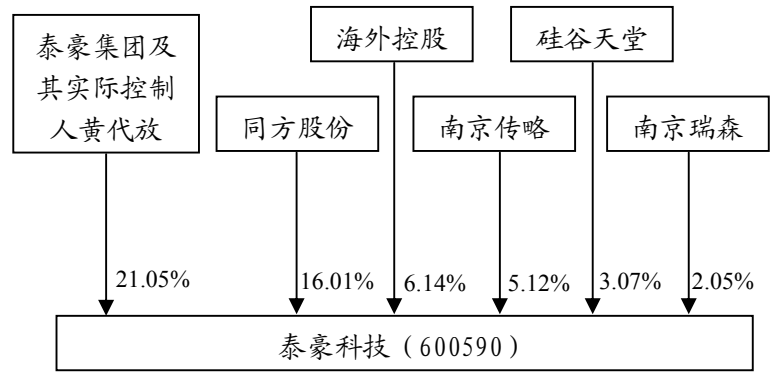
若发行顺利完成，硅谷天堂将拥有公司约 3.07%股份。硅谷天堂过去曾持股多家上市公司，利用上市公司+PE 手法，通过一二级市场联动，为上市公司创造外延扩张机会。此次引入硅谷天堂，增加公司外延扩张预期。另外，此次非公开发行亦能进一步降低公司资产负债率，优化公司股权结构，使公司流动资金更加充裕。

图 6、公司目前主要股东情况



资料来源：WIND、国海证券研究所

图 7、非公开发行后股东情况测算



资料来源：WIND、国海证券研究所

5、盈利预测与投资建议

我们认为，公司通过剥离亏损子公司，使上市公司摆脱亏损负担，另通过聚焦智能电网与装备制造，集中精力发展优势业务，业务结构更为合理。公司股权激励方案反应公司管理层对业绩高速增长的信心，而通过非公开发行，优化公司资产结构，使流动资金更加充裕，引入硅谷天堂，增加外延扩张预期。给予公司增持评级，预计公司 2015-2017EPS 分别为 0.19、0.28、0.36 元(假设非公开发行 2015 年完成,考虑其影响),对应 PE 分别为 64.40、43.07、33.77 倍，给予公司增持评级。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入 (百万元)	2921	3402	4082	4776
增长率(%)	17%	16%	20%	17%
净利润 (百万元)	59	121	181	231
增长率(%)	299%	107%	50%	28%
摊薄每股收益 (元)	0.12	0.19	0.28	0.36
ROE(%)	2.59%	3.73%	5.82%	7.87%

6、风险提示

智能电网等业务国家政策变动风险、并购外延扩张未及预期风险。

表 3、盈利预测

证券代码:		600590.SH		股票价格:		11.99		投资评级:		增持		日期:		2015/2/25	
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E						
盈利能力					每股指标										
ROE	3%	4%	6%	8%	EPS	0.12	0.19	0.28	0.36						
毛利率	17%	19%	19%	19%	BVPS	4.32	4.87	4.63	4.32						
期间费率	15%	13%	12%	11%	估值										
销售净利率	2%	4%	4%	5%	P/E	103.61	64.40	43.07	33.77						
成长能力					P/B	2.78	2.46	2.59	2.78						
收入增长率	17%	16%	20%	17%	P/S	2.08	2.30	1.91	1.64						
利润增长率	299%	107%	50%	28%											
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E						
总资产周转率	0.50	0.48	0.59	0.66	营业收入	2921	3402	4082	4776						
应收账款周转率	2.02	2.02	2.02	2.02	营业成本	2420	2773	3310	3887						
存货周转率	3.77	3.77	3.77	3.77	营业税金及附加	19	22	27	32						
偿债能力					销售费用	119	134	130	100						
资产负债率	61%	54%	55%	59%	管理费用	194	226	272	318						
流动比	1.00	1.26	1.10	1.05	财务费用	106	59	33	35						
速动比	0.80	1.05	0.87	0.81	其他费用/(-收入)	1	0	0	0						
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	62	187	311	405						
现金及现金等价物	897	1720	1074	801	营业外净收支	32	15	15	10						
应收款项	1447	1685	2023	2366	利润总额	94	202	326	415						
存货净额	642	741	885	1039	所得税费用	36	77	124	158						
其他流动资产	213	249	298	349	净利润	58	125	202	257						
流动资产合计	3199	4395	4280	4555	少数股东损益	(0)	4	20	26						
固定资产	1077	1070	1093	1103	归属于母公司净利润	59	121	181	231						
在建工程	71	151	141	141	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E						
无形资产及其他	308	308	277	247	经营活动现金流	183	(385)	(574)	(558)						
长期股权投资	237	237	237	237	净利润	58	125	202	257						
资产总计	5822	7090	6957	7212	少数股东权益	(0)	4	20	26						
短期借款	624	624	624	624	折旧摊销	126	139	138	137						
应付款项	1568	1810	2162	2538	公允价值变动	0	0	0	0						
预收帐款	224	261	313	366	营运资金变动	(1)	(653)	(934)	(978)						
其他流动负债	791	791	791	791	投资活动现金流	(43)	(72)	(13)	(11)						
流动负债合计	3207	3486	3890	4319	资本支出	560	(72)	(13)	(11)						
长期借款及应付债券	308	308	(92)	(92)	长期投资	393	0	0	0						
其他长期负债	43	43	43	43	其他	(997)	0	0	0						
长期负债合计	351	351	(49)	(49)	筹资活动现金流	683	864	(738)	(432)						
负债合计	3558	3837	3841	4270	债务融资	(1012)	0	(400)	0						
股本	506	652	652	652	权益融资	25	1090	0	0						
股东权益	2264	3253	3116	2942	其它	1670	(226)	(338)	(432)						
负债和股东权益总计	5822	7090	6957	7212	现金净增加额	823	407	(1326)	(1000)						

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

感谢实习生杨雪对本报告的贡献

【分析师承诺】

李会坤，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本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和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

【合规声明】

本公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。