



Research and
Development Center

背靠清华、壮大军工

—— 泰豪科技（600590.sh）深度报告

2015年06月02日

范海波 行业分析师

皮建国 行业分析师

刘磊 研究助理

证券研究报告

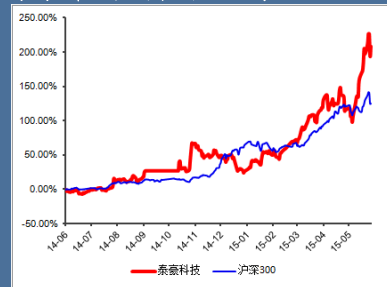
公司研究——首次覆盖

泰豪科技 (600590.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

泰豪科技相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2015.6.1)

收盘价(元)	23.98
52周内股价波动区间(元)	6.47-23.5
最近一月涨跌幅(%)	42.58
总股本(亿股)	5.06
流通A股比例(%)	98.81
总市值(亿元)	121.42

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

范海波 CFA, 行业分析师

执业编号: S1500510120021

联系电话: +86 10 63081252

邮箱: fanhaibo@cindasc.com

皮建国 行业分析师

执业编号: S1500514040001

联系电话: +86 10 63081286

邮箱: pijianguo@cindasc.com

刘磊 研究助理

联系电话: +86 10 63081275

邮箱: liulei2@cindasc.com

背靠清华、壮大军工

2015年06月02日

本期内容提要:

- ◆ **泰豪科技战略转型初见成效。**2014年泰豪科技将负效资产剥离并明确提出“集中资源发展军工装备和智能电力业务”。2015年泰豪科技定向增发获批,募集资金8.5亿元并引入战略投资者。我们判断,泰豪科技在成功实施资产优化、战略调整和募集资金后,业绩反转将是大概率事件。
- ◆ **泰豪科技在智能电力领域实力雄厚。**我们看好泰豪科技智能电力设备的市场前景。泰豪科技与清华紧密合作,清华技术持续为泰豪科技研发提供支持;智能电力设备是军民两用技术,在民用电网和军用电力系统均具有广阔的应用前景。
- ◆ **泰豪科技将受益于国家军民融合战略。**泰豪科技军品业务起步早、技术和规模具备领先优势,是民参军企业中的佼佼者。在政策支持下,我们看好泰豪科技未来外延式发展的前景。
- ◆ **盈利预测与投资评级:**考虑到泰豪科技定向增发已获证监会批准,我们假设本次定增在2015年可以完成,预计泰豪科技2015年至2017年营业收入为34.82亿元、41.58亿元和49.28亿元,归母净利润为1.03亿元、1.47亿元和1.63亿元,以增发后股本6.19亿股计算,对应的EPS分别为0.18元、0.24元和0.26元,首次覆盖,给予公司“买入”的评级。
- ◆ **股价催化剂:**军品业务获得大额订单;资产并购取得突破。
- ◆ **风险因素:**军工行业开放导致竞争加剧,泰豪科技军品毛利率有下滑风险;电力设备市场竞争激烈,毛利率普遍不高;定向增发进程低于预期;泰豪科技未来并购整合存在不确定性。

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,501.49	2,920.71	3,482.47	4,157.94	4,927.52
增长率 YoY %	0.94%	16.76%	19.23%	19.40%	18.51%
归属母公司净利润(百万元)	14.67	58.60	103.28	147.14	162.52
增长率 YoY%	-78.88%	299.32%	76.26%	42.46%	10.45%
毛利率%	17.01%	17.13%	17.70%	17.70%	17.71%
净资产收益率 ROE%	0.68%	2.71%	3.93%	4.68%	4.93%
每股收益 EPS(元)	0.03	0.12	0.18	0.24	0.26
市盈率 P/E(倍)	1,011	253	144	101	91
市净率 P/B(倍)	5.69	5.55	4.83	4.61	4.39

资料来源:wind, 信达证券研发中心预测 注:股价为2015年06月01日收盘价,每股收益按定向增发后6.19亿股计算。

目 录

投资聚焦.....	1
聚焦主业，做强军工和智能电网领域.....	2
省校合作的典范.....	2
“一加一减”，主业突出.....	2
打造智能用电和能源管理领域的顶尖企业.....	3
智能电网是电力系统与信息技术的完美融合.....	3
智能电网是国家建设规划的重要内容之一.....	4
“民参军”标杆企业.....	7
民参军迎来春天.....	7
军用电力系统是打赢信息化战争的基本保障.....	8
泰豪科技是民参军企业中的佼佼者.....	9
盈利预测、估值与投资评级.....	12
盈利预测及假设.....	12
估值与投资评级.....	13
风险因素.....	14

表 目 录

表 1 非公开发行股票发行对象及认购金额.....	2
表 2 上市以来泰豪科技主营业务变更.....	3
表 3 智能电网与传统电网的差别.....	4
表 4 国外智能电网发展状况.....	4
表 5 国家电网公司“坚强智能电网”规划.....	5
表 6 军用电站的特点.....	9
表 7 武器装备对军用电站的需求.....	9
表 8 通信指挥车的主要功能.....	11
表 9 军用方舱的特点.....	12
表 10 泰豪科技分业务 2015 年至 2017 年营业收入和毛利率预测.....	13
表 11 电力设备行业上市公司一致性预期与估值比较.....	13

图 目 录

图 1 智能电网多个环节及相关技术设备.....	5
图 2 2011 年至 2015 年国家电网智能电网投资额（单位：亿元）和各环节智能化投资比例 ..	5
图 3 “十三五”智能电网各环节年平均投资额简单测算（单位：亿元）.....	6
图 4 军用电力系统结构图.....	8
图 5 泰豪科技军工产品示例.....	10
图 6 泰豪科技军品业务.....	11

投资聚焦

核心观点/投资逻辑

泰豪科技 2014 年将持续亏损的电机业务剥离出上市公司，2015 年明确提出“集中资源发展军工装备和智能电力两大核心业务”，2015 年 5 月泰豪科技定向增发已获证监会审核通过，计划募集资金 8.5 亿元用于还贷和补流。我们认为，2014 年至今泰豪科技通过清理不良资产、调整战略方向、定向增发募集资金和引入战略投资者等动作，扭转了 2012 年以来的下滑趋势。泰豪科技在电力系统设备领域实力雄厚，在国家智能电网建设中占得先机。我们认为，泰豪科技在智能电网设备领域具有技术和市场优势，技术优势来自于清华大学的紧密合作，清华技术可以持续为泰豪科技新产品研发提供支持；市场优势来自于泰豪科技成功开拓军民两个市场，智能电网在民用电网和军用电力系统都具有长远的应用前景。

2015 年国家再次提出深化军民融合，鼓励和引导民营企业参与国家军事工业。泰豪科技作为民参军企业中的佼佼者将充分受益于政策红利。另外，泰豪科技在年报中明确提出外延式发展战略，2015 年将通过并购手段实现军工产业的规模化发展。

与市场不同之处

泰豪科技传统智能电网业务增长乏力。电力设备（一次设备和二次设备）研制领域市场竞争激烈，虽然国家投资规模达百亿量级，但设备提供商的利润水平并不高。泰豪科技尽管在中低压配电柜、电网调度、低压配电能领域有技术和规模优势，但该类市场格局已定，泰豪科技进一步提升市场占有率难度较大。

泰豪科技军品业务产品线分散，主导产品军用电站在技术和规模有较大优势。但是未来军方对军用电站、军用方舱、军用通信指挥车等可能采用竞争性采购，该类产品的毛利率存在下滑风险。泰豪科技做大军工产业需要开拓新的、高附加值业务。

股价催化剂

泰豪科技获得军品业务获得大额订单；泰豪科技资产并购取得突破。

盈利预测与投资评级

考虑到泰豪科技定向增发已获证监会批准，我们假设本次定增在 2015 年可以完成，预计泰豪科技 2015 年至 2017 年营业收入为 34.82 亿元、41.58 亿元和 49.28 亿元，归母净利润为 1.03 亿元、1.47 亿元和 1.63 亿元，以增发后股本 6.19 亿股计算，对应的 EPS 分别为 0.18 元，0.24 元和 0.26 元。按照 2015 年 6 月 1 日收盘价 23.98 元计算，对应 PE 分别为 144 倍、101 倍和 91 倍。考虑到泰豪科技未来在军工信息化领域的规模化发展战略及其在智能电网领域的领先地位，首次覆盖，给予公司“买入”的评级。

风险因素

- 1、随着军工行业开放日益增加，竞争加剧导致泰豪科技军品业务毛利率有持续下滑风险；
- 2、智能电力一次、二次设备的市场竞争激烈导致毛利率不高；
- 3、泰豪科技定向增发进程低于预期；
- 4、泰豪科技并购整合存在较大不确定性。

聚焦主业，做强军工和智能电网领域

省校合作的典范

泰豪科技股份有限公司（以下简称泰豪科技）是江西省和清华大学“省校合作”推动下于 1996 年注册成立的高科技公司。泰豪科技大股东和创始人之一黄代放即为清华校友，泰达科技近二十年创业历程中，借助清华大学的人文、技术资源发展是关键，早在 1997 年清华系知名企业清华同方注资入股泰豪科技，与清华大学产学研合作，泰豪科技先后在智能建筑、军工电源、管机电一体化等领域取得了突破。例如，泰豪科技将清华技术融入三波电机（即江西清华泰豪三波电机有限公司），创造了电源行业内唯一获得国家发明奖的产品。公司拥有计算机系统集成一级资质，是国家火炬计划重点高新技术企业、国家火炬计划软件产业基地骨干企业。

目前，泰豪科技主营业务涉及智能电网、电机电源、军工信息和智能节能四大业务领域。智能电网业务中，泰豪科技从事电力一次设备（智能装置）、二次设备（智能配电、智能用电和能效管理）和电力软件等三次产品的研发与经营；电源电机业务以智能发电、配电产品及节能电动机设计、生产和销售核心，电源产品已经广泛应用于工厂、矿山、楼宇、交通、电力等领域，中标多个国家重点工程；军工信息领域涉及通信指挥系统、军用电站、卫星导航、引信弹药、雷达、特种空调等产品，已经广泛装备到我国陆、海、空、二炮等各兵种；智能节能业务是泰豪科技建立之初依托清华大学，进入智能建筑电气产业，拥有建筑智能化工程专业承包一级等各项资质。

“一加一减”，主业突出

2014 年泰豪科技经营上执行“加减法”，“加法”是通过非公开发行股份引入战略投资者，“减法”是剥离盈利能力低甚至亏损业务（如电机）。

2015 年 05 月 20 日，泰豪科技定向增发申请获得证监会审核通过。本次非公开发行股票数量不超过 11242 万股，发行价格为 7.56 元/股，募集资金约 8.5 亿元。发行对象包括泰达集团（本公司股东之一）、中国海外控股集团有限公司（简称海外控股）、南京瑞森投资管理合伙企业（简称南京瑞森）、天津硅谷天堂阳光股权投资基金合伙企业（简称天津硅谷天堂）、新疆硅谷天堂嘉鸿股权投资合伙企业（简称新疆硅谷天堂）等五家公司非公开发行股票募集资金。本次发行完成后，泰豪集团对泰豪科技的持股比例将增加到 22%，取代同方股份成为第一大股东，同方股份持股比例将为 16.72%，降为第二大股东。

表 1 非公开发行股票发行对象及认购金额

认购对象	认购股数	认购金额	锁定期
泰豪集团	3968 万股	3 亿元	36 个月
海外控股	3968 万股	3 亿元	36 个月
南京瑞森	1322 万股	1 亿元	36 个月

天津硅谷天堂	992 万股	0.75 亿元	36 个月
新疆硅谷天堂	992 万股	0.75 亿元	36 个月

资料来源：公司公告，信达证券研发中心整理

泰豪科技计划将本次非公开发行股票募集资金 8.5 亿元全部用于偿还银行贷款（5 亿元）和补充流动资金。更为重要的是通过本次定增引入海外控股、南京瑞森和硅谷天堂等战略投资者，一方面可以优化股权结构，另一方面战略投资者在各自领域的优势可以助力泰豪科技的长期成长，如海外控股在建筑承包领域的优势可与泰豪科技在智能电网业务实现互补；南京瑞森和硅谷天堂可为泰豪科技并购资产提供服务。

2014 年 10 月 28 日，泰豪科技发布公告将持续亏损的电机业务（泰豪沈阳电机有限公司）剥离出上市公司。同时，泰豪科技再次调整业务布局，明确提出“集中资源发展军工装备和智能电力两大核心业务”。同年 9 月，泰豪科技实施向子公司江西清华泰豪微电机公司（主营军用发电机研制业务）增资。

表 2 上市以来泰豪科技主营业务变更

时间	主营业务
2002 年	智能电站产品、智能电气产品和光电信息产品
2003 年	智能电站产品、智能电气产品、光电信息产品和楼宇电气产品
2004 年	楼宇电气、发电机组、电力电气和光电信息产品
2006 年	智能建筑电气、发电机及机组、装备信息产品
2011 年	智能节能业务、电机电源业务和装备信息业务
2012 年	智能电网业务、电机电源业务、装备信息业务和智能节能业务
2013 年	智能电力、装备信息、智能节能、电机产品
2014 年	军工装备、智能电力

资料来源：上市公司 2014 年年报

我们认为，泰豪科技实施“一加一减”，一方面通过定向增发引入战略投资者，为下一步资本运作和实现军工业务规模化发展打下良好基础；另一方面，通过剥离“止血”使企业轻装上阵、聚焦主业，为泰豪科技实现业绩反转创造条件。

打造智能用电和能源管理领域的顶尖企业

智能电网是电力系统与信息技术的完美融合

智能电网，目前国内尚没有统一的定义。通常指一种完全自动化的供电网络，从发电厂到用户端的每个节点利用先进的传感

器技术、通信技术、信息处理技术实现能量和信息的双向流动，保障电网安全、可靠、经济地运行。与传统电网相比，智能电网体现了信息技术与能源控制领域的完美融合，设备之间的信息双向交互是其最重要的特点。

表 3 智能电网与传统电网的差别

	传统电网	智能电网
信息流	单向	双向
与用户交互	很少	很多
仪表类型	机电型	数字型
运行管理	工人校核	远程监视
功率提供与支持	集中发电	集中发电和分布式发电并存
潮流控制	有限的	普遍的
可靠性	故障和电力中断	自适应保护和孤岛化
供电恢复	人工	自愈
网络拓扑	辐射状	网状

资料来源：信达证券研发中心整理

智能电网的兴起源于人们对电力系统可靠性和经济性的诉求。二十一世纪以来，智能电网成为世界各大工业国家争先研究和试验的领域，各国根据实际用电需求提出并实施不同的智能电网建设规划。

表 4 国外智能电网发展状况

国家	详细状况
美国	2003 年，美国电力研究院提出“智能电网”概念；
	2006 年，美国 PJM 公司完成智能电网战略规划；
	2008 年，美国科罗拉多州博尔德成为全美第一个智能电网城市；
	2009 年，美国国家标准与技术局公布“智能电网标准化路线图”。
欧洲	2001 年，意大利电力公司安装和改造了 3000 万台智能电表；
	2006 年，欧盟提出《欧洲可持续的、竞争的和安全的电能策略》；
	2009 年，瑞典智能仪表累计安装数达到 470 万台；
	2010 年，德国进行智能仪表应用试验；
日本	2010 年，电力公司在孤岛上进行大规模构建智能电网试验；
	2010 年，电力公司将智能仪表引入光纤通信网。

资料来源：信达证券研发中心整理

智能电网是国家建设规划的重要内容之一

我国面临能源结构与分布不合理困难，前期通过特高压电网建设解决了电能大容量、远距离传输的问题，后期加强电网运行的可靠性和经济性必然成为建设重点。国家电网公司牵头制定了“坚强智能电网”规划。早在2009年初，我国已把智能电网纳入国家建设战略规划之中。建设投资也在逐渐增大，预计到2020年总投资将达4万亿，整个投资过程将分为三个阶段进行。第一阶段2009-2010年的电网总投资为5510亿元，智能化投资为341亿元，年均智能化投资为170亿元，占电网总投资的6.2%；第二阶段电网总投资预计为15000亿元，智能化投资为1750亿元，年均电网投资350亿元，占总投资的11.7%；第三阶段电网总投资为14000亿元，智能化投资为1750亿元，年均智能化投资350亿元，占总投资的12.5%。

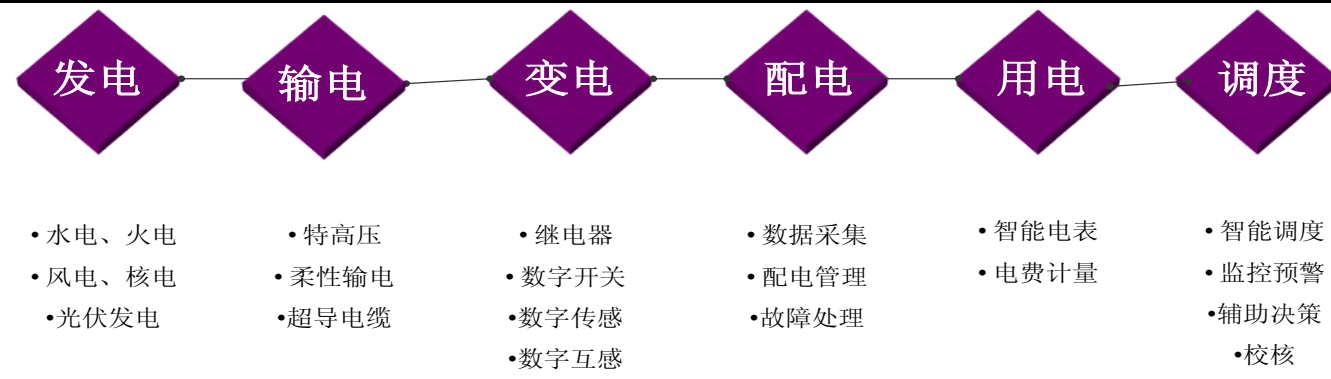
表5 国家电网公司“坚强智能电网”规划

步骤	时间	任务
试点阶段	2009年至2010年	制定“坚强智能电网”规划；关键技术研发和设备研制；多个环节试点。
全面建设阶段	2011年至2015年	针对电网公司建设需求研发产品，提供解决方案。
引领提升阶段	2016年至2020年	建立统一的“智能电网”，技术和装备达到国际领先；形成新的电网运行、服务模式。

资料来源：信达证券研发中心整理

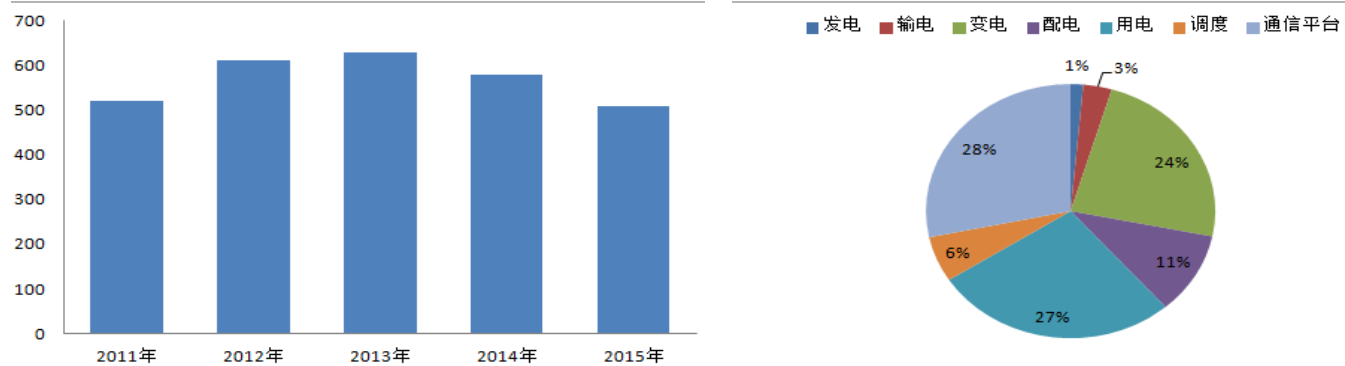
智能电网包括发电、输电、变电、配电、用电和电力调度六大环节以及信息支撑平台，市场需求方主要是国家电网、南方电网、地方供电局及电力公司。智能电网建设涉及多种技术装备，发电和电网运营企业、电力设备供应商、系统集成服务商等构成一个庞大的产业链。智能电网建设是一个庞大的工程，未来几年上万亿元的投资将涉及行业的众多环节。根据国家电网与南方电网的“十二五”规划，五年间电网投资总规模约为3万亿（国网2.55亿，南网0.4万亿），智能化投资占电网投资的比例提高到11.67%。

图1 智能电网多个环节及相关技术设备



资料来源：信达证券研发中心整理

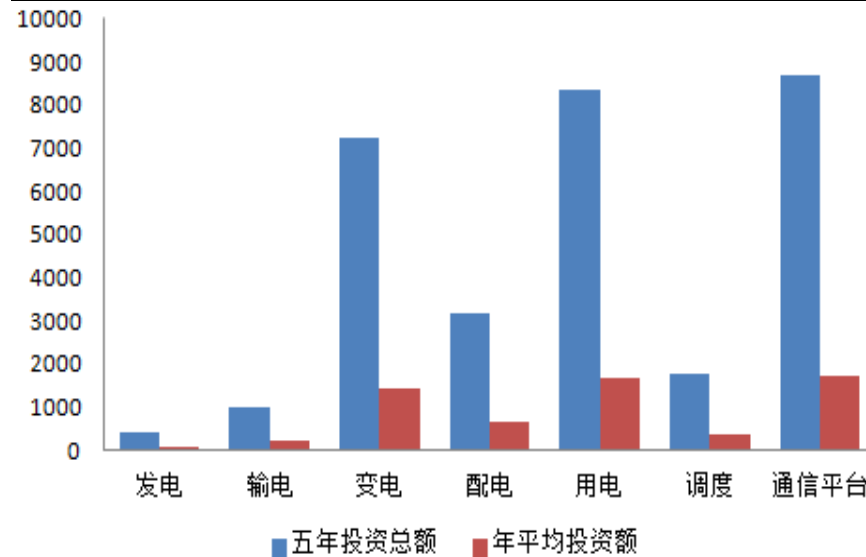
图2 2011年至2015年国家电网智能电网投资额（单位：亿元）和各环节智能化投资比例



资料来源：信达证券研发中心整理

从国家电网智能电网投资各个环节投资比例看，通信平台、用电和变电占比较高，分别是28%、27%和24%，其次是配单，占比11%。根据《国家电网智能化规划总报告》提出：智能电网在“十二五”期间占电网投资的11.57%，到“十三五”提升到12.5%。我们认为，未来五年我国执行经济“新常态”的战略转型，社会用电量增速和电网基本建设投资将保持稳定增长。“十二五”电网投资总额约2.55万亿，我们假设，未来“十三五”电网投资总额增长20%，约合3.06万亿，假设各智能化环节投资比例不变，我们可以简单估算出未来五年智能电网的年平均投资额。

图3 “十三五”智能电网各环节年平均投资额简单测算 (单位：亿元)



资料来源：信达证券研发中心整理

泰豪科技智能电网业务涵盖电力网和终端用电设备，涉及一次电气设备、二次设备、配电自动化产品和智能电网软件，主要产品包括电力调度管理应用软件、电网安全生产管理应用软件、智能配电自动化系统、中低压成套电力设备、变频器、转换开关、测控系统等。电网一次设备规模较大但集中度低，行业进入门槛不高，呈现地域分割特征，泰豪科技一次设备主打产品中低压配电柜市场分布在江西、安徽、湖北、湖南等地；电网二次设备中，泰豪科技的优势在电网调度领域、低压配电和需求侧管理领域。

“民参军”标杆企业

民参军迎来春天

党的十八大习近平总书记提出“军民融合深度发展”，相比于十七大胡锦涛总书记提出的“军民融合式发展”，新提法深刻揭示了新形势下经济建设和国防建设的特点规律，指出推进军民融合深度发展，有利于促进经济发展方式转变和经济结构调整，有利于增强国家战争潜力和国防实力。2014年12月初召开的全军装备工作会议上，习近平总书记再次强调“要坚持军民融合深度发展，结合深化改革，加快建立推动军民融合发展的统一领导、军地协调、需求对接、资源共享机制，扎实推动国防科技和装备领域军民融合深度发展。”2015年“两会”期间，习近平总书记提出，把军民融合发展上升为国家战略。

“民参军”和“军转民”是落实军民融合的主要方式。军转民可以充分发挥军用高新技术的辐射带动作用，实现国家投资“一份投入，两份产出”；民参军现阶段主要目的在于让民企充当“鲶鱼”的角色，激活市场、增强军工行业的竞争性，为推进我国军工体制改革创造条件。

2014年以来国家和军方在引导和鼓励“民参军”上持续释放的政策信号，军工开放的步伐和程度逐步深入。如2015年1月，总装备部发起设立“全军武器装备采购信息网”正式运营，成为全军武器装备采购需求信息的权威发布平台，为军工企业、优势民企产品和技术重要汇集通道，引导民参军服务窗口；工信部科工局印发了2015年军民融合专项行动计划和实施方案，编制《民参军技术与产品推荐目录》；目前总装备部联合相关单位正在论证简化“民参军”准入审查程序，制定武器装备采购名录，未来将逐步推行“非禁即用”的采购政策。我们认为，未来的武器装备研制生产领域垄断是特例，竞争将成为常态。这为更多的有技术优势、机制灵活的民营企业参与我国军工行业创造了良好条件。

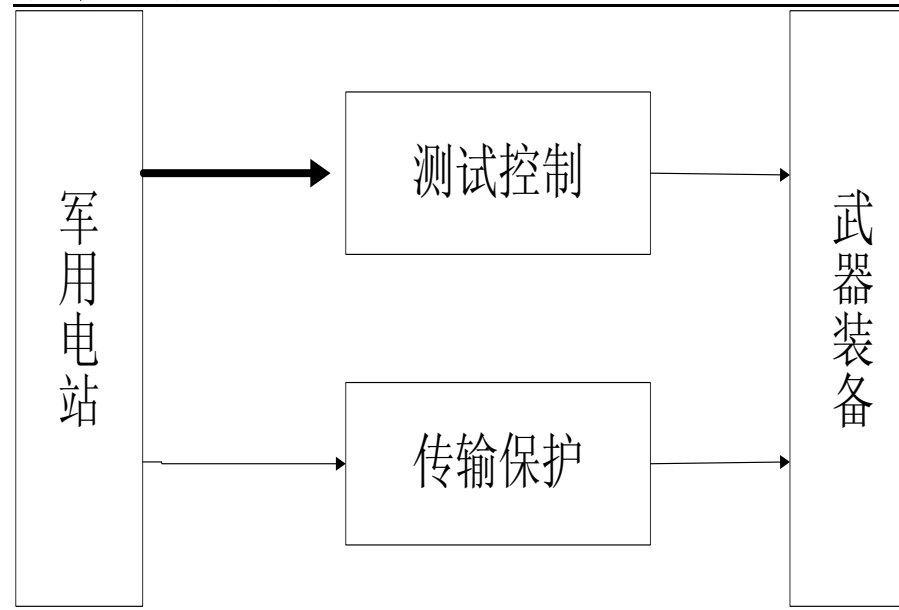
早在2012年，总装陆军装备科研订购部率先开展的军用方舱、光电观测、军用空调等集中采购试点。这表明，类似方舱、军用空调、特种车等通用装备，军方将逐步采取竞争性采购的模式，在打破国有军工企业垄断后，民营企业，特别是拥有技术、规模和经营机制优势的民营企业将会分享到军工市场的收益。

军用电力系统是打赢信息化战争的基本保障

军用电力系统的性能与民用电力相比，既有相同的一面，也有其特殊的一面。相同之处包括可靠性、电气性能、噪声、节能等；不同之处在于军用电力系统对机动性、环境适应能力、通用性等有特殊要求，另外，军用电力系统对可导性和电气性能的要求一般要高于民用电力系统。

军用电力系统与民用电网相比容量较小，频率波动大。战争发生时，民用电网一般首先遭受打击，以军用电站为核心的独立电力系统几乎是武器装备供配电的唯一选择。随着武器装备电气化、信息化程度的加深，野战条件下用电量激增，这给军用电能供配电提出更大挑战。若想打赢信息化战争，作战单位与供配电系统必须实现精确匹配。

图 4 军用电力系统结构图



资料来源：信达证券研发中心整理

军用电站是大型装备系统的“心脏”，以电站为核心的供配电系统已经成为制约武器作战效能的关键因素。随着武器装备性能与电气化程度的不断提升，其对电站的依赖性也逐步加深。现代战争经验表明，只要摧毁了敌方供电设备，其先进武器装备系统必然处于瘫痪状态。随着高技术化、大型复杂武器系统电气化程度的不断提高，系统作战效能对供电电站的依赖性也逐步增强。

在信息化局部战争中，军用电站需要恶劣的战场环境下持续执行作战任务。与民用移动电站相比，军用电站在可靠性、通用

性、机动性、环境适应等方面有其特殊的需求。从武器装备对电站电气性能看，装备越精密对电站供电品质的要求越苛刻。

表 6 军用电站的特点

特点	详细需求
可靠性	可靠性和寿命是第一要素。可靠性取决于内燃机和元器件的质量，可用平均故障时间来度量。
通用性	在系统、分系统、设备、元器件等多个层级实现通用，实现“一机多用”、“一机多型”。
机动性	快速机动能力；在保证电源效率的前提下，体积和质量尽可能减小。
环境适应性	在复杂地形气候条件（如高原、山地、严寒、潮湿）正常工作。
战场生存能力	降低噪声（主要是发动机噪声）、降低红外辐射和电磁辐射。

资料来源：信达证券研发中心整理

表 7 武器装备对军用电站的需求

武器装备	电气需求	电站选择
工程车辆、防化车辆	供电品质要求较低	IV 类电站
雷达、通信和电子对抗装备	供电品质要求较高	II 类电站和 III 类电站
精密电子设备、仪器仪表	供电品质要求极高	II 类电站以上

资料来源：信达证券研发中心整理

我国军用电站从上世界五十年代开始列装，目前已经形成了多个功率等级和规格的产品谱系，满足我军各兵种武器装备的供电需求。从发电原理看，我国军用电站可分为柴油机电站和汽油机电站两大类，共 21 个功率等级。其中柴油机电站分为 13 个功率等级，功率范围 5KW 至 200KW，用于陆军炮兵、通信兵、工程兵和海军、空军、二炮等部队；汽油机电站分为 8 个功率等级，功率范围 1KW 至 12KW，用于炮兵、通信兵、防化兵等部队。

泰豪科技是民参军企业中的佼佼者

泰豪科技军工业务起步早，产业优势明显，上市十余年来迅速成为民参军领军企业。我们认为，泰豪科技能够持续壮大军工业务的原因有两点：第一，与清华大学强强联合，清华技术持续融入到泰豪军工产业中，保证了泰豪科技军工产品的市场竞争力；第二，抓住电力技术军民通用性，发挥智能电力系统在军民两个市场的协同作用。

泰豪科技与清华大学合作成立了省级“院士工作站”，未来可以依托“国家认定企业技术中心”、“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深入全面合作，以加强装备创新科技项目及部队急需产品的研发，促进国防科技成果产业化。

泰豪科技军工装备业务主要产品包括军用电站、方舱、通信指挥系统、卫星导航、弹药引信、雷达和特种空调等，广泛应用与陆、海、空、等各军兵种。军用电站在泰豪科技军品业务中占比较高，在产品系类、技术水平、市场占有率等方面领先国

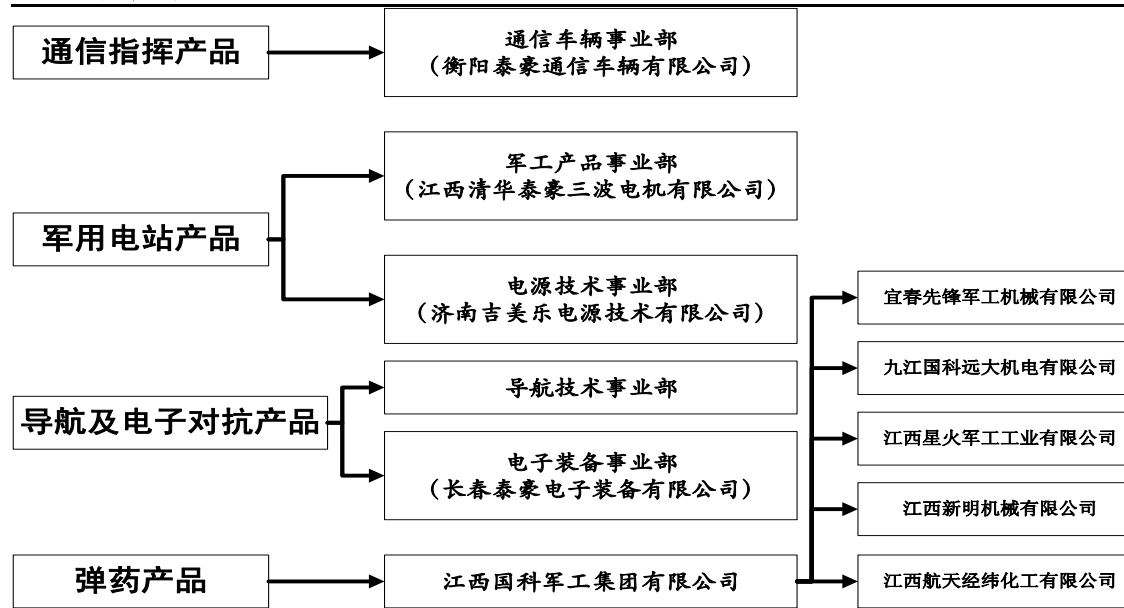
内，特别是配套通信车辆和军用雷达装备细分市场优势明显。未来泰豪科技在技术和规模两个方面加大投入，比如重点在供电一体化、新型电源、发电与供冷/暖一体化等方面开展技术研发。

图 5 泰豪科技军工产品示例



资料来源：泰豪科技主页

图 6 泰豪科技军品业务



资料来源：泰豪科技主页

除军用电站产品外，通信指挥车和方舱也是泰豪科技军品业务主打产品。泰豪科技的军用通信指挥车在型号系列及服务、系统集成等方面领先国内市场；在先进方舱技术方面有深厚的技术积累，有望开拓行业配套市场。

军用通信指挥车是结合了计算机技术、无线通信、卫星通信、数据分发处理等技术，已经成为信息化作战重要作战单位。

表 8 通信指挥车的主要功能

功能	
指挥控制	受领上级作战任务、对所属作战单元指挥控制；提供参谋作业、辅助决策、系统监控等；实现与各集团、各兵种协同作战。
情报处理	接收雷达等态势感知系统下发情报；情报信息融合分析并下发。
态势显示	软件支持下将地理信息、战场态势呈现数字地图上辅助战场决策。
通信	支持无线电、卫星、光纤、局域网等多种通信方式。
导航定位	采用北斗或 GPS 导航定位

资料来源：信达证券研发中心整理

军用方舱诞生于上世纪五十年代，美军首先在实战中使用方舱作为军事装备的搭载平台，之后七十年代，军事大国将方舱用于军队后勤以提升装备机动性。

表 9 军用方舱的特点

特点	详细描述
用途广泛	可作为移动指控所、雷达站、野战医院等功能设备的载体
机动性好	装载方便、运输方式多样化
防护性能好	抗振、隔热、电磁兼容性好
模块化	模块化，外形统一规格，根据需要组合；

资料来源：信达证券研发中心整理

军用方舱具有良好的战场机动能力、快速作战反应能力，适宜的舱载设备和人员工作环境，一定战场威胁防护能力。因此，军用地面设备方舱化已经成为发展趋势。方舱以期优良的机动运输、电磁屏蔽、密封保温、荷重比、强度刚度、三防和良好的性价比，正逐步取代性能落后的厢式车。美国军队使用多种类型的方舱，甚至用于装载大型作战装备（如低空导弹、相控阵雷达）。我们估计，美军装备方舱数量已达数万台。目前，军用方舱应用日益广泛，已经成为现代军队的基础装备之一。我国军用方舱自上世纪八十年代初期研制成功以后，经历了二十余年的快速发展，方舱装载体制在我军装备中得到了广泛的推广和应用。

我们看好泰豪科技军工业务未来的市场前景。在传统军用电站、通信指挥车和军用方舱领域，泰豪科技已经占据了国内市场的较大市场份额，在规模和技术均处于行业领先地位，下一步将密切跟踪用户需求，在专业化和定制化方向开展新产品研发，如高原环境专用电站、隐形防弹方舱等。

未来泰豪科技将充分利用资本市场实施外延式扩张以做大军工业务。在 2014 年年报中，泰豪科技明确表示，“推进参股、购并重组，以实现公司军工产业化规模化发展战略”，“将通过合作或并购的方式，积极开展军用核心元器件、配套产品投入，在系统或整机方面实现突破”。我们认为，信息化装备是其最可能的拓展方向，原因有三：第一，信息化（或信息技术）是衡量高精尖武器的重要指标，泰豪科技拓展高端信息化装备可以有效提升军品业务毛利率水平；第二，泰豪科技在军用通信指挥车、电子方舱领域积累了较强的电子装备的系统集成技术，同时有清华大学强有力支持，在关键技术攻关上有技术优势；第二，泰豪科技已经在雷达装备领域取得突破，2014 年首获军方订单。

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

- 1、泰豪科技 2014 年聚焦军工装备产业，其车载通信指挥平台、军工电站等产品将受益于我军信息化建设的高速发展。我们假设泰豪科技军工装备业务 2015 年至 2017 年营业收入增长率分别为 20%，18%和 15%；毛利率为 17%。
- 2、泰豪科技在电网软件、配电设备等具有技术和规模优势，随着我国智能电网投资的增长，泰豪科技智能电力业务将保持稳定发展。我们假设泰豪科技智能电力业务 2015 年至 2017 年营业收入增长率分别为 25%，20%和 20%；毛利率为 18%。
- 3、泰豪科技三项费率保持稳定。

表 10 泰豪科技分业务 2015 年至 2017 年营业收入和毛利率预测

	2013 年	2014 年	2015 年 (E)	2016 年 (E)	2017 年 (E)
军工装备业务					
营业收入 (亿元)	8.58	8.61	10.33	12.19	14.02
营业收入增长率	26.55%	0.35%	20.00%	18.00%	15.00%
毛利率	15.23%	17.41%	17.00%	17.00%	17.00%
智能电网业务					
营业收入 (亿元)	15.14	19.12	23.90	28.68	34.42
营业收入增长率	33.63%	26.29%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利率	18.10%	19.09%	18.00%	18.00%	18.00%

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

估值与投资评级

我们利用相对估值法，选择电力设备行业上市公司进行横向比较。考虑到泰豪科技在智能电力设备的优势地位，我们取样本公司平均市盈率 174 倍作为参考值。

表 11 电力设备行业上市公司一致性预期与估值比较

证券代码	证券简称	市值(亿元)	PE
000682.SZ	东方电子	96	212
002322.SZ	理工监测	107	205
002339.SZ	积成电子	166	134
300018.SZ	中元华电	95	192
300222.SZ	科大智能	157	185
300427.SZ	红相电力	68	116

资料来源: wind, 信达证券研发中心。注: 表中股价取 2015 年 6 月 1 日收盘价。

考虑到泰豪科技定向增发已获证监会批准，我们假设本次定增在 2015 年可以完成，预计泰豪科技 2015 年至 2017 年营业收入为 34.82 亿元、41.58 亿元和 49.28 亿元，归母净利润为 1.03 亿元、1.47 亿元和 1.63 亿元，以增发后股本 6.19 亿股计算，对应的 EPS 分别为 0.18 元，0.24 元和 0.26 元。按照 2015 年 6 月 1 日收盘价 23.98 元计算，对应 PE 分别为 144 倍、101 倍和 91 倍。考虑到泰豪科技未来在军工信息化领域的规模化发展战略及其在智能电网领域的领先地位，首次覆盖，给予公司“买入”的评级。

风险因素

- 1、随着军工行业开放日益增加，竞争加剧导致泰豪科技军品业务毛利率有持续下滑风险；
- 2、智能电力一次、二次设备的市场竞争激烈导致毛利率不高；
- 3、泰豪科技定向增发进程低于预期；
- 4、泰豪科技未来并购整合存在较大不确定性。

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	3,033.80	3,199.33	3,621.92	3,826.77	4,647.12
现金	701.12	897.25	895.72	582.04	854.97
应收票据	120.43	40.10	61.68	73.64	87.27
应收账款	1,140.52	1,234.60	1,485.75	1,773.93	2,102.26
预付账款	142.79	111.05	156.71	187.09	221.70
存货	812.76	641.72	817.67	1,005.67	1,176.52
其他	116.18	274.61	204.40	204.40	204.40
非流动资产	3,310.33	2,622.19	2,942.63	3,319.24	3,655.91
长期投资	630.51	237.01	300.01	510.01	573.01
固定资产	1,324.03	1,077.38	1,243.08	1,421.90	1,585.13
无形资产	334.93	308.21	343.37	375.66	405.24
其他	1,020.87	999.59	1,056.17	1,011.66	1,092.53
资产总计	6,344.13	5,821.52	6,564.54	7,146.01	8,303.03
流动负债	2,640.92	3,206.64	3,064.01	3,494.50	4,484.78
短期借款	557.13	624.03	124.03	124.03	624.03
应付账款	1,267.64	1,165.38	1,395.28	1,665.84	1,973.95
其他	816.15	1,417.23	1,544.70	1,704.63	1,886.80
非流动负债	1,489.95	350.98	350.98	350.98	350.98
长期借款	891.12	307.66	307.66	307.66	307.66
其他	598.83	43.32	43.32	43.32	43.32
负债合计	4,130.87	3,557.62	3,414.99	3,845.48	4,835.75
少数股东权益	78.53	77.23	79.92	83.75	87.98
归属母公司股东权益	2,134.74	2,186.68	3,069.64	3,216.78	3,379.30
负债和股东权益	6344.13	5821.52	6564.54	7146.01	8303.03

主要财务指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,501.49	2,920.71	3,482.47	4,157.94	4,927.52
同比(%)	0.94%	16.76%	19.23%	19.40%	18.51%
归属母公司净利润	14.67	58.60	103.28	147.14	162.52
同比(%)	-78.88%	299.32%	76.26%	42.46%	10.45%
毛利率(%)	17.01%	17.13%	17.70%	17.70%	17.71%
ROE(%)	0.68%	2.71%	3.93%	4.68%	4.93%
每股收益(元)	0.03	0.12	0.18	0.24	0.26
P/E	1,011	253	144	101	91
P/B	5.69	5.55	4.83	4.61	4.39
EV/EBITDA	9.65	4.64	2.88	2.46	3.22

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,501.49	2,920.71	3,482.47	4,157.94	4,927.52
营业成本	2,076.06	2,420.40	2,866.14	3,421.92	4,054.83
营业税金及附加	16.34	19.31	23.26	27.78	32.92
营业费用	131.34	119.44	149.47	178.46	211.49
管理费用	190.23	194.25	235.05	280.64	332.59
财务费用	72.16	106.16	65.13	45.65	70.52
资产减值损失	33.42	18.64	35.65	40.66	43.66
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	42.08	19.90	18.91	18.91	18.91
营业利润	24.02	62.41	126.68	181.73	200.43
营业外收入	16.89	32.83	21.12	23.61	25.85
营业外支出	4.34	1.27	6.50	4.05	3.95
利润总额	36.57	93.96	141.30	201.30	222.33
所得税	16.92	35.78	35.32	50.32	55.58
净利润	19.65	58.18	105.97	150.97	166.75
少数股东损益	4.98	-0.42	2.69	3.83	4.23
归属母公司净利润	14.67	58.60	103.28	147.14	162.52
EBITDA	207.07	321.19	343.04	402.60	462.66
EPS (摊薄)	0.03	0.12	0.18	0.24	0.26

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	209.62	183.15	146.87	236.40	321.19
净利润	19.65	58.18	105.97	150.97	166.75
折旧摊销	99.74	127.11	121.27	140.33	159.85
财务费用	70.76	100.12	80.47	60.97	80.47
投资损失	42.38	-19.90	-18.91	-18.91	-18.91
营运资金变动	-53.32	-114.56	-172.61	-128.70	-100.80
其它	30.40	32.20	30.68	31.74	33.83
投资活动现金流	-376.91	-42.68	-417.82	-489.11	-467.79
资本支出	-378.09	-220.67	-373.73	-298.02	-423.70
长期投资	91.88	154.28	18.91	18.91	18.91
其他	-90.70	23.72	-63.00	-210.00	-63.00
筹资活动现金流	-149.15	70.06	269.42	-60.97	419.53
吸收投资	0.00	25.20	849.90	0.00	0.00
借款	-4.24	139.52	-500.00	0.00	500.00
支付利息或股息	119.03	109.29	80.47	60.97	80.47
现金净增加额	-316.44	210.75	-1.53	-313.68	272.93

研究小组简介

范海波, CFA, 有色/钢铁行业高级研究员。中国科学院理学(地球化学)硕士, 加拿大 Concordia 大学管理学(金融)硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师, 在加拿大学习工作 7 年, 从事北美金融市场实证研究, 多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets, Journal of Portfolio Management, Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

皮建国, 工业外贸工学学士、应用会计与金融硕士、中国注册会计师、中国注册资产评估师、中国注册税务师。1993 年毕业, 先后在银行、投资公司、会计师事务所工作, 并在 A+H 股上市公司担任执行董事兼财务总监。2012 年加盟信达证券。

刘磊, 中国科学技术大学理学硕士, 曾就职于中国航天科技集团公司第五研究院, 2013 年加盟信达证券, 从事军工行业研究。

行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
中国卫星	600118	航天电子	600879	航天电器	002025	烽火电子	000561
航天晨光	600501	航空动力	600893	成发科技	600391	海格通信	002465
光电股份	600184	卫士通	002268	东华测试	300354	振芯科技	300101
洪都航空	600316	中航飞机	000768	中航光电	002179	中航电子	600372

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	高 放	010-63081256	13691257256	gaofang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。