

证券研究报告

公司研究——事项点评

泰豪科技（600590.sh）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2015.06.02

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

相关研究

《背靠清华、壮大军工》2015.06.02

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

整合并购完善产业链，员工持股彰显信心

2015年07月15日

事件：2015年7月15日，泰豪科技复牌并发布公告。公告内容包括：第一，泰豪科技将旗下全资子公司江西清华泰豪三波有限公司（以下简称三波电机）100%股权转让给旗下另一全资子公司江西泰豪军工集团有限公司（以下简称泰豪军工），即三波电机成为泰豪科技全资孙公司；第二，泰豪科技与泰豪科技全资子公司泰豪电源技术有限公司共同出资约1.33亿元收购龙岩市海德馨汽车有限公司（以下简称海德馨）51%的股权；第三，泰豪科技推出员工持股计划（草案），激励对象包括董事、高管、子公司领导和核心员工。

点评：

- **内部资源整合与外部产业并购“双管齐下”完善公司军工及智能电网产业链。**泰豪科技将三波电机股权转让给泰豪军工，旨在推进公司军工产业发展的战略实施，未来泰豪军工将作为泰豪科技军工资产的整合平台；泰豪科技收购海德馨既可以完善军工装备业务和电源业务产业链，又能提升公司整体盈利水平。海德馨是国内首家从事应急电源车等移动应急特种车辆研发销售的公司，主要产品为警报车、装备车、电源车、抢险救援照明车、餐车等，其中电源车产销量连续四年位列全国首位，海德馨下游市场集中在国防、电力、电信等领域，与泰豪科技军工和电源业务有很好的互补性。本次收购海德馨原股东对未来三年利润做出承诺，2015年至2017年海德馨实现扣非损益后净利润分别不低于0.36亿元、0.54亿元和0.76亿元。
- **推出员工持续计划（草案），对未来发展前景充满信心。**泰豪科技拟对公司董事、高管、子公司副经理以上及其他核心员工等总数不超过200人实施员工持股计划，其中董事和高管认购份额占员工持股计划总份额比例约20%。员工持股计划总额上限为1亿元，股票来源为二级市场流通股股票。结合前期泰豪科技第一大股东泰豪集团和公司董事、监事和高管人员承诺未来六个月内不坚持股票并择机增持股票，我们认为，员工持股计划与高管承诺不减持都彰显出泰豪科技对公司价值和未来前景的认可，短期内推出多项具体措施维护股价稳定也显示出泰豪科技管理层的责任感和执行力。
- **盈利预测及评级：**暂不考虑员工持股计划和收购海德馨对泰豪科技业绩的影响，我们预计泰豪科技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，对应的EPS分别为0.18元、0.24元和0.26元。考虑到公司复牌后股价仅为10.15元，对应2015年至2017年PE分别为61倍、43倍和39倍，安全边际凸显，我们维持对泰豪科技的“买入”评级。
- **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；员工持股计划能否通过股东大会尚存在不确定性。

公司报告首页财务数据

	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	61	43	39
市净率 P/B(倍)	5.69	5.55	2.05	1.95	1.86

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为2015年7月15日收盘价, 每股收益按6.19亿股计算

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	61	43	39
P/B	5.69	5.55	2.05	1.95	1.86
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	yiyahua@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。