

2015年11月18日

泰豪科技 (600590.SH)

公司分析

证券研究报告

建筑施工Ⅲ

投资评级

买入-A

首次评级

6个月目标价

21.00元

股价 (2015-11-17)

13.90元

交易数据

总市值 (百万元)	8,613.07
流通市值 (百万元)	6,954.53
总股本 (百万股)	619.25
流通股本 (百万股)	500.33
12个月价格区间	7.24/26.99元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-32.34	-0.30	45.58
绝对收益	-25.99	-8.13	91.99

黄守宏

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
010-66581627

报告联系人

华鹏伟

010-66581767

huapw@essence.com.cn

相关报告

智能电力、军工装备双核发力，业绩望延续高增

①公司拟以 13.37 元/股的价格向博轶信息股东发股收购其 95.20%的股权(作价 6.38 亿元)。博轶信息承诺 2015-2017 年扣非归母净利润分别为 3,500、5,500、7,150 万元②同时公司拟以 13.37 元/股价格向泰豪集团(认购 1.5 亿元)等(皆锁定三年) 5 名对象发股募资不超过 3 亿元,用于投资博轶信息“基于智能物联的配电网资产管理高级应用系统研发和建设项目”等

■拥有清华基因的高科技电力设备制造商:公司由同方股份(清华控股子公司)、泰豪集团等六家企业发起设立,公司创始人兼董事长黄代放及众多董事皆毕业于清华,近年公司先后调整了智能建筑等业务的结构,剥离出连年亏损的电机业务,聚焦**军工装备和智能电力**两大产业。

■定增已过会,引入**硅谷天堂**等知名战投:公司此前定增项目共募集 8.5 亿(5 亿偿还贷款其余补充流动资金),定增价 7.5 元/股,并已于 6 月过会;泰豪集团取代同方股份成为第一大股东,持股比例约 21.7%,同时,在此次定增项目中,知名私募股权投资公司**硅谷天堂**作为战略投资者身份加入

■智能电网业务稳步提升,配网巨额投资提升未来业绩弹性:智能电力业务方面,公司主要围绕**电力运行软件、智能应急电源、智能配用电设备**开展业务;其中智能电网调度管理系统产品市场占有率达 40%,居行业第一;智能电源产品以多种方式专注中、高端电源产品领域,具有较强的平台优势,近期收购国内电源车龙头海德馨 51%股权,业绩望再加码并与军工业务形成互补。此外,受能源局配网 5 年 2 万亿投资规划利好,公司配网部分业绩弹性继续升级。

■军民融合+信息化大势所趋,公司谋求外延拓展实现规模化发展:我国 2014 年军费预算为 8082 亿,相比 2009 年 5 年间年均复合增速达 11.0%,市场空间庞大,目前民参军与装备信息化已成为我国军工领域主流趋势;公司在通信指挥类产品与军工机电业务都处行业领先地位,但军用电子等业务仍处开拓阶段。公司未来的发展方向为在加大现有产品研发升级、与科研院所军工集团深度合作的同时,推进外延式扩张,实现军工产业的规模化发展。

■投资建议:我们看好民参军与配网大投资背景下,公司的未来发展,并结合收购博轶信息的业绩承诺,我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.20 元、0.32 元、0.40 元(16 年后考虑收购博轶的增发股本摊薄),给予“买入-A”投资评级,6 个月目标价 21 元。

■风险提示:配电网建设投资低于预期风险,规模扩张导致的管理风险,军工业务拓展不及预期风险

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,501.5	2,920.7	3,384.9	4,375.6	5,456.2
净利润	14.7	58.6	122.8	218.1	277.5
每股收益(元)	0.02	0.09	0.20	0.32	0.40
每股净资产(元)	3.45	3.53	4.86	5.71	5.91

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	586.6	146.9	70.1	44.0	34.6
市净率(倍)	4.0	3.9	2.9	2.4	2.4
净利润率	0.6%	2.0%	3.6%	5.0%	5.1%
净资产收益率	0.7%	2.7%	4.1%	5.5%	6.8%
股息收益率	0.1%	0.4%	0.7%	1.1%	1.4%
ROIC	1.7%	4.9%	5.6%	9.1%	9.7%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目录

1. 投资聚焦.....	3
1.1. 收购博辕信息，补强公司软件实力.....	3
1.2. 募集3亿，投资配网资管系统与大数据平台项目.....	3
1.3. 博辕信息收入稳步提升，主营信息服务业市场潜力巨大.....	4
1.4. 首次入选中上协国防军工板块.....	6
2. 拥有清华基因的高科技电力设备制造商.....	7
2.1. 产业体系逐渐完善，聚焦军工装备+智能电力.....	7
2.2. 定增缓解财务压力，引入硅谷天堂等知名战投.....	8
2.3. 技术水平领先，拥有众多专利在手.....	8
2.4. 收入逐步回升，政府补贴使2014年业绩大幅增长.....	9
3. 公司分析.....	9
3.1. 业务精简整合，聚焦智能电力+军工装备两大核心.....	10
3.2. 智能电网业务稳步提升，配网巨额投资提升未来业绩弹性.....	11
3.2.1. 配网巨额投资规划引领，公司配电业务望持续受益.....	11
3.2.2. 电源产品技术储备丰富，收购海德馨业绩再加码.....	12
3.3. 军民融合+信息化大势所趋，公司谋求外延拓展实现规模化发展.....	12
3.3.1. 我国军费预算稳步提升，武器装备进入升级周期.....	12
3.3.2. 民参军转型推进顺利，信息化建设为行业提供新活力.....	13
3.3.3. 公司军工业务行业领先，规模化发展将是未来目标.....	13
3.4. 高管参与员工持股计划，管理层对公司信心满满.....	15
4. 风险因素.....	15
5. 盈利预测及估值.....	15

1. 投资聚焦

1.1. 收购博轶信息，完善公司智能电力产业链布局

公司 11.2 日公告称拟以 13.37 元/股的价格向博轶信息股东发行股票合计 4771.6 万股收购博轶信息 95.20% 的股权（合计作价 6.38 亿元）。

博轶信息技术服务有限公司成立于 2009 年底，总部位于上海，是国内领先的信息技术综合服务提供商。公司致力于综合 IT 服务业务，立足能源行业，主要面向电力行业，是国网 IT 技术服务平台南瑞继远、南瑞集成、南瑞信通、南瑞埃森哲等的主要合作公司；

博轶信息作为国内领先的信息技术综合服务提供商，其承诺 2015-2017 年扣非归母净利润分别为 3,500.00 万元、5,500.00 万元、7,150.00 万元。此次收购望继续提升公司业绩，使公司整体盈利能力得到提升。

表 1：发行对象中博轶信息前五股东及获得相应公司股份数

序号	姓名	获得泰豪科技的股份数（万股）
1	胡健	1,427.20
2	余弓卜	452.76
3	成海林	242.79
4	李爱明	32.81
5	郭兆滨	32.81

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 募集 3 亿，投资配网资管系统与大数据平台项目

公司 11 月 2 日同时公布定增募资预案，拟以 13.37 元/股价格（公司停牌前股价为 13.9 元/股），向泰豪集团（认购 1.5 亿元，占比 50%）、胡健、谢建军等（锁定期三年）5 名特定投资者发行股份募集配套资金不超过 3 亿元，用于投资标博轶信息“基于智能物联网的配电网资产管理高级应用系统研发和建设项目”、“互联网大数据平台项目”、补充标的公司流动资金及支付本次交易费用。（*注：公司收购博轶信息 95% 股权，不以募集配套资金的成功实施为前提，即若募集配套资金出现未能实施或融资金额低于预期的情形，公司将自筹资金解决需求）。

“基于智能物联网的配电网资产管理高级应用系统研发和建设项目”（公司拟投资 1.2 亿元，2016.1 月启动），主要内容为开发基于智能物联网的配电网资产管理高级应用系统一套，帮助企业实现配网资产规划投资、采购、运行维护、技改大修、退役报废全过程智能管理与分析决策。该项目预计在 2017 年 6 月底前达到推广状态，每年将为博轶信息实现不低于 3,000 万元的净利润。

“互联网大数据平台项目”（公司拟投资 8000 万元，2016.1 月启动），主要用于建设互联网大数据分析平台，该平台将进一步加强公司在细分应用行业基于大数据分析的服务能力。项目预计于 2017 年年底全部实施完毕，每年为博轶信息实现不低于 2,000 万元的净利润。

表 2：公司定增募投项目一览

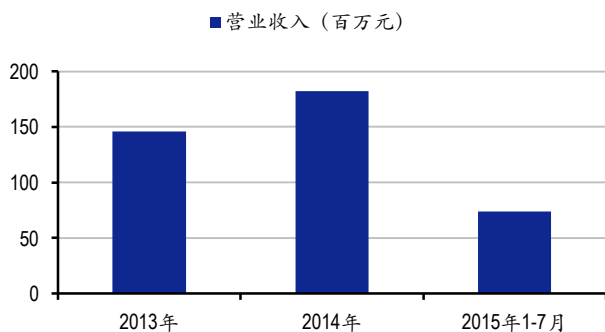
项目名称	金额 (万元)
基于智能物联的配电网资产管理高级应用系统研发和建设项目	12,000.00
互联网大数据平台项目	8,000.00
支付本次交易费用	1,500.00 万元
补充流动资金	剩余资金
合计	30,000.00

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

1.3. 博轅信息收入稳步提升，主营信息服务业市场潜力巨大

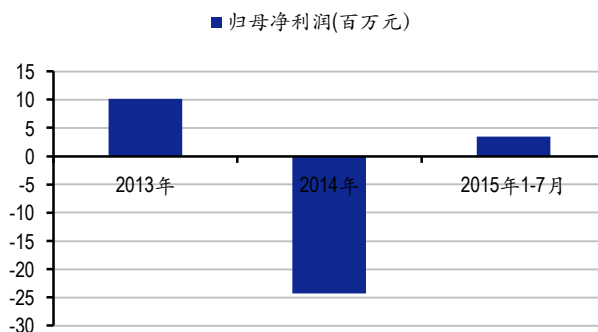
最近两年一期，博轅信息收入稳步增长，2013/2014/2015（1-7）营业收入分别为1.46/1.82/0.74 亿元，归母净利润 2013/2014/2015（1-7）分别为 1015/-2431/351 万元，公司毛利率基本在 40%以上。

图 1：博轅信息最近两年一期营业收入（百万）



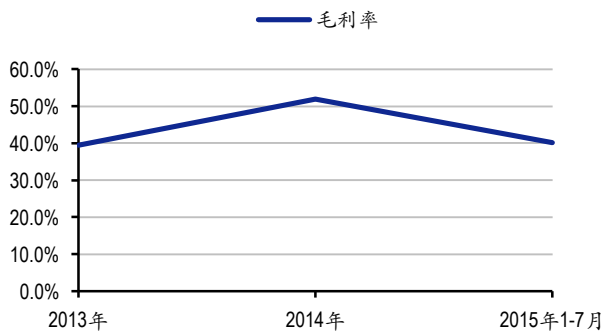
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：博轅信息最近两年一期归母净利润（百万）



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：博轅信息最近两年一期毛利率



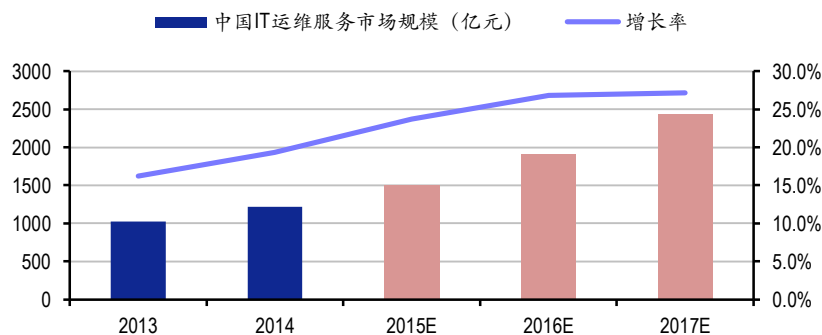
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

博轅信息主营业务包括系统运维、解决方案业务、大数据业务等，各业务行业前景皆向好。

产业格局变革带动数据服务业规模持续扩大。“十二五计划”以来，伴随着大数据、移动互联网、云计算等信息技术的应用推广，产业格局的深刻变革促使信息技术服务业成为我国重要的经济增长点。

同时，随着产业结构稳步优化，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。高德纳（Gartner Group）发布的统计数据显示，中国 2013 到 2015 年间 IT 运维服务市场规模从 1020.8 亿元增长到 1507.28 亿元，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 4：2013-2017 年中国 IT 运维服务市场规模



数据来源：公司公告,安信证券研究中心

相关行业扩张持续带动解决方案市场需求。伴随信息服务业规模逐步攀升，相应行业解决方案市场不断扩大，诸如智能视频分析、智能强电运维、智能电网无线传输市场近年增长较快，根据 HIS research 的统计数据，2015 年智能视频行业增速预测将超过 11%；目前我国各大银行、保险公司等都开始或有规划进行智能视频分析数据中心建设，预计未来国内该类数据中心数量将达到近百个。

而由此带来的智能强电运维市场总规模，由相关机构预计将超过 5 亿元；此外随着国家电网 2010 年发布“关于加快推进坚强智能电网建设的意见”，我国的智能电网建设渐入佳境，“十三五”时期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，公司主攻的智能电网无线传输即归属于智能电网建设中通信平台的建设投资中，每年该平台计划投资都在百亿之上。

表 3：2014-2020 年，智能电网投资额预测

项目	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
电网基建投资额 (亿元)	4100	4500	4000	3900	3800	3700	3600
智能电网投资总额 (亿元)	369.00	495.00	480.00	468.00	456.00	444.00	468.00
其中：通信信息平台建设市场 (博辕信息重点拓展方向)	104.43	140.09	116.50	113.58	110.67	107.76	113.58

数据来源：2014-2019 年中国智能电网市场专项研究及投资前景预测报告，安信证券研究中心

新电改出台推动电力大数据发展。公司主要致力于互联网大数据及资产全生命周期管理两个细分市场。据预测，2015 年中国大数据市场规模将达到 115.9 亿元，增速达 38%，2016 年我国大数据市场规模预计将达 1516 亿元。

另外新电改的落地为能源互联网的形成和发展提供了充分必要条件，作为能源互联网的重要组成部分，基于大数据的资产全生命周期管理是电网智能化的基础。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据预测将超过 100 亿元。

基于博辕信息所处行业及公司的良好发展前景，我们认为公司收购其之后将带来以下积极效应

- **共享资源、业务互补，提高客户粘性：**收购完成后，公司在国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，且由于重要终端客户有相同之处，双方通过客户资源与业务的整合，望进一步提高客户粘性，加速开拓国网市场。
- **为博辕提供融资便利，加速公司业务发展：**收购完成后，博辕信息成为公司子公司，其可借助母公司上市平台的融资便利，解决之前由于垫付前期资金能力有限，而放弃部分业务机会的困境，加速公司业务发展。
- **公司盈利能力得到进一步提升：**博辕信息承诺 2015-2017 年扣非归母净利润分别为 3,500.00 万元、5,500.00 万元、7,150.00 万元，公司和泰豪晟大（与公司同属泰豪集团）将合计持有博辕信息 100% 的股权，将为公司业绩带来较明显提升（公司前三季度盈利 3017.5 万元）。

1.4. 首次入选中上协国防军工板块

公司 10.28 日公告称入选中上协国防军工板块；中上协即中国上市公司协会，其为引导、规范国防军工板块上市公司的划分，制定了国防军工板块划分标准，此次包括泰豪科技、泰和新材等 25 家公司入选国防军工板块。根据相关划分标准，中上协军工委国防军工板块由军品业务重要性较高、军品业务规模较大的上市公司组成。

表 4：国防军工板块部分新增公司

公司	主营业务	2015 前三季度归母利润及增速	市值
泰豪科技	军工装备、智能电力、电机产业、智能节电	3017.48 万元	86.13 亿元
泰和新材	氨纶、间位芳纶、对位芳纶、间位芳纶纸	8171.51 万元，-35.37%	96.21 亿元
全信股份	QL 系列高性能传输线、氟塑料绝缘安装线、超五类、计算机等电缆系列	5685.78 万元，34.53%	74.80 亿元
天银机电	冰箱压缩机起动机，热保护器，压缩机用塑料件	8257.31 万元，20.72%	56.80 亿元
通光线缆	通光电子线缆、光缆、通光强能	4159.81 万元，50.23%	40.70 亿元
迪马股份	制造、销售运钞车、特种车及零配件、上述汽车售后服务；销售汽车、经营本企业自产的机电产品出口业务	2.41 亿元，54.03%	248 亿元
宝鼎重工	船舶配套系列、电力配套系列、石化配套系列、工程机械配套系列	786.55 万元，-22.94%	40.53 亿元

数据来源：中上协网站，安信证券研究中心

公司入选中上协军工委国防军工板块名单是对公司军工板块业务发展的肯定，对未来公司国防军工业务的拓展也具有积极的引导意义。

2. 拥有清华基因的高科技电力设备制造商

公司由同方股份（清华控股子公司）、泰豪集团等六家企业发起设立，并于 2002 年 7 月在上海证券交易所挂牌交易，其创始人兼董事长黄代放及众多董事皆毕业于清华，公司的发展过程中启用了众多清华资源，并与之建立长期合作关系（先后成立“院士工作站”、“博士后科研工作站”等）。目前公司已在南昌、北京、上海、深圳、长春、济南、衡阳等地拥有 20 多家分、子公司，以及 10 多个高科技产业园区，公司研发能力获得极强的硬件支持。

图 5：公司高科技园区分布图

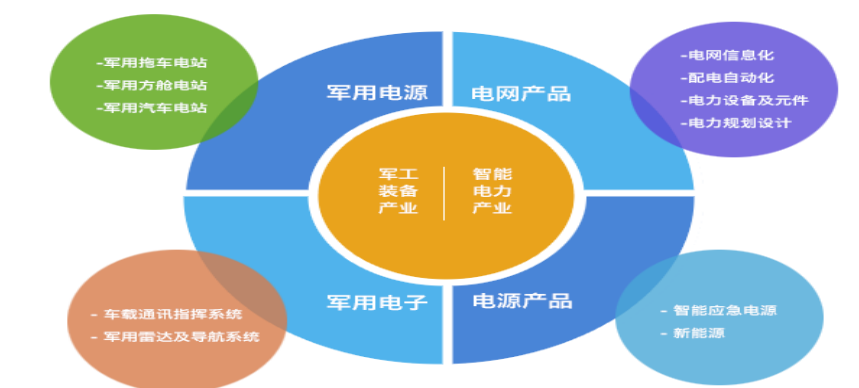


数据来源：公司网站，安信证券研究中心

2.1. 产业体系逐渐完善，聚焦军工装备+智能电力

公司近年不断地完善和升级产业体系，先后调整了智能建筑等业务的结构，剥离出连年亏损的电机业务，又将三波子公司的优势资源注入公司旗下“泰豪军工”平台；一系列业务调整后，公司聚焦**军工装备**和**智能电力**两大产业。军工装备板块包括通信、军工机电、军用电子三大类，智能电力板块包括电网产品及电源产品两大类。

图 6：公司业务布局



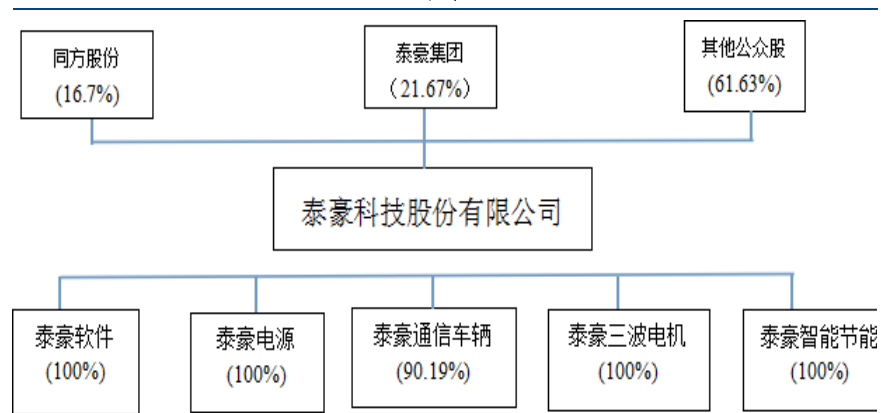
数据来源：公司网站，安信证券研究中心

2.2. 定增缓解财务压力，引入硅谷天堂等知名战投

公司 2014 年的定增项目（用于偿还贷款与补充流动资金）已于 2015 年 6 月获得证监会核准，公司总股本升至 6.19 亿股；定增后泰豪集团取代同方股份成为公司第一大股东，持股比例约 21.7%，同方股份持股比例降为 16.7%，为第二大股东。另外，在此次定增项目中，知名私募股权投资公司硅谷天堂作为战略投资者身份加入，我们预计未来凭借硅谷天堂在众多科技类公司的战略投资经验，公司相关软件业务将充分受益。

定增项目回顾：公司以 7.50 元/股价格向泰达集团（公司股东）、海外控股、南京瑞森、天津硅谷天堂、新疆硅谷天堂等五家公司（锁定期均为 36 个月）非公开发行股票募集资金约 8.5 亿元，用于偿还 5 亿银行贷款以及补充流动资金。新增约 1.1 亿股股份已于 2015 年 7 月办理完相关托管登记手续。

图 7：公司股权结构（截止 2015 年中报）



数据来源：wind，安信证券研究中心

2.3. 技术水平领先，拥有众多专利在手

截止 2014 年底，公司拥有有效专利和著作权 896 项，获省部级科技奖励 20 余项，参与 60 余项国家、行业标准的制修订；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。

表 5：公司近年所获部分奖项

年度	奖项
2013	国家技术创新示范企业
	国家级知识产权示范企业
	江西企业 100 强
2014	江西制造企业 50 强
	国家火炬计划产业化示范项目证书
2015	中国民营企业制造业 500 强

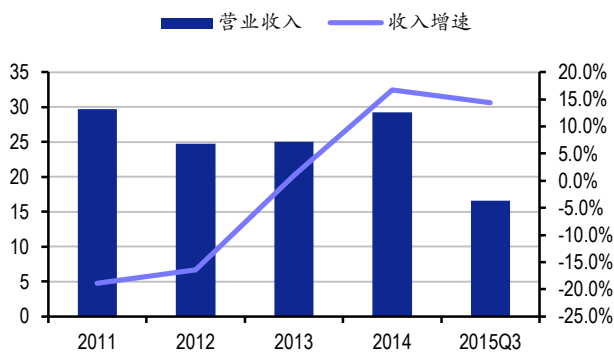
数据来源：公司官网，安信证券研究中心

2.4. 收入逐步回升，政府补贴使 2014 年业绩大幅增长

公司 2011、2012、2013、2014 分别实现营业收入 29.67、24.78、25.01、29.21 亿元，公司 2014 年收入增速为 16.76%，保持了增势，得益于公司主营业务尤其是智能电力业务各产品收入大幅增长，2015 年三季报收入为 16.61 亿，同比增长为 14.42%，主要系主营智能电力业务增速较快所致。

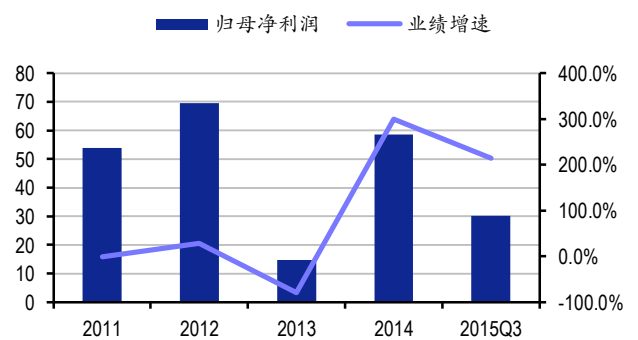
公司 2011、2012、2013、2014 年归母净利润分别为 5398、6948、1467、5860 万元，2014 年公司归母净利润同比增长 299.32%，主要系当年政府补贴约 3004.5 万元与公司成本控制良好（期间费用率下降约 1.4%）；2015 年三季报归母净利润为 3017.5 万元，与去年同期相比，实现扭亏为盈。

图 8：公司历年收入（亿元）状况



数据来源：wind，安信证券研究中心

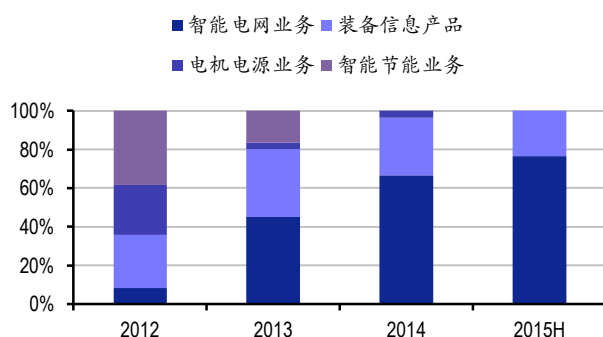
图 9：公司历年业绩（百万）状况



数据来源：wind，安信证券研究中心

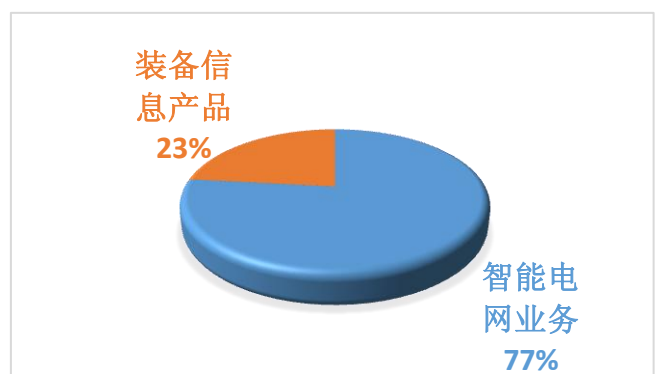
公司目前已确定重点发展智能电力与军工两大业务，因此自 2014 年起公司收入结构较之前发生了较为明显的改变，2014 年全年，智能电网业务占比 66.6%，军工装备信息化业务占比 30.0%，2015 年中报显示，智能电网业务实现收入 7.5 亿元，同增 20.5%，占比 66.6%，军工装备信息化业务实现收入 2.3 亿元，同减 0.98%，占比 30.0%。

图 10：公司历年业务构成



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 11：公司 2015H 业务构成图



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 公司分析

3.1. 业务精简整合，聚焦智能电力+军工装备两大核心

公司自 2013 年底开始便逐步精简整合上市平台中多项盈利能力下滑的业务；2013 年底，公司将其持有的“信业智能”23.4%股权（主业为建筑智能化系统集成、设计、施工等）转让至“北京泰豪智能”，将该项业务做出重新整合，使其脱离上市公司平台（转让前“信业智能”2013 年 1-9 月仅实现净利润 25.6 万元）；

其后，公司于 2014 年以相同手法将①长春泰豪、江西微电、济南吉美乐 100%股权②北京泰豪太阳能 100%股权③泰豪沈阳电机 100%股权分别转让给①泰豪装备科技②泰豪智能工程③北京泰豪和自然人邹映明；完成以上举措后，公司将电子产品、民用雷达及小微型发电机等业务进一步精简至泰豪装备科技平台，并将盈利亏损且经营未见起色的光伏工程与电机业务剥离出上市平台。

2015 年 7 月，公司将“泰豪三波电机”100%股权转让给“泰豪军工”，本次转让完成后，三波电机由公司子公司变为孙公司。此举不同于公司之前的股权转让计划，三波电机的股权转让实质是将三波子公司的优势资源注入公司的军工新平台（三波电机主营的电源及电机业务可良好适配军工电站等产品），2015 年 8 月初，公司公告孙公司三波电机中标“总装备部通用装备保障部 2015 年度通用装备修理共用设备器材采购项目”，中标金额约 7768.9 万元，显示三波电机已为泰豪军工贡献订单。

2015 年 10 月，公司将持有“泰豪通信车辆”90.19%股权转让给“泰豪军工”，本次转让完成后，泰豪通信车辆由公司子公司变为孙公司，再次印证公司计划将优势资产逐步注入“泰豪军工”的步伐获得进一步推进。

我们预计未来“泰豪军工”将作为公司军工资产的整合平台发挥更大作用。我们认为在完成之前盈利疲弱业务的精简整合后，公司已开始补强自身智能电力+军工装备两大平台实力，未来两翼发展将助公司业绩再上台阶。

表 6：公司业务精简整合梳理

时间	转让标的	标的业务	转让对象	转让目的
2015.10	泰豪通信车辆 90.2%股权	军用改装车及军用方舱的产销	泰豪军工集团	好推进公司军工产业发展战略的实施，整合公司内部 的军工资源
2015.7	泰豪三波电机 100%股权	电源设备、电机及成套设备	泰豪军工集团	好推进公司军工产业发展战略的实施，整合公司内部 的军工资源
2014.10	泰豪沈阳电机 100%股权	中型电机、永磁电机及配件制造、销售。	转让给北京泰豪和自然人邹映明	进一步提高公司资产质量及盈利能力，集中精力和资源发展智能电力和军工装备产业
2014.7	北京泰豪太阳能 100%股权	光伏电站工程	转让给北京泰豪智能工程	近年来盈利能力较弱，尚未经营改善的迹象。

2014.5	长春泰豪、江西微电、济南吉美乐 100%股权	长春泰豪：电子产品、民用雷达、光机电一体化。 江西微电：小型发电机及其他机电设备研制、生产。 济南吉美乐：小型电源设备新技术开发及技术服务。	转让给北京泰豪装备科技	集中资源发展公司智能电力产业
2013.11	信业智能 23.4%股权	建筑智能化系统集成、设计、施工等。	转让给北京泰豪智能工程	调整公司业务结构，进一步突出主营业务

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2. 智能电网业务稳步提升，配网巨额投资提升未来业绩弹性

在智能电力产业方面，公司主要围绕**电力运行软件、智能应急电源、智能配用电设备**开展业务，同时重点开展微电网技术的研究与应用；

公司提供的智能电网产品目前在国家电网体系内的省网调度、农网调度基本完成布局，电力调度运行软件现已覆盖北京、上海、山东等 15 个网省，智能电网调度管理系统产品市场占有率达 40%，居行业第一，电力调度管理 OMS 系统广泛运用于上海、福建、宁夏等地电力公司；该部分业务收入的载体是子公司泰豪软件，其 2012、2013、2014 年收入分别为 3.73 亿、4.38 亿(+17.4%)、5.66 亿(+29.2%)，净利润分别为 4648、5144(+10.7%)、7546(+46.7%) 万元，收入业绩增势良好。

同时公司智能电网板块旗下还有智能配用电业务，侧重配用电自动化业务咨询、规划设计与工程建设业务；具体产品包括“TH5000 智能配电自动化主站系统”、“TH5000-DMS 基于 GIS 配电管理系统”等。

3.2.1. 配网巨额投资规划引领，公司配电业务望持续受益

近日能源局正式发布《配电网建设改造行动计划（2015—2020 年）》印证以上观点：其计划用五年左右时间，以满足用电需求、提高可靠性、促进智能化为目标，着力解决城乡配电网发展薄弱问题，推动装备提升与科技创新。

计划指出：2015-2020 年，配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，其中 2015 年投资不低于 3000 亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元。

2015 预计投资的 3000 亿（2014 年仅为 1700 亿），较 14 年实现近 80% 增长，行业内配网优质设备制造商与自动化系统及软件提供商业绩大幅提升望大概率实现。

计划中同时指出要加大配网自动化建设，持续提升配电自动化覆盖率，提高配电网运行监测、控制能力，实现配电网可观可控，变“被动报修”为“主动监控”，**2020 年配电自动化覆盖率须到达 90%**，但我国配电自动化覆盖率相当低，2014 年该值仅为 10%，如若达到计划要求，未来 6 年将提升 80% 地区的配电自动化覆盖，空间极为广阔。

在国家能源局颁布计划之后，9.2 日发改委同时就国家发展改革委发布关于加快配电网建设改造的指导意见和 9.6 日全国配电网建设改造动员大会召开，继续强调配网的重要性。

此次配网指导计划的出台不再是国网级别的规划，而是由能源局牵头发改委、财政部等

部位各自提供支持的国策，可以说在当今我国的宏观经济形势下，现在的配网投资是一枝独秀，其计划中指出的重点领域投资将尽快落实。

公司在智能配电台区建设方面已积累了较多的经验，形成了较为完善的解决方案，培养了一支具有智能配电台区项目建设经验的人才队伍，并与今年重点研发“智能配电台区关键技术及主要产品研发”项目，我们预计配网的巨额投资的落实将使公司持续受益。

3.2.2. 电源产品技术储备丰富，收购海德馨业绩再加码

公司智能电源产品坚持国内区域市场分销、行业市场直销、海外市场设立办事处等多种方式专注中、高端电源产品领域，目前已在国内外建立了拥有数百家经销合作伙伴及近百家资源合作伙伴的销售网络，具有较强的平台优势。其收入载体为子公司泰豪电源技术，其 2012、2013、2014 年收入分别为 3.09 亿、4.22 亿 (+36.6%)、4.52 亿 (+7.1%)，净利润分别为 800、2774 (+246%)、4063 (+46.5%) 万元，业绩增势迅猛。

同时公司电源技术储备丰富，作为中国数据中心工作组的会员单位和中国数据中心智能应急电源技术标准白皮书的编写单位，公司成功承办了 2014 年中国数据中心工作组《数据中心基础设施管理白皮书》研讨会，为公司电源产品未来在大数据时代发展打下坚实的基础。

2015 年 7 月公司发布公告，其与子公司泰豪电源技术共同出资约 1.33 亿元收购龙岩市海德馨汽车有限公司 51% 的股权。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 2011 年至 2014 年电源车产销量连续四年排名全国第一。海德馨 2015-2017 的业绩承诺为 3600 万元、5400 万元、7600 万元，此次收购将进一步为公司业绩加码，提升公司业绩盈利能力；另外由于海德馨下游业务中对应国防军工，还可以对公司目前军工业务实现一定互补促进。

图 12: 公司电力软件简介



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

图 13: 公司电源产品简介



数据来源：公司官网，安信证券研究中心

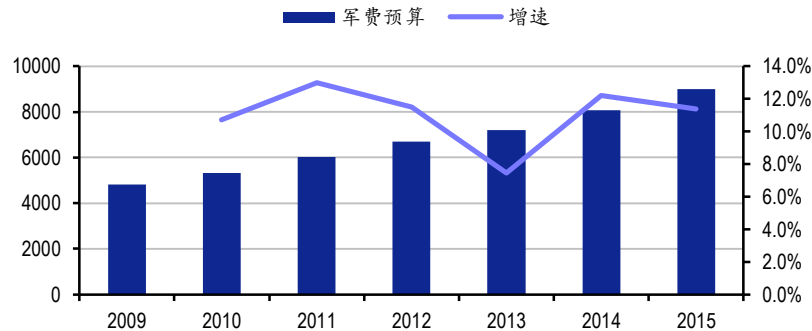
3.3. 军民融合+信息化大势所趋，公司谋求外延拓展实现规模化发展

3.3.1. 我国军费预算稳步提升，武器装备进入升级周期

我国 2014 年军费预算为 8082 亿元，相比 2009 年 4806 亿元的军费预算水平，5 年间年均复合增速达 11.0%，稳步提升；2015 年我国军费支出同比增速约 10.1%，接近 9000 亿元，

相关市场空间仍十分巨大。此外，我国军队的武器装备也正经历将从“二代、三代装备为主体，向“三代装备为主体，四代装备为骨干”转变，个中机会广泛。

图 14：中国历年军费预算（亿元）



数据来源：互联网，安信证券研究中心

3.3.2. 民参军转型推进顺利，信息化建设为行业提供新活力

目前我国“军民融合”政策已成为推动军工企业发展的有效体制，民参军为众多民营企业带来了新的业绩增长点。为推进军民融合发展，工信部与财政部开展了国家军民结合公共服务平台建设工作，该平台从 2013 年 12 月 31 日起正式开通试运行。

同时总装备部筹划的全军武器装备采购信息网于 2015 年 1 月 4 日正式上线运行。该网站是全军武器装备采购需求信息的权威发布平台，是军工企事业单位、优势民营企业产品和技术信息的重要汇集渠道，为民营企业参与军工市场打开一扇新的大门。

图 15：全军武器装备采购信息网



数据来源：相关网站，安信证券研究中心

图 16：全军武器装备采购信息网招标平台页面



数据来源：相关网站，安信证券研究中心

此外，世界军工产业正处于机械化到信息化的转变阶段。当前，西方个别发达国家已基本完成了信息化建设。我国军队的信息化建设则处于全面发展的起始阶段。在建设方向上也由过去的分领域建设逐步转变为跨领域综合集成化建设，涉及的领域则是军事信息系统化建设和武器系统信息化建设两个方面，信息化的逐渐普及将为军工行业带来新的活力。

3.3.3. 公司军工业务行业领先，规模化发展将是未来目标

公司军工业务主要包括车载通信指挥产品、军工机电产品、军用电子产品、弹药产品四

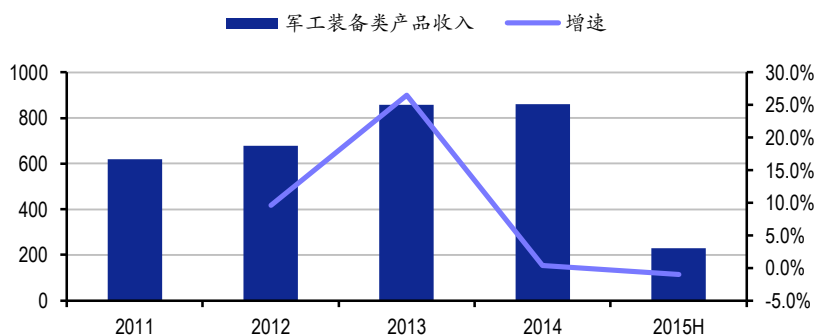
类

图 17: 公司军工装备产品介绍



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 18: 公司历年军工装备类收入 (百万)



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

通信指挥类产品

我国专用型通信指挥车基本是由各需求部队直接采购, 由于涉密要求, 普通民企难于介入。目前, 公司已切入军用通信指挥车系统集成业务领域, 并与 6904 厂、江苏捷诚、等少数几家企业占据了大多数市场份额。公司凭借型号系列及服务优势在通信指挥系统集成业务规模上, 居于行业前列, 但公司在通信指挥系统核心技术(非集成)方面与行业领先者(54 所、28 所等)有一定差距。未来公司望通过购并或自主开展通信系统集成及核心通信技术方面研究, 使公司该项业务实现再升级。

军工机电

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, 特别是在通信车辆配套市场和军用雷达装备配套市场中的优势尤为明显。

未来公司将继续以技术和规模保持行业领先, 并着手新一代电站平台产品的研发, 以技术领先占位, 电站产品将向发电与供配电一体化发展, 发电与供冷/暖一体化产品扩展。

军用电子产品

公司军用电子业务对应的主要产品为雷达等，该行业进入门槛高，且存在行业许可、技术水平等诸多壁垒。

目前市场竞争多集中在技术或产品相似的具有军工集团背景的企业之间，其中中国电科集团 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，总体上呈现出垄断性竞争的态势。

公司雷达方面实施差异化的战略，目标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。未来有望通过外延方式，实现军用核心元器件、配套产品的重大突破。

总结公司以上军工业务，公司在通信指挥类产品与军工机电都处行业领先地位，而军用电子等方面仍处开拓阶段。公司未来的发展方向是在加大现有产品研发升级，并与科研院所、军工集团深度合作的同时，推进外延式扩张，实现军工产业的规模化发展。

3.4. 高管参与员工持股计划，管理层对公司信心满满

公司 8 月初推出员工持股计划草案，参加公司本次员工持股计划的总人数不超过 200 人，其中公司部分董事、高管认购份额占员工持股计划的总份额比例约 20%，募集金额上限为 1 亿元，此举无疑显示出公司员工，特别是高管对公司业务经营的信心。员工持股计划的推出有利于增强公司凝聚力，同时也将员工与公司利益绑定一致。

4. 风险因素

配电网建设投资低于预期风险，规模扩张导致的管理风险，军工业务拓展不及预期风险

5. 盈利预测及估值

我们看好民参军与配网大投资背景下，公司的未来发展，并结合收购博轶信息的业绩承诺，我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.20 元、0.32 元、0.40 元(16 年后考虑收购博轶的增发股本摊薄)，给予“买入-A”投资评级，6 个月目标价 21 元。

财务报表预测和估值数据汇总(2015年11月18日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,501.5	2,920.7	3,384.9	4,375.6	5,456.2	成长性					
减:营业成本	2,076.1	2,420.4	2,775.6	3,529.3	4,353.7	营业收入增长率	0.9%	16.8%	15.9%	29.3%	24.7%
营业税费	16.3	19.3	22.0	28.4	35.5	营业利润增长率	-72.7%	159.8%	191.7%	75.5%	26.7%
销售费用	131.3	119.4	138.8	188.2	234.6	净利润增长率	-78.9%	299.3%	109.6%	77.6%	27.3%
管理费用	190.2	194.3	213.2	277.9	365.6	EBITDA 增长率	-28.5%	51.0%	33.9%	36.1%	25.7%
财务费用	72.2	106.2	58.2	42.5	72.0	EBIT 增长率	-44.7%	75.3%	42.5%	50.7%	31.8%
资产减值损失	33.4	18.6	20.0	20.0	20.0	NOPLAT 增长率	-62.5%	102.0%	42.7%	57.9%	31.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	6.9%	-30.7%	23.8%	-2.6%	24.6%
投资和汇兑收益	42.1	19.9	25.0	30.0	30.0	净资产增长率	-1.4%	2.3%	36.4%	30.2%	3.5%
营业利润	24.0	62.4	182.1	319.5	404.9	利润率					
加:营业外净收支	12.5	31.6	16.0	16.0	22.0	毛利率	17.0%	17.1%	18.0%	19.3%	20.2%
利润总额	36.6	94.0	198.1	335.5	426.9	营业利润率	1.0%	2.1%	5.4%	7.3%	7.4%
减:所得税	16.9	35.8	75.3	117.4	149.4	净利润率	0.6%	2.0%	3.6%	5.0%	5.1%
净利润	14.7	58.6	122.8	218.1	277.5	EBITDA/营业收入	7.8%	10.1%	11.7%	12.3%	12.4%
						EBIT/营业收入	3.8%	5.8%	7.1%	8.3%	8.7%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	161	148	119	99	85
货币资金	701.1	897.2	1,015.5	2,183.9	2,333.5	流动营业资本周转天数	63	35	55	57	59
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	446	384	402	430	445
应收账款	1,256.7	1,406.9	1,677.1	2,455.5	2,697.6	应收账款周转天数	177	164	164	170	170
应收票据	120.4	40.1	138.1	116.7	184.9	存货周转天数	108	90	94	93	92
预付帐款	142.8	111.0	370.5	165.7	458.7	总资产周转天数	884	750	676	636	612
存货	812.8	641.7	1,131.6	1,123.2	1,658.3	投资资本周转天数	429	322	254	215	191
其他流动资产	-	102.3	34.1	45.5	60.6	投资回报率					
可供出售金融资产	-	221.5	136.8	20.0	20.0	ROE	0.7%	2.7%	4.1%	5.5%	6.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	0.3%	1.0%	1.8%	2.5%	2.8%
长期股权投资	630.5	237.0	237.0	237.0	237.0	ROIC	1.7%	4.9%	5.6%	9.1%	9.7%
投资性房地产	114.7	109.1	109.1	109.1	109.1	费用率					
固定资产	1,324.0	1,077.4	1,162.9	1,246.3	1,335.7	销售费用率	5.3%	4.1%	4.1%	4.3%	4.3%
在建工程	384.3	70.5	56.4	45.1	36.1	管理费用率	7.6%	6.7%	6.3%	6.4%	6.7%
无形资产	391.5	362.0	350.9	343.4	334.5	财务费用率	2.9%	3.6%	1.7%	1.0%	1.3%
其他非流动资产	465.3	544.8	464.6	491.9	500.7	三费/营业收入	15.7%	14.4%	12.1%	11.6%	12.3%
资产总额	6,344.1	5,821.5	6,884.4	8,583.2	9,966.9	偿债能力					
短期债务	557.1	624.0	23.9	-	-	资产负债率	65.1%	61.1%	55.2%	53.2%	58.3%
应付帐款	1,423.8	1,317.5	1,856.7	2,126.1	2,767.0	负债权益比	186.6%	157.1%	123.0%	113.6%	139.8%
应付票据	414.0	402.4	461.2	721.2	705.9	流动比率	1.15	1.00	1.49	1.70	1.73
其他流动负债	246.0	862.8	593.7	745.6	807.0	速动比率	0.84	0.80	1.10	1.38	1.34
长期借款	891.1	307.7	448.2	566.6	1,133.2	利息保障倍数	1.33	1.59	4.13	8.52	6.63
其他非流动负债	598.8	43.3	413.5	405.7	396.9	分红指标					
负债总额	4,130.9	3,557.6	3,797.2	4,565.2	5,810.1	DPS(元)	0.02	0.05	0.10	0.16	0.20
少数股东权益	78.5	77.2	77.2	77.2	77.2	分红比率	68.2%	51.8%	50.0%	50.0%	50.0%
股本	500.3	506.3	619.6	689.8	689.8	股息收益率	0.1%	0.4%	0.7%	1.1%	1.4%
留存收益	1,634.4	1,686.4	2,390.3	3,251.0	3,389.7						
股东权益	2,213.3	2,263.9	3,087.2	4,018.0	4,156.7						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	19.6	58.2	122.8	218.1	277.5	EPS(元)	0.02	0.09	0.20	0.32	0.40
加:折旧和摊销	99.7	127.1	154.7	175.4	198.4	BVPS(元)	3.45	3.53	4.86	5.71	5.91
资产减值准备	33.4	18.6	-	-	-	PE(X)	586.6	146.9	70.1	44.0	34.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.0	3.9	2.9	2.4	2.4
财务费用	70.8	100.1	58.2	42.5	72.0	P/FCF	-45.9	17.2	-11.5	26.2	32.3
投资损失	42.4	-19.9	-25.0	-30.0	-30.0	P/S	3.4	2.9	2.5	2.2	1.8
少数股东损益	5.0	-0.4	-	-	-	EV/EBITDA	22.0	15.1	20.9	15.3	12.9
营运资金的变动	-171.2	-303.0	-368.3	106.9	-571.4	CAGR(%)	123.1%	68.3%	20.9%	123.1%	68.3%
经营活动产生现金流量	209.6	183.2	-57.7	512.8	-53.5	PEG	4.8	2.1	3.4	0.4	0.5
投资活动产生现金流量	-376.9	-42.7	-105.3	-93.2	-240.0	ROIC/WACC	0.2	0.3	0.7	0.9	1.2
融资活动产生现金流量	-149.1	70.1	281.1	748.8	443.2	REP	7.7	6.1	4.5	3.6	2.2

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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;

■ 分析师声明

黄守宏声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：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

上海市

地址：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：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

