

# 泰豪科技 (600590)

## 强烈推荐

行业：计算机设备

### 理顺治理结构+业务结构、聚焦军工装备+智能电力

公司拟以 6.38 亿对价发行股份收购博辕信息 95.22% 股权，博辕信息承诺 2015-2020 年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 3500/5500/7150/9295/10689/12293 万元。同时，公司拟募集配套资金不超过 3 亿元，投资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等。

#### 投资要点：

◇ **公司在股权、业务以及激励方面均出现积极变化。** 股权面，通过非公开增发，实际经营者泰豪集团确立自身第一大股东地位，权责实现统一，为未来发展打下良好基础。业务面，通过剥离亏损和不具优势的产业以及外延并购协同领域，公司逐步明确未来业务发展方向，集中资源发展军工装备业务和智能电力业务。激励方面，公司推出员工持股计划，绑定公司管理层和核心员工利益。

◇ **博辕信息：立足电网 IT 运维，布局解决方案+大数据+云计算。** 博辕是国家电网运维服务最大提供商，但占比仅为 5.6%，随着国家电网信息化进程的深入以及对运维要求的提升，博辕信息有望抢占更多市场空间。IT 运维使得博辕能够敏锐感知客户需求，后续将挺进电网无线专网建设和资产全生命周期管理两大新兴领域。同时，博辕在智能视频行为分析系统、金融大数据以及云计算等领域的布局逐步迈入业绩兑现阶段。

◇ **海德馨：借力龙岩市军民融合大势。** 海德馨是国内最大的应急电源车生产企业，“新古田会议”召开后，龙岩市军民融合受到政策支持，海德馨与国内大型军工集团的合作将于 2016 年步入落地阶段，增强公司军工装备业务。

◇ **“强烈推荐”评级。** 考虑增发后的影响，预测公司 2015~2017 年 EPS 分别为 0.14/0.37/0.49 元，考虑到公司经营层面的积极变化以及未来有望继续通过外延式并购做强做大军工装备和智能电力业务，给予公司未来 6 - 12 个月目标价 16.65 元，对应 2015-2017 年 PE 分别为 118/45/34 倍，强烈推荐评级。

◇ **风险提示：** 收购标的业绩不达预期，公司亏损业务剥离不能顺利实施，增发预案未能顺利实施

#### 主要财务指标

单位：百万元	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2921	3373	4258	5012
收入同比(%)	17%	16%	26%	18%
归属母公司净利润	59	85	231	306
净利润同比(%)	299%	45%	172%	32%
毛利率(%)	17.1%	17.0%	18.5%	19.5%
ROE(%)	2.7%	2.7%	5.6%	7.1%
每股收益(元)	0.09	0.14	0.37	0.49
P/E	122.56	84.65	31.09	23.51
P/B	3.28	2.33	1.73	1.66
EV/EBITDA	25	25	15	12

资料来源：中国中投证券研究总部

#### 作者

署名：张镔

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：王雪峰

S0960114080007

0755-82026924

wangxuefeng@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 16.65

当前股价： 12.34

评级调整： 首次

#### 基本资料

总股本(百万股)	619
流通股本(百万股)	502
总市值(亿元)	76
流通市值(亿元)	62
成交量(百万股)	9.91
成交额(百万元)	120.64

#### 股价表现



#### 相关报告

## 目 录

<b>一、 理顺股权业务结构，聚焦军工装备和智能电力</b> .....	<b>4</b>
1. 股权面：进退有道，权责统一.....	4
2. 业务面：加减有法，整合有序.....	4
3. 管理面：激励有方，利益分享.....	6
<b>二、 收购博辕信息，增强电网业务协同性，布局大数据、云计算</b> .....	<b>7</b>
1. 电力运行信息化催生运维需求.....	7
2. 未来增长点：通信专网+智能视频行为分析+全生命周期管理+互联网大数据.....	9
<b>三、 收购海德鑫，借力龙岩军民融合，做强军工板块</b> .....	<b>15</b>
1. 加码应急电源车，扩充军工产业链.....	15
2. “新古田会议”助力龙岩军民融合，海德馨领跑.....	15
<b>四、 投资建议与盈利预测</b> .....	<b>18</b>

## 图目录

图 1 增发前后股权结构变化 .....	4
图 2 公司整合后业务板块 .....	6
图 3 国网公司信息部门运维费用 .....	8
图 4 中国 2016 年 IT 运维服务市场规模达到 1912 亿元 .....	9
图 5 博辕信息业务结构 .....	9
图 6 LTE230 无线专网实现的功能 .....	11
图 7 配电自动化和配电通信网覆盖率目标 .....	11
图 8 资产寿命周期阶段 .....	13
图 9 2013-2015 年中国金融行业大数据应用规模与增长 .....	14
图 10 大数据在银行业的应用场景 .....	14
图 11 泰豪军工装备板块业务 .....	15
图 12 移动电源车 .....	16
图 13 陆军用应急电源车 .....	16

## 表目录

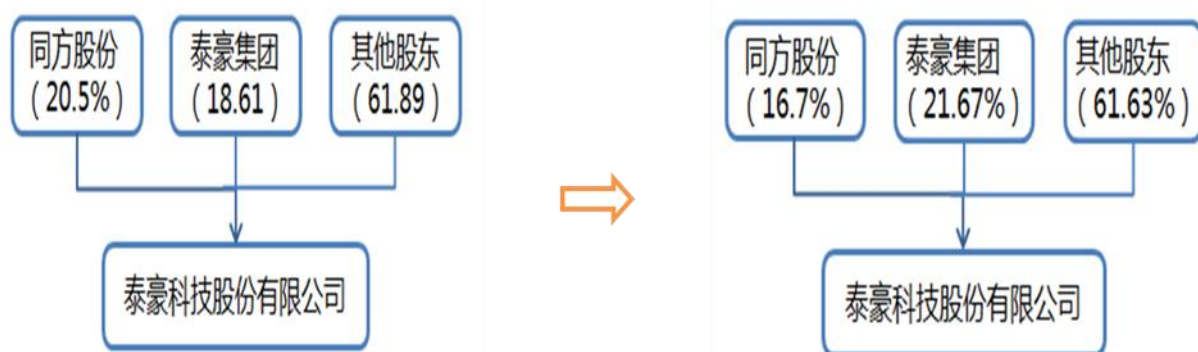
表 1 公司剥离亏损业务时间表 .....	5
表 2 军工装备整合与并购概况 .....	5
表 3 员工持股计划情况 .....	7
表 4 不同无线传输方式对比 .....	10
表 5 2013 年度全国电源车产量前 10 企业名称 .....	16
表 6 电源车公告占有量情况（截止到 2014 年 4 月 1 日，前 10 名企业） .....	16

## 一、理顺股权业务结构，聚焦军工装备和智能电力

### 1. 股权面：进退有道，权责统一

一直以来，公司的业务发展由泰豪集团和同方股份共同主导，其中泰豪科技承担更多的管理职能，但在股权结构方面，同方股份持有上市公司 20.5% 的股份，是第一大股东，而泰豪集团则持有 18.61% 的股份，为第二大股东。为实现权责一致，公司于 2015 年 7 月以 7.56 元/股向泰豪集团、天津硅谷天堂、新疆硅谷天堂等 5 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，发行数量 1.13 亿股，募集资金净额 8.4 亿元，占其中泰豪集团拟认购 3 亿元。交易完成后，泰豪集团持股比例将由 18.61% 增加至 21.67%，持股比例增长约 3%，由此泰豪集团成为泰豪科技第一大股东。与此同时，增发前的第一大股东同方股份的持股比例从 20.43% 减少至 16.69%，成为泰豪科技的第二大股东，公司股权结构与权责关系更加明确，为未来发展确立良好基础。

图 1 增发前后股权结构变化



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

### 2. 业务面：加减有法，整合有序

#### (1) 减，剥离亏损业务

在传统上，公司业务太过多元化，且部分业务长年盈利不佳，公司于 2014 年确立聚焦军工和电力设备业务，并陆续将其他业务进行剥离。两年来，公司已基本完成亏损业务的剥离，业务结构更加简洁，发展思路更加明晰。公司 2013 年 10 月开始便逐步剥离上市平台中多项盈利能力不足的业务：因信业智能盈利能力较差，2013 年底，公司将其持有的信业智能 23% 股权转让至“北京泰豪智能”；其后，公司于 2015 年相继剥离泰豪太阳能、山西锦泰，2016 年 1 月公司剥离江西泰豪特种电机。随着电机、建筑节能、太阳能业务的相继剥离，公司战略逐步转型至军工装备和智能电力业务，公司 2014 年确定集中资源发展军工装备业务和智能电力业务。

**表 1 公司剥离亏损业务时间表**

时间	剥离业务	剥离原因
2013 年 10 月	“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”	“信业智能” 2013 年 1-9 月仅实现净利润 25.6 万元。
2014 年 7 月	北京泰豪太阳能 100% 股权转让给北京泰豪智能工程	盈利能力较差
2014 年 10 月	泰豪沈阳电机有限公司	沈阳电机 2014 年 1-11 月亏损约 6100 万
2015 年 2 月	山西锦泰 100% 股权转让给山西美锦能源 ( 转让价格 2050 万元 )	山西锦泰 2015 年 1-11 月净利润仅为 21 万
2016 年 1 月	江西泰豪特种电机 100% 股权转让给江西太阳陶瓷有限公司 ( 转让价格 4000 万元 )	泰豪特种电机 2014 年亏损 1180 万元, 2015 年 1 月-11 月营业收入为 1,727.75 万元, 亏损 1,375 万元。

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

## (2) 加，整合军工平台，做强智能电力板块

**内部整合军工装备，打造军工平台。**公司将泰豪三波电机 100% 股权转让给江西泰豪军工，本次转让完成后，三波电机由本公司全资子公司变为本公司全资孙公司。三波电机的股权转让实质是将三波电机的优势产品（军用电源、电机）整合至公司的军工装备平台。公司公告显示三波电机中标“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”，中标货物为野外发电机组，中标金额约 7768.9 万元。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。

**外延扩大军工业务竞争力。**同时，公司为完善军工装备产品产业链，提升公司在军工行业市场的竞争力，公司收购龙岩市海德馨汽车有限公司 51% 的股权，股权转让价格为人民币 1.3 亿元，其中公司出资 8060 万元收购其 31% 股权，公司全资子公司泰豪电源技术有限公司出资 5200 万。海德馨是国内首家从事包括应急电源车在内的移动应急特种车辆研发、制造和销售的公司，其主要产品为警报车、装备车、电源车、抢险救援照明车、餐车等，产品主要销往军方市场、国家电力系统、电信运营商等。

**表 2 军工装备整合与并购概况**

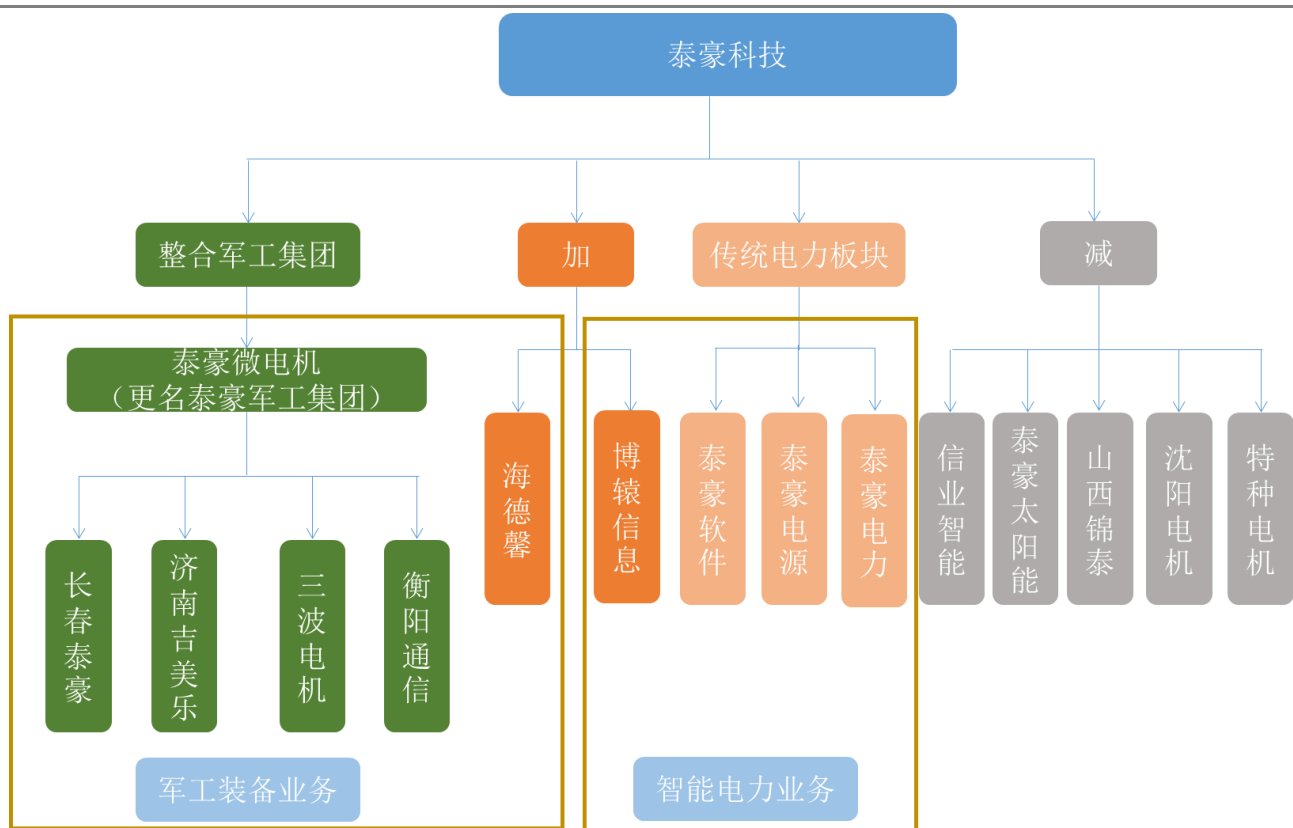
时间	事件
2015 年 4 月	收购龙岩市海德馨汽车有限公司 51% 的股权，完善军工装备产品产业链
2015 年 5 月	将长春泰豪 100% 股权和济南吉美乐 100% 股权转让到泰豪微电机( 后改名泰豪军工集团 )
2015 年 6 月	江西清华泰豪微电机有限公司更名为江西泰豪军工集团有限公司，构建军工业务平台
2015 年 7 月	泰豪三波电机 100% 股权转让给泰豪军工，推进军工发展战略。
2015 年 10 月	泰豪通信车辆 90.19% 股权转让给泰豪军工，推进军工发展战略

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**外延完善智能电力产业链布局。**同时，为完善智能电力产业链布局，公司与 2015 年 11 月以 13.37 元/股的价格向博辕信息股东发行股票合计 4771.6 万股收购博辕信息 95.20% 的股权。博辕信息是一个立足能源行业，主要为国网提供 IT 服务的信

术综合服务提供商。通过此次收购，公司大幅提升在智能电力方向上的软件实力。

**图 2 公司整合后业务板块**



资料来源：中国中投证券研究总部

### 3. 管理面：激励有方，利益分享

2014 年 12 月，公司推出限制性股票计划，对公司管理层董事、高级管理人员及主要中层管理人员共 10 人按 4.2 元价格共授予 600 万股股票，此次股权激励计划有效绑定高管和公司的利益，促进公司长期发展。

2015 年 11 月 28 日，公司推出员工持股计划。本期员工持股计划参与对象为公司董事、高级管理人员、公司及下属子公司的副经理以上及其他核心员工共约 200 人，截至 2016 年 1 月 7 日，本次员工持股计划的管理人通过二级市场购买的方式累计购买公司股票 1204 万股，成交金额为 178,066,368.23 元，占公司已发行股份总数的 1.945%。较之 14 年推出的限制性股票计划，此次激励范围更广泛，有利于调动公司核心员工工作积极性，更能增加公司全体员工的凝聚力。

**表 3 员工持股计划情况**

类别	姓名	职务	出资金额	占本计划募资总额比例
董事、高级 管理人员	黄代放	董事长	约 2000 万元	约 20%
	毛勇	副董事长		
	陆致成	董事		
	杨剑	董事, 总裁		
	杨骏	常务副总裁		
	吴菊林	副总裁、财务负责人		
	叶敏华	副总裁		
	李结平	董事会秘书		
小计		8 人		
其他人员	其他管理人员和核心人员		约 8000 万元	约 80%
总计		约 200 人	上限 1 亿元	100%

资料来源：中国中投证券研究总部

## 二、收购博辕信息，增强电网业务协同性，布局大数据、云计算

公司主要利润来源为泰豪软件子公司，其“基于大运行智能电网调度管理系统”已在北京、上海、山东等 15 省省调及所辖部分地调应用实施，智能电网调度管理系统产品市场占有率达 40%，居行业第一。收购的博辕信息传统业务也主要是聚焦电网公司领域，两者在业务方面高度互补，客户方面高度协同，有利于双方后续相互借力做大做强。

### 1. 电力运行信息化催生运维需求

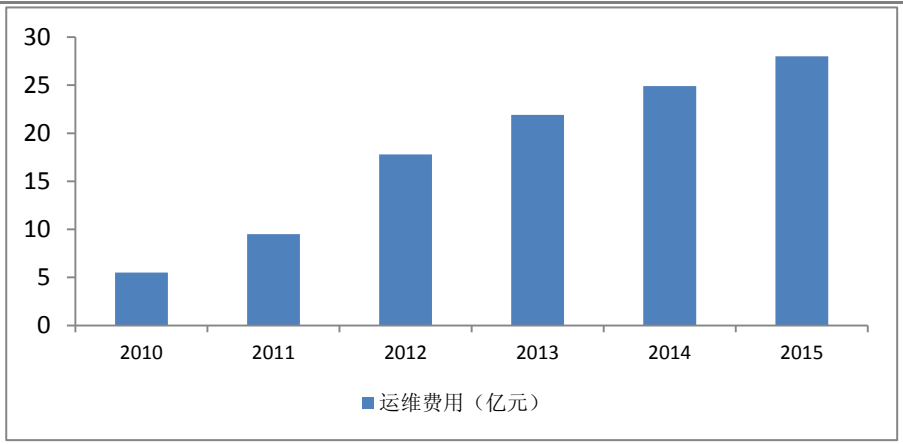
**立足电网运维，业务不断向外开拓。**博辕信息成立于 2009 年，是国内电网领域 IT 运维领域的领军者，业务起步于国家电网，并逐步将客户拓展至南方电网、神华集团等能源行业及东风汽车、捷豹路虎等能源领域外重点客户。

**国家电网的信息化工程催生运维需求。**为支撑国家电网支撑“三集五大”体系高效运转，提升信息化水平，国家电网于 2006 年初宣布在全公司系统实施建设的信息化“SG186”工程，并于 2009 年提前完工。通过 SG186 工程，国家电网建立了“企业集团级一体化信息系统”。在 SG186 的基础上，国家电网于 2010 年推出了“SG-ERP”工程，旨在建立覆盖面更广，集成度更深，智能化更高，安全性更强，可视化更优的新型 IT 架构，并将其列入国网公司“十二五”规划。目前，国家电网信息通讯覆盖率已达到 100%，初步建成集团企业一体化的信息系统，有效地提高了电网的管理能力和管理水平。

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。**2011-2015 年，国网公司信息部门的运维费用分别为 2010**

年 5.5 亿、2011 年 9.5 亿、2012 年 17.8 亿、2013 年 21.9 亿、2014 年 24.9 亿，2015 年 28 亿，运维市场总容量在增长，未来仍有望维持 10-15% 的增长速度。

**图 3 国网公司信息部门运维费用**



资料来源：中国中投证券研究总部

**国家电网运维市场占比较低，仍有开发空间。**运维博轶信息目前已在湖南、山东、东三省、安徽、湖北、甘肃等省份提供 IT 运维服务，2014 年博轶信息在国家电网的运维营业收入估计在 1.4 个亿左右，仅占国家电网运维费用的 5.6%。

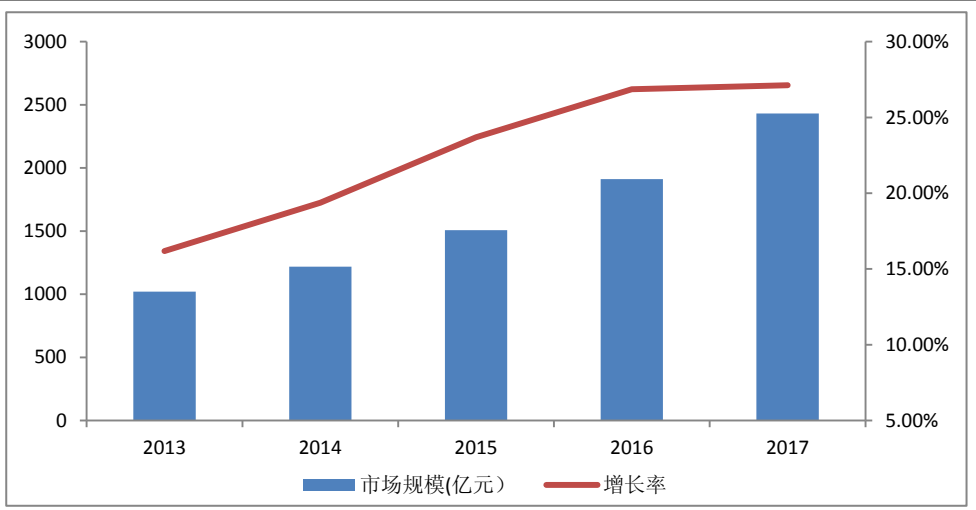
随着中小型运维服务商的逐步到期，公司有望凭借技术和服务优势继续扩大自身在此的业务规模。IT 运维具有技术密集与人力密集的特点，一个典型省网公司通常需要 100 人左右的技术团队才能支撑整个业务的开展，这对于中小型运维商而言，难度较大，博轶信息已经在国网公司有着成功的运维经验，可以承接大型运维项目，中小型运维商将逐步退出零碎的运维市场，公司在这一块的业务仍有成长空间。

**南方电网公司市场仍待开发。**较之国家电网，南方电网在信息化建设方面的进度略有落后，其于 2011 年 2 月选取贵州电网公司作为项目试点单位，正式启动“两级三线”IT 运维服务体系建设。2012 年 9 月，南方电网公司在贵州电网公司正式授牌首个“信息运行监控服务中心”，贵州电网公司基于典型设计开发的 IT 服务管理系统也上线运行。随着南方电网信息化建设的逐步完成，以省为单位的整体运维市场将逐步打开，博轶信息依托其自身在国家电网方面的运营经验，有望大规模切入南方电网领域。

**运维千亿市场，电网外市场开始拓展。**中国 2016 年 IT 运维服务市场规模达到 1912 亿元，较 2015 年增长 26.86%，保持快速发展势头，整个运维服务市场的空间十分广阔。博轶信息 IT 运维业务起步于国家电网，随着技术和经验的积累，其实力为其他领域客户所认可，目前公司在国家电网外新开发东风汽车、阿里巴巴、去哪儿网等重点企业客户，这些客户每年可为公司带来 1000 万元以上收入，博轶信息将利用自身在运维市场打造的品牌影响力继续扩大在电网外系统的扩张。



图 4 中国 2016 年 IT 运维服务市场规模达到 1912 亿元

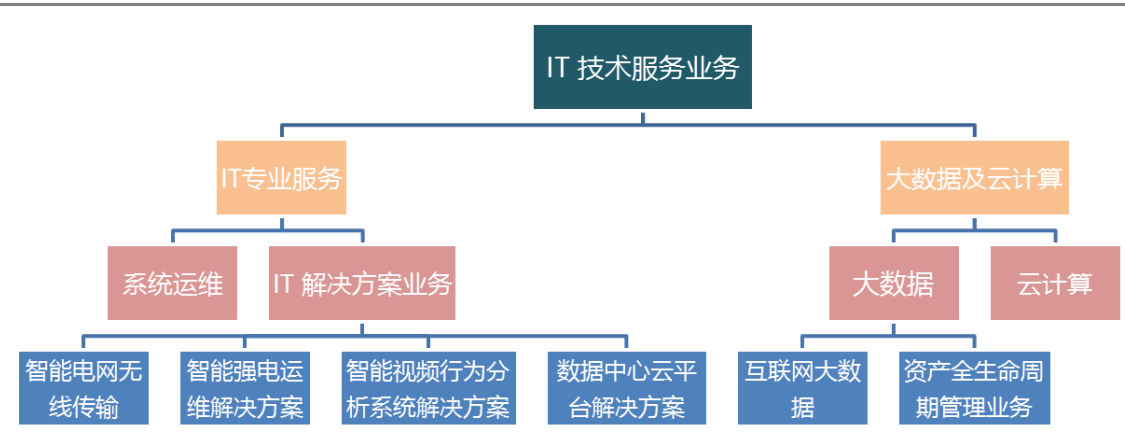


资料来源：Gartner Group、中国中投证券研究总部

## 2. 未来增长点：通信专网+智能视频行为分析+全生命周期管理+互联网大数据

**基于客户需求，开发新增服务。**博轶信息是国内电网领域 IT 运维领域的领军者，IT 运维的客户粘度较大，并可紧密跟踪客户的需求变化，基于前期的客户观察，博轶信息陆续推出 IT 解决方案、大数据及云计算等产品服务，这为其业务发展打开了市场空间。

图 5 博轶信息业务结构



资料来源：中国中投证券研究总部

### (1) 智能电网无线通讯专网

**电力无线通讯专网是光纤网络的有力补充。**国家电监会 34 号令明文规定，电力设备“三遥”（遥信、遥测、遥控）操作中的遥控操作，必须通过电力专网进行，不能使用公网，以免信息泄露，引发安全事故。随着配网自动化设备的逐步普及，电网通信的需求在持续增加，而以往的专变和负控企业以传统的 230MHz 数传电台为传输信道，容量和吞吐量有限，难以满足专变用户增加和专变新业务开展需求。光纤、4G 等更大

请务必阅读正文之后的免责条款部分

带宽的通信技术被逐步应用,但很多位置铺设光纤网络极其困难且工程量巨大,无线专网可以作为光纤网络的有力补充,承担电力通信网络末端的通信任务。

**LTE230 电力无线通信系统成为主流。**2010 年,国家电网信通公司承担开展能源领域的 863 重大项目“230MHzTD-LTE 在智能电网中的应用”项目开发出 TD-LTE230 系统,并率先在浙江海盐开展试点。

LTE230 电力无线通信系统采用国际上先进的 TD-LTE(4G)移动通信关键技术,基于电力专属 230MHz 频段建设电力无线宽带专网,相比光纤、载波、无线公网等传统配用电通信方式具有显著的技术优势。其高带宽、低时延、安全性强、不受地面线路结构影响、易于部署的特点,解决了配电通信网光纤部署施工难的问题,实现城区配电通信网的连续覆盖,满足计量自动化、配电自动化业务需求。

**表 4 不同无线传输方式对比**

方式	光纤专网	无线专网	中压载波	GPRS/CDMA
建设成本	建设成本高,一次投入长期使用	建设成本较低	建设成本低	建设成本低
运行维护	运行费用低,自己维护	运行费用低,自己维护	运行费用低,自己维护	按流量收费,费用较高
容量	容量大,冗余充分	一般	较低	较低
可靠性	高	较高	一般	较低
信息安全	高	较高	较高	较低
影响因素	断纤	地形、气候、电磁	电网负载、电网结构	地形、天气、公网其他业务
实时性	高	较高	较高	一般

资料来源:公司公告、中国中投证券研究总部

**试点成果显著,迎合配电自动化需求,全面铺开在即。**目前国家电网、南方电网均已开展无线专网的试点工作,其中,国家电网在昆山新建 14 座“4G 无线通信网络”,入网面积达 1 000 平方公里,经测试对比,使用配电自动化 4G 专网后,配电自动化通信网络的通信时延由原来的平均 1500ms 以上降至 70ms 以内,配电效率大幅提升。

**功能完善。**目前,LTE230 无线专网可以承载 6 个方面的业务内容:配网自动化、计量自动化(远程抄表)、视频传输(配电房监控)、移动办公(作业表单)、门禁监控、电动汽车充电桩远程操作。无线专网可以大幅提升配电效率,减少人工作业行为,符合能源互联网要求。

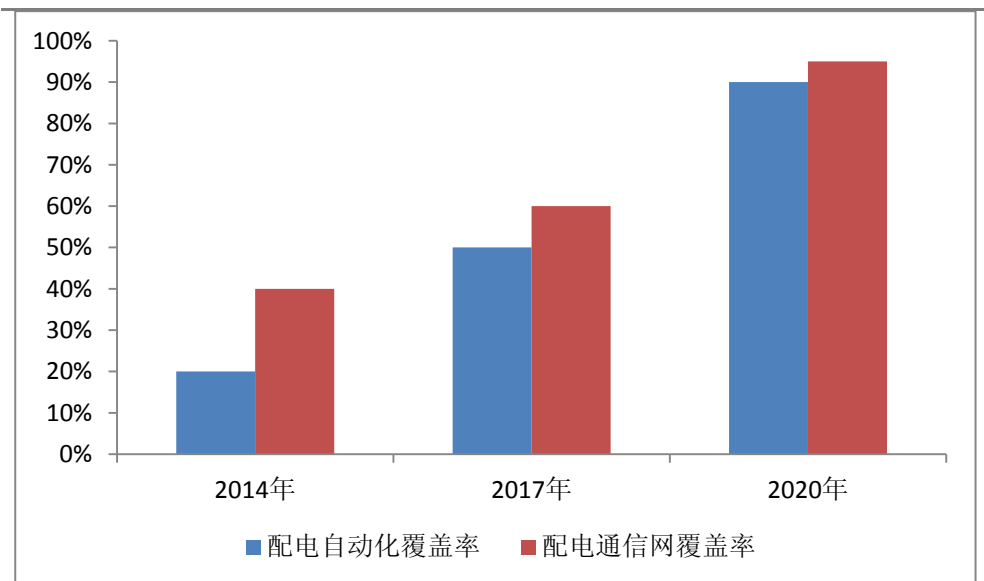
图 6 LTE230 无线专网实现的功能



资料来源：中国中投证券研究总部

**配电通信率目标明确，市场前景广阔。**《国家能源局关于印发配电网建设改造行动计划（2015—2020年）的通知》提出配电通信率2014年为40%，2017和2020年目标则分别为60%和95%。国家电网光纤主干网已经基本建设完毕，后续将重点拓展无线网领域，随着电网公司对配电自动化水平的要求提升，无线专网通信成为必然选择。传统230MHz数传电台将逐步被替代，LTE230将成为未来无线专网主流技术，我们预计专网建设将于2016年逐步落地。

图 7 配电自动化和配电通信网覆盖率目标



资料来源：中国中投证券研究总部

公司在2015年切入无线专网通信领域，布局较早，加之与国网系统长期的合作关系，公司有望成为无线专网建设的重要参与者。

## （2）智能视频行为分析

近年来在视频监控市场中，智能视频分析技术成为热点产品，诸如行为分析、车牌识别、人脸抓拍、客流统计等智能化技术，在城市管理、公共安全、银行、交通等行业

得到了较广泛的应用。

我国的视频监控应用主要集中在政府部门和金融、公安、交通、电力等特殊部门及行业。然而，随着社会信息化的进步，越来越多的行业和领域视频监控的需求大量增加，即便是公安这样的传统用户也在“平安城市”方面对城市监控提出了全新的格局和功能要求。近年，视频监控开始从银行、交通等个别领域向多领域延伸，由传统的安防监控向管理监控和生产经营监控发展。

预计 2015 年，我国的视频监控市场规模将达到 363 亿元，2020 年将达到 907 亿元，2015 年较 2008 年年均增长率为 20.1%。

**博辕信息提前布局。**博辕信息已经开展视频行为分析系统项目，提前进入这一较快速增长的市场，将在 2015 年产生超过 7000 万元收入，后续仍将维持较高速的增长速度，成为未来业绩增长的重要支撑。

### （3）资产全生命周期管理

电网设备资产从形成到报废处置涉及多个工作环节，在传统管理模式下，电网企业内部的制度、流程、标准不尽一致，由于未形成统一的目标和价值取向，容易造成各部门过分追求局部优化而忽视整体最优、“各自为政”的现象，不利于长远可持续发展。同时，电网企业的固定资产除了具备投资金额大、回收时间长、技术含量高等特点外，还存在着数量多、分类复杂、坐落地点分散又更新速度快的特性，这就给企业相关部门及时准确评估资产状况和变化、合理做出决策带来了一定的困难。

**作为重资产企业，电网设备使用寿命有待提升。**近年来，我国电网企业在提高电网技术、装备水平和资产经营效益等方面取得了较大的成果，但从国际行业对标情况来看，主要输变电设备的使用寿命与国外先进水平尚有一定的差距，例如我国电网 110KV 变压器、断路器、输电线路的平均运行寿命分别为 18.1 年、13.7 年和 29 年，与国外平均 40 年以上的使用寿命相比有较大的提升潜力。

全寿命周期管理从资产寿命周期出发以资产全过程管理为核心、以流程优化为重点、以信息化为手段，追求高效率和低成本能克服传统资产管理的弊端。因此我国电网企业有必要全面推广资产全寿命周期管理，实现资产的实物流、信息流、价值流“三流合一”的高度集约化提高资产管理水平。

图 8 资产寿命周期阶段



资料来源：中国中投证券研究总部

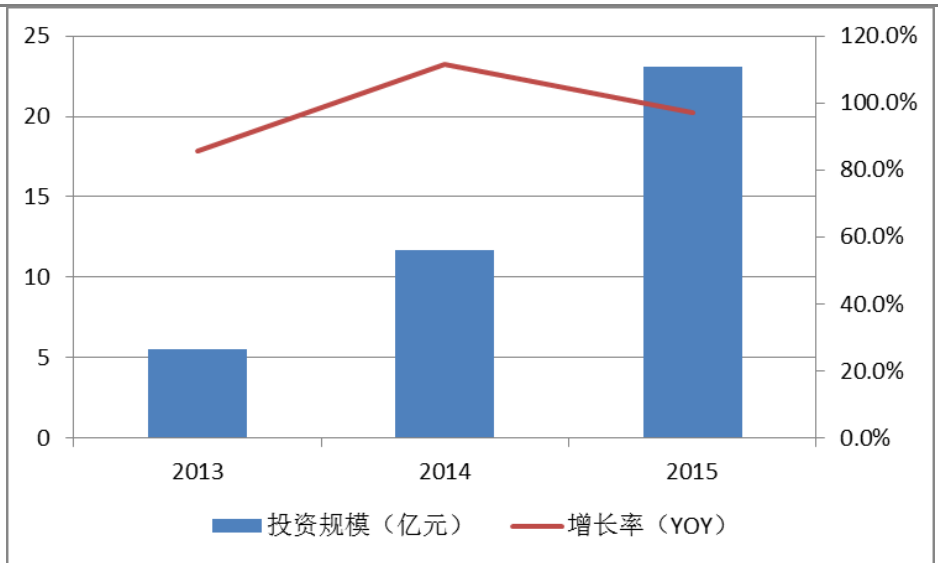
**国家电网已完成资产全寿命周期管理体系建设，转向深化应用阶段。**2012 年 12 月 27 日，国家电网公司成立资产全寿命周期管理推进领导小组，全面负责推进资产全寿命周期管理相关工作的深入开展。2015 年 7 月，国家电网召开资产全寿命周期管理推进领导小组第八次会议审议并通过了 5 家省公司（江苏、青海、湖北、浙江）和 6 家直属单位资产全寿命周期管理体系建设的评价报告。至此，历时两年半，公司已全面建成具有国际先进水平和公司特色的资产全寿命周期管理体系，工作重点将全面转向体系深化应用和持续提升。

博辕信息主导部分省市公司资产全寿命周期管理体系咨询建设项目，为后续全面介入打下基础。对国家电网提供 IT 运维使得博辕信息能够及时了解国家电网在未来投资方向上的重点，并据此进行超前布局。博辕信息 2013 年开始在资产大数据领域布局，通过吸收国外的先进理念，组建自身技术团队，博辕信息形成了电网资产数据全信息索引解决方案。2014 年博辕信息主导了江苏、安徽等多个省市公司资产全生命周期管理体系咨询建设项目。凭借与国家电网以及其他重要客户的业务联系，博辕信息有望成为第一批进入电网资产全寿命周期管理的企业，2016 年起，博辕信息将探索国家电网公司、南方电网市场，未来将拓展至电厂、石化、燃气、钢铁、煤炭、国防、铁路等资产密集型市场。根据博辕信息的预测，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。

#### （4）互联网大数据业务

金融企业正在将大数据应用作为未来的重点，数据正在成为具有价值的资产，大数据思维和大数技术正在成为主流。

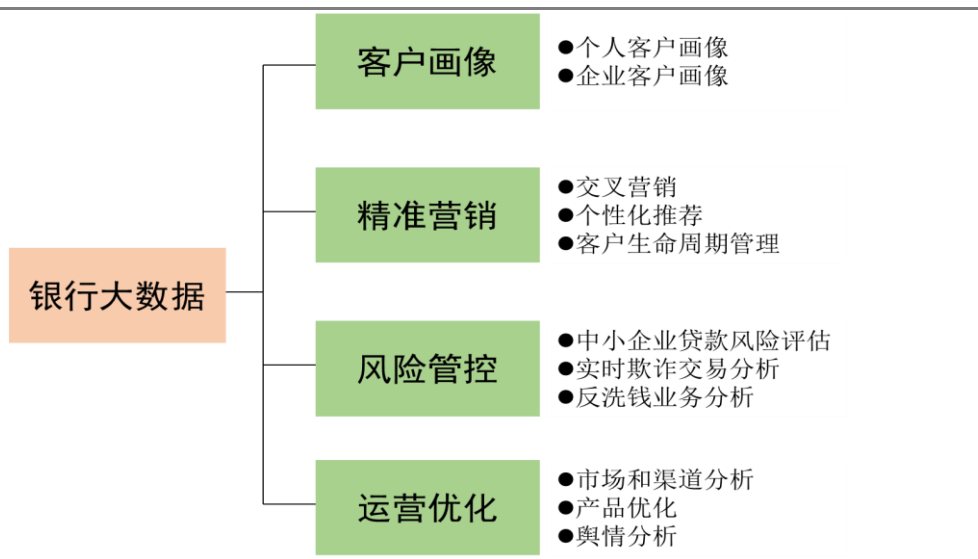
**图 9 2013-2015 年中国金融行业大数据应用规模与增长**



资料来源：中国中投证券研究总部

**中小型商业银行是互联网大数据的金矿。**根据银监会的数据，国内银行业金融机构目前有 12 家股份制银行，135 家城商行，210 家农商行，上千家农信社，通过大数据手段挖掘潜在优质客户，成为银行业未来的发展趋势。大中型商业银行自身可构建完善的云平台数据，而对于中小型商业银行而言，通过第三方获取有价值的客户信息成为有效的选择。

**图 10 大数据在银行业的应用场景**



资料来源：中国中投证券研究总部

**携手香港科技大学专家团队，构建完成金融数据云平台。**公司依托与香港科技大学大数据专家团队合作，采用海量异构数据采集与存储、社交数据分析与众包机制、高

维度数据分析算法和深度学习分析算法等手段，形成了一套基于云的大数据应用整体解决方案。博辕信息现已与多家银行、金融办达成了合作意向，公司金融数据公有云平台已经上线，2015 年起将在金融领域的大数据服务业务中获得业务突破，预计可产生超过 1200 万元收入，预计 2016 年可实现 4000 万营业收入。

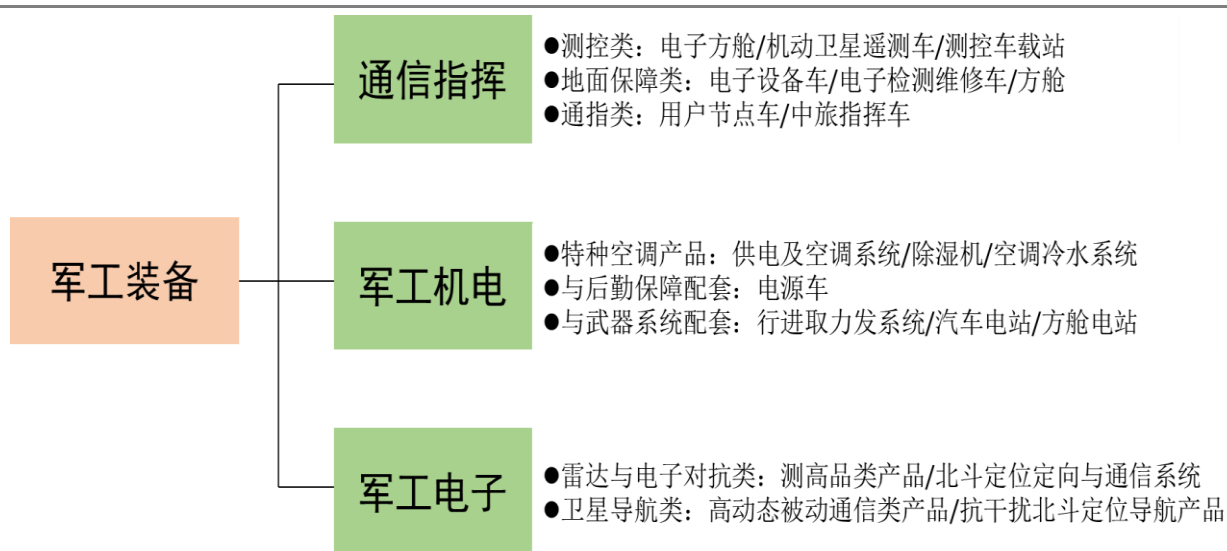
### 三、收购海德馨，借力龙岩军民融合，做强军工板块

#### 1. 加码应急电源车，扩充军工产业链

公司传统军工板块包括军工电子、军工机电和通信指挥三大板块。通信指挥方面，公司与 6904 厂、江苏捷诚、鹤壁无线电四厂等少数几家企业占据了大多数市场份额；军工机电方面，公司发电机组销量排名第一。

公司收购海德馨 51% 股权，海德馨预计将于 2016 年获得相关军工企业订单，与公司传统业务形成良好的协同作用。

图 11 泰豪军工装备板块业务



资料来源：中国中投证券研究总部

#### 2. “新古田会议”助力龙岩军民融合，海德馨领跑

海德馨成立于 2000 年 8 月，是国内首家专业从事包括应急电源车在内的移动应急特种车辆研发、制造和销售的公司，其主要产品为警报车、装备车、电源车、抢险救援照明车、餐车等，产品主要销往军方市场、国家电力系统、电信运营商等。

图 12 移动电源车



资料来源：中国中投证券研究总部

图 13 陆军用应急电源车



资料来源：中国中投证券研究总部

**海德馨电源车产销量排名全国第一。**根据中国汽车技术研究中心汽车产业发展研究所报告显示，2011年至2014年，海德馨电源车产销量及公告数量连续四年排名全国第一。

表 5 2013 年度全国电源车产量前 10 名企业名单

排名	企业名称
1	龙岩市海德馨汽车有限公司
2	南京汽车集团有限公司
3	畅丰专用汽车有限公司
4	南京金长江交通设施有限公司
5	江西江铃专用车辆厂
6	江苏中意汽车有限公司
7	上海航空特种车辆有限责任公司
8	徐州海伦哲专用车辆股份有限公司
9	北京凯特专用汽车有限公司
10	广东康盈交通设备制造有限公司

资料来源：中国中投证券研究总部

表 6 电源车公告占有量情况（截止到 2014 年 4 月 1 日，前 10 名企业）

电源车公告明细情况				
车辆	排名	企业名称	公告数	备注
电源车	1	龙岩市海德馨汽车有限公司	33	
	2	江苏中意汽车有限公司	22	
	3	畅丰专用汽车有限公司	20	
	4	徐州海伦哲专用车辆股份有限公司	19	
	5	奥龙汽车有限公司	12	
	6	重庆迪马工业有限责任公司	12	
	7	哈尔滨汽车改装厂	11	



8	南京德兴汽车车辆改装有限公司	10
9	中汽商用汽车有限公司（杭州）	10
10	郑州红宇专用汽车有限责任公司	10

资料来源：中国中投证券研究总部

备注：根据工信部最新统计，目前有准售证的电源车目录的有 295 个，海德馨有 33 个，公告数全国排名第一，占全国公告数的 11.1%

**应急产业发展迎来政策扶持。**2014 年各类自然灾害共造成全国 24353.7 万人次受灾，1583 人死亡，235 人失踪，直接经济损失 3373.8 亿元。在应对突发事件措施和全社会不断增长的公共安全需求推动下，应急产品研发、生产催生了应急产业。2014 年国务院出台《国务院办公厅关于加快应急产业发展的意见》，肯定了应急产业在突发事件应对中发挥的重要作用，提出“发展应急产业能为防范和应对突发事件提供物质保障、技术支撑和专业服务，提升基础设施和生产经营单位本质安全水平，提升突发事件应急救援能力，提升全社会抵御风险能力”，并要求**部分关键技术产品摆脱进口，提升我国应急技术装备在国际市场的核心竞争力。**

**龙岩市享受国家政策倾斜支持。**早在 2009 年 5 月，国务院就明确提出“安排中央预算内投资等资金时，福建原中央苏区县参照执行西部地区政策。”“新古田会议”后，龙岩市在落实“参西”政策各项工作进一步增强，2015 年上半年，龙岩市可参照执行西部地区政策增加了 3 项，目前已落实“参西”政策累计达 100 项；前三季度，龙岩市共申报中央财政补助项目 2241 个，其中已落实 1566 个，到位资金 127.13 亿元、同比增长 144%。

**新古田会议为龙岩市军民融合带来发展良机。**“新古田会议”后，龙岩市积极争取总装备部、总后勤部、武警部队及军工企业支持，扎实推进军民融合发展，市委领导多次考察航天科工集团公司、航天科技集团公司、中国电子信息产业集团等十大军工集团，目前，龙岩市与部分军工集团达成了多个合作意向项目。

**海德馨领跑军民融合产业。**2015 年，中国兵工集团、武汉北斗集团、中国航天科技集团等重要单位密集调研海德馨，军民融合取得阶段性成果，我们认为 2016 年，国内大型军工集团对龙岩市的支持工作将步入落地阶段，海德馨将迎来发展良机。

**专利成就核心竞争力。**成立以来，海德馨坚持自主创新，注重知识产权保护，截止 2015 年 8 月，已累计获得实用新型专利 86 件、外观设计专利 26 件；此外，还有在发明专利 11 件。

## 四 投资建议与盈利预测

### 投资建议：“强烈推荐”

目前公司在股权、业务以及激励方面均出现积极变化。股权面，通过非公开增发，实际经营者泰豪集团确立自身第一大股东地位，权责实现统一，为未来发展打下良好基础。业务面，通过剥离亏损和不具优势的产业以及外延并购协同领域，公司逐步明确未来业务发展方向，集中资源发展军工装备业务和智能电力业务。激励方面，公司推出员工持股计划，绑定公司管理层和核心员工利益，彰显未来发展信心。

考虑增发后的影响，预测公司 2015~2017 年 EPS 分别为 0.14/0.37/0.49 元，考虑到公司经营层面的积极变化以及未来有望继续通过外延式并购做强做大军工装备和智能电力业务，给予公司未来 6 - 12 个月目标价 16.65 元，对应 2015-2017 年 PE 分别为 118/45/34 倍，强烈推荐评级。

### 风险因素：

1) 收购标的业绩不达预期，虽然公司并购的标的资质优良，发展前景较好，但仍面临竞争加剧导致业绩增长不符合预期的可能性。

2) 公司亏损业务剥离不能顺利实施，公司明确将主业聚焦军工装备和智能电力量大领域，对其他不相关业务正逐步剥离，但业务剥离后续能否继续顺利实施尚存在不确定性；

3) 增发预案未能顺利实施。已经获得中国证监会核准，但交易各方可能需根据市场变化不断完善交易方案，如交易各方无法就完善交易方案的措施达成一致，则本次交易存在终止或取消的可能。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	3199	3437	4732	5254
现金	897	834	1468	1428
应收账款	1235	1427	1801	2120
其它应收款	172	196	248	292
预付账款	111	128	159	185
存货	642	742	920	1070
其他	142	110	135	160
<b>非流动资产</b>	2622	2699	2935	3133
长期投资	237	237	237	237
固定资产	1077	1183	1331	1490
无形资产	308	308	308	308
其他	1000	971	1060	1099
<b>资产总计</b>	5822	6136	7667	8388
<b>流动负债</b>	3207	2607	3021	3451
短期借款	624	300	200	200
应付账款	1165	1348	1671	1942
其他	1417	959	1150	1309
<b>非流动负债</b>	351	359	373	461
长期借款	308	308	308	408
其他	43	51	66	54
<b>负债合计</b>	3558	2966	3395	3912
少数股东权益	77	82	111	151
股本	506	620	690	690
资本公积	1140	1867	2688	2688
留存收益	546	601	783	946
归属母公司股东权益	2187	3088	4161	4324
<b>负债和股东权益</b>	5822	6136	7667	8388

**现金流量表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	183	315	227	324
净利润	58	90	260	346
折旧摊销	127	80	95	112
财务费用	106	107	39	27
投资损失	-20	-23	-23	-15
营运资金变动	-115	29	-200	-171
其它	26	32	57	25
<b>投资活动现金流</b>	-43	-206	-296	-295
资本支出	262	200	300	300
长期投资	81	2	-1	0
其他	301	-4	3	5
<b>筹资活动现金流</b>	70	-172	704	-69
短期借款	67	-324	-100	0
长期借款	-583	0	0	100
普通股增加	6	113	70	0
资本公积增加	3	727	821	0
其他	577	-688	-87	-169
<b>现金净增加额</b>	211	-63	634	-41

**利润表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	2921	3373	4258	5012
营业成本	2420	2800	3470	4034
营业税金及附加	19	22	28	33
营业费用	119	128	145	170
管理费用	194	216	247	291
财务费用	106	107	39	27
资产减值损失	19	15	14	13
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	20	23	23	15
<b>营业利润</b>	62	108	338	459
营业外收入	33	30	30	30
营业外支出	1	0	2	2
<b>利润总额</b>	94	138	366	487
所得税	36	48	106	141
<b>净利润</b>	58	90	260	346
少数股东损益	-0	5	29	40
<b>归属母公司净利润</b>	59	85	231	306
EBITDA	296	295	472	597
EPS (元)	0.12	0.14	0.33	0.44

**主要财务比率**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入	16.8%	15.5%	26.2%	17.7%
营业利润	159.8%	73.4%	212.5%	35.6%
归属于母公司净利润	299.3%	44.8%	172.3%	32.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	17.1%	17.0%	18.5%	19.5%
净利率	2.0%	2.5%	5.4%	6.1%
ROE	2.7%	2.7%	5.6%	7.1%
ROIC	4.5%	5.8%	9.6%	11.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	61.1%	48.3%	44.3%	46.6%
净负债比率	41.83%	20.49%	14.96%	15.53%
流动比率	1.00	1.32	1.57	1.52
速动比率	0.80	1.03	1.26	1.21
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.48	0.56	0.62	0.62
应收账款周转率	2	2	2	2
应付账款周转率	1.99	2.23	2.30	2.23
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.09	0.14	0.37	0.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.51	0.37	0.52
每股净资产(最新摊薄)	3.53	4.98	6.72	6.98
<b>估值比率</b>				
P/E	122.56	84.65	31.09	23.51
P/B	3.28	2.33	1.73	1.66
EV/EBITDA	25	25	15	12

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

张轶,中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

王雪峰,中国中投证券研究所电力设备行业分析师,清华大学金融学硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼  
邮编：200082  
传真：(021) 62171434