

证券研究报告—深度报告

国防军工

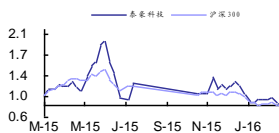
民参军

泰豪科技(600590)
买入

合理估值: 元 昨收盘: 11.23 元 (首次评级)

2016年03月08日

一年该股与沪深300走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	667/502
总市值/流通(百万元)	7,343/5,527
上证综指/深圳成指	2,874/9,537
12个月最高/最低(元)	27.77/9.23

相关研究报告:
证券分析师: 梁铮

电话: 010-88005381

E-MAIL: liangzheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515020001

联系人: 王东

电话: 010-88005309

E-MAIL: wangdong2@guosen.com.cn

联系人: 徐培沛

电话: 0755-82130473

E-MAIL: xupp@guosen.com.cn

联系人: 李君海

电话: 010-88005315

E-MAIL: lijunh@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

深度报告

军工进入快速扩张期,电改带来大未来

● 去芜存菁,主业聚焦

公司剥离亏损子公司泰豪沈电、乾龙伟业,轻装上阵;主业聚焦、集中资源发展军工装备和智能电力两大核心业务。

● 军工装备: 产研结合促内生增长,外延并购值得期待

军工装备围绕车载通信指挥系统、军用移动电站、导航和雷达产品的研制与服务,车载指挥系统及军用电站进入快速增长期,雷达产品开始接受订单。

公司出资约 1.33 亿元收购应急特种车辆企业海德馨 51% 的股权。海德馨产品主要销往军方、国家电力系统、电信运营商等。海德馨估值约 2.57 亿元,14 年净利润 0.28 亿元,15-17 年承诺扣非后净利润不低于 0.36、0.54、0.76 亿元。公司未来外延式扩张预期较强。

● 智能电力: 电改带来大未来

随着新电改方案中新增配售电市场放开,公司在电网软件及系统集成及配电设备上将明确受益,14 年这两项业务同比增长 30-50%。国家将继续推进智能电网推广项目建设,公司智能化一次设备和二次设备将迎来持续发展。

公司拟以 13.37 元/股共发行 0.48 亿股收购博轶信息 95.22% 的股权,博轶信息 95.22% 股权作价 6.4 亿元,15-17 年扣非后归母净利润分别为 0.35、0.55、0.715 亿元。博轶信息致力于综合 IT 技术服务业务,立足能源行业,主要面向电力行业。收购完成将大幅提高公司盈利能力。

● 给予公司买入评级

公司通过“加减法”提升盈利空间,公司业务领域拓展将沿军工装备及智能电力是大概率。预计正常情况下公司 15-17 年归母净利润为 0.82/1.66/2.11 亿元,对应 PE 为 91/45/35X。考虑公司业务拓展性强,给予公司买入评级。

● 风险提示

军工业务发展不达预期。

电改进度不达预期。

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,501	2,921	3,067	4,385	5,482
(+/-%)	0.9%	16.8%	5.0%	43.0%	25.0%
净利润(百万元)	15	59	82	166	211
(+/-%)	-78.9%	299.3%	40.3%	101.9%	27.1%
摊薄每股收益(元)	0.02	0.09	0.13	0.25	0.32
EBIT Margin	4.3%	6.9%	4.8%	6.2%	6.3%
净资产收益率(ROE)	0.7%	2.7%	3.9%	6.4%	8.9%
市盈率(PE)	500.4	125.3	90.1	48.0	37.8
EV/EBITDA			38.8	28.8	26.4
市净率(PB)	3.4	3.4	3.5	3.1	3.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

内容目录

去芜存菁，主业聚焦.....	4
公司简介.....	4
主业聚焦，战略布局.....	4
剥离亏损资产，轻装上阵.....	5
员工持股完成.....	5
军工装备：产研结合促内生增长，外延并购持续进行.....	5
品牌效益促进内生增长.....	6
收购海德馨拓宽军用应急电源之路.....	7
清华合作外延增长可期.....	8
智能电力：电改带来大未来.....	9
收购博轶信息，电力市场扩张第一步.....	9
电改方案出台，公司受益明确.....	9
电力产品竞争力强，进入快速扩张期.....	10
给予公司买入评级.....	10
风险提示.....	11
附表：财务预测与估值.....	12
国信证券投资评级.....	13
分析师承诺.....	13
风险提示.....	13
证券投资咨询业务的说明.....	13

图表目录

图 1: 通信指挥车: 通讯指挥车及电子监测维修车	6
图 2: 通信指挥车: 战术通信车	6
图 3: 军用电站: 宽频宽压逆变电源及高原型电站	7
图 4: 军用电站: 多机大容量并联电站及水源热泵机组	7
图 5: 测高雷达	7
图 6: 无源雷达	7
图 7: 军用电源车	8
图 8: 海德馨公司特种车产品	8
图 9: 新电改主要内容示意	9
图 10: 2014 年公司产品主营收入	9
图 11: 智能电网软件主要产品及服务	10
图 12: 配电设备主要产品	10
表 1: 公司各业务对应的主要子公司范围、主要产品或服务类别	4
表 2: 2002-2014 年公司主营业务变迁	4
表 3: 泰豪沈电主要财务数据	5
表 4: 2014 年军工装备主要产品及产量信息	6
表 5: 2014 年智能电力主要产品及产量信息	10

去芜存菁，主业聚焦

公司简介

泰豪科技股份有限公司是在江西省和清华大学“省校合作”推动下，在南昌国家高新开发区设立的高科技公司。公司形成了“以智能电力业务和军工装备业务为两大主营业务”的战略发展目标，经过多年的发展与积累，在南昌、北京、上海、杭州、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。

智能电力产业领域，公司从事电力设备、智能装置等电力一次设备的研发生产经营，开展智能配电、智能用电和能效管理等电力二次设备的产品研发与经营，提供电力软件与电力集成等电力三次产品的研发与经营业务，以自主知识产权软件产品服务于国家智能电网信息化建设；**军工装备产业领域**，公司产品由移动电源系统，扩展到车载通信指挥系统和雷达电子对抗系统，并进入舰船空调系统和北斗卫星导航系统，服务我国国防现代化建设。公司还在工业节能方面提供测评、咨询、设计、建造等一系列完整节能服务解决方案。

表 1: 公司各业务对应的主要子公司范围、主要产品或服务类别

业务划分	主要子公司	主要产品
智能电力	泰豪软件股份有限公司	电网软件
	泰豪电源技术有限公司	电源产品
	泰豪科技（深圳）电力技术有限公司	配电设备
	衡阳泰豪通信车辆有限公司	通讯指挥系统
军工装备	江西清华泰豪三波电机有限公司	军用电站
	济南吉美乐电源技术有限公司	军用电站
	江西清华泰豪微电机有限公司	军用电站
	长春泰豪电子装备有限公司	军用雷达

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所预测

截止 2014 年，公司员工总数近 3000 人，独立拥有专利和软件著作权 664 余项，被国家首批认定为“高新技术企业”，入选“国家级创新型企业”，并拥有“国家认定企业技术中心”，与清华大学合作成立“院士工作站”，“泰豪”商标为“中国驰名商标”，产品为“中国名牌产品”。

主业聚焦，战略布局

2014 年公司坚持“聚焦战略、创新发展”的发展主题，集中资源发展军工装备和智能电力两大核心业务，对已有业务进行进一步梳理。与 2013 年主营业务智能电力、装备信息、智能节能、电机产业四大类相比，业务进一步聚焦。

表 2: 2002-2014 年公司主营业务变迁

年份	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	增加楼宇电气产品。
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	聚焦军工装备、智能电力两大产业。

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

剥离亏损资产，轻装上阵

2014年开始，公司将与战略发展不相符的一系列资产及股权进行了处置，通过减法为进一步突出主业持续发展打下了坚实基础。为此，2014年10月，公司公告转让全资子公司泰豪沈电100%股权，泰豪沈电2013年净利润为-6141万元，是公司亏损最大的子公司。剥离后，公司轻装上阵，15年的业绩仅此一项将有较大幅度提升。考虑沈阳电机亏损数额，我们初步估算，仅此一项，2015年将增加净利润约0.78亿元，EPS增加0.13元。

2016年1月，公司拟进一步剥离亏损资产，全资子公司泰豪软件拟解散其控股子公司杭州乾龙伟业电器成套有限公司，目前议案已通过公司董事会审议。乾龙伟业2014年净资产0.32亿元，2014年营业收入400.8万元，净利润为-370.7万元。

表 3: 泰豪沈电主要财务数据

项目	营业收入(万元)	营业利润(万元)	净利润(万元)	净利润/上市公司净利润
2013年度	8637.18	-6094.13	-6140.53	-105.87%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

员工持股完成

截至2016年1月7日，公司员工持股计划已通过二级市场累计购入公司股票0.12亿股，占公司总股本的1.9%，均价约为14.78元/股，金额合计为1.78亿元，锁定期自2016年1月7日起12个月。

军工装备：产研结合促内生增长，外延并购持续进行

公司与清华大学合作成立了省级“院士工作站”，未来将依托“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，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。

公司目前军工装备产业形成了一定规模，在业内享有较高知名度和品牌影响力。在军用电站领域，公司在产品门类、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；在军用通信指挥车系统领域，公司具有一定的军方市场认可度，在电子方舱子领域位居前三强；在雷达领域，公司加大投入，积累技术，2014年首获订单，在雷达产品远程无源超视距探测技术、目标识别、实时信号分析处理技术等处于国内领先水平，无源雷达技术突破值得期待。

2014年3月28日，中国国防工业协会第三次会员代表大会在北京召开，公司成为唯一当选协会副会长单位的非公企业，公司副董事长黄代放当选为协会副会长，充分体现了相关部门对公司在国防建设中坚持自主创新、全力提供装备保障的认同和支持。5月26日至6月9日，由总装备部、工信部、国防科工局、全国工商联主办“民营企业高科技成果展览暨军民融合高层论坛”，公司展示了通信方舱、电站及雷达等最新技术和产品。8月13日，国家工信部副部长、国防科工局局长许达哲在公司考察调研时表示，将积极支持和服务民企参与国防科技工业建设。

未来5~10年是军工行业发展的黄金周期，军民融合已上升至国家战略高度，民企参军的热情较为高涨，在放开类配套和装备领域，公司将面临民参军企业

的竞争。我们认为，凭借多年品牌效应及建立的产品渠道优势，公司可能进一步巩固优势产品业务领域，凭借产学研结合优势，公司可能在装备信息化、新技术、新材料方面形成独特的竞争优势，同时凭借多年的资本市场运作经验，公司不排除收购完成军工领域拓展。

品牌效益促进内生增长

公司军工装备业务主要围绕车载通信指挥系统、军用移动电站、导航和雷达产品的研制与服务，重点开展军工信息技术的研究与应用。公司生产的车载通信指挥系统、军用电站以及军用电子等产品已广泛应用到陆、海、空、二炮等各军兵种，承担了多项国家重点装备型号科研生产及国产化任务，多项产品在部队集中采购招标中综合评比名列前茅，已在军方形成了较好的品牌效应并建立了一定的产品渠道。

公司军工装备主要产品为通讯指挥车、军用电站、军用雷达等。公司通信指挥等多个产品型号圆满完成高原化试验，军用电站产品圆满完成 2-50kW 共 21 型号产品高原适应性试验，为公司承担部队高原化装备拓展了广阔的空间。型号科研的圆满完成将为公司带来稳定的订单，为军工装备产业持续发展拓展了空间。

表 4: 2014 年军工装备主要产品及产量信息

主要产品	生产量	销售量	库存量
通讯指挥系统（套）	299	323	59
军用电站（KW）	9140	8596	1720
军用雷达（套）	1	1	4

资料来源：公司 2014 年年报，国信证券经济研究所预测

通信指挥系统：公司主导产品为军用车载式通信、指挥、监测、控制、网络管理及数据链系统；军用特种改装车、高性能军用方舱等。产品已覆盖了总参、总装、总后、海军、空军和二炮、武警等各军兵种，年产量在通信指挥车领域名列前茅，全军电子方舱位居前三强。

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，从事军用通信指挥车系统集成业务的企业数量不多，本公司、6904 厂、江苏捷诚、鹤壁无线电四厂（鹤壁天海电子）等少数几家企业占据了大多数市场份额。与竞争对手相比，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。由于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，面临的竞争态势也较为严峻。去年通讯指挥系统销售量在 323 套，未来将保持稳定增长。

图 1: 通信指挥车: 通讯指挥车及电子监测维修车



“XX”工程旅机动指挥系统的中旅指挥车，具有承载旅指挥及通信设备的能力。

“XX”技术保障装备电子检测维修车，可对系统的电子设备进行基层级检测和维修。



资料来源：公司网站、国信证券经济研究所整理

图 2: 通信指挥车: 战术通信车

主导产品为军用车载式通信、指挥、监测、控制、网络管理及数据链系统；军用特种改装车、高性能军用方舱等。产品已覆盖了总参、总装、总后、海军、空军和二炮、武警等各军兵种，年产量在通信指挥车领域名列前茅，全军电子方舱名列前三强。



用户节点车用于保障指挥所的快速开设，为用户提供接入联合战术通信系统服务

无线电综合通信车具备中通过功能，在初级战术互联网内可实现无线电信业务通信，构成 IP 数据信息传输平台。



资料来源：公司网站、国信证券经济研究所整理

军用电站：公司专业从事军用电站、空调的研发、生产，是国内唯一自行独立进行系列化工频、中频、双频、直流、变频无励磁发电机、电站及成套拖车电站、汽车电站和方舱电站研制的企业，产品和技术拥有多项国家奖项及专利。在总装历次电站集中采购招标中综合评比排名第一，广泛应用于雷达、火炮、导弹、通信指挥、电子对抗、舰船等各种武器装备。

公司军用电站，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。但是近年来，军用电站产品同质化竞争逐步加剧，公司在该领域业务的增长速度低于军工装备整体规模的增速，且公司现有业务合同中，型号订单比例下降，竞争性采购增多，产品赢利能力有所下降。看好公司未来发供配电一体化、发供冷/暖一体化及新型电源发展方向。

图 3：军用电站：宽频宽压逆变电源及高原型电站

- 宽频宽压逆变电源



采用高速永磁发电机与 PFC 整流稳压逆变技术,实现了轻量化和高效化;电力电子变换环节采用国内首创的干扰前馈补偿控制、非线性负载占空比补偿设计技术。

- 高原型电站



资料来源：公司网站、国信证券经济研究所整理

图 4：军用电站：多机大容量并联电站及水源热泵机组



- 水源热泵机组



资料来源：公司网站、国信证券经济研究所整理

雷达：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。雷达行业需求将保持持续增长，资源将更加集中。公司雷达方面实施差异化的战略，通过过去几年的技术积累，在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。公司雷达产品在远程无源超视距探测技术、目标识别、实时信号分析处理技术等处于国内领先水平，2014 年首获雷达订单。

图 5：测高雷达



资料来源：互联网、国信证券经济研究所整理

图 6：无源雷达



资料来源：互联网、国信证券经济研究所整理

收购海德馨拓宽军用应急电源之路

公司公告: 公司与公司全资子公司共同出资约 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。海德馨公司评估价值约 2.57 亿元，2014 年净利润 0.28 亿元，2015-2017 年承诺扣非后净利润不低于 0.36、0.54、0.76 亿元。

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。

目前海德馨已获得各项专利 100 余项，为中国核电行业唯一电源车合格供应商，部分产品还获得国防通信网设备器材进网许可证。根据工信部直属的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，公司电源车产销量及公告数量连续四年排名全国第一。

图 7: 军用电源车



资料来源：海德馨公司网站、国信证券经济研究所整理

图 8: 海德馨公司特种车产品



资料来源：海德馨公司网站、国信证券经济研究所整理

收购海德馨公司股权，是公司沿军工装备外延式发展的重要一步。海德馨在军用应急电源领域技术先进，其网站显示，应急电源车产品已应用于陆军、海军、空军、武警等部队。此次并购，是公司军工装备中军用电站产业链的有益拓展。未来，看好公司沿军工装备方向的并购拓宽发展。

清华合作外延增长可期

公司一方面加大军工装备产业现有产品的研发升级，推动与科研院所、军工集团的深度合作，扩大原有市场份额，另一方面推进外延式扩张，实现军工产业的规模化发展。2014 年，公司军工装备收入同比小幅增长达 8.61 亿元，未来一方面公司的预研产品研发可望为公司带来规模效应和经济效益，另一方面公司沿信息化方向并购预期较为强烈。

车载通信指挥: 未来公司将发展轻质化、隐形及电子屏蔽等先进方舱技术结合的新式通信机动平台；可能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，未来 3—5 年是公司实现业务升级期。

军用电站: 公司在着手新一代电站平台产品的研发，电站向发电与供配电一体化，发电与供冷/暖一体化产品扩展；关注新型发电产品的替代效应，着手新型电源研发；以型号产品为主，辅助竞争性采购，实现利润与规模同步；以军用特种空调产品及行业专业应用空调产品，形成为专业用户提供特色空调产品与服务。军用电站开展了风光柴蓄综合电网系统、磁悬浮飞轮储能发电系统、车载行进取力发电系统研发，获得重要成果；特种空调 3 个新产品通过鉴定。

雷达：公司将通过合作或并购的方式，开展军用核心元器件、配套产品投入，未来公司实现新系统或整机方面重大突破值得期待。雷达产品采用远程无源超视距探测技术、目标识别、实时信号分析处理技术等处于国内领先水平，2014年首获订单。2015年公司可能在雷达细分子领域获得突破，不排除其并购完成整机突破的可能。

智能电力：电改带来大未来

收购博轶信息，电力市场扩张第一步

公司公告：公司拟以发行股份的方式收购博轶信息 95.22% 的股权，收购完成后，公司及子公司持有博轶信息 100.00% 股权。经协商，博轶信息 95.22% 股权作价 6.4 亿元，公司发行股票价拟为 13.37 元/股，共计发行 0.48 亿股。

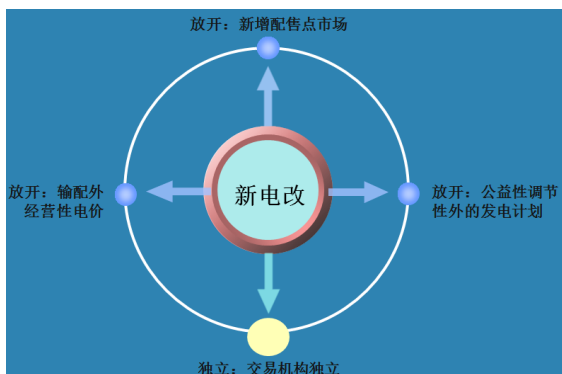
博轶信息致力于综合 IT 技术服务业务，立足能源行业，主要面向电力行业。内容上主要分为两大类，第一类是 IT 专业服务，主要包括系统运维和 IT 解决方案业务；第二类是大数据及云计算业务。博轶信息的业务在当前形成了以 IT 专业服务为主，大数据和云计算业务为辅，在未来将持续拓展以 IT 解决方案、大数据以及云计算为主要内容的业务发展策略。博轶信息承诺 15-20 年扣非后归母净利润分别为 0.35、0.55、0.715、0.9295、1.07、1.23 亿元，将大幅提高公司盈利能力。

电改方案出台，公司受益明确

2014 年 12 月 24 日，国务院总理李克强主持召开今年第 39 次常务会议，“新电改”方案获常务会议原则性通过；2015 年 3 月 15 日，《关于进一步深化电力体制改革的若干意见(中发【2015】9 号)》出台。主要内容有：“三放开、一独立”。“三放开”指的是放开新增配售电市场，放开输配以外的经营性电价，公益性调节性以外的发电计划放开；“一独立”指的是交易机构相对独立。

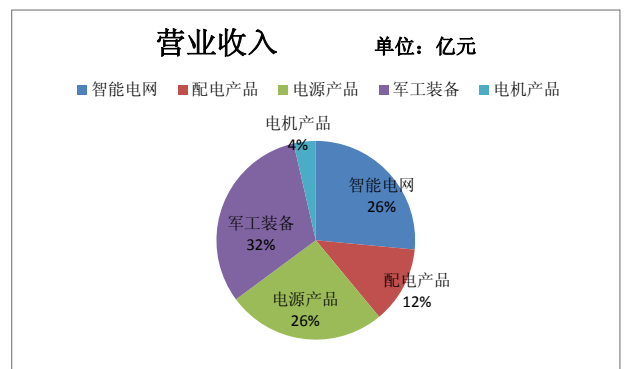
公司目前智能电力主要产品为：电网软件及系统集成、电源产品、配电设备。2014 年，公司智能电网同比增长 49% 至 7.23 亿元，配电产品同比增长 33.7% 至 3.41 亿元。我们认为，随着新电改方案中新增配售电市场放开，公司在电网软件及系统集成及配电设备上将明确受益。

图 9：新电改主要内容示意



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 10：2014 年公司产品主营收入



资料来源：公司 2014 年年报、国信证券经济研究所整理

国家电网公司今年将继续推进智能电网推广项目建设，拟在 2015 年新建智能变电站 1400 座，安装智能电能表 6060 万只，建成投运“三线一环”高速公路城际互联快充网络。分析认为，今年电网投资可能超过 5000 亿元，相比“十

二五”前四年每年约 3500 亿元的投资额，今年电网投资增幅超 40%。随着新能源发电装机容量快速提高以及电网的高速发展，对电网智能化升级的需求也日益迫切，智能化一次设备和二次设备商迎来持续发展。

电力产品竞争力强，进入快速扩张期

公司智能电网主要产品及服务有：电力调度管理应用软件研发及系统集成服务、电网安全生产管理应用软件及系统集成服务、智能配用电自动化系统研发及集成服务、中低压成套电力设备的研发、生产、销售和服务。目前，“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，占国内 34 个网省市场总份额约 42%，居行业第一。

图 11: 智能电网软件主要产品及服务



资料来源：公司网站，国信证券经济研究所整理

图 12: 配电设备主要产品



资料来源：公司网站，国信证券经济研究所整理

国家电网科〔2014〕847 号文件中明确将智能配电台区作为推广应用类技术，列入《国家电网公司重点推广新技术目录（2014 版）》，公司在智能配电台区建设方面已积累了较多的经验，拟今年重点研发“智能配电台区关键技术及主要产品”。该项目符合国家电网公司发展方向，具有一定的市场前景，将增强公司智能电力产品的市场竞争力。

表 5: 2014 年智能电力主要产品及产量信息

主要产品	生产量	销售量	库存量	市场占有率
电网软件及系统集成 (项)	187	185	8	约 42%
配电设备 (台)	25705	27723	1065	/
电源产品 (KW)	928653	913946	289289	约 5%

资料来源：公司 2014 年年报，国信证券经济研究所预测

2014 年国内柴油发电机组市场总量约 200 亿元，其中中高端发电机市场容量约 80 亿元，公司占该领域市场份额约 5%。从国内发电机组的竞争来看，公司处于第二梯队，在中高端市场占据重要地位，后续公司将快速建立经销商网络及行业采购平台实现规模效应，降低生产成本提升价格竞争优势。

给予公司买入评级

公司通过“加减法”提升盈利能力。2014 年至今，公司将与战略发展不相符的一系列资产及股权进行了处置，通过减法为进一步突出主业持续发展打下了坚实基础。为此，公司转让全资子公司泰豪沈电及乾龙伟业，两公司 2014 年净利润亏损共计 6210 万元。通过转让将大幅提升公司盈利能力。

同时，公司通过沿军工装备及智能电力两条主线开展收并购。公司完成特种应急车辆公司海德馨，主要客户为军方、国家电力系统、电信运营商等。海德馨估值约 2.57 亿元，14 年净利润 0.28 亿元，15-17 年承诺扣非后净利润不低于

0.36、0.54、0.76 亿元。

公司通过“加减法”提升盈利空间,公司业务领域拓展将沿军工装备及智能电力是大概率。预计正常情况下公司 15-17 年归母净利润为 0.82/1.66/2.11 亿元,对应 PE 为 91/45/35X。考虑公司业务拓展性强,给予公司买入评级。

风险提示

军工业务发展不达预期。

电改进度不达预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	897	300	300	300	营业收入	2921	3067	4385	5482
应收款项	1447	1554	2223	2778	营业成本	2420	2564	3609	4512
存货净额	642	812	1157	1454	营业税金及附加	19	21	30	37
其他流动资产	213	184	263	329	销售费用	119	138	197	247
流动资产合计	3199	2851	3942	4861	管理费用	194	196	275	341
固定资产	1148	1090	1026	957	财务费用	106	43	30	27
无形资产及其他	308	297	286	274	投资收益	20	30	30	30
投资性房地产	929	929	929	929	资产减值及公允价值变动	(19)	(19)	(19)	(19)
长期股权投资	237	237	237	237	其他收入	0	0	0	0
资产总计	5822	5404	6420	7259	营业利润	62	116	255	329
短期借款及交易性金融负债	1181	931	554	807	营业外净收支	32	20	20	20
应付款项	1568	1692	2410	3029	利润总额	94	136	275	349
其他流动负债	458	475	676	850	所得税费用	36	54	110	140
流动负债合计	3207	3098	3640	4686	少数股东损益	0	(1)	(1)	(2)
长期借款及应付债券	308	78	78	78	归属于母公司净利润	59	82	166	211
其他长期负债	43	45	47	49					
长期负债合计	351	123	125	127	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3558	3221	3765	4813	净利润	59	82	166	211
少数股东权益	77	78	79	81	资产减值准备	(15)	0	(1)	(1)
股东权益	2187	2104	2576	2366	折旧摊销	126	126	133	138
负债和股东权益总计	5822	5404	6420	7259	公允价值变动损失	19	19	19	19
					财务费用	106	43	30	27
					营运资本变动	(346)	(106)	(172)	(125)
					其它	15	1	2	3
					经营活动现金流	(142)	122	148	245
					资本开支	493	(76)	(76)	(76)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	887	(76)	(76)	(76)
					权益性融资	25	0	638	0
					负债净变化	(583)	(230)	0	0
					支付股利、利息	(109)	(164)	(332)	(422)
					其它融资现金流	811	(249)	(378)	253
					融资活动现金流	(549)	(644)	(72)	(169)
					现金净变动	196	(597)	0	0
					货币资金的期初余额	701	897	300	300
					货币资金的期末余额	897	300	300	300
					企业自由现金流	378	33	50	144
					权益自由现金流	605	(472)	(346)	381

关键财务与估值指标				
	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.12	0.13	0.25	0.32
每股红利	0.22	0.27	0.50	0.63
每股净资产	4.32	3.40	3.86	3.55
ROIC	3%	3%	6%	7%
ROE	3%	4%	6%	9%
毛利率	17%	16%	18%	18%
EBIT Margin	6%	5%	6%	6%
EBITDA Margin	10%	9%	9%	9%
收入增长	17%	5%	43%	25%
净利润增长率	299%	40%	102%	27%
资产负债率	62%	61%	60%	67%
息率	2%	3%	5%	7%
P/E	103.3	90.1	48.0	37.8
P/B	2.8	3.5	3.1	3.4
EV/EBITDA	32.7	38.8	28.8	26.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	孔令超	021-60933159		
李智能	0755-22940456	王佳骏	021-60933154		
固定收益		纺织/日化零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	朱元	021-60933162	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161			何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	邵潇	0755-22940659
		蓝逸翔	021-60933164		
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资				非金属及建材	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
房地产		食品饮料			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸		汽车及零部件	
吴子昱	0755-22940607	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
周瑞	13726685252	汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
王玮	13726685252	唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	18682071096
边祎维	13726685252	吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
夏坤	13726685252	储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				