2016 年 04 月 12 日

公司快报

证券研究报告

建筑施工

泰豪科技（600590.SH）

内外并举，智能电力、军工装备双核发力

■**事件：**公司公布 2015 年年报，实现营业收入 34.88 亿元，同比增长 19.43%，归属于母公司净利润 8600.1 万元，同比增长 46.77%，经营性现金流量净额 2.79 亿元，EPS0.13 元,ROE3.33%。同时公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.8 元（含税）。

■**军工装备与智能电力收入稳步增长：**2015 年度，公司集中资源发展智能电力与军工装备业务，电源产品分销业务的增长、海德馨公司业务的并入以及通信指挥系统产品订单的增加，助力军工装备与智能电力两大核心业务收入实现稳步增长，同比分别上升 24.42%、21.73%。**毛利率略有下降，期间费用控制良好：**公司 2015 年度业务毛利率为 15.49%，比去年下滑 1.64 个 pct，主要系智能电力分销业务占比增加以及军工装备业务竞争性采购增加所致，但分销模式同时也为公司收入带来增长；公司期间费用率 11.6%，同比下降个 2.78pct，其中销售/管理/财务费用率分别变动-0.47/0.77/0.15 个 pct。

■**内部整合，构建军工资产大平台：**自 2013 年底开始，公司便开始逐步精简整合上市平台中多项盈利能力下滑的业务。2015 年，为整合军工业务平台，公司将“泰豪通信车辆”、“吉美乐电源”、“江西三波电机”及“长春泰豪电子装备”4 家军工企业股权转让给“泰豪军工”，显示出公司将优势资源逐步注入豪泰军工的战略举措。2015 年 8 月，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”，已为泰豪军工贡献订单，中标金额 7768.9 万元。通过对盈利疲弱业务的精简整合，公司将泰豪军工整合成军工资产的综合平台，进一步明晰主业发展方向，提升内部运营效率。

■**外延并购，完善智能电力布局：**公司 2015 年公告以现金收购了海德馨 31%的股权，收购完成后，公司合计持有海德馨 51%股权。作为中国领先的移动应急电源车方案专项服务商，以电源车辆改装生产为主导，向应急专业车辆改装延伸，盈利能力良好，2015 年度，海德馨净利润同比增长 41.75%,贡献的投资收益占公司净利润比重达到 21.58%。收购完成后，公司希望将其打造成为专业的应急产业生产基地。

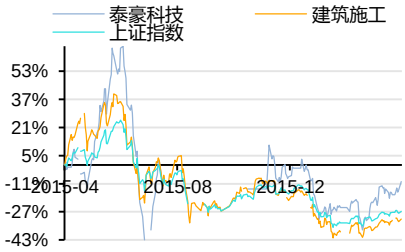
同时公司完成发行股份购买博辕信息 95.22%的股权事宜，作为电力行业的综合 IT 技术服务提供商，博辕信息在电力运维服务、资产大数据服务领域处于领先地位，与博辕信息的整合，将强化电网客户对公司产品和服务的粘性，借助电力改革的契机，公司将迎来智能电力产业新的发展机遇。博辕信息承诺 2015-2017 年扣非归母净利润分别为

投资评级	买入-A
	维持评级
6 个月目标价：	21 元
股价（2016-04-11）	14.57 元

交易数据

总市值（百万元）	9,717.62
流通市值（百万元）	7,314.22
总股本（百万股）	666.96
流通股本（百万股）	502.01
12 个月价格区间	9.23/26.99 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.22	19.05	14.6
绝对收益	15.18	19.62	-9.06

黄守宏 分析师
SAC 执业证书编号：S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
021-35082092

孟兴亚 报告联系人
mengxy@essence.com.cn

相关报告

泰豪科技：智能电力、军工装备双核发力，业绩望延续高增	2015-11-18

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

3,500、5,500、7,150 万元

另外，公司还通过全资 BVI 子公司泰豪国际投资收购莱福士 100%的股权，莱福士主营智能中高压开关元件产品及成套设备，该项股权投资将提高公司配电业务的核心竞争力及持续盈利能力。

在公司传统主营电力软件方面，因行业小，集中度及利润水平高，已形成夹缝市场，省调与地调市场上，公司公告称其与国电南瑞两者市占率相加达到 70%。技术密集的软件产品为行业形成有效壁垒，在未来一段时间内，公司该部分业务的盈利较有保障。

通过上述资源整合，公司的业务范围已涵盖电力软件、智能配电产品及智能应急电源业务，形成起较为完善智能电力的产品线。

■**员工持股计划完成，体现强劲增长预期：**目前公司已完成第一期员工持股计划（持有均价 14.78 元/股），部分董事、高管认购份额占比约 20%，激励员工的同时，也体现出管理层对公司未来业绩增长强劲的良好预期。

■**投资建议：**我们看好民参军与电改背景下，公司的未来发展，并结合收购博辕信息的业绩承诺，我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.25 元、0.33 元、0.39 元，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

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	2,920.7	3,488.1	4,314.1	4,887.8	5,716.2
净利润	58.6	86.0	168.1	222.2	259.8
每股收益(元)	0.09	0.13	0.25	0.33	0.39
每股净资产(元)	3.28	4.65	5.45	5.62	5.81

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	165.8	113.0	57.8	43.7	37.4
市净率(倍)	4.4	3.1	2.7	2.6	2.5
净利润率	2.0%	2.5%	3.9%	4.5%	4.5%
净资产收益率	2.7%	2.8%	4.6%	5.9%	6.7%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.9%	1.1%	1.3%
ROIC	4.9%	5.5%	7.0%	8.5%	9.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,920.7	3,488.1	4,314.1	4,887.8	5,716.2
减:营业成本	2,420.4	2,947.9	3,607.7	4,075.8	4,731.4
营业税费	19.3	16.3	28.0	31.8	37.2
销售费用	119.4	126.2	163.9	188.2	228.6
管理费用	194.3	205.3	258.8	300.6	371.6
财务费用	106.2	73.0	76.5	52.9	70.2
资产减值损失	18.6	48.9	20.0	20.0	20.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	19.9	28.8	25.0	30.0	30.0
营业利润	62.4	99.3	184.1	248.5	287.3
加:营业外净收支	31.6	21.1	16.0	16.0	22.0
利润总额	94.0	120.4	200.1	264.5	309.3
减:所得税	35.8	19.5	32.0	42.3	49.5
净利润	58.6	86.0	168.1	222.2	259.8

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	897.2	1,060.5	1,294.2	1,487.9	1,860.4
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	1,406.9	1,819.3	2,111.3	2,504.9	2,576.2
应收票据	40.1	76.0	147.4	80.7	170.3
预付帐款	111.0	189.8	272.4	182.7	356.4
存货	641.7	863.9	1,441.0	1,163.0	1,859.8
其他流动资产	102.3	320.7	141.0	188.0	216.6
可供出售金融资产	221.5	214.2	20.0	20.0	20.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	237.0	226.6	226.6	226.6	226.6
投资性房地产	109.1	104.3	104.3	104.3	104.3
固定资产	1,077.4	1,102.6	1,251.7	1,388.3	1,523.1
在建工程	70.5	279.9	223.9	179.1	143.3
无形资产	362.0	437.9	418.1	401.8	383.9
其他非流动资产	544.8	462.0	582.9	575.0	539.8
资产总额	5,821.5	7,157.7	8,234.9	8,502.4	9,980.7
短期债务	624.0	866.7	402.9	-	-
应付帐款	1,317.5	1,561.8	2,443.9	2,038.0	3,164.8
应付票据	402.4	752.4	370.0	1,043.1	612.1
其他流动负债	862.8	453.6	667.3	689.6	772.0
长期借款	307.7	235.9	352.1	470.5	1,037.1
其他非流动负债	43.3	51.7	231.3	382.7	386.1
负债总额	3,557.6	3,922.0	4,467.5	4,623.9	5,972.2
少数股东权益	77.2	131.7	131.7	131.7	131.7
股本	506.3	619.2	667.0	667.0	667.0
留存收益	1,686.4	2,488.7	2,968.8	3,079.9	3,209.8
股东权益	2,263.9	3,235.7	3,767.4	3,878.5	4,008.4

财务指标

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长率	16.8%	19.4%	23.7%	13.3%	16.9%
营业利润增长率	159.8%	59.1%	85.3%	35.0%	15.6%
净利润增长率	299.3%	46.8%	95.4%	32.2%	16.9%
EBITDA 增长率	51.0%	-1.5%	38.5%	15.8%	17.3%
EBIT 增长率	75.3%	2.2%	51.2%	15.7%	18.6%
NOPLAT 增长率	102.0%	38.4%	51.6%	15.7%	18.6%
投资资本增长率	-30.7%	23.6%	18.4%	-5.1%	8.0%
净资产增长率	2.3%	42.9%	16.4%	2.9%	3.3%
利润率					
毛利率	17.1%	15.5%	16.4%	16.6%	17.2%
营业利润率	2.1%	2.8%	4.3%	5.1%	5.0%
净利润率	2.0%	2.5%	3.9%	4.5%	4.5%
EBITDA/营业收入	10.1%	8.3%	9.3%	9.5%	9.6%
EBIT/营业收入	5.8%	4.9%	6.0%	6.2%	6.3%
运营效率					
固定资产周转天数	148	112	98	97	92
流动营业资本周转天数	35	33	48	49	39
流动资产周转天数	384	389	406	406	398
应收帐款周转天数	164	166	164	170	160
存货周转天数	90	78	96	96	95
总资产周转天数	750	670	642	616	582
投资资本周转天数	322	247	241	225	194
投资回报率					
ROE	2.7%	2.8%	4.6%	5.9%	6.7%
ROA	1.0%	1.4%	2.0%	2.6%	2.6%
ROIC	4.9%	5.5%	7.0%	8.5%	9.4%
费用率					
销售费用率	4.1%	3.6%	3.8%	3.9%	4.0%
管理费用率	6.7%	5.9%	6.0%	6.2%	6.5%
财务费用率	3.6%	2.1%	1.8%	1.1%	1.2%
三费/营业收入	14.4%	11.6%	11.6%	11.1%	11.7%
偿债能力					
资产负债率	61.1%	54.8%	54.3%	54.4%	59.8%
负债权益比	157.1%	121.2%	118.6%	119.2%	149.0%
流动比率	1.00	1.19	1.39	1.49	1.55
速动比率	0.80	0.95	1.02	1.18	1.14
利息保障倍数	1.59	2.36	3.41	5.70	5.10
分红指标					
DPS(元)	0.05	-	0.13	0.17	0.19
分红比率	51.8%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.9%	1.1%	1.3%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	58.2	100.9	168.1	222.2	259.8
加:折旧和摊销	127.1	119.2	141.7	164.5	188.9
资产减值准备	18.6	48.9	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	100.1	79.9	76.5	52.9	70.2
投资损失	-19.9	-28.8	-25.0	-30.0	-30.0
少数股东损益	-0.4	14.9	-	-	-
营运资金的变动	-303.0	257.1	-534.6	243.8	-120.2
经营活动产生现金流量	183.2	279.1	-173.3	653.4	368.7
投资活动产生现金流量	-42.7	-534.9	174.5	-238.4	-277.8
融资活动产生现金流量	70.1	353.4	232.5	-221.3	281.7

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.09	0.13	0.25	0.33	0.39
BVPS(元)	3.28	4.65	5.45	5.62	5.81
PE(X)	165.8	113.0	57.8	43.7	37.4
PB(X)	4.4	3.1	2.7	2.6	2.5
P/FCF	19.4	-14.0	-26.0	29.9	19.2
P/S	3.3	2.8	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	15.1	31.8	22.9	19.2	16.6
CAGR(%)	56.3%	37.1%	104.5%	56.3%	37.1%
PEG	2.9	3.0	0.6	0.8	1.0
ROIC/WACC	0.3	0.7	0.8	0.8	1.0
REP	6.3	5.3	3.6	3.8	2.8

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@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： 上海市虹口区东大名路638号3楼

邮　编： 200122

北京市

地　址： 北京市西城区西直门南小街 147 号国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。