证券研究报告

公司研究——年报点评

泰豪科技（600590.sh）

买入 增持 持有 卖出

上次评级：买入，2015.10.28

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

刘磊 行业分析师
执业编号：S1500515080002
联系电话：+86 10 63081275
邮 箱：liulei2@cindasc.com

相关研究
《业绩符合预期，战略转型进行中》2015.10.28
《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
邮编：100031

军工、电力双轮驱动，外延发展值得期待

2016 年 04 月 14 日

事件：泰豪科技近日发布 2015 年年度报告，2015 年泰豪科技实现营业收入 34.88 亿元，同比增加 19.43%；归属母公司股东净利润为 0.86 亿元，同比增加 46.77%。综合毛利率为 15.49%，同比减少了 1.64 个百分点；基本每股收益为 0.16 元/股，同比增长 33.33%。业绩符合我们的预期。

点评：

- **转型成功，聚焦军工和电力两大主业。**2015 年泰豪科技确立了以军工装备和智能电力为核心的两大主业，依托内外部研发平台推进技术研发与产业化应用。军工领域，军用电站作为公司基础产业之一，在通信指挥配套电源和军用雷达配套市场中保持领先优势，未来公司将瞄准特殊战场环境需求，研发新一代电站平台；车载通信指挥系列产品面向军方多个部门和各军兵种，报告期内公司在软件集成、隐身抗毁、抗干扰和轻质化等方面提升产品的技术水平，多个型号实现批产。在智能电力领域，泰豪科技主营产品包括电力软件、智能配电产品和智能应急电源，其中电力软件和电源是主要收入、利润来源，特别是电力软件产品利润水平高且公司处于市场领导者地位，未来电力改革将给公司带来更多机会。

- **并购优质资产，补强专用车和智能电力业务。**报告期内泰豪科技及全资子公司泰豪电源共同出资 1.33 亿元收购了龙岩市海德馨汽车有限公司 51%股权；全资子公司泰豪国际以 0.54 亿元收购莱福士电力电子设备有限公司 100%股权；2016 年初泰豪科技发行股份购买上海博辕信息技术服务有限公司 95.22%股权（资产交易价格为 6.38 亿元）并募集配套资金（不超过 3 亿元）。海德馨是国内领先的移动应急电源车方案专项服务商，主要产品包括报警车、装备车、电源车、抢险救援照明车等，近四年其电源车产销量位居国内第一；博辕信息面向电力行业提供综合 IT 技术服务，业务涵盖系统运维（主要收入来源）、IT 解决方案、大数据及云计算等，在电力信息服务领域具有技术、规模和质量优势。另外，海德馨和博辕信息原股东均作出业绩承诺，海德馨承诺 2016 年和 2017 年扣非净利润不低于 0.54 亿元和 0.76 亿元；博辕信息承诺 2016 年至 2020 年扣非归母净利润分别不低于 0.55 元、0.72 亿元、0.93 亿元、1.07 亿元和 1.23 亿元。我们认为，报告期内泰豪科技实施资产并购实现了主业拓展，为未来三年业绩增长打下坚实基础。

- **在手资金充足，后续外延发展值得关注。**泰豪科技 2015 年 10 月 27 日入选中上协军工委国防军工板块名单，现有军工装备产业（车载通信指挥系统、军用移动电站和雷达产品）初具规模，但产品毛利率并不高（2015 年军工装备业务毛利率仅为 12.74%）。作为民参军企业，泰豪科技看好我国军工信息化领域的市场机会，重点关注方向如北斗导航、军工通信、雷达技术、网络化智能化装备等等，与公司传统军工产品相比，上述军工信息化类产品技术水平高、市场空间大、

盈利能力强。我们判断，泰豪科技在军工信息化领域有望通过合作或并购的方式加速规模化发展，报告期内泰豪科技通过增发股票、发行公司债和中期票据等方式筹集资金约 20 亿元，为后续外延并购准备了充足资金。

- **盈利预测及评级：**按照最新股本（6.67 亿股）计算，我们预计 2016 年至 2018 年泰豪科技的归母净利润分别为 1.80 亿元、2.50 亿元和 2.86 亿元，对应的 EPS 为 0.28 元/股、0.38 元/股和 0.43 元/股。我们维持对泰豪科技的 “买入”评级。
- **风险因素：**军工体制改革对军品业务影响，体制变革可能导致部分军工装备列装技术调整；实体经济下滑导致用电增速下行，从而影响国家电网固定资产投资规划，导致公司智能电力订单有下滑风险，并购整合进程不达预期。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,920.71	3,488.10	4,534.53	5,737.49	6,975.12
增长率 YoY %	16.76%	19.43%	30.00%	26.53%	21.57%
归属母公司净利润(百万元)	58.60	86.00	179.61	250.14	285.76
增长率 YoY%	299.32%	46.77%	108.84%	39.27%	14.24%
毛利率%	17.13%	15.49%	18.61%	18.63%	18.65%
净资产收益率 ROE%	2.71%	3.25%	5.13%	6.22%	6.66%
每股收益 EPS(元)	0.12	0.15	0.28	0.38	0.43
市盈率 P/E(倍)	170	116	56	40	35
市净率 P/B(倍)	4.24	2.98	2.56	2.40	2.25

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 *注：股价为 2016 年 4 月 13 日收盘价*

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	3,199.33	4,330.12	4,984.89	5,732.01	7,077.59
货币资金	897.25	1,060.51	956.50	786.53	1,172.02
应收票据	40.10	75.99	107.08	135.49	164.72
应收账款	1,234.60	1,621.88	2,085.18	2,638.36	3,207.48
预付账款	111.05	189.77	232.38	293.97	357.31
存货	641.72	863.90	1,107.57	1,381.49	1,679.90
其他	274.61	518.07	496.17	496.17	496.17
非流动资产	2,622.19	2,827.58	3,132.92	3,497.91	3,829.32
长期投资	237.01	226.63	289.63	499.63	562.63
固定资产	1,077.38	1,102.58	1,294.24	1,464.34	1,619.82
无形资产	308.21	353.30	379.79	403.72	425.23
其他	999.59	1,145.07	1,169.26	1,130.22	1,221.64
资产总计	5,821.52	7,157.70	8,117.80	9,229.92	10,906.91
流动负债	3,206.64	3,634.39	3,768.83	4,589.01	5,932.51
短期借款	624.03	866.65	366.65	366.65	866.65
应付账款	1,165.38	1,369.69	1,774.86	2,245.25	2,728.98
其他	1,417.23	1,398.06	1,627.31	1,977.11	2,336.87
非流动负债	350.98	287.61	287.61	287.61	287.61
长期借款	307.66	235.88	235.88	235.88	235.88
其他	43.32	51.73	51.73	51.73	51.73
负债合计	3,557.62	3,922.01	4,056.44	4,876.63	6,220.12
少数股东权益	77.23	131.68	161.69	203.48	251.22
归属母公司股东权益	2,186.68	3,104.01	3,899.67	4,149.81	4,435.57
负债和股东权益	5821.52	7157.70	8117.80	9229.92	10906.91

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,920.71	3,488.10	4,534.53	5,737.49	6,975.12
同比	16.76%	19.43%	30.00%	26.53%	21.57%
归属母公司净利润	58.60	86.00	179.61	250.14	285.76
同比	299.32%	46.77%	108.84%	39.27%	14.24%
毛利率	17.13%	15.49%	18.61%	18.63%	18.65%
ROE	2.71%	3.25%	5.13%	6.22%	6.66%
每股收益(元)	0.12	0.15	0.28	0.38	0.43
P/E	170	116	56	40	35
P/B	4.24	2.98	2.56	2.40	2.25
EV/EBITDA	4.64	3.81	1.40	1.15	1.70

利润表 单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,920.71	3,488.10	4,534.53	5,737.49	6,975.12
营业成本	2,420.40	2,947.87	3,690.58	4,668.69	5,674.53
营业税金及附加	19.31	16.30	22.92	28.99	35.25
营业费用	119.44	126.16	173.56	219.60	266.97
管理费用	194.25	205.30	278.16	351.95	427.87
财务费用	106.16	73.04	75.66	57.94	80.35
资产减值损失	18.64	48.94	52.35	62.48	84.85
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	19.90	28.83	16.47	16.47	16.47
营业利润	62.41	99.31	257.77	364.30	421.76
营业外收入	32.83	23.25	24.32	26.80	24.79
营业外支出	1.27	2.20	2.60	1.86	1.89
利润总额	93.96	120.36	279.49	389.24	444.67
所得税	35.78	19.50	69.87	97.31	111.17
净利润	58.18	100.86	209.62	291.93	333.50
少数股东损益	-0.42	14.86	30.01	41.79	47.74
归属母公司净利润	58.60	86.00	179.61	250.14	285.76
EBITDA	321.19	319.47	514.40	622.27	716.84
EPS（摊薄）	0.12	0.14	0.28	0.38	0.43

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	183.15	279.06	268.72	395.38	451.27
净利润	58.18	100.86	209.62	291.93	333.50
折旧摊销	127.11	119.20	141.11	158.73	178.37
财务费用	100.12	79.91	93.80	74.30	93.80
投资损失	-19.90	-28.83	-16.47	-16.47	-16.47
营运资金变动	-114.56	-35.86	-198.60	-159.39	-201.44
其它	32.20	43.77	39.26	46.28	63.51
投资活动现金流	-42.68	-534.86	-416.89	-491.05	-471.98
资本支出	-220.67	-374.36	-370.36	-297.52	-425.45
长期投资	154.28	-59.05	16.47	16.47	16.47
其他	23.72	-101.45	-63.00	-210.00	-63.00
筹资活动现金流	70.06	353.43	44.16	-74.30	406.20
吸收投资	25.20	852.39	637.96	0.00	0.00
借款	139.52	-316.98	-500.00	0.00	500.00
支付利息或股息	109.29	116.74	93.80	74.30	93.80
现金净增加额	210.75	97.19	-104.01	-169.97	385.49

研究团队简介

范海波， CFA，有色金属行业高级研究员。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。

刘磊，军工机械行业研究员。中国科学技术大学理学硕士，中国人民大学管理学硕士，曾就职于中国航天科技集团公司，2013 年加盟信达证券研发中心。

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
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何　欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘　晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐　蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@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。