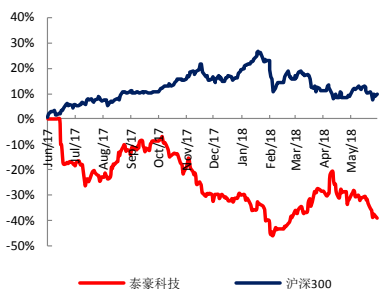


国防军工

## 积极拓展军工装备产业规模，专注智慧能源领域深耕细作

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	6.67/5.12
总市值/流通(亿元)	64.03/49.20
12个月最高/最低(元)	12.56/8.19

## 相关研究报告:

《2018年军工行业中期策略——业绩改革双拐点，深耕进口替代关键领域》

《国防信息化系列深度报告——自主可控国产化替代时不我待》

证券分析师: 马浩然

电话: 010-88321893

E-MAIL: mahr@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517120003

证券分析师: 刘倩倩

电话: 010-88321947

E-MAIL: liuqq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190514090001

联系人: 马捷

电话: 010-88695137

E-MAIL: majie@tpyzq.com

## 报告摘要

**内生外延并举驱动成长，双主业发展格局前景可期。**公司坚持“内生外延、创新发展”的工作思路，在产业结构优化调整的基础上，最终确立了“军工装备”和“智慧能源”双主业发展格局。其中，军工装备产业围绕通信指挥系统、军用移动电站、光电探测、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。智慧能源产业围绕电网运行与控制系统、智能应急电源、智能配用电设备的产品研制与服务，重点开展能源互联网技术的研究与应用。同时积极关注相关领域的并购机会，致力于成为军工装备领域的规模化企业和智慧能源领域的专家型企业。

**加大并购整合力度，向规模化军工装备产业集团迈进。**公司军工装备板块的主要产品包括通信指挥车、军用电站、雷达和舰载设备等。在现有军工业务的基础上，公司通过外延并购方式不断延伸军工产业链，深化高端装备制造和军工信息化布局，向规模化军工集团持续迈进。2016年受军改影响，公司的通信指挥车和军用电站等产品订单延期，导致军工装备板块业绩出现明显下滑。我们认为，公司作为全军发电机组市场占有率第一、军用通信指挥车排名前三的企业，随着军改加速推进，延迟的订单将在2018年得到加速释放，公司的军工业务有望实现恢复性增长。

**传统主业深耕细作，打造智慧能源领域专家型企业。**公司智慧能源板块围绕能源互联网、电力信息化、智能电源等方向开展业务，主要产品有区域综合能源服务平台、电力信息化相关软件、智能应急电源以及配电自动化产品等。目前，公司主打产品电网调度软件已经占领全国17省市的电网调度市场，市场份额排名第一；智能应急电源产品在国内中高端市场占据重要地位；在国家配电网建设改造投资稳定增长的背景下，以及社会资本参与增量配电投资的持续升温，公司的智能配电业务未来仍有望保持稳定增长的发展态势。

**盈利预测与投资评级:**预计公司2018-2020年的净利润为3.21亿元、4.11亿元、6.12亿元，EPS为0.48元、0.62元、0.92元，对应PE为20倍、16倍、10倍，给予“买入”评级。

■ 主要财务指标

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	5,100.62	6,553.27	9,262.40	13,084.99
净利润(百万元)	251.93	321.02	410.58	611.90
摊薄每股收益(元)	0.38	0.48	0.62	0.92

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

**风险提示:** 军品订单恢复不及预期; 智慧能源业务发展不及预期;  
外延并购拓展不及预期。

## 目录

一、 内生外延并举驱动成长，双主业发展格局前景可期 .....	5
(一) 省校合作奠定基础，产业布局遍布全国 .....	5
(二) 清华大学助力发展，股东增持彰显信心 .....	6
(三) 确立双主业发展格局，股权激励志在长远 .....	9
二、 加大并购整合力度，向规模化军工装备产业集团迈进 .....	10
(一) 通信指挥车全国前三，受益国防信息化建设加速推进 .....	12
(二) 军用电站全国第一，技术优势确保行业领先地位 .....	13
(三) 雷达产品采取差异化竞争策略，未来有望成为新增长点 .....	14
(四) 收购上海红生拓展信息化产业链，业绩增厚作用明显 .....	16
(五) 参股江西国科 30% 股份，期待 IPO 成功带来较大投资收益 .....	18
三、 传统主业深耕细作，打造智慧能源领域专家型企业 .....	19
(一) 立足电网软件保持稳定增长，拓展运维服务协同效应显著 .....	20
(二) 应急电源产品领跑国内市场，整合产业资源实现快速扩张 .....	23
(三) 把握配电网建设改造投资机遇，受益增量配电业务改革 .....	25
四、 盈利预测及估值 .....	26
五、 风险提示 .....	28

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司主要园区分布	6
图表 3: 主要园区对应公司及业务	6
图表 4: 公司股权结构	7
图表 5: 公司与清华大学历史渊源	8
图表 6: 第一大股东增持情况	8
图表 7: 泰豪科技 2013-2017 年营业收入情况	9
图表 8: 泰豪科技 2013-2017 年归母净利润情况	9
图表 9: 2017 年泰豪科技收入结构	9
图表 10: 2017 年泰豪科技毛利结构	9
图表 11: 公司首次授予激励对象限制性股票的分配情况	10
图表 12: 军工装备板块子公司概况	10
图表 13: 军工装备板块 2013-2017 年营业收入情况	11
图表 14: 军工装备板块 2013-2017 年净利润情况	11
图表 15: 通信指挥车主要产品	12
图表 16: 通信指挥车 2014-2017 年生产销售情况	13
图表 17: 军用电站主要产品	13
图表 18: 军用电站 2014-2017 年生产销售情况	14
图表 19: 测高（识别）类雷达产品	15
图表 20: 宽频机动式超视距无源探测雷达产品	15
图表 21: 上海红生主要产品	16
图表 22: 上海红生营业收入预测（单位：万元）	17
图表 23: 江西国科股权结构	18
图表 24: 江西国科 2014-2017 年营业收入情况	19
图表 25: 江西国科 2014-2017 年净利润情况	19
图表 26: 智慧能源板块 2013-2017 年营业收入情况	19
图表 27: 智慧能源板块 2013-2017 年毛利润情况	19
图表 28: 电网软件及系统集成 2014-2017 年生产销售情况	21
图表 29: 泰豪软件 2012-2017 年营业收入情况	22
图表 30: 泰豪软件 2012-2017 年净利润情况	22
图表 31: 泰豪软件主要产品	22
图表 32: 电源产品 2014-2017 年生产销售情况	24
图表 33: 泰豪电源 2012-2017 年营业收入情况	24
图表 34: 泰豪电源 2012-2017 年净利润情况	24
图表 35: 海德馨主要产品	25
图表 36: 配电设备 2014-2017 年生产销售情况	26
图表 37: 公司业务拆分及预测	27
图表 38: 军工装备板块可比上市公司估值参考	27
图表 39: 智慧能源板块可比上市公司估值参考	28
图表 40: 分板块估值结果	28

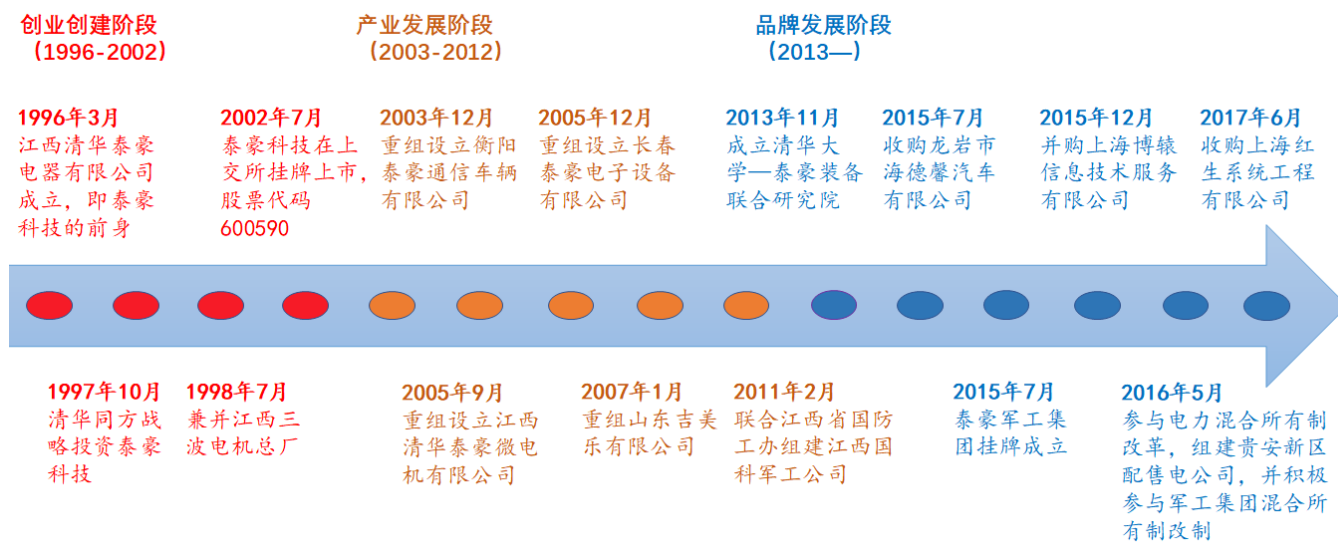
## 一、内生外延并举驱动成长，双主业发展格局前景可期

泰豪科技股份有限公司是在江西省和清华大学的“省校合作”推动下，于1996年3月在南昌国家高新开发区成立的高科技公司。2002年7月，公司在上海证券交易所上市，股票代码600590，简称“泰豪科技”。

### (一) 省校合作奠定基础，产业布局遍布全国

1996年3月，泰豪科技的前身“江西清华泰豪电器有限公司”成立，经过清华同方的战略投资与重组后，于1998年正式更名为“清华泰豪科技有限公司”。同年，公司通过兼并江西三波电机总厂奠定了产业基础。2002年7月上市后，公司相继重组设立了衡阳泰豪通信车辆、江西清华泰豪微电机、长春泰豪电子设备等子公司，进入快速扩张的规模化发展阶段。2015年7月，泰豪军工集团正式挂牌成立，标志着公司向集团化、专业化、体系化发展迈出实质性步伐。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司坚持“内生外延、创新发展”的工作思路，围绕军工装备、智慧能源领域进行产业布局，通过内生发展和外延并购有效扩大了公司的业务规模 and 市场份额，整体竞争实力不断增强。经过二十多年的发展，公司总资产已超过100亿元，员工总数3000多人，在南昌、北京、上海、深圳、长春、济南、衡阳等地拥有10多个高科技产业园区和40多家分、子公司。

图表 2：公司主要园区分布



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

图表 3：主要园区对应公司及业务

园区名称	对应公司	主营业务
泰豪长春科技园	长春电子装备	军用雷达
泰豪济南科技园	吉美乐电源	军用电站
泰豪上海运营中心	上海博轶信息	IT服务、区域综合能源运营
泰豪南昌高新科技园	江西三波电机	军用电站、特种空调
	泰豪软件	电力调度软件
泰豪南昌小蓝工业园	泰豪电源	电源产品
泰豪衡阳工业园	衡阳通信车辆	车载通信指挥系统
泰豪深圳科技园	泰豪电力技术	配电设备
龙州工业园	龙岩海德馨	应急装备

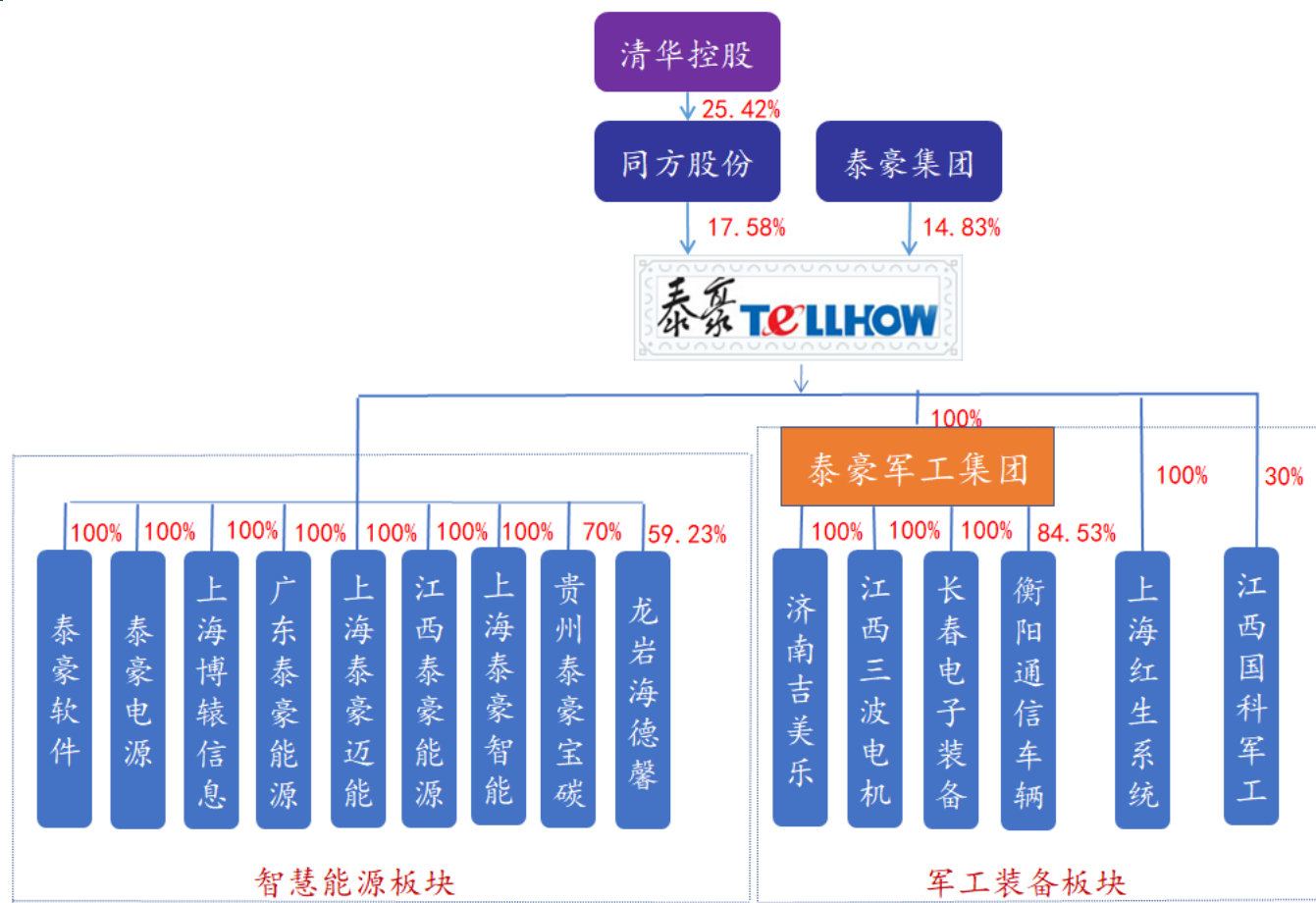
资料来源：公司官网，太平洋证券整理

## (二) 清华大学助力发展，股东增持彰显信心

公司自 2014 年开始逐步退出盈利能力较弱的智能节能业务和电机产业，对沈阳电机等持续亏损的企业进行剥离，集中资源大力发展军工装备和智慧能源两大产业。其

中，军工装备产业围绕通信指挥系统、军用移动电站、光电探测、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。智慧能源产业围绕电网运行与控制系统、智能应急电源、智能配用电设备的产品研制与服务，重点开展能源互联网技术的研究与应用。同时积极关注相关领域的并购机会，致力于成为军工装备领域的规模化企业和智慧能源领域的专家型企业。

图表 4: 公司股权结构



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

清华大学在公司的创建和发展过程中起到重要作用。泰豪科技的前身“江西清华泰豪电器有限公司”就是在江西省和清华大学的“省校合作”推动下成立的，公司董事长黄代放、副董事长李吉生均毕业于清华大学。清华同方利用上市募集资金对江西清华泰豪电器有限公司进行重组，正式推出了“清华泰豪”企业品牌。

公司依托清华大学雄厚的研发实力，在产业发展道路上得到强大技术支持。1998年，公司通过兼并江西三波电机总厂，同时引入清华同方智能空调机组生产技术，奠定了产业发展的基础。2013年，公司与清华大学签署《共同推进军工产业发展战略合

作协议》，成立了“清华-泰豪装备联合研究院”，与清华大学在国防科研生产领域就资本、产学研结合、人才培养等方面进行全面深入合作，促进国防科技成果产业化，做大做强军工装备产业，使公司真正成为科技和人才驱动的创新型企业。

图表 5：公司与清华大学历史渊源

1996年3月	•泰豪科技的前身“江西清华泰豪电器有限公司”在江西省和清华大学的“省校合作”推动下成立
1997年10月	•清华同方用上市募集资金对江西清华泰豪电器有限公司进行重组，推出“清华泰豪”企业品牌
1998年7月	•清华泰豪兼并江西三波电机总厂，引入清华同方智能空调机组生产技术，奠定了产业基础
1998年9月	•经国家工商总局批准，江西清华泰豪电器有限公司正式更名为“清华泰豪科技有限公司”
2002年7月	•由同方股份、泰豪集团等6家企业发起设立“泰豪科技股份有限公司”，在上海证券交易所上市
2013年11月	•与清华大学签署《共同推进军工产业发展战略合作协议》，成立“清华-泰豪装备联合研究院”

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

同方股份作为公司的第一大股东，自2017年6月至今累计增持公司股份2,619.19万股，总金额为人民币30,000.41万元。本次增持后，同方股份持有公司股份12,870.43万股，持股比例达到19.30%，体现了同方股份对公司未来发展前景坚定看好的信心。

图表 6：第一大股东增持情况

公告日期	股东名称	增持股份数量 (万股)	持股数量 (万股)	持股比例 (%)
2018-5-16	同方股份有限公司	1,428.55	12,870.43	19.30
2017-9-29	同方股份有限公司	190	11,441.88	17.16
2017-9-16	同方股份有限公司	7.12	11,251.88	16.87
2017-9-16	同方股份有限公司	185.92	11,244.76	16.86
2017-7-20	同方股份有限公司	658.99	11,058.84	16.58
2017-6-23	同方股份有限公司	148.62	10,399.85	15.59

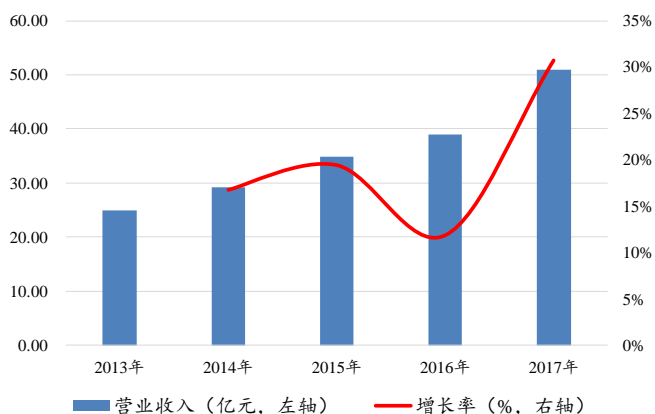
资料来源：Wind，太平洋证券整理



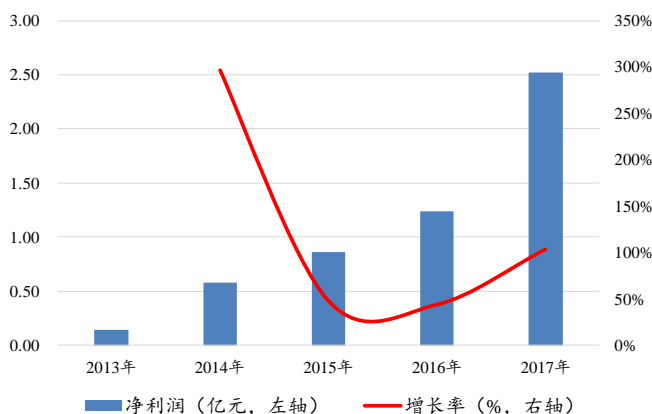
### (三) 确立双主业发展格局，股权激励志在长远

公司近 5 年来营业收入、净利润均保持稳步增长态势。2017 年公司实现营业收入 51.01 亿元，同比增长 30.72%；归母净利润 2.52 亿元，同比增长 103.45%。公司在产业结构优化调整的基础上，最终确立了“军工装备”和“智慧能源”双主业发展格局。其中，智慧能源产业占公司总营业收入和毛利的比重超过 80%。

图表 7：泰豪科技 2013-2017 年营业收入情况



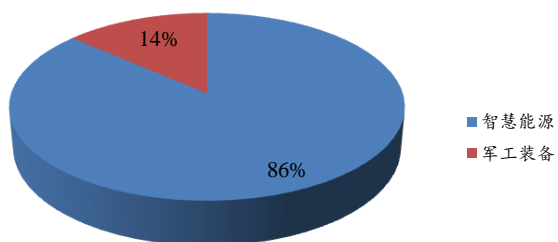
图表 8：泰豪科技 2013-2017 年归母净利润情况



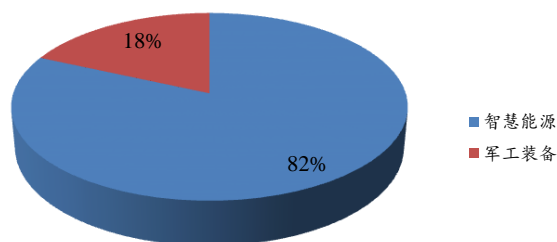
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 9：2017 年泰豪科技收入结构



图表 10：2017 年泰豪科技毛利结构



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

2017 年 12 月 14 日，公司向董事、高级管理人员、主要中层管理人员及核心骨干人员等共 110 名激励对象授予限制性股票 1,750 万股，授予价格为 6.80 元/股。限售期 1 年，解锁期 3 年。解锁条件为：以公司 2014、2015、2016 年度平均净利润为基数，2017、2018、2019 年净利润增长率分别不低于 100%、200%、300%，以上净利润均为扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润。

图表 11：公司首次授予激励对象限制性股票的分配情况

姓名	职位	拟分配股票数量 (万股)	本次授予股票 占本激励计划 授予股票总额 的比例	本次授予总股 数占目前总股 本的比例
杨剑	董事、总裁	300	15.0000%	0.4498%
涂彦彬	董事、产业负责人	50	2.5000%	0.0750%
杨骏	常务副总裁	50	2.5000%	0.0750%
曾智杰	副总裁	50	2.5000%	0.0750%
吴菊林	副总裁	40	2.0000%	0.0600%
叶敏华	副总裁	30	1.5000%	0.0450%
李结平	副总裁、董事会秘书	40	2.0000%	0.0600%
汪华艳	副总裁	30	1.5000%	0.0450%
朱宇华	财务总监	35	1.7500%	0.0525%
其他骨干人员(101人)		1,125	56.2500%	1.6868%
合计(110人)		1,750	87.5000%	2.6238%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

根据股权激励计划的解锁条件来测算，公司 2018 年扣除非经常性损益后的归母净利润将突破 2 亿元，2019 年将达到 3 亿元。我们认为，泰豪科技通过实施股权激励计划，有助于充分调动管理层和骨干员工的积极性，利好公司中长期发展。

## 二、加大并购整合力度，向规模化军工装备产业集团迈进

公司军工装备板块的主要产品包括通信指挥车、军用电站、雷达和舰载设备等。2015 年，公司以江西清华泰豪微电机有限公司为平台，组建了江西泰豪军工集团有限公司，陆续整合了公司旗下军工装备板块的衡阳通信车辆、济南吉美乐电源、江西三波电机和长春电子装备共 4 家子公司，同时在北京设立了研发中心和营销中心，依托清华泰豪联合装备研究院，按照军兵种布局整合销售资源，打造军工装备产业平台。

图表 12：军工装备板块子公司概况

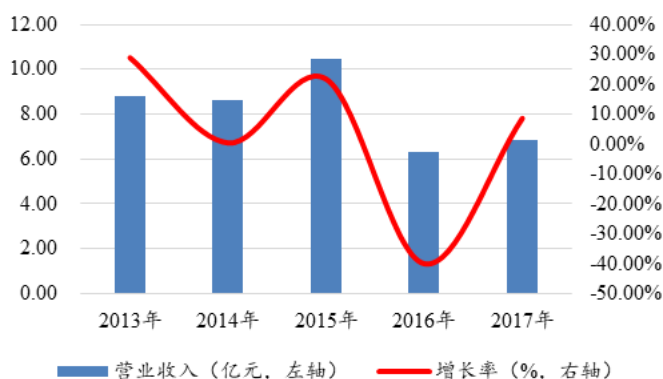
产品类别	子公司	主营业务
通信指挥车	衡阳泰豪通信车辆有限公司	军民用改装车及军用方舱等
军用电站	江西清华泰豪三波电机有限公司	电源、电机及成套设备
	济南吉美乐电源技术有限公司	电源设备新技术开发及服务
雷达	长春泰豪电子装备有限公司	雷达、光机电一体化产品
舰载设备	上海红生系统工程有限公司	舰船用综合监视设备等

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

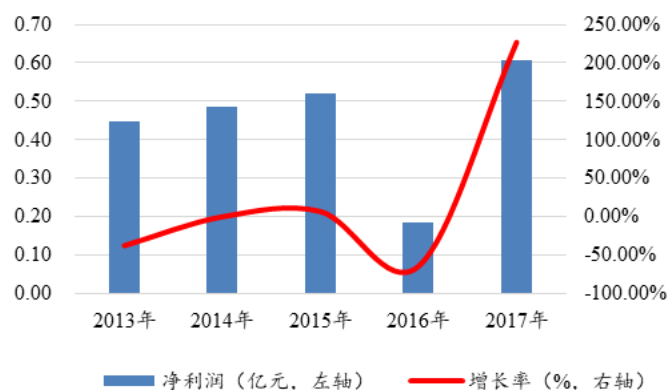
公司专注于军队、武警、公安及人防、应急保障等市场，以高机动通信指挥平台、多体系通信组网系统、高精度雷达、野外综合保障发电技术和电机特种应用技术为重点研发方向，多项科研项目列入军队预研和型研计划。在庆祝中国人民解放军建军 90 周年朱日和阅兵仪式上，公司自主研发的某型接入节点车和某型干线节点车作为主要地面装备列入综合保障群的信息通信保障方队、信息作战群的电子对抗方队接受检阅，多型电源产品装备于地空导弹方队、海军导弹方队、核常兼备导弹方队参与检阅，参与研制配套生产的某型通信车、侦察车等均亮相沙场。

在现有军工业务的基础上，公司通过外延并购方式不断延伸军工产业链，深化高端装备制造和军工信息化布局，向规模化军工集团持续迈进。2016 年 6 月，公司以自有资金 4.2 亿元参与设立深圳中航福田智能装备股权投资基金，重点关注航空航天、国防军工及智能装备领域，以系统集成度高、产业带动力强的整机系统及技术密集、附加值高的核心电子装备为主，同时兼顾高端机械装备、材料和核心元器件等，未来将围绕军工信息化继续加大外延并购力度以实现规模化发展。

图表 13: 军工装备板块 2013-2017 年营业收入情况



图表 14: 军工装备板块 2013-2017 年净利润情况



资料来源: 公司年报, 太平洋证券整理

资料来源: 公司年报, 太平洋证券整理

经过近几年的快速发展，公司的军工装备板块已经初具规模，主要产品通信指挥车和军用电站等已广泛应用于陆、海、空、二炮等各军兵种，承担了众多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，在业内享有较高知名度和品牌影响力。2016 年受军改影响，公司的通信指挥车和军用电站等产品订单延期，导致军工装备板块业绩出现明显下滑。我们认为，公司作为全军发电机组市场占有率第一、军用通信指挥车排名前三的企业，随着军改加速推进，延迟的订单将在 2018 年得到加速释放，公司的军工业务有望实现恢复性增长。

### (一) 通信指挥车全国前三，受益国防信息化建设加速推进

通信指挥车是公司军工装备板块的重要组成部分。2003年12月，公司通过控股衡阳市四机总厂介入军用通信车总成业务，后更名为衡阳泰豪通信车辆有限公司。衡阳市四机总厂始建于1958年，1965年开始承担四机部军用车辆订货，至今已有50多年的军用电子工程车辆生产历史。衡阳泰豪通信车辆主要从事以通信指挥车为主的军用特种车辆集成及军用电子方舱研制，作为原总参通信部军用通信车定点生产企业和原总装备部方舱集中采购定点单位，公司承接了一批国家机密级军工科研生产（配套）任务，为原总参、总装、总后、二炮和各军兵种以及航天、航空、水文、气象等单位研制生产有线/无线通信、光通信、卫星通信、散射通信、电子对抗、野战网、微波接力、指挥自动化、车载式电子化系统集成产品、军用特种改装车辆、机械及电子方舱等十九大系列100多种特种高科技产品。

图表 15：通信指挥车主要产品

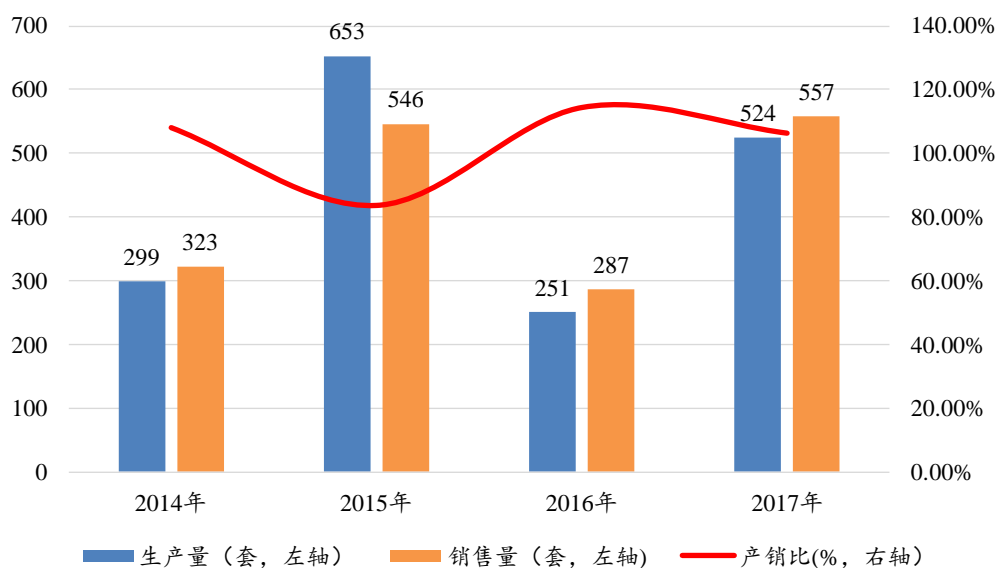
产品类别	产品名称	部分产品示例
通信指挥类	通信指挥车、用户节点车、中旅指挥车	
地面保障类	电子检测检修车、无线电综合通讯车、电子设备车、升空气球锚泊车、轻质防弹隐形方舱	
测控类	电子方舱、扩展方舱、测控车载站、机动卫星遥测车	

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

目前，国内从事军用通信指挥车系统集成业务的企业数量不多，江苏捷诚车载电子信息工程有限公司、重庆迪马工业有限责任公司、辽宁陆平机器股份有限公司、鹤壁天海电子信息系统有限公司等少数几家企业占据了大多数市场份额。与竞争对手相比，公司在通信指挥系统集成、电磁兼容与电磁防护、轻量化设计方面有独到的技术优势，在通信指挥系统集成业务规模上位居行业前列。虽然公司从事的车辆改装、总成、测试等工作处于产业链的集成环节，但由于车辆底盘及部分系统均为用户指定外购，因此毛利率长期维持在15%左右的较低水平，而掌握关键核心技术的通信设备元器件和整机制造商往往具备较强的盈利能力。目前，公司正在开展无线网络通信模块

和网络通信终端研发，争取进入通信系统及整机研制生产领域，逐步向高附加值的“集成化、智能化、模块化、小型化、高机动”通信指挥系统企业转型。

图表 16: 通信指挥车 2014-2017 年生产销售情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

## (二) 军用电站全国第一，技术优势确保行业领先地位

军用电站由柴油发动机、发电机、控制系统及运载车辆组成，是军队在野战条件下最核心的电能供给装备。与民用电站相比，军用电站对使用环境的要求更苛刻，对稳定性和可靠性的要求也更高。1998年，公司通过收购江西三波电机总厂进入军用电站领域，作为泰豪军工集团的子板块，公司的军用电站产品已广泛应用于陆、海、空、火箭军、战略支援部队等各军兵种，配套通信、雷达、火炮、导弹、光电对抗等武器系统，在产品门类、技术水平、市场覆盖率等方面均具有领先优势，特别是在通信车辆和军用雷达装备配套市场中的优势地位更加明显。

图表 17: 军用电站主要产品

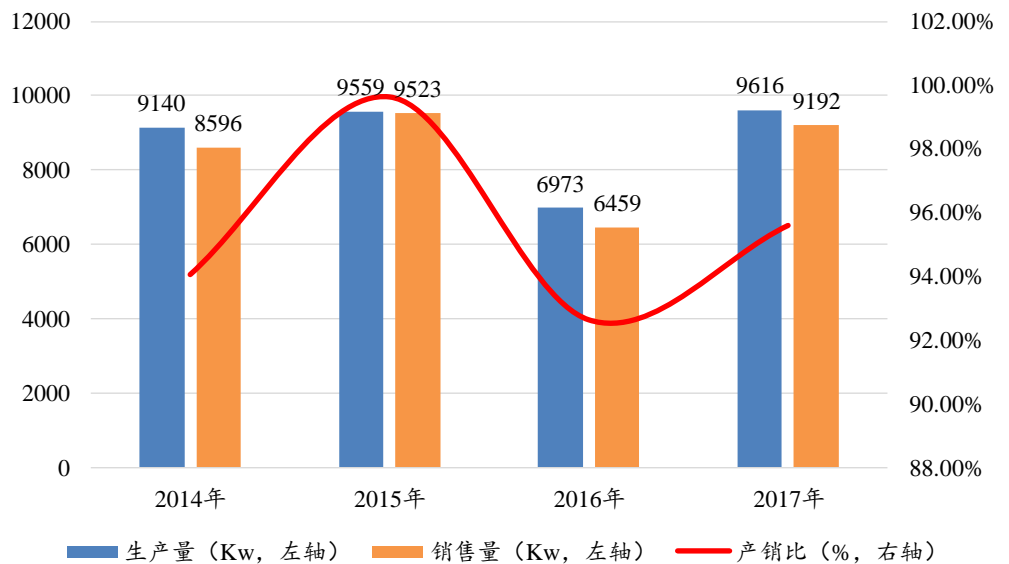
产品类别	产品名称	部分产品示例
军用电站	中频拖车电站、水冷静音电站、方舱电站、汽车电站	

发电系统	驻车取力发电系统、行进取力发电系统	
电源车	核潜基地保障电源车	

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

由于军用电站采用竞争性采购机制，对民营企业开放程度较高，产品同质化竞争加剧，公司该业务板块面临盈利能力下降的压力。为了保持现有的市场份额，公司重点从新型高速和高功率密度的发电机、无人化和远程化电站环境适应性、精密的电力电子技术等方向展开研发，并且向发电与供配电一体化、发电与供冷/暖一体化产品扩展，继续巩固技术优势，确保行业领先地位。

图表 18：军用电站 2014-2017 年生产销售情况



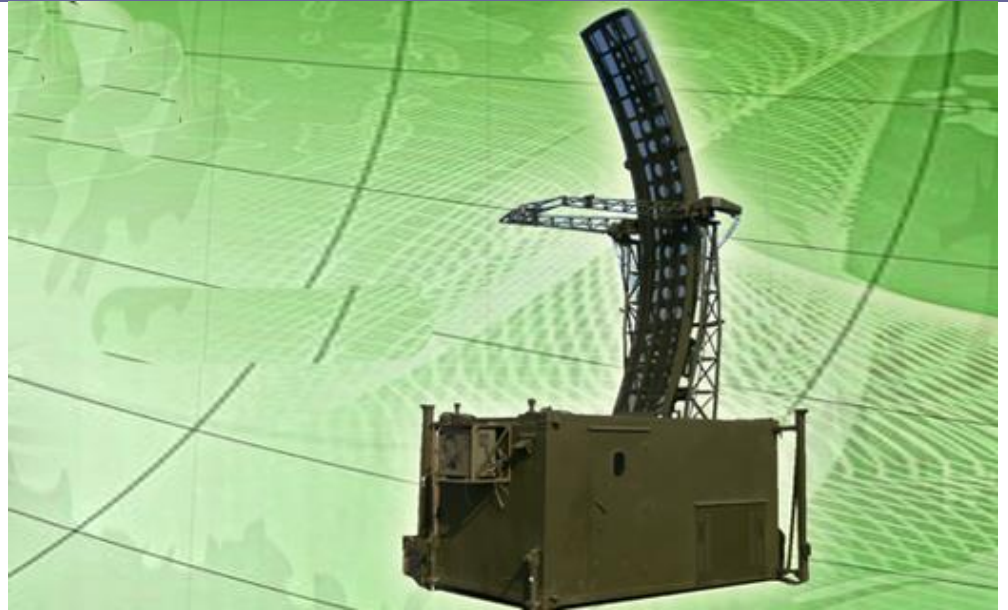
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

### (三) 雷达产品采取差异化竞争策略，未来有望成为新增长点

我国的雷达研发制造资源主要集中在电子科技集团的 14 所、38 所等少数军工企业和科研院所中，技术门槛很高。为了有效避开军工集团在传统雷达领域的垄断优势，公司采取差异化的竞争策略，开发特殊领域、特殊功能的雷达产品。经过几年的

技术积累和研发投入，公司在超视距机动式无源侦察装备、区域监视系统及雷达训练保障等细分领域已具备相对领先优势，未来有望成为军工装备板块的重点发展方向。

图表 19：测高（识别）类雷达产品



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

无源雷达不主动对外发射电磁波，而是通过被动接收目标自身辐射电磁波，或利用目标反射的其他来源的电磁信号对目标进行定位和跟踪。由于无源雷达的隐蔽性更好，不易被发现摧毁，战场生存能力强，同时具备探测距离远、成本低等优势，可用于探测空中隐身目标，也可作为岸基对海上移动战略目标进行远距离探测的补充手段。

图表 20：宽频机动式超视距无源探测雷达产品



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

公司自主研发的“无源探测定位系统”具有超视距、宽频段、实时分析的特点，可作为侦测隐身目标的重要手段。在 2016 年的珠海航展上，公司首次公开展出一款无源雷达侦查系统，该系统可针对海上、空中目标实施宽频段、远距离侦测，探测距离达到 1000 公里。目前，公司的无源探测雷达产品已收获少量订单，即将进入初步的量产阶段，未来有望成为军工装备板块新的业绩增长点。

#### (四) 收购上海红生拓展信息化产业链，业绩增厚作用明显

2017 年公司以 49,000 万元现金购买上海红生系统工程有限公司 100% 股权，进入海军信息化装备领域。上海红生成立于 2006 年 9 月，主要从事军用电子及信息化系统、军用专用仪器仪表和军用特装器材及武备修理等领域的相关技术和产品的研发设计、生产制造和维修服务。主要产品包括：GPS 铷钟校频仪、天线绝缘监测仪、通信中心控制管理设备、船用网关、通讯组合机柜、深弹指挥仪、雷达侦察设备自动测试校准系统等，主要装备于海军各型舰船及相关的维修保障基地和部队。

图表 21：上海红生主要产品

产品名称	产品示例	产品简介
GPS 铷钟校频仪		GPS 铷钟校频仪的主要功能是： 1) 接收 GPS 信息；2) 显示接收卫星数量；3) 为铷钟校准频率。可以准确测量及校准铷原子频标的频率稳定度，并自动记录校准的时间和校准值，具有使用方便、校准精度高、锁定时间短等特点，可以广泛的应用于使用铷原子频标的各种场合。
天线绝缘监测仪		天线绝缘监测仪适用于水面舰船的天馈线测量，也可以推广应用到其他需要测试绝缘电阻的场合。在无线电发射之前，可利用天线绝缘监测仪检测天线的绝缘阻值。当绝缘阻值低于预置值时给予报警，以保证通信系统的安全可靠。测试结果自动存储，可以供事后调用、显示与分析。



<p>通信中心控制管理设备</p>		<p>通信中心控制管理设备是舰艇通信系统的控制管理中心，执行多用户与多设备之间的路由交换和信令控制。它可以将多个用户终端（遥控用户、数据链及数据报终端）和多种通信设备有机的组成一个整体，提供任意一个用户终端对任意一个通信设备的调用和控制，从而实现对通信设备集中管理和遥控操作。</p>
<p>船用网关</p>		<p>船用网关是能够实现上层网（以太网）与下层网（现场总线网）之间的信息交换，并提供实时报警中文显示的专用网关，为解决船舶控制网络和信息管理网络之间的数据通信和数据共享提供了一条途径。</p>
<p>通讯组合机柜</p>		<p>通信中心控制管理设备是舰艇通信系统的控制管理中心，执行多用户与多设备之间的路由交换和信令控制。它可以将多个用户终端（遥控用户、数据链及数据报终端）和多种通信设备有机的组成一个整体，提供任意一个用户终端对任意一个通信设备的调用和控制，从而实现对通信设备集中管理和遥控操作。</p>

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

根据业绩承诺，上海红生在 2017-2019 年将实现扣非净利润分别不低于 4,000 万元、4800 万元、6000 万元。2017 年，上海红生实现营业收入 8,117.84 万元，同比增长 166%；净利润 4,155.71 万元，同比增长 120%，完成业绩承诺的 104%。

图表 22：上海红生营业收入预测（单位：万元）

年度		2018年	2019年	2020年	2021年
军用电子及信息化系统	综合监视设备	6,849.91	8,243.70	9,392.69	10,062.73
	业务终端	602.56	816.24	965.81	1,115.38
	深弹指挥仪	1,025.64	1,230.77	1,435.90	1,641.03
军用专用仪器仪表	GPS铷钟校频仪	143.59	164.10	184.62	205.13
	天线绝缘检测仪	89.74	102.56	115.38	128.21
	雷达侦察设备自动测试校准系统	60.00	360.00	720.00	1,080.00
军用特装器材及武器装备修理	各型产品的维修器材和等级修理	785.36	942.43	1,083.79	1,192.17
营业收入合计		<b>9,556.81</b>	<b>11,859.81</b>	<b>13,898.19</b>	<b>15,424.64</b>

资料来源：资产评估，太平洋证券整理

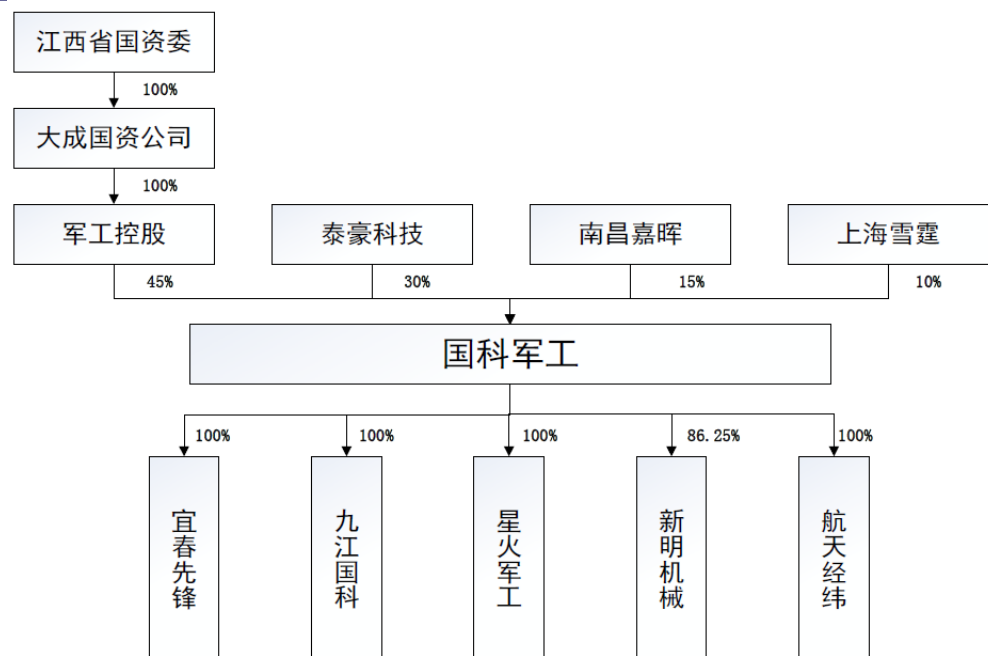
根据未来 5 年上海红生相关产品的采购计划来测算，公司营收规模将在 2019 年突破 1 亿元，年复合增长率超过 50%。作为海军舰船信息系统及专用仪器的供应商，上

海红生净资产收益率高达 30%，产品综合毛利率水平接近 70%，单一来源的采购模式确保其具备较强的盈利能力，并表之后将显著增厚公司业绩。

### (五) 参股江西国科 30%股份，期待 IPO 成功带来较大投资收益

根据江西国科军工集团股份有限公司最新的招股说明书申报稿显示，泰豪科技持有江西国科 30%股份。其实早在 2011 年初，公司就开始投资江西国科。经过几轮增资，截至 2012 年末累计投资 7,598.54 万元，占江西国科 40%股权。2016 年 12 月，泰豪科技将江西国科 10%股权转让给上海雪霆，转让价格为 6000 万元。目前，公司仍持有江西国科 30%股份，而且大部分投资成本都已经收回，一旦江西国科 IPO 成功，泰豪科技将获取较大投资收益。

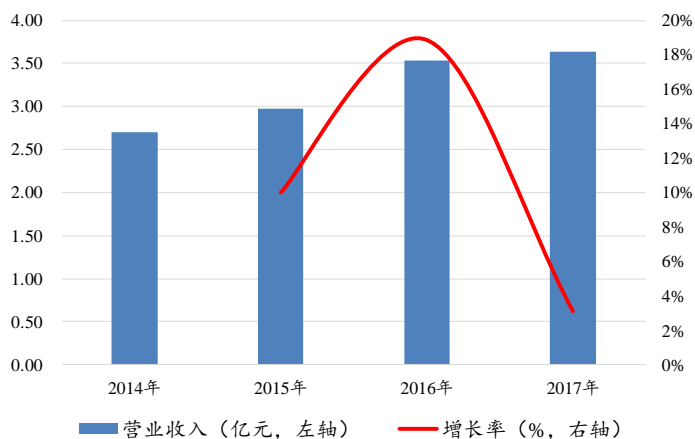
图表 23：江西国科股权结构



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

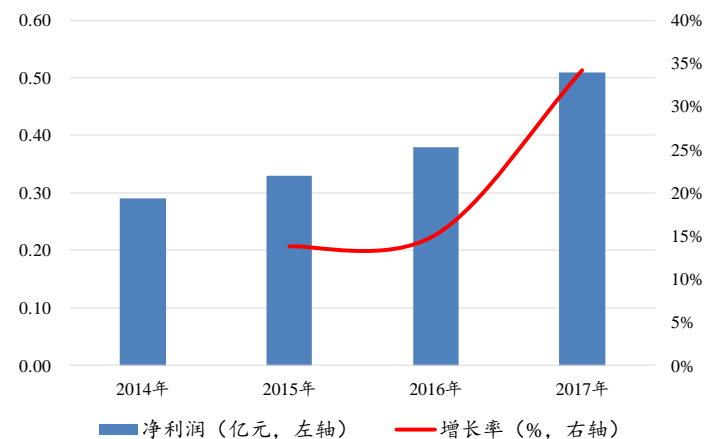
江西国科自成立以来一直从事弹药及其配套产品的研发、生产和销售，承担了多项“国家高新工程”分系统和重点武器装备科研生产任务。作为一家控股型公司，江西国科的主营业务主要通过旗下的 5 家子公司开展。宜春先锋、九江国科、星火军工、新明机械、航天经纬这 5 家子公司是我国重要的弹药及其配套产品的研制和生产基地，也是我军中小口径弹药、引信、复合固体推进剂的重要供应商。

图表 24：江西国科 2014-2017 年营业收入情况



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表 25：江西国科 2014-2017 年净利润情况

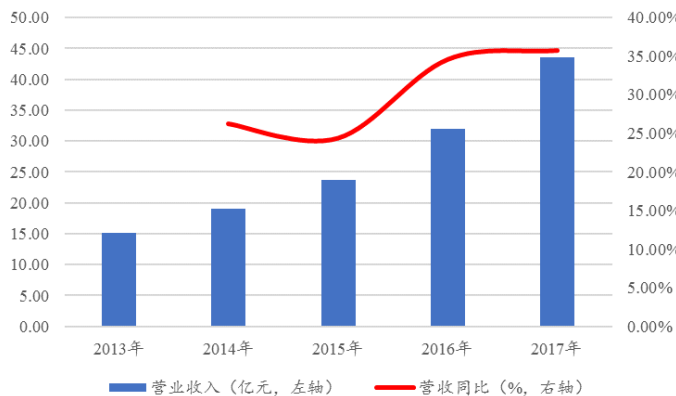


资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

### 三、传统主业深耕细作，打造智慧能源领域专家型企业

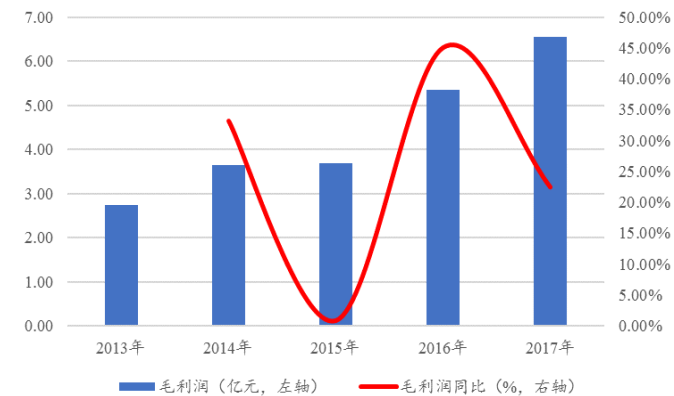
公司的智慧能源板块围绕能源互联网、电力信息化、智能电源等方向开展业务，主要产品有区域综合能源服务平台、电力信息化相关软件、智能应急电源以及配电自动化产品。公司依托清华海峡研究院、德国、美国研究中心等平台，以能源互联网解决方案、电网大数据智能配电运维管控为重点研发方向，初步完成了售电云、能效云等产品开发；在广州、江西、重庆、贵州等地设立配售电和碳资产管理公司，基本完成了智慧能源的产业布局。智能应急电源在原有的分销模式基础上，借助资本手段，整合区域优质产业资源，实现产业规模的迅速提升。

图表 26：智慧能源板块 2013-2017 年营业收入情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 27：智慧能源板块 2013-2017 年毛利润情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

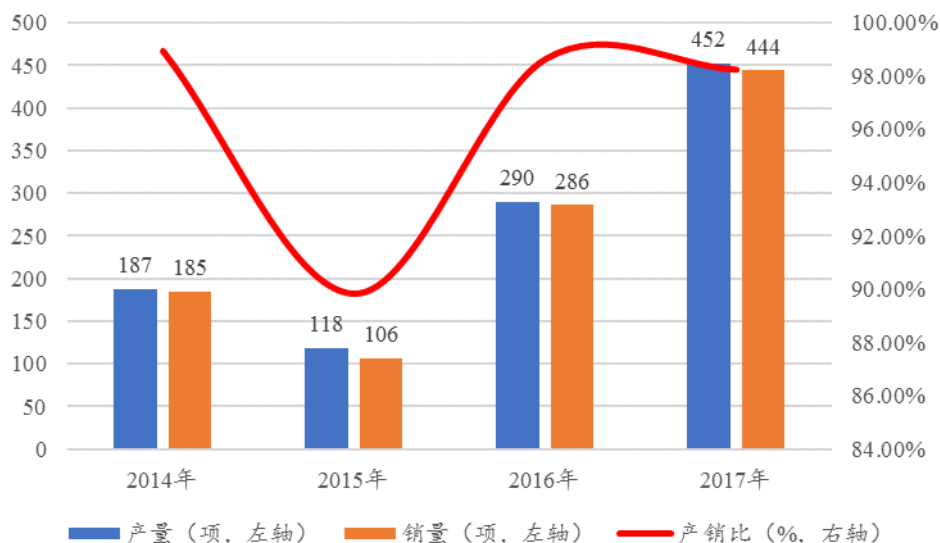
公司专注于能源互联网系统解决方案、电力信息化及运维、配电设备及自动化系

统、智能应急电源、国际电力工程建设等市场，现已成为国家电网、南方电网电力调度系统信息化业务主流供应商，同时积极围绕国家“一带一路”战略，拓展国际电力工程总包业务。公司承接的四川省工业领域电力需求侧管理工作创新性地结合历史运行数据展示了工业能源消费大数据平台的作用；公司承建的“江西省工业能耗在线监测信息平台”项目既是全国第一个省级多能源能耗在线监测平台，也是全国首个省市企三级联调用能平台；智能化供电服务指挥系统利用 GPS 定位及导航、GIS 图形展示、大数据平台以及移动应用等技术，为配网的高效运维、精准投资、精益管理提供了决策支撑，拓展了公司产品的新市场领域；基于优化区间过零换相技术的系列换相终端及三相负荷不平衡自动调节产品通过了入网测试，与多个企业达成 OEM 合作意向；智能化交流金属封闭开关设备、集装箱式微电网系统、基于数据挖掘技术的智能配电网信息化管理系统已列入政府专项科技计划；多机并联环保型黑启动集装箱电站解决了大功率柴油发电机组尾气排放处理问题，并通过测试已投入试用；多并联模式智能云服务防护型电站采用多项国际创新技术经鉴定达到国际先进水平，并已列入省级技术示范项目；首次运用 10kV 中压发电车旁路并网作业检修架空线路,成功实现不停电作业，为国家电网、南方电网不停电作业提供了一种新模式。

### （一）立足电网软件保持稳定增长，拓展运维服务协同效应显著

电力信息化在未来能源互联网产业中具有不可或缺的作用。公司所专注的电力调度软件系列产品是电力软件业务的一个专业细分市场，市场集中度较高。在国内各省调、地调市场上，公司与国电南瑞同为市场领跑者。由于电力调度软件研发及其运维服务的特殊性，当前各厂商的软件产品难以相互替换，从而形成了有效的市场壁垒。因此，预计在未来几年公司的电力信息化业务仍将保持较高的市场地位。

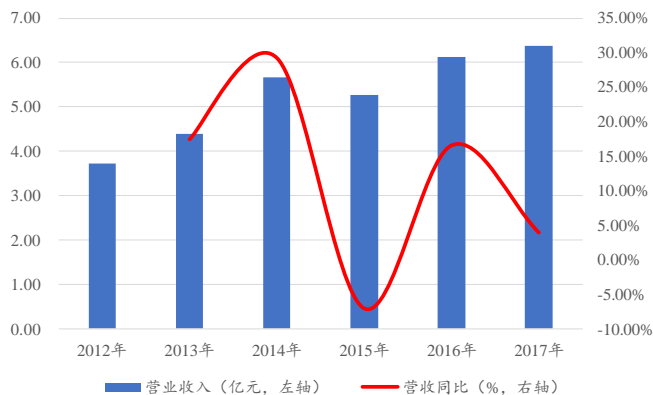
图表 28：电网软件及系统集成 2014-2017 年生产销售情况



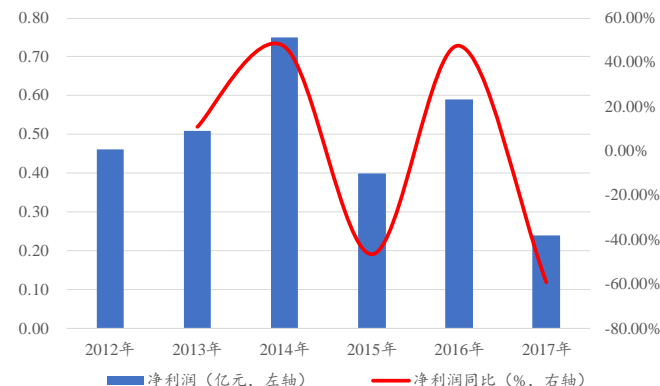
资料来源：公司年报，太平洋证券整理

目前，公司主打产品电网调度软件已经占领全国 17 省市的电网调度市场，市场份额排名第一，体现了公司在电网调度细分市场领域较强的核心竞争力。电网调度软件业务现在主要由全资子公司泰豪软件来承担。泰豪软件股份有限公司是在江西省政府和清华大学“省校合作”发展高新技术产业的战略背景下，由泰豪集团有限公司、赣能股份有限公司等共同举资发起创建的高新技术企业。泰豪软件经国家信息产业部认定为“计算机信息系统集成一级资质企业”，被科技部认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”，连续 8 年被国家四部委认定为国家规划布局内重点软件企业，连续 7 年被评为江西省软件产业十强企业，参与多项电力信息化产品的系统设计和标准制定工作，是国家电网公司信息化建设的主要参与者。目前泰豪软件已获得计算机软件著作权 66 项度、软件产品等级证书 21 项，4 项产品被列为国家火炬计划重点项目，3 项电力软件产品通过中国电力企业联合会鉴定，多项软件产品技术达到国内领先水平。

图表 29：泰豪软件 2012-2017 年营业收入情况



图表 30：泰豪软件 2012-2017 年净利润情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

资料来源：公司年报，太平洋证券整理

泰豪软件成功研发了具有自主知识产权的 eOMP 软件技术平台，以该平台为核心研发了系列电力专业化软件产品，产品线涵盖了电网生产 (PMS)、电网调度 (OMS)、电网安全等相关专业管理软件，为电力、教育、烟草行业领域的政府部门及企事业单位等客户提供行业应用软件、行业信息化解决方案和服务，自主研发的系列软件产品在全国 31 个网省公司及其下属单位得到了广泛应用。

图表 31：泰豪软件主要产品

产品类别	产品名称
电网调度类	TH5000-调控运行管理系统
	TH5000-调控一体化智能防误操作管理系统
	TH5000-配网调度运行与抢修指挥管理系统
	TH5000-一体化设备监控业务管控系统
	TH5000-调度自动化机房监视及可视化系统
	TH5000-调度生产安全保障能力评估系统
	TH5000-电网运行风险智能管控平台
	TH5000-电网调度运行 (应急) 指挥系统
	TH5000-大数据管控分析与辅助决策系统
	TH5000-调控综合指标管控系统
	TH5000-全过程工作任务管控及评估系统
	TH5000-基于机组出力约束条件的机组出力计划智能编排系统
电网生产类	TH3000-配电网生产实时管控系统
	TH3000-生产安全管理系统 (PMS)
	TH3000-省地县一体化配变监测系统
	TH3000-配网供电能力评估系统
	TH3000-配网工程标准化设计专家系统
	TH3000-电网 GIS 系统
	TH3000-基于 GIS 的输电线路山火预警及监测系统
电力综合类	TH3000-省地县一体化配变监测系统
	TH3000-配网供电能力评估系统

	TH3000-配网工程标准化设计专家系统
	TH3000-电网 GIS 系统
	TH3000-基于 GIS 的输电线路山火预警及监测系统
	泰豪 eOMP 软件技术平台
电网农电类	TH3000-农配网工程管控系统

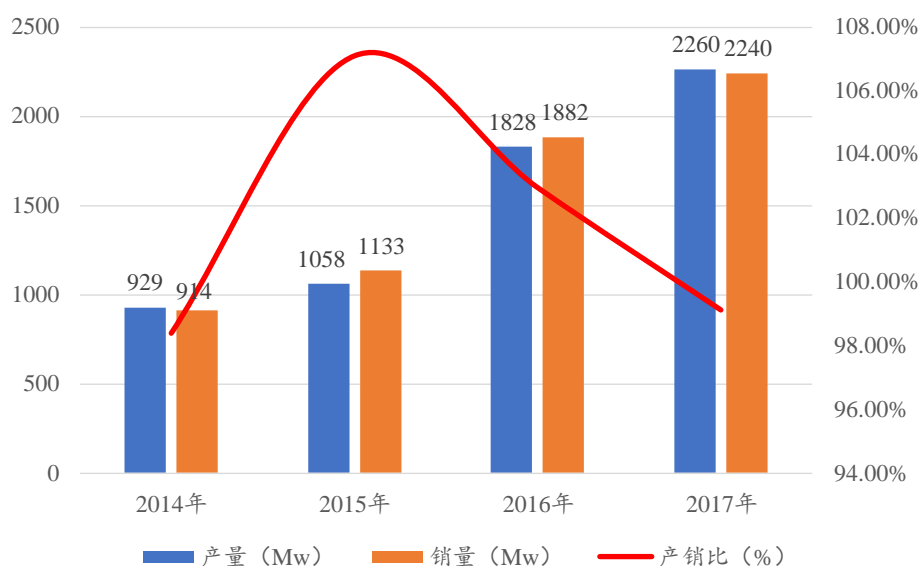
资料来源：公司官网，太平洋证券整理

2016 年，公司成功收购了电网 IT 运维服务行业最具有影响力的企业博轶信息，进一步拓展电力信息化产业链。根据业绩承诺，博轶信息 2018-2020 年将实现扣非净利润分别不低于 0.93 亿元、1.07 亿元、1.23 亿元。2017 年，博轶信息经审计后实现扣非净利润 0.74 亿元，完成业绩承诺的 104%，具备较强的盈利能力。未来公司将进一步整合内外资源，以“云计算、大数据、人工智能、移动作业”新技术应用创新为手段，面向电力调度业务研发人工智能调度系统，面向电力调度运行研发基于大数据应用的变电站实时监控系统，面向配电网研发基于大数据的配网实时运维管控软件，实现公司电网项目建设及其运维服务相结合的经营发展模式。

## (二) 应急电源产品领跑国内市场，整合产业资源实现快速扩张

智能应急电源作为公司的传统业务，近年来一直保持稳步增长的发展态势。2017 年通过与 3 家区域性规模经销商成立合资公司进行产业整合，导致业务规模和领先优势进一步扩大。目前，公司的智能应急电源产品在国内中高端市场占据重要地位，与科泰电源、无锡百发等 10 多家专业整机生产企业处于第二梯队。康明斯、卡特彼勒、威尔信、科勒等跨国集团由于掌握最先进的发动机和发电机核心技术，处于第一梯队，主导高端市场。国内其他 1000 多家生产规模小、竞争能力较弱的企业处于第三梯队，主要生产低端电源产品。

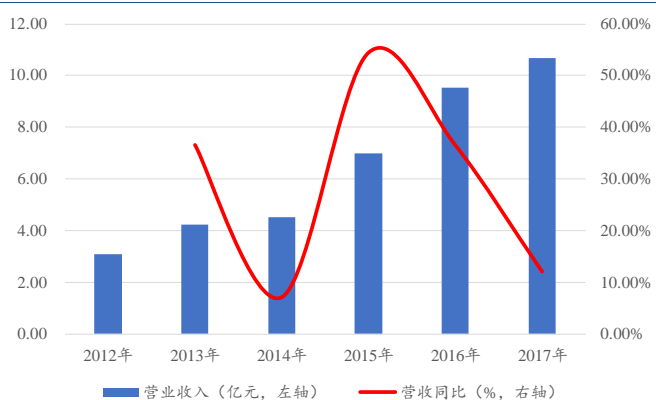
图表 32：电源产品 2014-2017 年生产销售情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

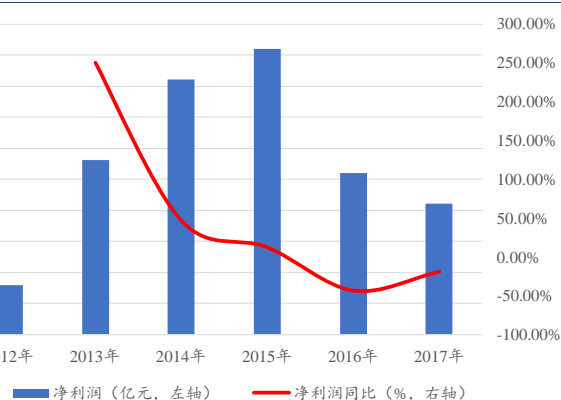
目前，公司的智能应急电源业务主要由全资子公司泰豪电源来承担。泰豪电源技术有限公司具有各种工频、中频、双频等特种电源的综合研发制造能力，主要产品包括 1-10000KW 各类型智能柴（重）油发电机组、拖车电站、静音发电机组等，现已广泛应用于工厂、矿山、楼宇、电信、建筑、船舶、油田和铁路等领域。

图表 33：泰豪电源 2012-2017 年营业收入情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

图表 34：泰豪电源 2012-2017 年净利润情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

2015 年，公司收购了福建省龙岩市海德馨汽车有限公司 51% 股权。海德馨是专业从事应急电源、抢险救援照明车、野外生活保障车等应急专用汽车研发、制造和销售的国家高新技术企业，在提供应急电源、应急排水、通信指挥、后勤保障、反恐防暴等应急装备的基础上，结合自主创新的智能云服务系统，为客户统筹设计相应的应急培训、演练、检测、试验、维保等服务，量身定制专属的应急整体解决方案。



图表 35：海德馨主要产品

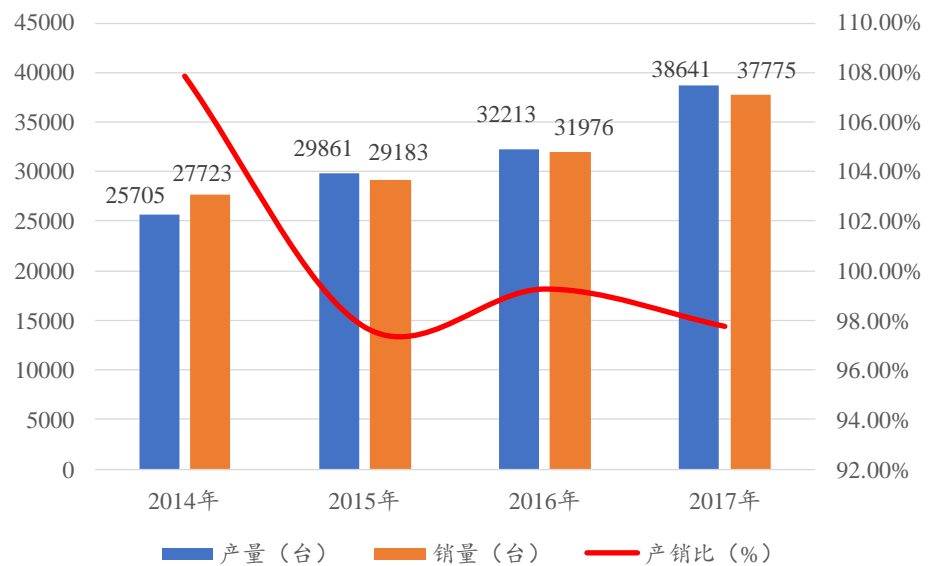
产品类别	产品名称	部分产品示例
电源车/发电车	移动应急电源车、电源半挂车、UPS 不间断电源车、微燃机电源车	
军用电源车	应急电源车、声光驱散防暴车	
其他产品	智能变电车、旁路电缆展放车、警报车、抢险救援照明车	

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

### (三) 把握配电网建设改造投资机遇，受益增量配电业务改革

公司的智能配电业务主要包括中低压元器件及系列成套开关设备、智能型户外缆化设备及大型智能化集成箱式变电站等输配电设备，以及输配电系统解决方案和电力工程总包服务等。根据国家能源局印发的《配电网建设改造行动计划（2015-2020 年）》显示，2015-2020 年配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元。我们认为，在国家配电网建设改造投资稳定增长的背景下，公司的智能配电业务未来 5 年仍将保持稳定增长的发展态势。

图表 36：配电设备 2014-2017 年生产销售情况



资料来源：公司年报，太平洋证券整理

2017年11月，第二批89个增量配电业务改革试点获批，全国增量配电业务改革试点达到195个。2017年11月，国家发展改革委召开电力体制改革专题会提出，要结合增量配电业务改革扩大电力领域的混改试点，组织推进一批混合所有制改革和电力体制改革相结合的增量配电业务试点项目。2017年12月22日，全国发展改革会议上明确表示，2018年要以直接交易和增量配电市场化为重点深化电力体制改革。我们认为，随着社会资本参与增量配电投资的持续升温，公司有望从中受益。

#### 四、盈利预测及估值

我们对公司的军工装备和智慧能源板块分别进行了预测。2018-2020年，公司军工装备板块的营业收入分别为：10.22、16.86、28.53亿元；智慧能源板块的营业收入分别为：55.31、75.76、102.32亿元。其中，军工装备板块的营收增速将显著高于智慧能源板块，今年公司军工装备板块的营业收入有望恢复甚至超过2015年的最高水平。

图表 37：公司业务拆分及预测

年度	2017			2018E			2019E			2020E		
单位：亿元	营业收入	毛利率	毛利润	营业收入	毛利率	毛利润	营业收入	毛利率	毛利润	营业收入	毛利率	毛利润
通信指挥车	3.03	15%	0.45	5.06	15%	0.76	8.75	15%	1.31	15.36	15%	2.30
军用电站	3.00	16%	0.48	4.20	16%	0.67	6.92	16%	1.11	11.78	16%	1.88
舰载设备	0.81	67%	0.54	0.96	67%	0.64	1.19	67%	0.80	1.39	67%	0.93
军工装备板块合计	<b>6.84</b>	<b>21%</b>	<b>1.47</b>	<b>10.22</b>	<b>20%</b>	<b>2.07</b>	<b>16.86</b>	<b>19%</b>	<b>3.22</b>	<b>28.53</b>	<b>18%</b>	<b>5.11</b>
电力信息化	11.57	21%	2.43	14.86	21%	3.12	20.32	21%	4.27	26.53	21%	5.57
应急电源	13.75	18%	2.48	17.63	18%	3.17	24.58	18%	4.42	34.26	18%	6.17
配电设备	18.18	9%	1.64	22.82	9%	2.05	30.86	9%	2.78	41.53	9%	3.74
智慧能源板块合计	<b>43.50</b>	<b>15%</b>	<b>6.55</b>	<b>55.31</b>	<b>15%</b>	<b>8.34</b>	<b>75.76</b>	<b>15%</b>	<b>11.47</b>	<b>102.32</b>	<b>15%</b>	<b>15.48</b>
总计	<b>50.34</b>	<b>16%</b>	<b>8.02</b>	<b>65.53</b>	<b>16%</b>	<b>10.41</b>	<b>92.62</b>	<b>16%</b>	<b>14.69</b>	<b>130.85</b>	<b>16%</b>	<b>20.59</b>

资料来源：Wind，太平洋证券整理

我们根据公司的主营业务结构，分别选取了军工装备和智慧能源板块的可比上市公司进行估值。取 2018 年 Wind 一致预期的 PE 平均值，给予军工装备板块 50 倍估值，智慧能源板块 27 倍估值。

图表 38：军工装备板块可比上市公司估值参考

公司名称	证券代码	2017	2018E	2019E	2020E
海格通信	002465.SZ	75.45	37.45	27.99	21.05
雷科防务	002413.SZ	89.97	34.07	25.84	18.94
景嘉微	300474.SZ	122.69	82.30	61.57	47.67
耐威科技	300456.SZ	174.83	45.70	30.77	25.67
平均值		<b>129.16</b>	<b>49.88</b>	<b>36.54</b>	<b>28.33</b>

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 39：智慧能源板块可比上市公司估值参考

公司名称	证券代码	2017	2018E	2019E	2020E
国电南瑞	600406.SH	23.70	19.70	16.81	14.43
远光软件	002063.SZ	37.18	26.98	21.08	18.10
合纵科技	300477.SZ	53.70	25.72	20.35	17.32
特锐德	300001.SZ	49.07	36.82	26.72	22.45
平均值		<b>40.91</b>	<b>27.31</b>	<b>21.24</b>	<b>18.08</b>

资料来源：Wind，太平洋证券整理

我们根据军工装备和智慧能源板块占公司整体毛利润的比重来估算板块对应的净利润和市值，军工装备板块毛利占比 20%，智慧能源板块毛利占比 80%。预计 2018 年公司军工装备板块贡献净利润 0.64 亿元，对应市值为 32 亿元；智慧能源板块贡献净利润 2.57 亿元，对应市值为 69.39 亿元，两者合计总市值为 101.39 亿元。

图表 40：分板块估值结果

2018 年	净利润（亿元）	PE	市值（亿元）
军工装备	0.64	50	32.00
智慧能源	2.57	27	69.39
合计	<b>3.21</b>		<b>101.39</b>

资料来源：Wind，太平洋证券整理

## 五、风险提示

军品订单恢复不及预期；智慧能源业务发展不及预期；外延并购拓展不及预期。

资产负债表 (百万)						利润表 (百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,399.79	1,139.92	1,389.22	92.62	528.79	营业收入	3,901.94	5,100.62	6,553.27	9,262.40	13,084.99
应收和预付款项	2,636.06	4,001.53	3,807.40	8,002.52	8,681.35	营业成本	3,221.34	4,249.33	5,469.36	7,730.40	10,920.73
存货	859.58	930.25	1,715.72	2,024.09	3,259.14	营业税金及附加	20.00	31.06	39.90	56.40	79.67
其他流动资产	540.15	613.98	67.23	67.23	67.23	销售费用	154.34	177.01	227.42	321.43	454.08
长期股权投资	277.69	289.22	289.22	289.22	289.22	管理费用	272.28	296.75	381.27	538.88	761.28
投资性房地产	80.50	75.97	63.35	50.73	38.10	财务费用	69.52	111.10	116.44	117.15	126.83
固定资产和在建工程	760.70	655.91	546.95	437.99	329.04	资产减值损失	61.68	80.38	-	-	-
无形资产开发支出	396.55	403.53	1,576.30	1,519.86	1,463.41	投资收益	72.68	128.98	-	-	-
其他非流动资产	3,152.13	3,828.27	1,141.38	1,133.71	1,133.71	公允价值变动	-	-	60.00	-	-
资产总计	8,587.71	10,513.95	10,596.76	13,617.96	15,789.99	其他经营损益	-	-	-	-	-
短期借款	484.00	1,184.62	-	869.71	0.00	营业利润	175.45	305.94	378.89	498.14	742.39
应付和预收款项	1,577.32	2,149.73	4,753.55	6,620.63	9,238.50	其他非经营损益	-9.12	-2.09	-	-	-
长期借款	48.36	401.02	1,678.83	1,678.83	1,678.83	利润总额	166.33	303.85	378.89	498.14	742.39
其他负债	2,548.66	2,897.76	61.19	61.19	61.19	所得税	28.97	44.53	47.83	74.72	111.36
负债合计	4,658.34	6,633.13	6,493.57	9,230.36	10,978.52	净利润	137.36	259.33	331.05	423.42	631.03
股本	666.96	666.96	666.96	666.96	666.96	少数股东损益	13.53	7.39	10.04	12.84	19.13
资本公积	2,470.73	2,487.86	2,218.90	2,218.90	2,218.90	归母股东净利润	123.83	251.93	321.02	410.58	611.90
留存收益	672.52	844.42	1,056.85	1,328.42	1,733.16	<b>预测指标</b>					
归母公司股东权益	3,807.97	3,730.38	3,942.71	4,214.28	4,619.02	EBIT	237.59	378.94	481.30	601.26	855.19
少数股东权益	121.40	150.45	160.48	173.32	192.45	EBITDA	333.34	479.50	667.00	786.97	1,033.22
股东权益合计	3,929.37	3,880.82	4,103.19	4,387.60	4,811.47	NOPLAT	205.69	328.07	358.10	511.07	726.92
负债和股东权益	8,587.71	10,513.95	10,596.76	13,617.96	15,789.99	净利润	123.83	251.93	321.02	410.58	611.90
<b>现金流量表(百万)</b>						EPS	0.19	0.38	0.48	0.62	0.92
经营性现金流	248.04	-363.57	1,826.04	-1,924.17	1,625.84	BPS	5.71	5.59	5.91	6.32	6.93
投资性现金流	-325.44	-678.70	60.00	-	-	PE	98.53	28.16	19.95	15.59	10.46
融资性现金流	463.72	763.96	-1,395.72	627.58	-1,189.67	PB	3.28	1.91	1.62	1.52	1.39
现金增加额	-2.56	-6.22	490.32	-1,296.59	436.17	PS	3.20	1.40	0.98	0.69	0.49

资料来源: Wind, 太平洋证券整理

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyling@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
深圳销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
深圳销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
深圳销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610)88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。