

泰豪科技 (600590)

证券研究报告

2019年04月24日

军工装备/智能电力信息化共振，公司有望充分受益

事件：2018 年报发布，两大业务板块分别实现营收与毛利双增

公司发布 2018 年报，实现营收 61.27 亿元，同比+20.13%；归母净利润 2.62 亿元，同比+4.07%，整体业绩稳健向好。其中，军工装备板块营收 11.58 亿元，同比+69.46%，毛利率同比+1.25 个百分点，主要由车载通信指挥系统、军用电站业务凭借技术及型号系列优势，产品订单恢复快速增长所致；此外，智能电力板块营收 48.99 亿元，同比+12.61%，毛利率同比+4.66 个百分点，主要由研发投入加大、积极推动电网领域大数据应用所致。

同方股份/泰豪集团旗下公司，坚持军工装备外延发展+智能电力服务

公司于 1996 年江西省与清华大学共同设立，主要从事军工装备、智能电力两大业务。**军工装备产业围绕武器装备信息化方向开展业务**，主要产品包括车载通信指挥系统、舰载作战辅助系统、光电装备、无线通信装备、军用电站等；**智能电力产业围绕电力信息化方向开展业务**，主要产品包括电力信息化系统、能源互联网产品、智能应急电源产品等。公司积极关注相关领域的并购机会，使公司成为军工装备领域的规模化企业、智能电力领域的专家型企业。

2020 年我国武器装备信息化装备机遇已至，公司有望充分受益

据新华社 3 月 5 日消息，我国 2019 年国防预算为 1.19 万亿元，同比+7.5%，持续保持相对于 GDP 的超额增速，该趋势有望长期保持。新时代强军目标的大方向已定，确保到 2020 年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升。武器装备信息化将成为军队建设的重点领域：传统武器装备中的电子信息分系统占总采购的比例将逐渐提高，电子信息化装备在全军装备体系中所占份额也将逐渐提高，包括 C4ISR、电子对抗、网络作战、信息化弹药等，相应作战装备地位日益重要，公司有望充分受益。

电网信息化升级趋势到来，泛在电力物联网/综合能源服务值蓝海

根据《能源发展“十三五”规划》、《电力发展“十三五”规划》，十三五期间我国电网将着力提升电力利用效率、系统调节能力、安全及智能水平。2019 年 1 月，国家电网明确提出推动电网与互联网深度融合，打造状态全面感知、信息高效处理、应用便捷灵活的泛在电力物联网，网络层、感知层等非传统电力设备领域将迎来巨大发展空间。据中国产业信息网和智研咨询报告测算，2019 年我国电力信息化投资规模有望达到 507.7 亿元，电力行业信息化发展可期，公司智能电力板块业务将迎成长空间。

盈利预测与评级：军工信息化/电网信息化有望于十三五末、十四五初期迎来共振，公司作为双行业标的有望充分受益。预计公司 2019-2021 年营业收入 76.6/94.2/114.9 亿元，净利润 3.16/3.83/4.58 亿元，EPS 0.36/0.44/0.53 元，PE20.38/16.81/14.04x，目标价 10.98 元，给予买入评级。

风险提示：强军目标实现节奏放缓，电网升级速度不及预期，公司受益行业成长的业绩兑现不及预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,100.62	6,127.39	7,659.23	9,420.85	11,493.44
增长率(%)	30.72	20.13	25.00	23.00	22.00
EBITDA(百万元)	483.86	771.19	660.22	788.79	950.21
净利润(百万元)	251.93	262.18	315.86	383.01	458.37
增长率(%)	103.45	4.07	20.48	21.26	19.68
EPS(元/股)	0.29	0.30	0.36	0.44	0.53
市盈率(P/E)	25.55	24.55	20.38	16.81	14.04
市净率(P/B)	1.73	1.61	1.43	1.32	1.21
市销率(P/S)	1.26	1.05	0.84	0.68	0.56
EV/EBITDA	16.06	7.67	10.28	9.90	7.83

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 电气设备/电气自动化设备

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 7.43 元

目标价格 10.98 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	866.30
流通 A 股股本(百万股)	822.20
A 股总市值(百万元)	6,436.60
流通 A 股市值(百万元)	6,108.93
每股净资产(元)	4.63
资产负债率(%)	66.66
一年内最高/最低(元)	11.39/4.89

作者

邹润芳 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110517010004
 zourunfang@tfzq.com
许利天 联系人
 xulitian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《泰豪科技-公司点评:现金收购上海红生，军工产业规模化发展再下一城》
 2017-06-19

内容目录

1. 同方股份旗下公司，坚持内生外延/创新发展工作思路.....	3
1.1. 军工装备+智能电力，2018 年营收与净利润稳健增长	3
1.2. 围绕军工装备进行外延并购，归母净利润再提升	3
2. 军工装备规模化企业，智能电力领域专家	4
2.1. 军工装备业务：系统级车载/舰载产品，设备级军用电站/光电装备	5
2.1.1. 系统级产品：车载通信指挥系统+舰载作战辅助系统	5
2.1.2. 设备级产品：军用电站+光电装备	6
2.1.3. 新时代强军目标已定，2020 年我军信息化建设取得重大进展	7
2.2. 智能电力业务：实现电网自动化运营，布局能源互联网产品	8
2.2.1. 公司布局：智能电力业务初步具备系统解决方案能力	8
2.2.2. 综合能源服务正处蓝海，电网智能化/泛在电力物联网带来新机遇	9
3. 盈利预测与评级	10

图表目录

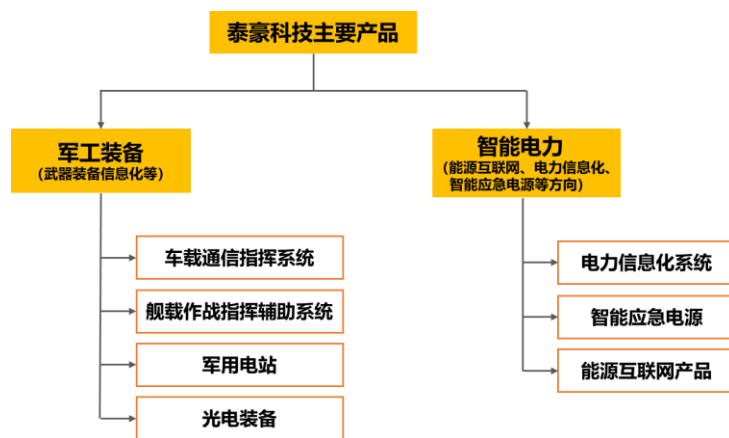
图 1：公司主要板块业务概览	3
图 2：泰豪科技股权结构图（截至 2018 年 Q3）	3
图 3：2014-2018 公司营收及其增速	4
图 4：2014-2018 公司归母净利润及其对应净利率	4
图 5：2015-2018 年公司研发投入及其占比	4
图 6：2014-2018 年公司三费及其占比变化	4
图 7：2018 年公司各板块营业收入及其占比	5
图 8：2014-2018 年公司各板块营业收入情况	5
图 9：公司通信指挥车产品	6
图 10：公司无线电综合通讯车产品	6
图 11：公司便捷式背包电池产品	6
图 12：公司核潜基地保障电源车产品	6
图 13：公司反器材步枪非制冷式热像瞄具产品	7
图 14：公司手持式制冷型多功能观测仪产品	7
图 15：我国 2019 年国防预算将达 1.19 万亿，同比+7.5%，GDP 占比 1.244%	7
图 16：公司配网自动化产品	8
图 17：公司电力开关设备及元器件产品	8
图 18：公司陆用柴油发动机组产品	9
图 19：公司高压柴油发动机组产品	9
图 20：2012-2019E 我国电力信息化投资规模	10
图 21：采用 PE 可比估值法为公司估值	10

1. 同方股份旗下公司，坚持内生外延/创新发展工作思路

1.1. 军工装备+智能电力，2018 年营收与净利润稳健增长

公司是在江西省和清华大学“省校合作”推动下，于 1996 年 3 月在南昌国家高新开发区设立的高科技公司，主要从事军工装备、智慧能源两大业务。军工装备产业围绕武器装备信息化方向开展业务，主要产品包括车载通信指挥系统、舰载作战辅助系统、光电装备、无线通信装备、军用电站等；智能电力产业围绕电力信息化方向开展业务，主要产品包括电力信息化系统、能源互联网产品、智能应急电源产品等，并面向全球开展电力工程业务。

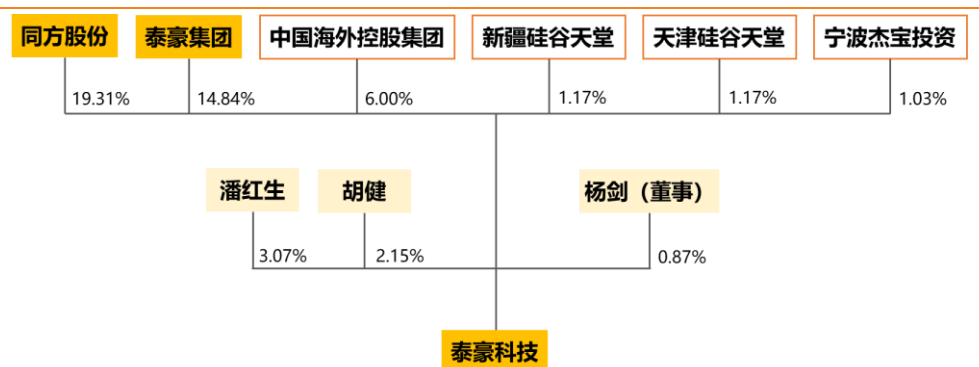
图 1：公司主要板块业务概览



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2002 年 7 月，公司在上交所上市，前两大股东分别为同方股份（持股比例 19.31%）和泰豪集团（持股比例 14.84%）。公司积极关注相关领域的并购机会，使公司成为军工装备领域的规模化企业、智能电力领域的专家型企业。

图 2：泰豪科技股权结构图（截至 2018 年 Q3）

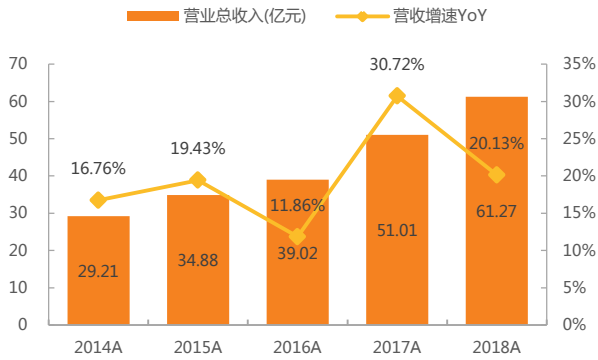


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 围绕军工装备进行外延并购，归母净利润再提升

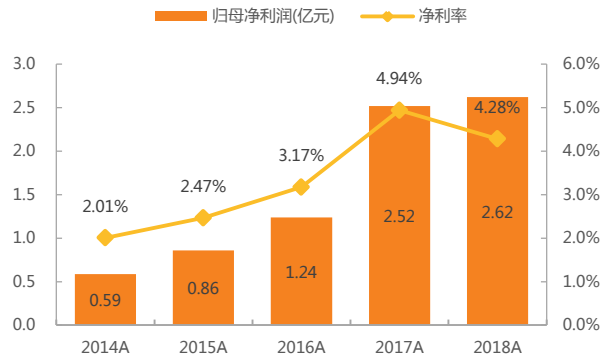
2018 年，公司继续坚持“内生外延、创新发展”的工作思路，对内加大了“清收减库”、“降本增效”工作力度，对外继续围绕公司主业尤其是军工装备产业进行外延并购与投资，整体业务保持了较快发展速度，盈利能力进一步提高。据 2018 年报，公司实现营业总收入 61.27 亿元，同比增长 20.13%，较 2017 年同期增加 10.26 亿元；实现净利润 2.74 亿元，同比+5.72%，较 2017 年同期增加 0.15 亿元，其中归母净利润 2.62 亿元，同比+4.07%，较 2017 年同期增加 0.10 亿元。

图 3：2014-2018 公司营收及其增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

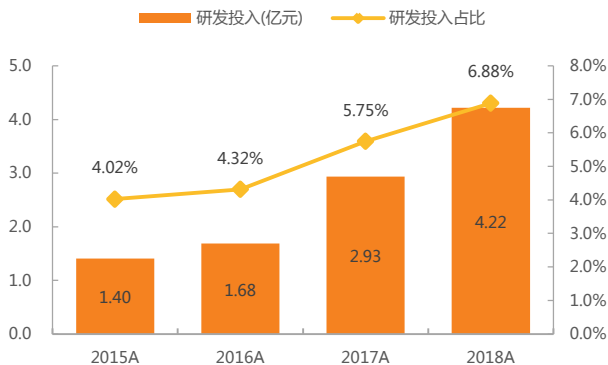
图 4：2014-2018 公司归母净利润及其对应净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

研发投入逐年增长，技术储备及重点项目充足。2018 年公司研发投入占收入的比重达到 6.88%，相比去年同期增长了 1.13 个百分点。公司始终将研发创新视为企业发展的第一动力，围绕客户要求，积极参与军工装备及智能电力领域重点项目研发。近年来，公司优化创新开发体系与研发管理体制，与清华大学、华中科技大学等院所开展广泛合作，在北京、青岛、嘉兴、长沙、厦门等地设立多个军工装备及智能电力研究院，并将院士工作站、企业博士后科研工作站、工程中心等研发平台纳入其中。截至 2018 年末，公司拥有研发人员 1321 人，占公司总人数 40%以上，报告期内公司完成 78 项新产品、新工艺、新技术的研制与开发，参与 15 项国家及行业标准制修订，拥有有效授权专利和著作权 1900 余项。

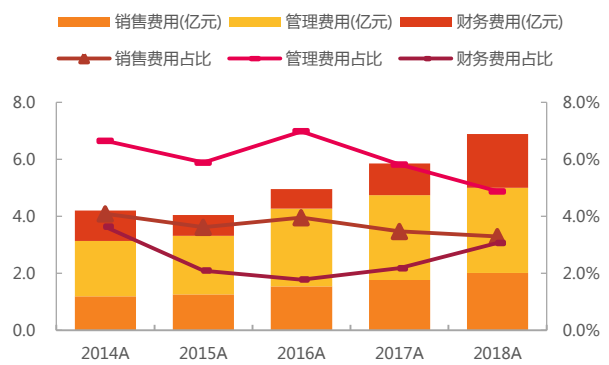
图 5：2015-2018 年公司研发投入及其占比



资料来源：公司历年年报，天风证券研究所

注：2014 年公司未在其年报中披露研发投入数据。

图 6：2014-2018 年公司三费及其占比变化

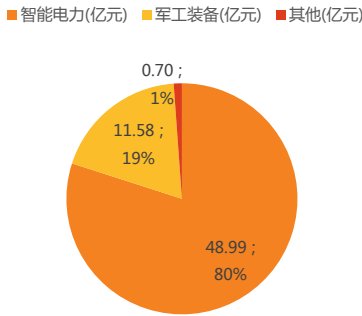


资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 军工装备规模化企业，智能电力领域专家

4 月 19 日晚公司发布了 2018 年报。报告期内，军工装备产业营收 11.58 亿元，同比大增 69.46%，占营收的比例从 2017 年的 13.4%提升至 2018 年的 18.9%，毛利率 22.7%，相比去年同期增加 1.25 个百分点。车载通信指挥系统、军用电站业务凭借技术及型号系列优势，产品订单恢复快速增长。同时，为加强军工装备产业的研发能力，公司成立了军工装备研究院，集中资源加大装备预研力度，成功中标军内重大预研项目“无人作战平台动力源”及科技部重点科研项目“特殊环境下应急电源系统研究与应用示范项目”。同时，军工装备产业积极寻求外延式发展的机会，报告期内，并购及投资了湖南基石通信技术有限公司、北京泰豪装备科技有限公司、深圳市中航比特通讯技术有限公司，进一步完善了公司在军用信息化领域的布局。

图 7：2018 年公司各板块营业收入及其占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2014-2018 年公司各板块营业收入情况

600590.SH	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A
	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31
营业总收入(亿元)	29.21	34.88	39.02	51.01	61.27
智能电力(亿元)	19.12	23.79	32.03	43.50	48.99
电源产品		11.38	17.46	25.60	25.71
电网软件及系统集成		8.63	10.19	10.67	12.16
配电设备		3.79	4.38	7.24	11.12
军工装备(亿元)	8.61	10.48	6.29	6.84	11.58
通信指挥系统		5.81	2.78	4.20	8.31
军用电站		4.67	3.51	2.63	3.27
其他(亿元)	1.48	0.61	0.70	0.67	0.70

资料来源：Wind，天风证券研究所

同时，公司对智能电力板块各业务进行了梳理，聚焦于智能电力业务方向。报告期内，公司智能电力产业营收 48.99 亿元，同比增长 12.61%，占营收的比例为 80%，毛利率 19.71%，相比去年同期增加 4.66 个百分点。电力信息化系统业务通过加大研发投入并结合人工智能、大数据等前沿技术，以及推动电网领域的大数据应用，巩固了在电力调度及运检系统中第一梯队的地位。智能应急电源业务充分发挥渠道和平台优势，坚持分校为主的业务模式，继续保持了在该领域的领先优势。能源互联网业务在报告期内顺利完成“江西省工业能耗在线监测信息平台”等重点项目并顺利通过验收，提升了公司在能效管理领域的影响力，并推出了售电交易云、仿真交易平台等新产品，以迎接电力现货交易市场的到来。此外，公司加快海外电力业务推进速度，与中国港湾工程有限责任公司等央企达成战略合作，结合双方又是，进一步开拓海外电力市场。

2.1. 军工装备业务：系统级车载/舰载产品，设备级军用电站/光电装备

在军工装备领域，公司重点布局并开展了光电探测、新一代车载通信、新型高机动通信指挥、电台自组网、舰船综合数据采集及电磁环境监测等信息化以及特殊环境下多能源发电、轻量化高速发电、机载供电等前沿技术研究，多项科研项目列入国家重点研发计划、军队预研和型研计划。军工装备产业由单系列产品能力逐步向分系统解决方案能力升级。

目前，公司装备业务围绕通信指挥系统、光电探测等产品的研制与服务，重点开展军工信息技术的研发与应用。根据产品集成状态，军工装备产品可分为系统级、设备级两大类，其中系统级产品主要包括车载通信指挥系统、舰载作战辅助系统，设备级产品主要包括军用电站、光电装备等。

2.1.1. 系统级产品：车载通信指挥系统+舰载作战辅助系统

- **车载通信指挥系统：**主要是指用于军用移动通信指挥的各类车载通信指挥产品及军用特种改装车辆。公司凭借产品性能及服务优势在产品型号和业务规模上居于行业前列，先后承接了一大批国家级的军工科研生产（配套）任务，填补了多项国内空白。一方面，公司将加强技术创新，开发适应信息化作战要求的新产品，重点开展智能控制、轻量化、隐身及高效电磁屏蔽等方面关键技术的攻关；另一方面，公司将积极利用外部合作，通过技术引进及投资并购等机会向产业链上游拓展，力争在新型通信整机、系统领域获得突破，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 9：公司通信指挥车产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 10：公司无线电综合通讯车产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

- **舰载作战指挥辅助系统：**海军舰艇的重要子系统，公司主要提供其中的综合监视设备、业务终端等产品，是舰载作战指挥系统中重要的型号产品，作战系统涉密等级高、技术要求高。公司产品是舰载作战指挥系统中重要的型号产品，是海军细分领域重要供应商，在综合监视设备等细分领域处于领先地位。公司将紧密关注部队需求，紧跟总体型号研制，确保海军现有型号和新研型号的配套，同时加大研发投入、拓展产品系列，积极推动激光雷达等新产品定型列装。公司还将利用军改契机，积极开拓维修维保市场，不断扩大海军装备综合保障市场份额，使其成为公司业绩新的增长点。

2.1.2. 设备级产品：军用电站+光电装备

- **军用电站：**主要指为各军兵种的雷达、导弹、通信装备等提供电力供应的系统，产品包括各类固定电站及拖车电站、方舱电站等移动电站。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，凭借供电质量等技术优势在通信车辆配套市场和军用雷达装备配套市场中占据主导地位。未来，公司将重点从隐身电站、新能源电站、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开展研发，同时关注氢燃料电池等新型发电产品的发展，着手新型电源研发，力争以型号产品为主，辅助竞争性采购，实现利润与规模同步增长。

图 11：公司便捷式背包电池产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 12：公司核潜基地保障电源车产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

- **光电装备：**军队装备信息化建设中的必备产品，在防空系统、夜视设备、导弹防御系统等领域都有广泛的应用。公司主要面向航空、航天等高端需求市场提供红外热成像设备、微光夜视设备、激光测照设备等产品。公司产品在某些技术指标上具有领先优势，未来发展空间较大，公司将加大红外光电产品的研发投入、加快研发进度，保证新产品快速推向市场。

图 13：公司反器材步枪非制冷式热像瞄具产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 14：公司手持式制冷型多功能观测仪产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

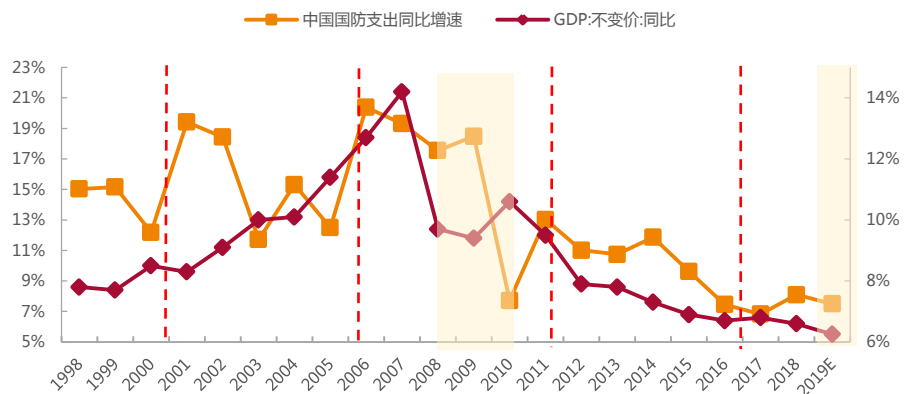
此外，为进一步推动军工信息化业务发展，公司在军用无线通信装备领域进行了布局，重点对代表未来军用通信发展方向的**软件无线电及自组网**领域进行了研发与投入，在**通信协议、自组网波形**等核心技术方面已取得一定突破。

2.1.3. 新时代强军目标已定，2020 年我军信息化建设取得重大进展

据新华社 3 月 5 日消息，我国 2019 年国防预算为 1.19 万亿元，同比+7.5%，**持续保持相对于 GDP 的超额增速**；据 3 月 5 日新华社发布的 2019 年政府工作报告原文，我国 2019 年 GDP 增速预期为 6%~6.5%，比去年同期 6.5%的目标下降了 0.5~0 个百分点。我们取增速预期的中间数 6.25%进行计算，可以发现，国防预算实现了 1.25 个百分点的超额增长。

新时代强军目标的大方向已定，国防投入有望常年保持超额增速。据新华社，17 年 10 月 26 日国家主席习近平出席军队领导干部会议，强调**党在新时代的强军目标**：（1）确保到 2020 年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升，（2）力争到 2035 年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队。强军目标已成为我国国防建设重点，军费绝对值与同比增速有望实现长期双向上升。

图 15：我国 2019 年国防预算将达 1.19 万亿，同比+7.5%，GDP 占比 1.244%



资料来源：Wind，天风证券研究所

（1）国防预算持续增长，装备建设投入占比不断提高。我国军费支出主要由人员生活费、训练维持费和武器装备费三部分组成，各部分各占约三分之一。在军队体制改革的背景下，军费的使用结构有望进一步改善，在军费总投入规模维持现有增长水平的基础上，装备采购投入有望持续高于军费总额的增速，海军装备、空军装备和信息化装备的增长或尤为明显。

（2）武器装备信息化将成为军队建设的重点领域。武器装备信息化将沿着两个方向发展：其一，传统武器装备中的电子信息分系统占总采购的比例逐渐提高。其二，电子信息化装备在全军装备体系中所占份额逐渐提高，包括 C4ISR 系统（情报侦察、通信、指挥、控制

与计算机系统)、电子对抗系统、网络作战系统、信息化弹药等。武器装备信息化将使电子信息系统在武器装备体系中的比重将越来越大,相应的作战保障装备的地位和作用日益重要。

(3) **无人作战平台在未来作战中将发挥重要的角色。**无人作战平台系指无人驾驶的、完全按遥控操作或者按预编程序自主运作的、携带进攻性或防御性武器遂行作战任务的一类武器平台。就目前而言,它包括无人作战飞机、无人靶机、无人站车和无人潜航器等其具有无人员伤亡或被俘、设备的无人化设计等优势,并且成本低廉,隐身性能好。可以预计,以无人机、军用机器人、无人地面车辆、无人潜航器为代表的军用无人化装备未来市场需求旺盛。

2.2. 智能电力业务: 实现电网自动化运营, 布局能源互联网产品

2.2.1. 公司布局: 智能电力业务初步具备系统解决方案能力

在智能电力领域,公司围绕以电力信息化系统、能源互联网、智能应急电源、电力工程等市场,重点开展并网型微电网系统、一体化分布式能源并网及交易系统、售电云交易云能效云的 SAAS 应用、智能化供电服务指挥平台及运维管控平台、基于人工智能的调控运行指挥系统、静音型冷热点三联供电站、燃气电站运营管理系统等的系列技术研究和市场开拓。以能源互联网业务为契机,公司的智能电力业务初步具备电力信息化领域系统解决方案能力。

➤ **电力信息化系统:** 主要用于电网自动化运营体系,产品包括电力信息化软件及相应系统集成。其中,电力调度软件是电网安全稳定高效运行的关键产品,在电网客户普及率较高,具有较高的准入门槛及客户粘性,市场参与者较少,规模区域稳定。公司是该领域的少数参与者之一,在细分市场处于行业领先地位。在配网供电服务方面,公司供电服务指挥系统应用于电网公司供电服务指挥中心及配电网运维检修部门,已为北京、江西、四川、重庆、湖北等 14 个网省公司提供服务,市场份额居于行业前列。

图 16: 公司配网自动化产品



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

图 17: 公司电力开关设备及元器件产品



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

➤ **智能应急电源:** 产品主要应用于数据中心、石化、银行、金融等行业,主要包括各类应急电源产品。目前国内应急电源市场规模超过 200 亿元,行业整体规模相对稳定,中高端市场格局稳定,集中度较高。公司是行业重要参与者,在国内品牌中高端市场占据领先地位。

图 18：公司陆用柴油发动机组产品



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：公司高压柴油发动机组产品



资料来源：公司公告，天风证券研究所

- **能源互联网产品：**主要产品有电力交易产品、能效产品。其中，电力交易产品主要涵盖发电测交易辅助决策、交易仿真平台、售电云等产品。该行业目前仍处于起步阶段，尚未形成稳定的市场格局，市场参与者较多，本公司是国内较早布局该领域的公司之一。能效产品主要面向重点高耗能企业、商业楼宇、园区等客户提供能效管理平台，并开展电力运维、设备管理、节能改造和分布式能源等增值服务。公司所开展的综合能效管理业务尚处探索阶段，国内市场有待逐步成熟。

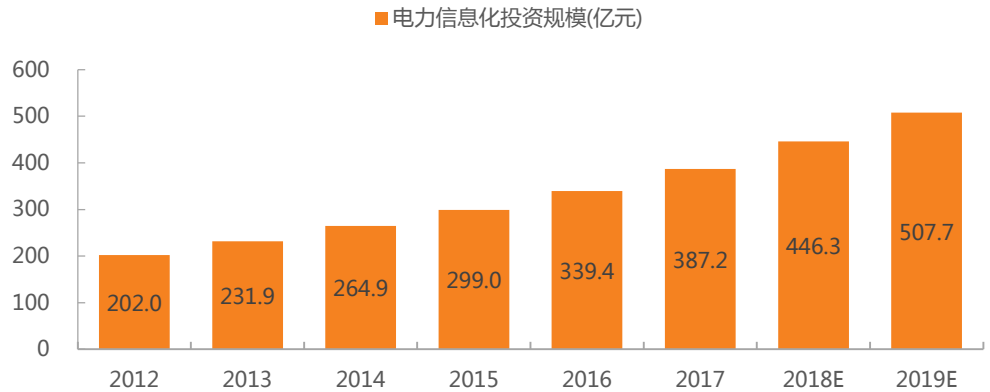
2.2.2. 综合能源服务正处蓝海，电网智能化/泛在电力物联网带来新机遇

（1）综合能源服务产业兴起。国家电网积极转型开展综合能源服务业务，提出将综合能源业务作为主营业务，推动国网公司由电能供应商向综合能源服务商转变，以培育新的利润增长点和新的市场业态。由此，面向终端客户多元化能源生产和消费的综合能源服务市场开始兴起。目前综合能源服务的商业模式尚未清晰，但是已有较多公司开始试点工程，如国网客服中心北方园区、国网江苏公司的同里综合能源服务中心工程、扬中新坝镇级能源互联网示范项目等。

（2）电网高质量发展，智能化、信息化升级。电网作为基础设施，在当前国内外环境下对于能源安全、节能减排、推动经济增长、带动产业升级起到突出作用。根据《能源发展“十三五”规划》、《电力发展“十三五”规划》，十三五期间我国电网将着力提升电力利用效率、系统调节能力、安全及智能水平，优化电网资源配置、加大城乡电网改造、实施新一轮农网改造升级。预计 2020 年全国城市、农村供电可靠率分别达到 99.9%、99.72%，综合电压合格率分别达到 98.79%、97%。2018 年 12 月国家电网撰文指出要全面提升配网建设标准，适应电动汽车、分布式能源、微电网、储能装置等设施大量接入需要，合理确定设备选型和技术标准，加快建设可靠性高、互动友好、经济高效的一流现代化配电网。未来几年，国内电网的智能化、信息化将得到进一步发展，进而带动智能配用电设备、调度与运检的需求进一步提升。

（3）泛在电力物联网带来新机遇。在 2019 年 1 月，国家电网明确提出推动电网与互联网深度融合，着力构建能源互联网。充分应用移动互联、人工智能等现代信息技术和先进通信技术，实现电力系统各个环节万物互联、人机交互，打造状态全面感知、信息高效处理、应用便捷灵活的泛在电力物联网，为电网安全经济运行、提高经营绩效、改善服务质量，以及培育发展战略性新兴产业，提供强有力的数据资源支撑。这意味着承载电力流的坚强智能电网与承载数据流的泛在电力物联网处于同等重要的地位，网络层、感知层等非传统电力设备领域将迎来巨大的发展空间。据中国产业信息网和智研咨询报告测算，2019 年我国电力信息化投资规模将有望达到 507.7 亿元，电力行业信息化发展可期。

图 20：2012-2019E 我国电力信息化投资规模



资料来源：中国产业信息网，智研咨询，天风证券研究所

3. 盈利预测与评级

在国防预算持续稳健增长、电力信息化市场正处蓝海的背景下，预计公司有望结合外延增长策略实现营收的增长。公司 2019-2021 年营收增速有望达到 25%/23%/22%，在此增速下，营收有望达到 76.6/94.2/114.9 亿元，净利润有望达到 3.2/3.8/4.6 亿元，EPS 为 0.36/0.44/0.53 元，PE 为 20.38/16.81/14.04x。

我们采用可比估值法进行估值。目前，市场上从事电力/电力信息化与军工相结合、业绩具备可比性的股票包括红相股份、上海沪工、金盾股份。

图 21：采用 PE 可比估值法为公司估值

股票代码	股票简称	19PE	19年归母净利润预测(亿元)	主营业务
300427.SZ	红相股份	21.27	2.81	公司主要产品包括电力检测及电力设备、铁路与轨道交通牵引供电装备、军工电子等，现已形成电力、军工、铁路与轨道交通三大业务板块。公司在澳大利亚和中国设有产品生产基地和技术研究所，为世界各地的电力客户提供优质的咨询、产品及服务，不断推出众多具有国际领先技术的产品。
603131.SH	上海沪工	37.79	1.49	公司是焊接、切割行业的龙头企业之一，业务覆盖全球大多数国家和地区，产品广泛应用于航空航天器、大型装备、大型风力发电装置、机械和特种装备制造、大型锅炉、大型管道野外施工、石油天然气工程、化工领域和航海造船。2018年公司收购河北诚航，河北诚航是我国航空航天与国防装备零部件制造商，主营航天飞行器结构件、直属件的生产加工，协助进行部分缩比导弹研制型号装配、试验测试服务。
300411.SZ	金盾股份	43.08	1.18	公司专业从事通风系统装备研发、生产和销售，产品主要包括地铁隧道轴流风机、隧道射流风机、地铁隧道智能通风系统、核级通风空调系统、智能化气体净化系统等。
总股本加权平均PE			30.5	2017年公司收购红相科技100%股权和中强科技100%股权，业务扩展至红外及紫外成像仪、军事隐身伪装装备相关领域，形成专业风机制造、红外紫外成像设备制造及军事隐身伪装装备制造协同发展的主营业务格局。

注：金盾股份尚无19年PE一致预期，此处以当前股价10.77（元）和2018年业绩快报每股收益0.25（元）计算；以2018年净利润为19年净利润预测值

资料来源：Wind，天风证券研究所

其中，红相股份与上海沪工 2019 年 PE 的预测值分别为 21.27/37.79x，2019 年净利润预测值分别为 2.81/1.49 亿元；金盾股份目前尚无 19 年 PE 一致预期，以当前股价 10.77（元）和 2018 年业绩快报公布的每股收益 0.25（元）计算为 43.08x，以 2018 年净利润 1.18 亿元作为 19 年净利润预测值。

三家可比公司的净利润加权平均 PE 为 30.5x。我们将其作为泰豪科技的 PE 进行估值。目前，公司 2019 年 EPS 为 0.36 元，目标价为 10.98 元，给予“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,139.92	1,456.28	1,952.27	2,166.80	2,643.49
应收票据及应收账款	3,803.87	5,510.46	4,914.60	7,384.84	7,301.22
预付账款	319.70	577.01	431.45	805.82	697.91
存货	930.25	1,152.29	1,402.49	1,731.93	2,077.50
其他	443.03	492.70	689.29	753.50	993.67
流动资产合计	6,636.77	9,188.74	9,390.11	12,842.89	13,713.79
长期股权投资	289.22	395.35	395.35	395.35	395.35
固定资产	611.79	654.20	676.49	705.25	724.88
在建工程	44.12	79.16	83.50	98.10	88.86
无形资产	403.53	521.13	471.49	421.85	372.21
其他	2,479.62	2,307.35	2,311.68	2,310.99	2,311.34
非流动资产合计	3,828.27	3,957.19	3,938.51	3,931.54	3,892.64
资产总计	10,513.95	13,145.93	13,378.62	16,829.43	17,663.43
短期借款	1,184.62	1,376.40	1,100.00	2,114.20	2,385.75
应付票据及应付账款	2,945.79	4,487.71	4,420.40	6,096.41	6,184.01
其他	776.09	912.01	1,068.18	1,214.98	1,392.29
流动负债合计	4,906.50	6,776.12	6,588.58	9,425.59	9,962.05
长期借款	401.02	643.68	550.00	750.63	552.68
应付债券	1,277.81	1,281.19	1,285.00	1,290.00	1,300.00
其他	47.80	62.04	65.00	70.00	73.00
非流动负债合计	1,726.63	1,986.91	1,900.00	2,110.63	1,925.68
负债合计	6,633.13	8,763.03	8,488.58	11,536.22	11,887.73
少数股东权益	150.45	374.74	391.37	411.53	435.65
股本	666.96	866.30	866.30	866.30	866.30
资本公积	2,487.86	2,488.99	2,488.99	2,488.99	2,488.99
留存收益	3,332.28	3,316.51	3,632.38	4,015.38	4,473.75
其他	(2,756.73)	(2,663.64)	(2,488.99)	(2,488.99)	(2,488.99)
股东权益合计	3,880.82	4,382.91	4,890.04	5,293.21	5,775.70
负债和股东权益总	10,513.95	13,145.93	13,378.62	16,829.43	17,663.43

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	259.33	274.16	315.86	383.01	458.37
折旧摊销	100.57	105.28	83.01	86.28	89.25
财务费用	113.71	156.26	178.44	219.69	283.55
投资损失	(128.98)	(41.97)	(60.00)	(70.00)	(80.00)
营运资金变动	(727.95)	(556.63)	377.30	(1,412.75)	(128.65)
其它	19.76	79.08	16.62	20.16	24.12
经营活动现金流	(363.57)	16.18	911.25	(773.61)	646.64
资本支出	443.47	430.84	57.04	75.00	47.00
长期投资	11.53	106.14	0.00	0.00	0.00
其他	(1,133.71)	(601.60)	(107.04)	(90.00)	(19.00)
投资活动现金流	(678.70)	(64.63)	(50.00)	(15.00)	28.00
债权融资	2,924.64	3,358.46	2,997.00	4,219.83	4,305.43
股权融资	(360.59)	106.63	(3.79)	(219.69)	(283.55)
其他	(1,800.09)	(3,119.59)	(3,358.46)	(2,997.00)	(4,219.83)
筹资活动现金流	763.96	345.50	(365.25)	1,003.13	(197.94)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(278.31)	297.05	495.99	214.53	476.70

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,100.62	6,127.39	7,659.23	9,420.85	11,493.44
营业成本	4,249.33	4,847.61	6,050.79	7,423.63	9,022.35
营业税金及附加	31.06	31.12	38.30	47.10	57.47
营业费用	177.01	201.60	256.58	348.57	413.76
管理费用	296.75	298.51	436.58	518.15	689.61
研发费用	0.00	178.33	229.78	310.89	379.28
财务费用	111.10	188.05	178.44	219.69	283.55
资产减值损失	80.38	119.04	130.00	140.00	150.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	128.98	41.97	60.00	70.00	80.00
其他	(279.93)	(107.82)	(120.00)	(140.00)	(160.00)
营业利润	305.94	328.98	398.76	482.82	577.42
营业外收入	6.02	8.32	10.00	10.00	10.00
营业外支出	8.11	10.35	12.00	12.00	12.00
利润总额	303.85	326.95	396.76	480.82	575.42
所得税	44.53	52.79	64.28	77.65	92.93
净利润	259.33	274.16	332.49	403.17	482.49
少数股东损益	7.39	11.99	16.62	20.16	24.12
归属于母公司净利润	251.93	262.18	315.86	383.01	458.37
每股收益(元)	0.29	0.30	0.36	0.44	0.53

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	30.72%	20.13%	25.00%	23.00%	22.00%
营业利润	74.38%	7.53%	21.21%	21.08%	19.59%
归属于母公司净利润	103.45%	4.07%	20.48%	21.26%	19.68%
获利能力					
毛利率	16.69%	20.89%	21.00%	21.20%	21.50%
净利率	4.94%	4.28%	4.12%	4.07%	3.99%
ROE	6.75%	6.54%	7.02%	7.85%	8.58%
ROIC	10.57%	9.93%	9.21%	12.15%	11.54%
偿债能力					
资产负债率	63.09%	66.66%	63.45%	68.55%	67.30%
净负债率	45.99%	43.40%	21.36%	38.79%	28.77%
流动比率	1.36	1.36	1.43	1.37	1.38
速动比率	1.17	1.19	1.22	1.18	1.17
营运能力					
应收账款周转率	1.62	1.32	1.47	1.53	1.57
存货周转率	5.70	5.88	6.00	6.01	6.03
总资产周转率	0.53	0.52	0.58	0.62	0.67
每股指标(元)					
每股收益	0.29	0.30	0.36	0.44	0.53
每股经营现金流	-0.42	0.02	1.05	-0.89	0.75
每股净资产	4.31	4.63	5.19	5.64	6.16
估值比率					
市盈率	25.55	24.55	20.38	16.81	14.04
市净率	1.73	1.61	1.43	1.32	1.21
EV/EBITDA	16.06	7.67	10.28	9.90	7.83
EV/EBIT	19.67	8.80	11.75	11.12	8.64

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com