

泰豪科技 (600590)

证券研究报告

2019年09月04日

军工营收 20.98%增长兑现行业高景气，车载通信指挥为主驱动力

军工装备同比+20.98%，车载通信成为主要业绩驱动力

8月23日公司发布半年报，上半年公司营收22.28亿元，同比+5.92%，其中：军工装备业务同比+20.98%，主要是车载通信指挥系统业务增长；智能电力业务同比+1.49%，主要是配电设备及电力工程总包业务增长所致。上半年公司毛利率20.8%，与2018全年基本持平，净利率5.0%，相比2018全年增加0.5个百分点。

2019H1 归母净利润1.10亿元，同比-4.51%，归母扣非净利润1.27亿元，同比+23.62%；经营性现金流量9.56亿元，同比增加近15亿元。报告期内，公司通过货款回笼及应收账款ABS发行补充流动资金，19H1货币资金24.06亿元，同比+65.23%，应收票据1.16亿元，同比-36.45%。上半年非经常损失0.17亿元，主要由应收账款ABS折价发行损失所致，公司主营业务整体稳健增长，同时布局军工产业园，报告期内公司在建工程1.11亿元，同比+39.66%，主要是投建嘉兴军民融合产业园所致。

聚焦军工装备信息化等领域，巩固传统智能电力产业，瘦身健体提升效率

2019上半年，公司继续坚持“内生外延、创新发展”的工作思路，对内加大“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，积极寻找并购与投资机会，整体业务保持稳健发展：

(1) 军工装备产业方面：继续围绕装备信息化、军用新能源相关领域组织技术及产品研发，“无人作战平台动力源”、“特殊环境下应急电源系统研究与应用示范项目”等重点研发项目均按计划取得良好进展，车载通信指挥系统、舰载作战辅助系统、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，营业收入同比+20.98%。

(2) 智能电力产业方面：在巩固电力信息化系统及智能应急电源业务行业领先地位的同时，继续加大对人工智能、大数据等前沿技术的研发及应用投入，布局综合能源服务平台与管理平台；同时，着眼能源物联网建设，布局电力交易市场，推出了基于物联网技术及数据分析的综合能源设计、能效检测、设备运维运营系统。

为进一步提高资产运营效率与管理效率，公司将子公司江西泰豪军工集团所持长春泰豪电子装备100%股权及债权以9000万元转让给吉林知合物流，将其所持济南吉美乐电源技术100%股权以7000万元转让给康富科技。

盈利预测与评级：维持前期业绩预测，预计2019-2021年公司营收增速分别为25%/23%/22%，营业总收入为76.59/94.21/114.93亿元，归母净利润为3.16/3.83/4.58亿元，EPS为0.36/0.44/0.53元，PE为17.94/14.79/12.36x，维持“买入”评级。

风险提示：智能电力产业发展放缓，军品采购订单不及预期，公司外延并购整合效果不及预期。

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)	22.49	21.61	17.94	14.79	12.36
市净率(P/B)	1.52	1.41	1.26	1.16	1.06
市销率(P/S)	1.11	0.92	0.74	0.60	0.49
EV/EBITDA	16.06	7.67	9.11	8.92	7.02

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(维持评级)

当前价格 6.54元

目标价格 元

基本数据

A股总股本(百万股)	866.30
流通A股股本(百万股)	837.35
A股总市值(百万元)	5,665.59
流通A股市值(百万元)	5,476.27
每股净资产(元)	4.75
资产负债率(%)	63.53
一年内最高/最低(元)	8.69/4.89

作者

邹润芳 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

股价走势

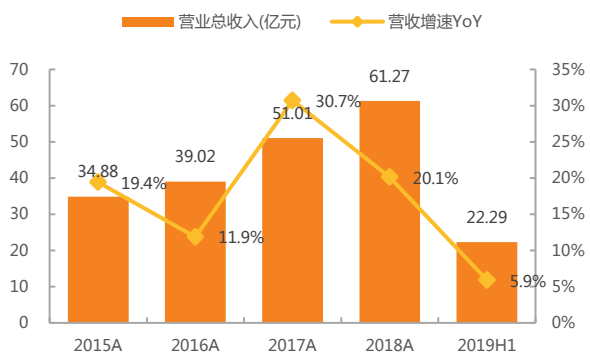


资料来源：贝格数据

相关报告

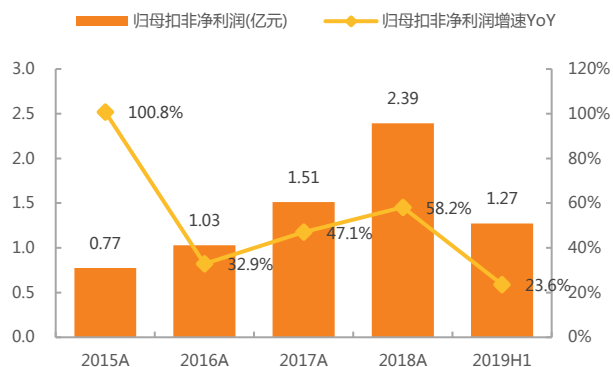
- 《泰豪科技-首次覆盖报告:军工装备/智能电力信息化共振，公司有望充分受益》2019-04-24
- 《泰豪科技-公司点评:现金收购上海红生，军工产业规模化发展再下一城》2017-06-19

图 1: 2015-2019H1 公司营收及其增速



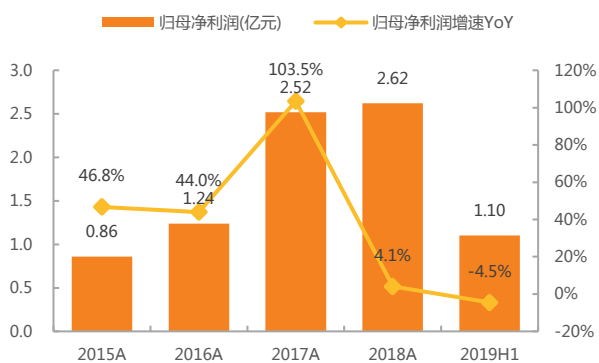
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 2015-2019H1 公司归母扣非净利润及其增速



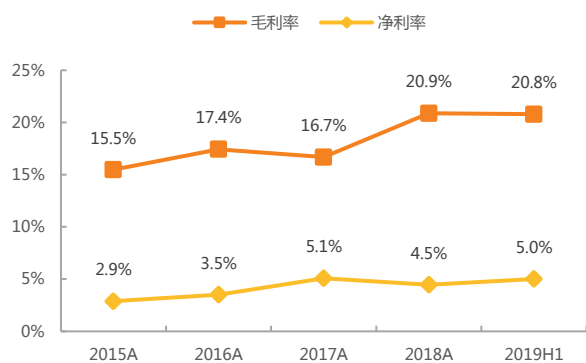
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 2015-2019H1 公司归母净利润及其增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2015-2019H1 公司毛利率及净利率情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,139.92	1,456.28	1,952.27	2,166.80	2,643.49	营业收入	5,100.62	6,127.39	7,659.23	9,420.85	11,493.44
应收票据及应收账款	3,803.87	5,510.46	4,914.60	7,384.84	7,301.22	营业成本	4,249.33	4,847.61	6,050.79	7,423.63	9,022.35
预付账款	319.70	577.01	431.45	805.82	697.91	营业税金及附加	31.06	31.12	38.30	47.10	57.47
存货	930.25	1,152.29	1,402.49	1,731.93	2,077.50	营业费用	177.01	201.60	256.58	348.57	413.76
其他	443.03	492.70	689.29	753.50	993.67	管理费用	296.75	298.51	436.58	518.15	689.61
流动资产合计	6,636.77	9,188.74	9,390.11	12,842.89	13,713.79	研发费用	0.00	178.33	229.78	310.89	379.28
长期股权投资	289.22	395.35	395.35	395.35	395.35	财务费用	111.10	188.05	178.44	219.69	283.55
固定资产	611.79	654.20	676.49	705.25	724.88	资产减值损失	80.38	119.04	130.00	140.00	150.00
在建工程	44.12	79.16	83.50	98.10	88.86	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	403.53	521.13	471.49	421.85	372.21	投资净收益	128.98	41.97	60.00	70.00	80.00
其他	2,479.62	2,307.35	2,311.68	2,310.99	2,311.34	其他	(279.93)	(107.82)	(120.00)	(140.00)	(160.00)
非流动资产合计	3,828.27	3,957.19	3,938.51	3,931.54	3,892.64	营业利润	305.94	328.98	398.76	482.82	577.42
资产总计	10,513.95	13,145.93	13,378.62	16,829.43	17,663.43	营业外收入	6.02	8.32	10.00	10.00	10.00
短期借款	1,184.62	1,376.40	1,100.00	2,114.20	2,385.75	营业外支出	8.11	10.35	12.00	12.00	12.00
应付票据及应付账款	2,945.79	4,487.71	4,420.40	6,096.41	6,184.01	利润总额	303.85	326.95	396.76	480.82	575.42
其他	776.09	912.01	1,068.18	1,214.98	1,392.29	所得税	44.53	52.79	64.28	77.65	92.93
流动负债合计	4,906.50	6,776.12	6,588.58	9,425.59	9,962.05	净利润	259.33	274.16	332.49	403.17	482.49
长期借款	401.02	643.68	550.00	750.63	552.68	少数股东损益	7.39	11.99	16.62	20.16	24.12
应付债券	1,277.81	1,281.19	1,285.00	1,290.00	1,300.00	归属于母公司净利润	251.93	262.18	315.86	383.01	458.37
其他	47.80	62.04	65.00	70.00	73.00	每股收益(元)	0.29	0.30	0.36	0.44	0.53
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	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	150.45	374.74	391.37	411.53	435.65	成长能力					
股本	666.96	866.30	866.30	866.30	866.30	营业收入	30.72%	20.13%	25.00%	23.00%	22.00%
资本公积	2,487.86	2,488.99	2,488.99	2,488.99	2,488.99	营业利润	74.38%	7.53%	21.21%	21.08%	19.59%
留存收益	3,332.28	3,316.51	3,632.38	4,015.38	4,473.75	归属于母公司净利润	103.45%	4.07%	20.48%	21.26%	19.68%
其他	(2,756.73)	(2,663.64)	(2,488.99)	(2,488.99)	(2,488.99)	获利能力					
股东权益合计	3,880.82	4,382.91	4,890.04	5,293.21	5,775.70	毛利率	16.69%	20.89%	21.00%	21.20%	21.50%
负债和股东权益总	10,513.95	13,145.93	13,378.62	16,829.43	17,663.43	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	22.49	21.61	17.94	14.79	12.36
						市净率	1.52	1.41	1.26	1.16	1.06
						EV/EBITDA	16.06	7.67	9.11	8.92	7.02
						EV/EBIT	19.67	8.80	10.42	10.02	7.75

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

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