



中国：小盘股

泰豪科技(600590/8.22 元)：推荐

2008 年业绩符合预期

中金公司研究部

分析员：曾令波 zenglb@cicc.com.cn；朱亚锋 zhuyf@cicc.com.cn

电话：(8610) 6505 1166

..... 2009 年 2 月 23 日

事件：

泰豪科技发布了2008年财报，公司08年实现主营业务收入22.8亿元，同比增长14%，主营业务利润率同比上升2.2个百分点，但受联营子公司投资损失扩大拖累，现实归属于股东的净利润9100万元，同比增长8.7%，基本符合预期及公司此前业绩预告。此外，公司拟每10股派送0.5元股利。

评论：

- ◆ **08 年收入增长平稳、结构改善，毛利率明显提升。**08 年，公司主营业务收入同比温和增长 14%，但智能建筑业务收入增长 25%至 13.21 亿元，占总收入比重也由 07 年的 53%进一步攀升至 08 年的 59%；毛利率上，公司智能建筑业务毛利率同比提升 3 个百分点至 22.4%，改善幅度好于预期，同时，尽管发电机业务 08 年收入增长乏力，但受益于占成本六成的铜、钢等原材料价格下跌，毛利率同比也有 4.5 个百分点的改善。综合来看，公司 08 年总收入同比增长 14%，毛利同比增长 25%。
- ◆ **不足之处：联营子公司投资损失扩大、费用控制未达预期。**公司与 ABB 联营子公司南昌 ABB 泰豪发电机公司由于仍处前期投入阶段同时主要定位市场 - 海外市场 08 年需求低迷，08 年继续录得亏损 2800 万(公司持股比例为 49%，录得投资损失 1400 万元)；费用控制上，公司 08 年营业费用率及管理费用率合计增加了 2.5 个百分点，费用控制未达预期。
- ◆ **重申 09 年增长乐观观点。1) 收入增长内外条件兼备。**智能建筑业务上，08 年下半年《民用建筑节能条例》及《公共机构节能条例》相继颁布，建筑节能法律框架的构架完毕及公共机构节能从倡议到强制执行的转变为公司智能建筑业务未来增长提供了良好的外部环境，公司层面上，除了来自于世博会、亚运会新建场馆需求有望继续保持旺盛外，公司针对大型商业连锁集团和与地方政府公共建筑改造的业务开展模式初见成效，有望成为未来几年业务增长的最大驱动力。发电机业务上，电网、3G 通信网、铁路网对备用电源及移动电源车需求步入释放阶段，而公司移动电源车在 08 年救灾(雪灾、震灾)过程中表现优异，近期已在电网、3G 通信网、铁路网项目中屡次中标，09 年全年形势乐观。我们维持对智能建筑、发电机业务收入 09 年分别同比增长 25%、30%的判断。**2) 09 年联营子公司投资损失有望缩小。**联营子公司南昌 ABB 泰豪发电机 08 年贡献 1400 万元投资损失是公司 08 年净利润仅实现个位数增幅的主要拖累因素，不过，由于公司对该子公司初始投资额 1900 万元账面上已接近损失殆尽，09 年潜在的投资损失极为有限，加上发电机市场需求格局 09 年大幅改善，09 年公司对该联营子公司的投资损失有望缩小，从而贡献 09 年业绩增长。
- ◆ **维持推荐评级。**我们按照 08 年年报对盈利预测进行了微调，但综合下来依然维持原有 09、10 年每股收益 0.46 元、0.62 元的盈利预测(08~10 年 CAGR: 42%)，公司当前股价对应 09、10 年 18.1x 和 13.1x，考虑到公司受益于国家推动建筑节能和提升关键领域运行安全性的政策环境，09 年增长形势乐观，同时，未来节能政策及发电机市场需求也均存在进一步超预期可能，维持推荐评级。



表 1: 主要财务指标及近期股价表现

(百万元)	2006A	2007E	2008E	2009E	2010E		
营业总收入	1,639	2,000	2,280	2,707	3,266		
(+/-)	99%	22%	14%	19%	21%		
营业利润	82	102	93	155	213		
(+/-)	27%	24%	-8%	67%	37%		
归属于股东的净利润	64	84	91	134	184		
每股盈利 (元)	0.22	0.29	0.31	0.46	0.63		
(+/-)	25%	31%	9%	47%	38%		
市盈率	37.7	28.8	26.5	18.1	13.1		
市净率	2.8	2.7	2.5	2.2	2.0		
EV/EBITDA	19.4	15.7	14.8	10.8	9.0		
净资产收益率	5.8%	7.2%	7.2%	9.8%	12.0%		
ROCE	6.9%	6.7%	6.4%	9.0%	11.4%		
现金分红收益率	0.5%	0.8%	0.6%	1.2%	1.2%		
每股经营现金流(元)	0.2	0.5	0.5	0.7	0.7		
股价/经营现金	39.9	17.8	16.5	12.6	11.4		
						A股	
						当前股价	
						人民币8.22	
						股票代码	
						600590 CH Equity	
						日成交量 (百万股)	
						10.3	
						52周最高价/最低价	
						人民币11.97/3.45	
						发行股数 (百万股)	
						295	
						其中: 流通股 (百万股)	
						230	
						主要股东 (持股比例)	
						同方股份有限公司(23.38%)	

资料来源: 彭博资讯、公司数据, 中金公司研究部

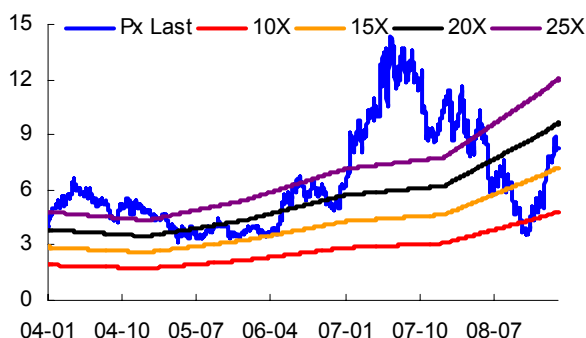
表 2: 分业务收入、毛利增长

(百万元)	2006	2007	2008	08年收入占比	YoY
收入					
-智能建筑电气业务	937	1,058	1,321	59%	25%
-发电机业务	321	450	451	20%	0%
-军工业务	375	476	469	21%	-2%
毛利					
-智能建筑电气业务	173	202	296	63%	47%
-发电机业务	40	63	84	18%	32%
-军工业务	80	101	91	19%	-10%

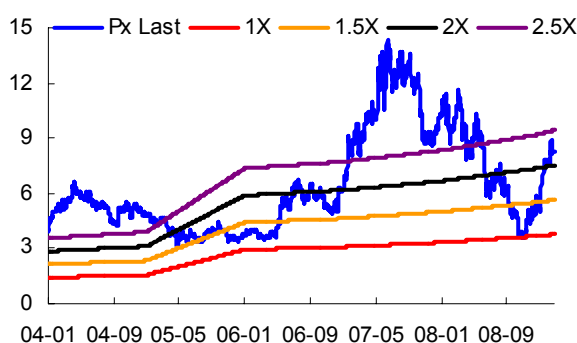
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图 1: P/E Band、P/B Band

P/E Band:



P/B Band:



资料来源: 彭博资讯、公司数据, 中金公司研究部



附表：财务分析、盈利预测与估值分析摘要

泰豪科技 600590	损益表 (人民币百万)					
	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入	824	1,639	2,000	2,280	2,707	3,266
销售成本及税金	-657	-1,356	-1,640	-1,818	-2,205	-2,658
营业费用	-51	-96	-111	-143	-149	-173
管理费用	-44	-80	-87	-141	-149	-170
EBIT	82	106	144	149	198	255
EBITDA	102	146	197	217	286	340
财务费用	-18	-24	-42	-55	-43	-43
投资收益	6	3	-5	-13	1	4
其他损益项	0	-3	-6	-3	-1	-5
所得税	-12	-18	-20	-14	-24	-33
少数股东损益	-1	-1	-4	-1	-3	-3
归属于股东的净利润	51	64	84	91	134	184

泰豪科技 600590	资产负债表 (人民币百万)					
	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
现金	150	303	419	390	417	452
应收帐款	190	472	652	728	816	984
预付帐款	68	149	159	189	208	251
存货	274	433	489	568	654	788
其他流动资产	48	103	185	204	245	294
流动资产	729	1,459	1,904	2,079	2,340	2,769
固定资产	435	703	787	877	922	951
长期投资	153	44	115	80	93	93
其他长期资产	65	213	290	306	293	289
长期资产	653	961	1,192	1,262	1,309	1,333
资产总额	1,382	2,420	3,095	3,342	3,649	4,103
短期借款	339	341	583	610	610	610
各项应付款	291	658	877	903	1,129	1,355
应交税费	26	30	36	47	57	68
应付职工薪酬	9	27	7	8	10	12
其他流动负债	61	133	174	310	273	329
流动负债	725	1,189	1,676	1,878	2,078	2,375
长期借款	153	84	177	141	141	141
其他长期负债	15	7	23	30	30	30
长期负债	168	91	199	171	171	171
负债总额	893	1,280	1,875	2,050	2,250	2,545
少数股东权益	30	273	310	311	314	317
股本	151	196	196	294	294	294
公积金及未分配利润	309	670	713	687	792	946
股东权益	460	867	910	981	1,086	1,241
负债及股东权益	1,382	2,420	3,095	3,342	3,649	4,104

泰豪科技 600590	现金流量表 (人民币百万)					
	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
净利润	51	64	84	91	134	184
折旧/摊销	20	40	53	77	88	85
运营资本变化	-27	-66	-52	-89	-75	-99
其他项	12	22	51	68	45	42
经营活动现金流	56	61	136	147	192	212
固定资产投资	-64	-214	-137	-141	-120	-120
其他投资活动	-4	-6	-61	-19	-0	15
投资活动现金流	-68	-219	-198	-160	-120	-105
股权融资	4	330	-	-	-	-
借款变动	91	-49	236	59	-	-
其他融资活动	-32	-43	-56	-78	-43	-72
融资活动现金流	63	239	180	-19	-43	-72
现金(等价物)变化	51	80	117	-31	29	35

历史股价表现	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
	-6%	8%	86%	28%	-19%	-16%
行业板块	工业		二级行业		资本货物	
第一大股东	同方股份		持股比例		23.4%	
总市值	24.25 亿元		流通市值		18.91 亿元	
发行股数	2.95 亿股		股票现价		8.22 元	

成长性分析	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
销售收入	9%	99%	22%	12%	21%	21%
销售毛利	16%	72%	27%	25%	14%	21%
EBITDA	8%	43%	35%	10%	32%	19%
EBIT	6%	28%	36%	3%	33%	29%
净利润	-10%	25%	31%	9%	47%	38%

盈利能力分析	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
毛利率	20.3%	17.3%	18.0%	20.2%	18.5%	18.6%
营业费用率	6.2%	5.8%	5.6%	6.3%	5.5%	5.3%
管理费用率	5.3%	4.9%	4.3%	6.2%	5.5%	5.2%
EBITDA利润率	12.3%	8.9%	9.9%	9.5%	10.6%	10.4%
EBIT利润率	10.0%	6.4%	7.2%	6.5%	7.3%	7.8%
净利润率	6.3%	4.0%	4.4%	4.1%	5.1%	5.7%

偿债能力分析	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
流动比率	1.01	1.23	1.14	1.11	1.13	1.17
速动比率	0.63	0.86	0.84	0.80	0.81	0.83
现金比率	11%	13%	14%	12%	11%	11%
资产负债率	65%	53%	61%	61%	62%	62%
有息债务/权益	104%	38%	64%	67%	56%	50%
净债务/权益	73%	11%	30%	37%	26%	21%
利息覆盖倍数	3	3	2	2	3	4

杜邦分析	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
净资产收益率	10.6%	5.8%	7.2%	7.2%	9.8%	12.0%
= 总资产收益率	3.7%	2.7%	2.9%	2.8%	3.8%	4.6%
× 总资产/净资产	3.01	2.79	3.40	3.40	3.36	3.31
= 销售净利率	6.3%	4.0%	4.4%	4.1%	5.1%	5.7%
× 资产周转率	0.60	0.68	0.65	0.68	0.74	0.80
× 总资产/净资产	3.01	2.79	3.40	3.40	3.36	3.31

回报率分析	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
投入资本回报率	7.9%	5.3%	6.2%	6.3%	8.7%	10.8%
资本回报率	10.6%	5.8%	7.2%	7.2%	9.8%	12.0%
加权平均资本成本	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%

每股指标	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
摊薄每股收益	0.17	0.22	0.29	0.31	0.46	0.63
每股经营性现金	0.00	0.21	0.46	0.50	0.65	0.72
每股股息	0.04	0.04	0.07	0.05	0.10	0.10
每股净资产	1.56	2.94	3.09	3.33	3.69	4.21

估值分析	2005A	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
市盈率	47.2	37.7	28.8	26.5	18.1	13.1
市净率	5.3	2.8	2.7	2.5	2.2	2.0
股价/每股经营性现金流	43.2	39.9	17.8	16.5	12.6	11.4
红利收益率	0.5%	0.5%	0.8%	0.6%	1.2%	1.2%
DCF估值(RMB)	8.30					
目标股价(RMB)	8.30 预期收益率 1.0%					
目标市盈率	29.0 26.7 18.2 13.3					
目标市净率	2.7 2.5 2.3 2.0					

资料来源：彭博资讯、公司数据，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，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、发表或引用。