



2009年3月9日

推荐

小盘股

中金公司研究部

分析员：朱亚锋 zhuyf@cicc.com.cn

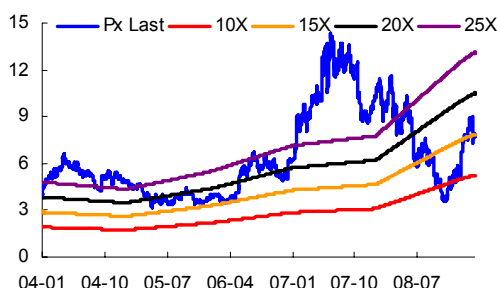
曾令波 zenglb@cicc.com.cn

(8610) 6505 1166

泰豪科技(600590/7.75 元)

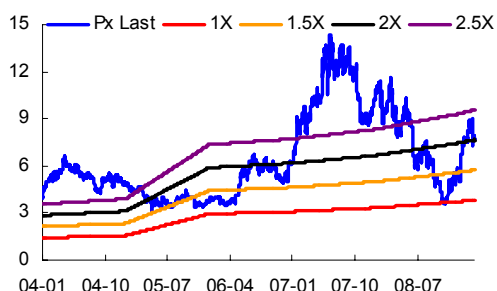
上调盈利预测和目标价，重申“推荐”评级

图 1：历史股价表现和市盈率区间



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图 2：历史股价表现和市净率区间



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

表 1：盈利预测调整

(百万元)	2009E			2010E		
	调整前	调整后	幅度	调整前	调整后	幅度
主营业务收入	2,707	2,842	5.0%	3,266	3,280	0.4%
主营业务利润	155	170	9.5%	213	219	2.8%
净利润	134	147	9.3%	184	189	2.7%
每股收益(元)	0.46	0.50	9.3%	0.63	0.64	2.7%

资料来源：彭博资讯，公司资料，国家电网，中金公司研究部

表 2：国家电网电源招标已有中标情况

中标企业	中标数量	占比
泰豪科技	35台	41.7%
康明斯发动机(北京)	27台	32.1%
上海科泰电源	22台	26.2%

资料来源：彭博资讯，公司资料，国家电网，中金公司研究部

投资要点：

自我们 08 年 11 月 18 日首次覆盖公司和 09 年 1 月 6 日上调评级到推荐之后，公司股价表现远超大盘。鉴于公司在节能领域的长期成长空间巨大、备用电源领域的需求增长仍超出预期，我们小幅上调 09、10 年盈利预测。近期的股价调整提供了较好的介入机会，我们按照 09 年 20X 市盈率给予新的 12 个月目标价 10 元，对应上涨空间 29%，重申推荐评级。

备用电源需求较预期更旺盛：质的提升，量的跨越。双电源标准正在我国供电安全意义重大的多个领域更全面深入的展开，如，我们此前报告提及的电网、铁路网、通讯网，及我们近期发现存在这一趋势的：医疗、金融等部门，借助于此类新增的行业客户需求和公司产品竞争力的逐年提升(公司目前主要竞争对手仅为康明斯、卡特彼勒、科泰，表 2)，公司电源产品已迅速由“出口+散户”市场向中高端行业客户市场转型，实现质的提升；继此前电网、铁路的大额招标后，中国电信近期对备用电源的大型招标也已启动，公司电源业务 09 年实现量的跨越较为确定，结合潜在需求面的判断和近期订单的跟踪，我们将公司电源业务 09 年收入增长预期由 30%上调至 60%，并提示此项业务 09 年实现翻番的可能。

政策驱动进一步明确，存量建筑节能改造市场启动在即。继《民用建筑节能条例》及《公共机构节能条例》颁布后建筑节能进入强制实施阶段，近期建设部进一步明确：1，09 年新建建筑 90%达到施工阶段节能标准的目标(07 年为 71%)；2，强化政府建筑及大型公用建筑的节能管理，并明确以能耗动态监测平台为首要建设对象、以建设部和财政部确定的 24 个示范省市为首要推进地区。公司作为中国智能建筑系统集成龙头企业，存在显著的技术(自主软件+硬件)、品牌(规模业内排放前三、08 年蝉联“中国最佳智能建筑管理系统”奖)、标杆项目(人民大会堂节能改造、鸟巢和奥林匹克公园的照明工程、亚洲博鳌/上海世博会主会场智能建筑工程等)等综合优势，公司年内与北京、上海、山东、天津地区政府达成合作相对乐观；此外，尽管目前政策直接推动商业建筑节能改造的力度依然有限，但在商业建筑节能改造节电幅度(30%，图 3)明显而改造成本逐年下降(因原有照明、空调等设备因折旧而会计净值下降)的驱动下，这一市场需求增长也较为乐观，目前公司与百联、万达等商业机构的战略合作已经进入实施初期(初始项目实施完毕后的评估阶段)，未来前景同样值得期待。

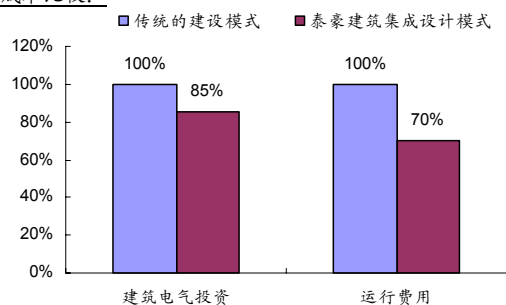
新建建筑智能管理系统集成业务短期、长期发展趋势向好。1，除世博会/亚运会的需求外，受积极财政支出政策的驱动，09、10 年来自于机场航站楼/火车站/地铁等的需求旺盛，总体上，公司业务环境受经济放缓的影响较为有限；2，08 年，我国建筑智能化系统工程市场仅 350 亿元，而在国土面积小、新建需求占比少的日本，建筑智能化系统工程市场年容量高达 2000 多亿元人民币，国内新建建筑智能化系统工程市场也存在明确的长期成长空间。

图 3：泰豪建筑集成设计模式 vs. 非智能化建设模式

模式比较：

步骤	传统的建设模式	泰豪建筑集成设计模式
1	建筑设计	建筑设计
2	土建工程招投标及建设	智能建筑整体规划及优化设计
3	强电系统招投标	土建工程的招投标及建设
4	强电系统施工	智能化强弱电系统统一招投标
5	智能化系统招投标	智能化强弱电系统联合施工
6	智能化系统施工	

成本比较：



资料来源：公司资料，中金公司研究部

表 3：分业务的主营业务收入和毛利预测

(百万元)	2008A	2009E	2010E	CAGR (08~10)
收入				
-智能建筑电气业务	1,321	1,651	1,982	22%
-发电机业务	451	722	830	36%
-军工业务	469	469	469	0%
毛利				
-智能建筑电气业务	296	355	426	20%
-发电机业务	84	134	149	33%
-军工业务	91	84	84	-4%

资料来源：公司资料，中金公司研究部

军品业务将保持平稳，参股公司 ABB 泰豪 09 年减亏明确，地产业务 2010 年或能贡献额外收益。1，子公司衡阳泰豪的通讯指挥系统仍处于稳定成长期(04~08 年 CAGR>30%)，山东吉美乐低压电源产品(军品改民品)也有望步入增长期，因此，即便子公司三波电机传统军用电源业务或有所萎缩，公司军工业务总体上仍将保持平稳；2，08 年亏损 2800 万元的参股子公司 ABB 泰豪 09 年进入量产期，09 年不会为公司再度带来投资损失(财务上，公司初始投资额目前已损失殆尽，即使延续亏损，公司也不会再确认高额投资损失)；3，子公司泰豪衡阳置业的地产项目(系自有土地开发，不存在亏损风险)和东方联星的 GPS 接收机业务 2010 年也有望贡献收益，但目前难以定量判断，依然暂不纳入盈利预测范围。

小幅上调盈利预测，上调目标价到 10 元，重申推荐评级。我们小幅上调公司 09、10 年每股收益 9.3%和 2.7%至 0.50 元和 0.64 元，当前股价对应 09、10 年市盈率分别为 15.6x 和 12.1x，估值不高，而公司 09 年快速增长趋势确定，主业所处环境仍有进一步改善可能，给予 09 年 20 倍目标市盈率，上调 12 个月目标价到 10 元，上涨空间 29%；重申推荐评级。

风险：公司 09 年推进配股项目可能性较高(未纳入现有模型预测中)，以 10 配 3，同时以市价六折确定配股价的方案计算，配股总体将带来约 15%的受益摊薄(股权将摊薄 30%，但配股股价折扣能抵消 12%摊薄，财务费用节约抵消 3%的摊薄)，不过我们的目标估值已经考虑了可能的摊薄效应；子公司数量众多带来的管理风险。

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	2008A	2009E	2010E
销售收入	824	1,639	2,000	2,280	2,842	3,280
销售成本及税金	-657	-1,356	-1,640	-1,818	-2,304	-2,663
营业费用	-51	-96	-111	-143	-156	-174
管理费用	-44	-80	-87	-141	-156	-171
EBIT	82	106	144	149	213	261
EBITDA	102	146	197	217	301	346
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	-7	-8
所得税	-12	-18	-20	-14	-26	-34
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	147	189

泰豪科技 600590	资产负债表 (人民币百万)					
	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
现金	150	303	419	390	415	467
应收帐款	190	472	652	728	856	989
预付帐款	68	149	159	189	217	251
存货	274	433	489	568	684	790
其他流动资产	48	103	185	204	246	294
流动资产	729	1,459	1,904	2,079	2,418	2,790
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	3,727	4,124
短期借款	339	341	583	610	610	610
各项应付款	291	658	877	903	1,179	1,358
应交税费	26	30	36	47	59	68
应付职工薪酬	9	27	7	8	11	12
其他流动负债	61	133	174	310	285	330
流动负债	725	1,189	1,676	1,878	2,144	2,378
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	2,315	2,549
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	804	964
股东权益	460	867	910	981	1,099	1,258
负债及股东权益	1,382	2,420	3,095	3,342	3,728	4,125

泰豪科技 600590	现金流量表 (人民币百万)					
	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
净利润	51	64	84	91	147	189
折旧/摊销	20	40	53	77	88	85
运营资本变化	-27	-66	-52	-89	-90	-86
其他项	12	22	51	68	45	42
经营活动现金流	56	61	136	147	190	230
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	27	52

历史股价表现	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
	-11%	-4%	61%	16%	-33%	-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	22.86 亿元		流通市值		17.83 亿元	
发行股数	2.95 亿股		股票现价		7.75 元	

成长性分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
销售收入	9%	99%	22%	12%	27%	15%
销售毛利	16%	72%	27%	25%	22%	15%
EBITDA	8%	43%	35%	10%	39%	15%
EBIT	6%	28%	36%	3%	43%	23%
净利润	-10%	25%	31%	9%	60%	29%

盈利能力分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
毛利率	20.3%	17.3%	18.0%	20.2%	18.9%	18.8%
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%	10.5%
EBIT利润率	10.0%	6.4%	7.2%	6.5%	7.5%	8.0%
净利润率	6.3%	4.0%	4.4%	4.1%	5.3%	5.9%

偿债能力分析	2005A	2006A	2007A	2008A	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	0.84
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%	55%	49%
净债务/权益	73%	11%	30%	37%	26%	20%
利息覆盖倍数	3	3	2	2	3	4

杜邦分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
净资产收益率	10.6%	5.8%	7.2%	7.2%	10.6%	12.2%
= 总资产收益率	3.7%	2.7%	2.9%	2.8%	4.0%	4.7%
*总资产/净资产	3.01	2.79	3.40	3.40	3.39	3.28
= 销售净利润率	6.3%	4.0%	4.4%	4.1%	5.3%	5.9%
*资产周转率	0.60	0.68	0.65	0.68	0.76	0.80
*总资产/净资产	3.01	2.79	3.40	3.40	3.39	3.28

回报率分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
投入资本回报率	7.9%	5.3%	6.2%	6.3%	9.5%	11.0%
资本回报率	10.6%	5.8%	7.2%	7.2%	10.6%	12.2%
加权平均资本成本	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%

每股指标	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
摊薄每股收益	0.17	0.22	0.29	0.31	0.50	0.64
每股经营性现金	0.00	0.21	0.46	0.50	0.64	0.78
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	3.73	4.27

估值分析	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
市盈率	44.5	35.5	27.1	24.9	15.6	12.1
市净率	5.0	2.6	2.5	2.3	2.1	1.8
股价/每股经营性现金流	40.7	37.7	16.8	15.5	12.0	9.9
红利收益率	0.5%	0.5%	0.9%	0.6%	1.3%	1.3%
DCF估值(RMB)	10.00					
目标股价(RMB)	10.00	预期收益率		29.0%		
目标市盈率			35.0	32.2	20.1	15.5
目标市净率			3.2	3.0	2.7	2.3

资料来源: 公司资料, 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。