

2009 年 10 月 27 日

泰豪科技

太阳能光电建筑引领未来业绩增长

泰豪科技 2009 年前三季度净利润同比上升 30%，每股收益 0.23 元，但今年第三季度公司的单季度毛利率出现下滑，我们将公司 2009-2011 年的业绩预测下调为 0.34、0.47 和 0.63 元。长期我们看好公司智能建筑电气业务的发展，维持目标价 13.07 元，维持持有评级。

支撑评级的要点

- 2009 年前三季度公司实现营业收入 14.7 亿元，同比上升 10.6%，实现营业利润 1.18 亿，同比上升了 7.3%，实现净利润 0.73 亿元，同比上升了 30.1%。每股收益 0.23 元。
- 公司前三季度业绩的提升主要来自于主营收入的增长。此外，毛利率的上升和投资收益亏损的下降也有效提升了公司的盈利能力。
- 未来受益于 BIPV 市场的发展以及合同能源管理模式的推广，公司的智能建筑电气业务未来三年有望实现 20% 的年均增长速度。
- 公司的产品确认收入有明显的周期性，按往年情况来看，第四季度为收入确认高峰，其主要产品确认收入的比例占全年的 35% 左右。预计第四季度单季度每股收益将超过 0.10 元。
- 公司公告了调整配股募集资金实施方式和部分实施地点的预案，但此次对家用静音电源项目的调整并未改变项目投资方向。

上升/下跌风险因素

- 静音电源市场发展的不确定性。

估值

- 我们下调公司 2009-2011 年的业绩预测为 0.34、0.47 和 0.63 元。我们给予公司 2010 年 25 倍的市盈率，维持目标价 13.07 元，维持持有评级。

图表 1. 投资摘要

年结日：12 月 31 日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (人民币 百万)	2000	2280	2551	3165	3971
变动 (%)	22.0	14.0	11.9	24.0	25.5
净利润 (人民币 百万)	84	91	130	178	240
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.22	0.24	0.34	0.47	0.63
变动 (%)	31.0	8.7	42.2	37.1	34.9
先前预测每股收益 (人民币)			0.39	0.52	0.69
调整幅度 (%)			(12.1)	(9.6)	(8.1)
市盈率 (倍)	57.3	52.7	37.1	27.0	20.1
每股现金流量 (人民币)	0.69	0.50	0.65	0.57	0.74
价格/每股现金流量 (倍)	18.34	25.44	19.51	22.19	17.24
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	22.6	31.2	27.9	22.8	18.0
每股股息 (人民币)	0.10	0.05	0.10	0.14	0.19
股息率 (%)	0.79	0.39	0.81	1.11	1.50

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

持有
A

600590.SS – 人民币 12.71

目标价格：人民币 13.07

韩玲*

 +8621 6860 4866 (8595)
 Ling.hani@bocigroup.com

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对 (%)	186	3	3	264
相对新华富时 A50 指数 (%)	107	(8)	12	181

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数 (百万)	379.4
流通股 (%)	76.4
流通股市值 (人民币 百万)	3,609.1
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	112
净负债比率 (%)	净现金
主要股东 (%)	
同方股份有限公司	23.60

资料来源：公司数据，彭博及中银国际研究

*李博为本报告重要贡献者

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，firstcall.com，Multex.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%；卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

2009 前三季度业绩同比增长 30%

2009 年前三季度公司实现营业收入 14.7 亿元，同比上升 10.6%，实现营业利润 1.18 亿，同比上升了 7.3%，实现净利润 0.73 亿元，同比上升了 30.1%。每股收益 0.23 元，三季度业绩基本符合市场预期。单季度每股收益 0.07 元，环比略有下降。

前三季度业绩上升的主要原因是：

1. 主营业务收入上升 11%，主要原因是公司受惠于国家 4 万亿拉动内需，智能建筑电气和装备信息产品业务增加所致；
2. 毛利率略有上升，由去年的 20.7% 上升至 21.1%。但第三季度单季度毛利率出现了下滑，仅为 17.9%；
3. 投资收益亏损下降。

图表 2. 业绩摘要

(人民币百万)	08 年 1-9 月	09 年 1-9 月	同比变动%
营业收入	1329.2	1469.5	10.6
营业成本	(1054.5)	(1160.1)	10.0
营业税	(13.7)	(17.7)	29.2
毛利	261.0	291.7	11.8
销售费用	(82.4)	(92.1)	11.8
管理费用	(68.9)	(81.9)	18.8
营业利润	109.7	117.8	7.3
财务费用	(44.4)	(38.3)	(13.8)
资产减值	(1.8)	(0.2)	(89.6)
投资收益	(8.3)	(0.1)	(98.2)
其他收入	12.3	13.0	5.4
其他支出	(3.0)	(1.1)	(63.0)
税前利润	64.6	91.0	40.9
所得税	(10.5)	(15.0)	43.4
税后利润	54.1	76.0	40.4
少数股东权益	1.7	(3.4)	(296.4)
归属母公司股东净利	55.8	72.6	30.1
主要比率 (%)			
毛利率	20.7	21.1	
经营利润率	8.3	8.0	
净利率	4.1	5.2	

资料来源：公司数据及中银国际研究

目前估值合理，维持持有评级，维持目标价 13.07 元

我们下调公司 2009-2011 年的业绩预测为 0.34、0.47 和 0.63 元。目前公司与光伏相关的业务占比并不高，长期我们看好公司智能建筑电气业务的发展，维持目标价 13.07 元，维持**持有**评级。

图表 3. 重点上市公司估值表

公司名称	评级	价格 (人民币)	每股收益(人民币)			市盈率(倍)			净利润增长率(%)	
			2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2009E	2010E
天威保变	持有	33.90	0.81	0.77	1.02	42.0	44.2	33.1	(5.0)	33.3
南玻 A	持有	16.74	0.34	0.61	0.81	49.3	27.4	20.7	80.0	32.3
拓日新能	卖出	26.40	0.25	0.14	0.35	104.1	190.0	75.3	(45.2)	152.4
金晶科技	持有	15.55	0.19	0.22	0.54	80.4	69.9	28.7	15.1	143.8
孚日股份	卖出	8.55	0.13	0.13	0.21	65.1	64.5	39.8	0.9	62.2
平均						68.2	79.2	39.5	9.2	84.8
泰豪科技	持有	12.71	0.24	0.34	0.47	52.7	37.1	27.0	42.2	37.1

资料来源：中银国际研究 *H 股以港币计

募集资金的调整未改变项目投资方向

公司于 10 月 24 日召开临时股东大会，公布调整配股募集资金实施方式和部分实施地点的预案。此次对家用静音电源项目的调整并未改变项目投资方向，项目生产的产品、计划进度、应用技术等未发生变化。主要是考虑对该公司项目前期投入的实际情况以及充分利用在全资子公司间的协作资源、营运资源、技术分工，促进技术应用、资源整合、效率的提高，将更有利于项目的建设及市场开拓。

第四季度为收入确认高峰

公司的产品确认收入有明显的周期性，按往年情况来看，其主要产品智能建筑电气和装备信息产品在第四季度确认收入的比例占全年的 35% 左右。目前公司的主要产品毛利率相对较稳定，预计第四季度单季度每股收益将超过 0.10 元。

损益表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	2,000	2,280	2,551	3,165	3,971
销售成本	(1,624)	(1,790)	(2,003)	(2,481)	(3,104)
经营费用	(187)	(295)	(279)	(357)	(459)
息税折旧前利润	188	195	269	327	407
折旧及摊销	(44)	(46)	(82)	(89)	(97)
经营利润 (息税前利润)	144	149	187	238	310
净利息收入/(费用)	(38)	(52)	(30)	(24)	(24)
其他收益/(损失)	2	11	(4)	(4)	(4)
税前利润	108	107	153	210	282
所得税	(20)	(14)	(20)	(27)	(37)
少数股东权益	(4)	(1)	(3)	(4)	(5)
净利润	84	91	130	178	240
核心净利润	84	91	130	178	240
每股收益(人民币)	0.22	0.24	0.34	0.47	0.63
核心每股收益(人民币)	0.22	0.24	0.34	0.47	0.63
每股股息(人民币)	0.10	0.05	0.10	0.14	0.19
收入增长(%)	22	14	12	24	25
息税前利润增长(%)	36	3	26	27	30
息税折旧前利润增长(%)	36	4	38	21	25
每股收益增长(%)	31	9	42	37	35
核心每股收益增长(%)	31	9	42	37	35

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	108	107	153	210	282
折旧与摊销	44	46	82	89	97
净利息费用	41	54	34	28	28
运营资本变动	(62)	(80)	(64)	(134)	(138)
税金	(20)	(14)	(20)	(27)	(37)
其他经营现金流	25	34	62	52	47
经营活动产生的现金流	136	147	247	217	280
购买固定资产净值	(323)	(223)	(220)	(220)	(205)
投资减少/增加	(5)	(13)	0	0	0
其他投资现金流	129	76	(43)	(46)	0
投资活动产生的现金流	(198)	(160)	(263)	(266)	(205)
净增权益	0	0	85	0	0
净增债务	292	59	(167)	(111)	(10)
支付股息	(20)	(15)	(39)	(53)	(72)
其他融资现金流	(92)	(63)	523	(41)	(78)
融资活动产生的现金流	180	(19)	402	(205)	(160)
现金变动	117	(31)	386	(254)	(85)
期初现金	303	419	390	777	523
公司自由现金流	(60)	(10)	(7)	(40)	81
权益自由现金流	191	(5)	(213)	(184)	41

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	419	390	777	523	438
应收帐款	652	728	815	1,010	1,268
库存	489	568	627	776	971
其他流动资产	344	389	438	518	621
流动资产总计	1,904	2,079	2,661	2,833	3,305
固定资产	785	877	1,031	1,178	1,300
无形资产	243	248	248	248	248
其他长期资产	163	138	102	101	99
长期资产总计	1,192	1,262	1,381	1,527	1,647
总资产	3,095	3,342	4,042	4,360	4,952
应付帐款	908	992	1,098	1,360	1,701
短期债务	583	610	528	417	407
其他流动负债	185	276	219	257	344
流动负债总计	1,676	1,878	1,845	2,034	2,452
长期借款	177	141	141	141	141
其他长期负债	23	30	28	28	28
股本	196	294	379	379	379
储备	713	687	1,335	1,460	1,628
股东权益	910	981	1,715	1,839	2,008
少数股东权益	310	311	314	318	323
总负债及权益	3,095	3,342	4,042	4,360	4,952
每股帐面价值(人民币)	4.63	3.33	4.52	4.85	5.29
每股有形资产(人民币)	3.97	2.65	3.83	4.16	4.60
每股净负债/(现金)(人民币)	1.74	1.23	(0.28)	0.09	0.29

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日：12月31日	2007	2008	2009E	2010E	2011E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	9.4	8.6	10.6	10.3	10.3
息税前利润率	7.2	6.5	7.3	7.5	7.8
税前利润率	5.4	4.7	6.0	6.6	7.1
净利率	4.2	4.0	5.1	5.6	6.1
流动性(倍)					
流动比率	1.1	1.1	1.4	1.4	1.3
利息覆盖率	3.6	2.7	4.9	7.1	10.2
净权益负债率(%)	27.9	27.9	净现金	1.6	4.7
速动比率	0.8	0.8	1.1	1.0	0.9
估值(倍)					
市盈率	57.3	52.7	37.1	27.0	20.1
核心业务市盈率	57.3	52.7	37.1	27.0	20.1
目标价对应核心业务市盈率	27.8	25.6	18.0	13.1	9.7
市净率	2.7	3.8	2.8	2.6	2.4
价格/现金流	21.3	(120.6)	12.5	(19.0)	(56.7)
企业价值/息税折旧前利润	17.3	23.8	19.4	16.6	13.7
周转率					
存货周转天数	109.8	116.7	115.0	115.0	115.0
应收帐款周转天数	119.0	116.5	116.5	116.5	116.5
应付帐款周转天数	165.7	113.5	115.0	115.0	115.0
回报率(%)					
股息支付率	23.3	16.1	30.0	30.0	30.0
净资产收益率	9.3	9.3	9.7	10.0	12.5
资产收益率	3.8	3.9	4.4	4.9	5.8
已运用资本收益率	7.4	7.4	8.2	9.1	11.3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 10 月 23 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免批露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371