

金智科技 (002090.SZ)

软件行业

评级：买入 首次评级

公司研究

市场价格 (人民币): 22.71 元

目标价格 (人民币): 30.50 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	196.01
总市值(百万元)	5,260.33
年内股价最高最低(元)	50.35/16.98
沪深 300 指数	3104.84
深证成指	9703.83



配网自动化龙头，产融结合新能源投资典范

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.517	0.576	0.934	1.293	1.750
每股净资产(元)	3.47	4.64	5.57	6.88	8.65
每股经营性现金流(元)	0.09	0.06	0.15	1.65	1.77
市盈率(倍)	27.59	67.08	24.33	17.57	12.98
行业优化市盈率(倍)	72.48	177.05	121.25	121.25	121.25
净利润增长率(%)	81.90%	21.26%	62.15%	38.49%	35.35%
净资产收益率(%)	14.90%	12.12%	16.37%	18.37%	19.77%
总股本(百万股)	207.88	226.32	226.32	226.32	226.32

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **智慧城市+智能电网，双轮驱动，持续高速增长确定：**从 2015 年年报来看，智能电网收入贡献占 52%，毛利贡献约占 70%。未来智能电网板块仍将成为公司增长的主要动力。此外，增资中金租后，投资收益将持续高速增长。
- **配网自动化龙头，城网改造主要受益者：**2015 年公司在配网终端国网统一集采中名列第一，市占率超 14%，未来将成为城网改造主要受益者。此外，公司在主动配电网研究和配网自动化测试方面处于国内领先地位；
- **外延收购，实现跨越发展：**2015 年收购中电新源、领步科技，公司完成从电力自动化产品供应商向整体解决方案服务提供商的关键跨越。我们认为，中电新源营收将在 16 年出现大幅增长，其中主要来源于新能源电站建设；
- **增资中金租，协同效应显著，并可获得可观投资收益：**2015 年 11 月，公司拟以 27.23 元/股的价格募资 16 亿，增资中国金融租赁有限公司，获得 20% 股权。中金租是国内稀缺的金融租赁公司，未来将为公司新能源电站投资提供强大资金支持，大幅扩大 EPC 规模；此外，中金租自身处于快速增长阶段，预期 2016 年净利润可达 5 亿元。增资后，公司融资能力亦大幅增强。
- **新增电站并网贡献业绩增量，发电小时数有望持续改善：**2015 年 6 月收购保加利亚瑞森 5MW 光伏电站，11 月份 50MW 风电场并网发电，16 年 2 月再次获得 200MW 风电资源。未来，公司运营电站规模持续增长，并随着特高压的建成，发电小时数有望持续改善。
- **成立智慧产业研究院，新产品值得期待：**公司积极探索“互联网+”的创新业务模式，在智慧停车、智慧环保领域孵化创新型业务，目前已战略投资了云思顿智慧垃圾箱、互联网+传媒、“寻 Me”移动互联等创业项目。未来将不断为公司智慧城市板块贡献新的增长点。

估值与投资建议

- 因增发入股中金租尚未落地，仅考虑公司自身业务，预期 2016-2018 年 EPS 分别为 0.93, 1.29, 1.75。
- 考虑公司增发股本以及中金租投资收益后，备考 2016-2018 年 EPS (2016 年假设计入中金租全年投资收益) 为 1.09, 1.45, 1.88。参照可比公司估值，给予公司 2016 年 28x PE，目标价 30.5 元。

风险

- 增资中金租进度低于预期；配网投资进度低于预期。

苏广宁

联系人
(8621)61620766
suguangning@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009
(8621)60230213
zhangshuai@gjzq.com.cn

内容目录

历史沿革与经营现状.....	3
源于高校，步步为营	3
智慧城市+智能电网，双轮驱动，持续高速增长确定.....	4
配网自动化龙头，受益行业大发展.....	5
产融结合，新能源业务板块高速增长确定.....	7
紧密围绕风电场投资运营，开展产业布局.....	7
增发入股稀缺的金融租赁公司，轻资产建站将大幅扩大营收规模.....	9
设立智慧城市产业研究院，新产品孵化值得期待.....	13
估值	14

图表目录

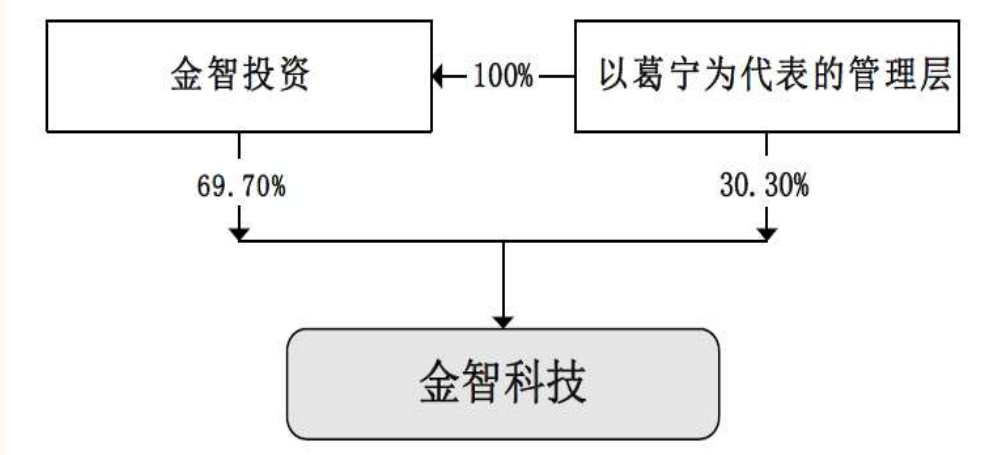
图表 1: 2006 年 IPO 前股权结构.....	3
图表 2: 2015 年底股权结构.....	4
图表 3: 公司四大业务板块.....	4
图表 4: 2015 年年报收入分产品情况	5
图表 5: 2015 年年报毛利分产品情况	5
图表 6: 2015 年配电自动化终端中标排名（按金额估算）	6
图表 7: 110kv 保护监控 2015 年上半年国网集采中标情况（按金额估算）	7
图表 8: 金智科技模块化变电站	8
图表 9: 中金租股权结构	9
图表 10: 天津新金融投资有限责任公司股权结构.....	9
图表 11: 中金租下游业务板块布局（截止 2015 年 6 月 30 日）	10
图表 12: 中金租近三年主要财务指标（2013 年 6 月成立）	10
图表 13: 2007-2014 全国融资租赁合同余额（亿元）	11
图表 14: 中国与主要发达国家的融资租赁市场渗透率比较	11
图表 15: 2007-2014 年三类融资租赁公司数量及增长情况.....	12
图表 16: 2007-2014 年三类融资租赁公司业务规模（亿元）	12
图表 17: 智慧城市涵盖范围.....	13
图表 18: 可比公司估值对比（2016 年 3 月 7 日收盘价）	14
图表 19: 金智科技历史估值水平	15
图表 20: 主要预测假设.....	15

历史沿革与经营现状

源于高校，步步为营

- 公司前身是江苏东大金智网络与信息系统有限公司，由东南大学和自然人丁小异共同投资设立，成立于 1995 年，注册资本 60 万元，东南大学占比 75%。2000 年经过两轮增资后，股份公司成立。2006 年转增股本至 5100 万后 IPO，当时的股权结构如图 1 所示。截止 2015 年底，股权结构如图 2 所示。（江苏金智集团有限公司，原名“南京金智创业投资有限公司”）。
 - 主要管理人员，葛宁毕业于东南大学电子工程系，徐兵、冯伟江、叶留金毕业于东南大学电力系统及其自动化专业，朱华明毕业于清华大学电机系。
 - 公司主要领导均为技术背景出身，源于高校，奠定了公司稳扎稳打，步步为营的厚重作风，质地优良。
 - 公司是国家规划布局内重点软件企业，国家火炬计划重点高新技术企业，具备计算机信息系统集成一级资质，建筑智能化系统专项设计甲级资质，建筑智能化系统工程专业承包一级资质，涉及国家秘密计算机系统集成专项甲级资质，安防工程企业一级资质等。

图表 1：2006 年 IPO 前股权结构

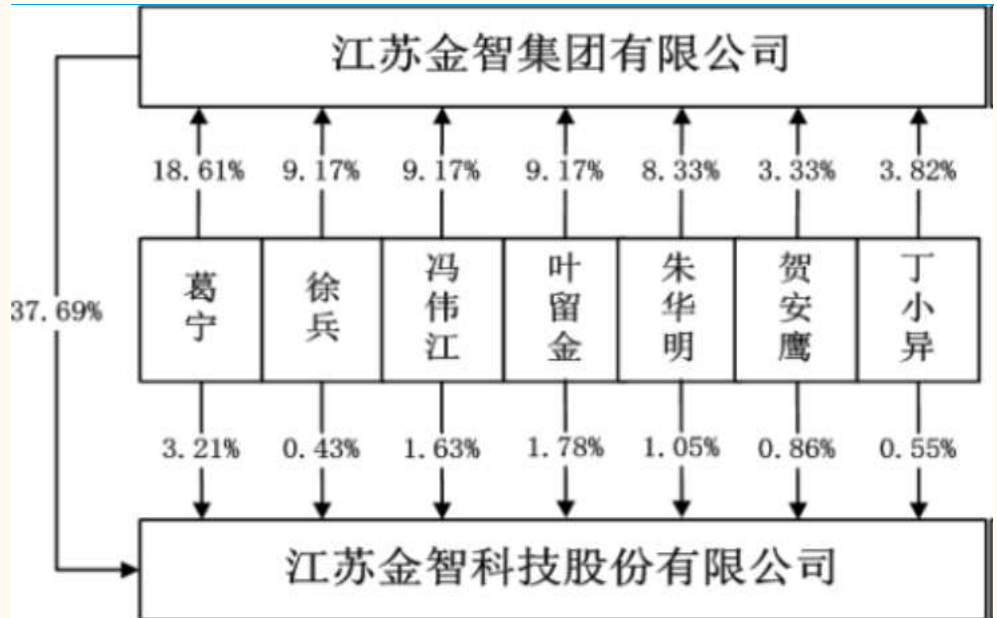


来源：公司公告，国金证券研究所

- 按照 2015 年 3 月 7 日最新公告，公司实际控制人减少为 7 名自然人（葛宁、徐兵、冯伟江、叶留金、丁小异、贺安鹰、朱华明）。该 7 名自然人合计持有金智集团 61.60% 的股权，对金智集团保持控制（金智集团目前持有公司股份 8,732.38 万股，占公司目前总股本 231,718,904 的 37.69%）。同时，该 7 名自然人直接持有公司 2,201.35 万股股份，占公司目前总股本的 9.51%，其直接和间接控制公司股份的比例达到 47.20%，对公司的生产经营具有实际控制力。
- 2006 年，公司上市时的主营业务为电力自动化及高校信息化两大业务，同时从事 IT 服务业务。2007 年，IT 服务业务发展迅速，成为公司主营业务之一。2010 年将高校信息化业务剥离，金智教育股权转让入集团公司。
- 2010 年，以新能源领域为突破口，积极开拓电力工程设计与服务业务，于 2010 年底收购了北京乾华科技发展有限公司并投资保加利亚光伏电站。公司目前主营业务包括电力自动化业务、IT 业务和电力工程设计与服务业务。
 - 2013 年收购金智晟东，全力进入智能配网；
 - 2014 年开工新疆昌吉木垒老君庙风电场一期（49.5MW）项目；

- 2015 年收购领步科技、中电新源，拟非公开发行增资中国金融租赁有限公司（简称“中金租”）；
- 2016 年参与投资设立新一站在线财产保险股份有限公司，签订达茂旗（满都拉、颀能、宁风、高传）198MW 风电场及送出工程 EPC 总承包及设备采购合同。

图表 2：2015 年底股权结构



来源：公司公告，国金证券研究所

智慧城市+智能电网，双轮驱动，持续高速增长确定

- 目前公司业务总体上可分为智慧城市+智能电网两大板块，其中智能电网又可细分为：电网自动化+模块化变电站+电力工程设计与 EPC+新能源发电投资运营。

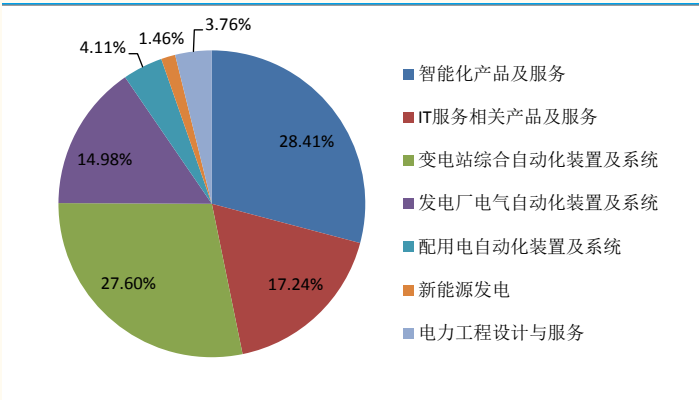
图表 3：公司四大业务板块



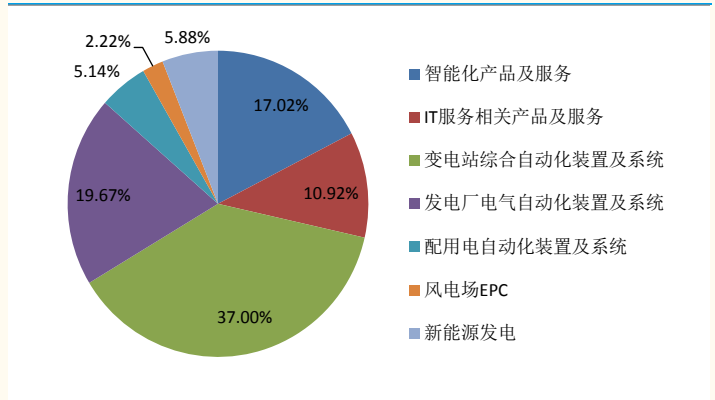
来源：国金证券研究所

■ 从 2015 年年报来看，智慧城市收入贡献占 46%，毛利贡献占 28%。

图表 4：2015 年年报收入分产品情况



图表 5：2015 年年报毛利分产品情况



来源：国金证券研究所

来源：国金证券研究所

- 未来 3 年，智能电网板块将成为公司利润增长的主要动力，使公司保持年均 30% 以上的净利润增速。
 - 设备制造：配网自动化、模块化变电站快速增长；
 - 设计总包：中金租支持下的轻资产 EPC；
 - 运营发电：风电场规模和利用小时数提升。
- 智慧城市板块，公司将依托智慧产业研究院，不断寻找新的利润增长点。

配网自动化龙头，受益行业大发展

- 2013 年 12 月 17 日，公司出资 5,000 万元收购并增资扩股上海晟东，持有上海晟东 51% 的股权。
 - 上海晟东创始人刘东教授是国内顶尖的配网自动化专家，上海交通大学教授、博导，国际电工委员会 IEC TC57 WG09 工作组通信成员，全国电力系统管理及其信息交换标准化技术委员会配网工作组成员，曾任烟台东方电子信息产业有限公司董事、常务副总工程师、配电自动化事业部总经理。
 - 上海晟东主营业务为智能配网自动化，主要产品包括配电自动化智能终端 (DTU、FTU)、智能分布式 FA 解决方案 (FTU_ISFA)、配电自动化测试与验证解决方案 (FTT)、配电自动化测试服务等，其中智能分布式 FA 解决方案 (FTU_ISFA)、配电自动化测试与验证解决方案 (FTT) 两项产品处于国内领先地位。
- 公司在 2014 年、2015 年的国网统一集采中均取得了很好的成绩，其中 2015 年配网终端 (DTU、FTU) 中标量和中标金额均排名第一，充分说明了公司的行业地位。
- 此外，公司在国网变电站保护和监控领域亦表现出色，市占率不断扩大，位居第一梯队。2015 年全年实现合同额超过 4 亿元，创历史新高。
- 在配网 2 万亿大投资的背景下，我们预期 2016 年配网招标量将大幅增长，公司将是自动化领域主要受益者之一。
 - 除了终端设备制造外，公司 2015 年首次中标陕西榆林配电自动化主站项目；并在中国电科院、江苏、天津、江西等省份配电测试仪取得良好业绩，首次中标常州、扬州等地的测试服务项目；首次中标局放测

试仪及电压检测仪国网集采；首次在江苏、青海、湖南、吉林等省电力公司的集采中中标故障录波装置。

- 同时，公司还参与了国家 863 项目中主动配电网的部分核心项目研究及试点，进一步奠定了公司在配网自动化业务领域的行业地位。

图表 6：2015 年配电自动化终端中标排名（按金额估算）

序号	中标人	包号	项目单位	中标数量	金额占比
1	江苏金智科技股份有限公司	包 7	江苏省电力公司	2,859	14.15%
2	东方电子股份有限公司	包 2	北京市电力公司	2,524	11.83%
		包 6	湖南省电力公司	343	
3	南京磐能电力科技股份有限公司	包 1	北京市电力公司	2,757	11.53%
4	北京和信瑞通电力技术有限公司	包 8	江苏省电力公司	2,063	10.51%
5	长园深瑞继保自动化有限公司	包 4	吉林省电力有限公司、辽宁省电力有限公司、山西省电力公司、天津市电力公司	391	9.76%
		包 9	上海市电力公司	1,310	
		包 14	冀北电力有限公司	460	
		包 16	河南省电力公司、江西省电力公司、湖南省电力公司	448	
6	石家庄科林电气股份有限公司	包 3	冀北电力有限公司、河北省电力公司	320	8.43%
		包 5	河南省电力公司、江西省电力公司	453	
		包 15	吉林省电力有限公司、辽宁省电力有限公司、山西省电力公司、河北省电力公司	307	
		包 18	江苏省电力公司	592	
		包 21	上海市电力公司、浙江省电力公司	391	
		包 22	四川省电力公司、重庆市电力公司、宁夏回族自治区电力公司	453	
7	山东鲁能智能技术有限公司	包 12	四川省电力公司、陕西省电力公司、新疆电力公司、青海省电力公司、宁夏回族自治区电力公司	499	6.50%
		包 20	山东电力集团公司	2,200	
8	深圳市金宏威技术股份有限公司	包 17	江苏省电力公司	2,680	5.77%
9	北京四方继保工程技术有限公司	包 10	浙江省电力公司	670	5.60%
		包 24	青海省电力公司	507	
		包 25	陕西省电力公司	422	
10	北京科东电力控制系统有限责任公司	包 19	山东电力集团公司	2,800	5.42%
11	北京水木源华电气股份有限公司	包 13	北京市电力公司	2,111	4.04%
12	积成电子股份有限公司	包 11	重庆市电力公司	652	3.60%
13	南京电研电力自动化股份有限公司	包 23	天津市电力公司	1,217	2.85%
合计				29,900	100.00%

来源：国金证券研究所

图表 7: 110kv 保护监控 2015 年上半年国网集采中标情况 (按金额估算)

序号	供应商	中标站数	站数占比	金额占比
1	南瑞继保	180	12.84%	14.83%
2	许继电气	144	10.27%	10.15%
3	金智科技	142	10.13%	9.24%
4	国电南自	108	7.70%	9.22%
5	磐能电力	88	6.28%	8.66%
6	北京四方	145	10.34%	8.29%
7	长园深瑞	105	7.49%	7.96%
8	国电南瑞	113	8.06%	7.72%
9	积成电子	94	6.70%	6.36%
10	东方电子	60	4.28%	5.12%
11	其他公司	223	15.91%	12.44%
	合计	1402	100.00%	100.00%

来源: 国金证券研究所

产融结合, 新能源业务板块高速成长确定

紧密围绕风电场投资运营, 开展产业布局

- 公司目前产品布局清晰, 已经形成**电力设计院 + 模块化变电站 (一次设备) + 保护自动化 (二次设备) + 设备在线监测 (2015 年上半年收购上海领步科技)**的完整布局, 结合本次增资扩股中金租解决了资金来源问题, 未来公司将在新能源电站 (尤其是风电场) 投资运营领域大有作为。
 - 乾华设计院, 是国家标准《风力发电场设计规范》、《光伏电站设计规范》的参编单位, 是华能、中电投等集团新能源电站设计相关标准制定的主要合作成员。2014 年, 风电场咨询与勘察设计业务合同额超过 5,000 万元, 是国内风电设计领域业绩最好的设计院之一。
 - 2015 年中标浙江大唐国际平湖风电场, 这是公司承接的第一个海上潮间带风电项目, 标志着公司跻身国内少数具备海上风电设计业绩的设计院行列。
 - 公司自 2010 年起在保加利亚成功投资并运营了三座光伏电站, 其中 Betapark 2MW 光伏电站是我国在东南欧成功投资的首座光伏电站。2014 年, 公司投资建设了新疆昌吉木垒乾新能源老君庙风电场一期 49.5MW 项目, 已于 2015 年 11 月并网发电, 按初步估算, 该项目年均发电约 1.3 亿度, 电费收入约 6700 万元/年 (含税)。
 - 2016 年 2 月 20 日, 公司公告拟在木垒县通过资源换产业、换项目方式认领文化旅游项目, 总投资 1.2 亿元; 木垒县为乾新能源足额配置 200MW 风电资源。
 - 2016 年 2 月 2 日, 公司参与投资设立了**新一站在线财产保险股份有限公司**, 未来将针对新能源电站开发保险产品。
 - 2016 年 3 月 7 日, 签订达茂旗 (满都拉、颀能、宁风、高传) 198 MW 风电场及送出工程 EPC 总承包及设备采购合同。
- 2015 年 9 月 12 日, 公司出资 6,800 万元收购并增资扩股中电新源智能电网科技有限公司 (以下简称: 中电新源), 完成后持有中电新源 51.01% 的股权

- 中电新源成立于 2009 年 12 月，是江苏省高新技术企业，从事 35KV 及以上电压等级模块化变电站和移动变电站的研发、制造和销售，在市场及技术等方面具有领先优势。
- 按照收购时披露，中电新源 2015 年 1-7 月收入 3515 万元，净利润 849 万元
- 模块化变电站是一种变电站建设的新模式，具有占地小、可靠性高、施工周期短、性价比高等特点，特别适用于地形复杂、高海拔、高污染、施工周期短、对外出口等情况的应用。我们认为模块化变电站未来将成为变电站建设的主流选择之一。

图表 8：金智科技模块化变电站



来源：国金证券研究所

- 与传统的变电站相比，模块化变电站具有以下几大特点：
 - (1) 技术可靠性提高，取消了开关柜，可以做到全露天，易维护；
 - (2) 占地面积小，布置非常紧凑；
 - (3) 施工量大幅下降，现场施工调试周期明显缩短；

- (4) 变电站综合造价大幅下降，性价比高。
- 我们认为，公司在收购中电新源后，预装式模块化变电站业务营收将出现大幅增长，其中主要来源于新能源电站的建设。一方面，公司将通过 EPC 带动中电新源产品的销售；另一方面，新能源电站“抢装”，对缩短施工周期有较高的诉求，利于产品对外销售。未来国网有望对相关产品进行集采，将进一步扩大设备需求。

增发入股稀缺的金融租赁公司，轻资产建站将大幅扩大营收规模

- 2015 年 11 月 21 日，公司发布增发预案，拟非公开发行 58,758,721 股，募集资金总额 16 亿元（含费用），增资中国金融租赁有限公司（简称“中金租”），获得中金租 20% 股权，发行价格为 27.23 元/股，锁定期三年。
- 中国金融租赁有限公司是国内为数不多的金融租赁公司之一，属于受银监会监管的非银行金融机构，牌照稀缺，净利润快速增长。
- 截至 2015 年 6 月底，中金租获得银行总授信总额已达到 300 亿元。目前，依托金融牌照优势、专业性优势等业务优势，中金租正在积极寻求具备技术优势、行业经验优势的合作伙伴在既有业务领域实现快速良性扩张。若完成本轮增资，中金租的净资产规模将接近 50 亿元，突破了业务发展受净资产规模限制的瓶颈，融资租赁业务规模将有望超过 600 亿元。
- 中金租是由天津新金融投资有限责任公司与中经国际新技术有限公司于 2013 年 6 月共同出资 20 亿元设立的有限责任公司，实际控制人为天津市滨海新区国有资产监督管理委员会。截止 2015 年 6 月 30 日，中金租租赁资产余额为 164.16 亿元。按下游行业分类，中金租业务主要包括：能源与环保、交通运输与物流、医疗与健康、旅游产业四大板块。

图表 9：中金租股权结构



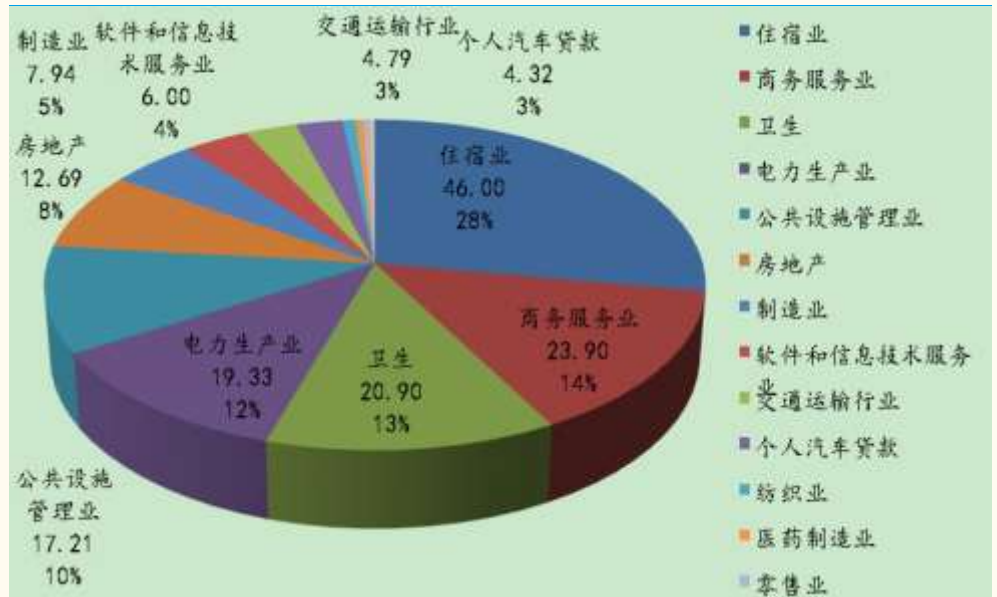
来源：国金证券研究所

图表 10：天津新金融投资有限责任公司股权结构

股东名称	出资金额（万元）	持股比例
天津城市基础设施建设投资集团有限公司	117,000	16.48%
天津市财政投资管理中心	117,000	16.48%
建信资本管理有限责任公司	110,000	15.49%
天津海河下游开发有限公司	60,000	8.45%
天津滨海新区中心商务区投资集团有限公司	306,000	43.10%
合计	710,000	100.00%

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：中金租下游业务板块布局（截止 2015 年 6 月 30 日）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：中金租近三年主要财务指标（2013 年 6 月成立）

	2015 年 6 月 30 日	2014 年	2013
总资产	192.79	140.70	53.51
总负债	167.03	117.05	32.93
实收资本	20.00	20.00	20.00
净资产	25.75	23.65	20.58
租赁业务净收入	6.78	7.47	0.33
手续费及佣金净收入	1.67	2.94	1.28
利息支出	4.06	4.06	0.30
营业利润	2.80	3.98	0.78
净利润	2.10	3.07	0.58

来源：公司公告，国金证券研究所

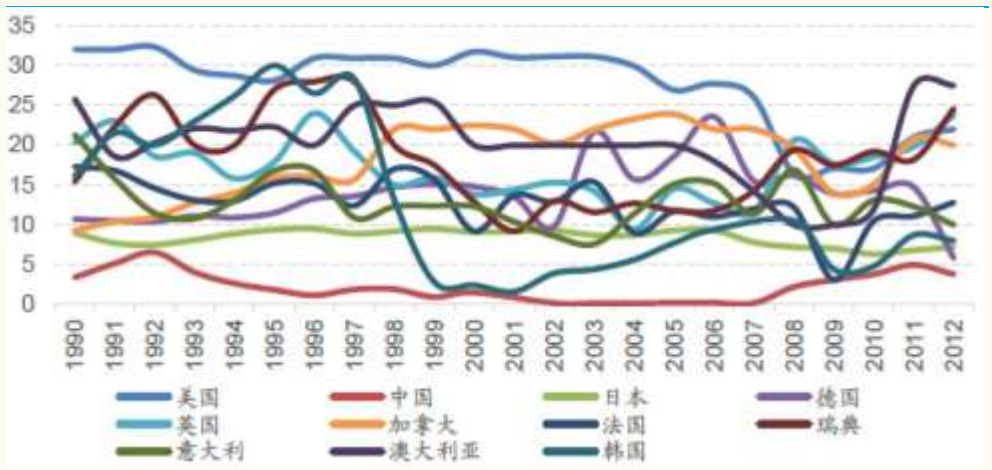
- 近年来我国融资租赁业务规模高速增长，融资租赁合同余额自 2007 年的 240 亿元增长到 2014 年的 3.2 万亿，增长近 133 倍。最近五年，融资租赁行业仍保持高速增长，2010-2014 年复合增长率为 46.22%。截至 2014 年 12 月底，全国融资租赁合同余额为 3.2 万亿元，同比增长 52.38%。
- 目前，融资租赁已经成为与银行信贷、证券并驾齐驱的第三大金融工具，全球近三分之一的固定资产投资通过融资租赁完成。然而，尽管 2007 年之后我国融资租赁业发展迅速，融资租赁市场渗透率由 0.17% 提高到 2013 年底的 4.85%，但我国目前的融资租赁市场渗透率仍然远远低于欧美发达国家水平。
- 根据国家统计局数据显示，我国全社会固定资产投资总额自 2007 年的 13.73 万亿到 2013 年的 44.63 万亿，年平均增长率超过 20%，远高于同期 GDP 增长率。未来 10 年，如果中国全社会固定资产投资总额仍然保持 20% 的年增长速度，同时融资租赁市场渗透率不断提高，我国融资租赁市场将获得巨大的存量的市场空间。

图表 13: 2007-2014 全国融资租赁合同余额 (亿元)



来源: 中国融资租赁企业协会、中国租赁联盟

图表 14: 中国与主要发达国家的融资租赁市场渗透率比较



来源: 福能租赁公开转让说明书

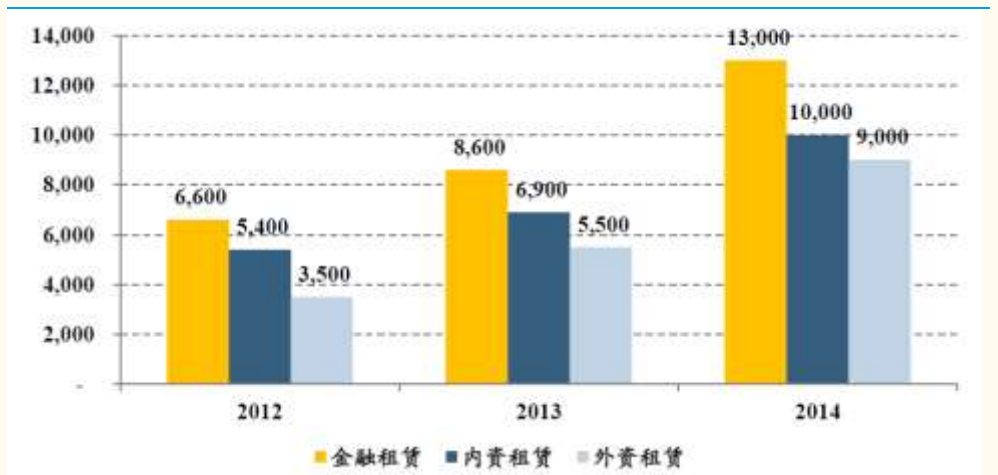
- 融资租赁企业可分为两类: 金融租赁公司, 由银监会审批与监管; 融资租赁公司, 由商务部和商务厅审批与监管。中金租为金融租赁公司, 属于由银监会审批与监管的“非银行金融机构”。
- 目前我国融资租赁企业数量已超过 2000 家, 但金融租赁公司数量最少, 具有明显稀缺性。而且, 凭借雄厚的资本实力和客户优势, 金融租赁公司在我国租赁市场中占据的份额最大。截至 2014 年底, 金融租赁公司业务余额约 1.3 万亿, 占行业业务总规模的 40.6%, 据主导地位。

图表 15: 2007-2014 年三类融资租赁公司数量及增长情况



来源: 商务部流通业发展司、中国租赁联盟

图表 16: 2007-2014 年三类融资租赁公司业务规模 (亿元)



来源: 中国融资租赁业发展报告 (2014-2015)

- 近年, 随着公司业务的发展, 特别是新能源总包业务的迅速扩张使得公司对资金的需求迅速增加。新能源电力工程设计与服务需要公司垫付保证金、设备采购款、项目工程款等款项, 资金占用时间较长。2012-2015 年末, 公司合并报表口径下的资产负债率在分别为 49.82%、57.24%、51.5%、54.15%。在现有的商业模式下, 资金是公司新能源业务发展的前提, 也是当前制约公司投资运营大型项目、开拓全国市场的主要瓶颈。
- 与中金租“产融结合”的战略合作, 是公司积极探索商业模式的创新升级。根据公司与中金租签署的《战略合作框架协议》, 公司将向中金租提供优质的新能源建设项目, 中金租进行可行性论证和投资决策后, 提供项目融资租赁服务并募集项目投资资金, 由公司承担项目的总承包建设。项目建设完毕后, 中金租将项目资产长期租赁委托给公司运营管理。

- 未来，在打通与中金租的战略合作后，公司将通过轻资产模式，投资运营大量优质新能源项目，提高资产周转效率、提升项目承揽能力和公司盈利能力；同时，中金租可以获得大量优质的融资租赁项目，增加业务规模、扩大公司投资收益。

设立智慧城市产业研究院，新产品孵化值得期待

- 2015年12月18日，公司拟与母公司金智集团共同出资设立江苏金智智慧产业研究院有限公司，注册资本拟为1亿元，公司持股18.08%（以土地使用权及工业房产作价出资）。研究院的成立旨在探索智慧产业领域的发展机会，为公司的主营业务拓展培育新的方向。智慧产业研究院后续还将设立智慧产业科研基地，吸引更多知识技术密集、物质资源消耗少、成长潜力大、综合效益好的智慧产业型公司入驻，从而形成产业集群效应。
- 智慧城市是指基于云计算、大数据、应用支撑以及运维平台，通过智能计算技术，将城市管理、政务、房地产、医疗、交通等所有城市元素的关键基础设施和服务互联，使其高效智能，细分包含智慧交通、智慧安防、智慧养老、智慧医疗、智慧政务等多个领域；
- 智慧城市的基础是城市化，我国城镇化人口从10%到50%仅60年，欧洲则150年。2014年城镇化人口74916万，增加1805万，城镇化比例已达54.77%，据联合国开发计划署发布的《2013中国人类发展报告》，预计2030年，中国将新增3.1亿城市居民，中国城市人口总数将超过10亿，中国城市化率将达70%。
- 2014年8月29日，八部委印发《关于促进智慧城市健康发展的指导意见》，要求各地区、各有关部门落实本指导意见提出的各项任务，确保智慧城市健康有序推进，并指出到2020年，建成一批特色鲜明的智慧城市

图表 17：智慧城市涵盖范围



来源：国金证券研究所

- 此外，与中金租的合作在智慧城市业务领域，亦可以很好地发挥协同作用，利用中金租的资产规模优势，促进系统集成业务规模的快速提升，提高盈

利水平。同时，公司“城市静态交通解决方案”、“城市交通工具充放电设施”项目可以借助中金租的全国运营平台加速推进，提高该业务在新的业务领域和区域的推广度和覆盖率。

- 公司目前围绕智慧城市信息融合模型、标准及关键技术，形成了以信息融合平台为核心，面向信息基础设施、行业智能应用、运营服务管理的智慧城市三维业务架构，提供**智慧交通、平安城市、绿色能源、智能建筑和智慧社区等综合解决方案**。
- 2015年，公司中标南京麒麟科技创新园智能交通项目、安徽蚌埠市交通环境综合改善工程、安徽界首市公安局天网二期工程、湖南长沙金茂梅溪湖国际广场智能化项目、上海嘉定保利凯悦酒店智能化项目、乌鲁木齐水磨沟区人民法院信息化项目、德国采埃孚（中国）投资有限公司亚太区数据中心项目、国家电网冀北电力数据中心深度支持服务、辽宁电力平台软件运行维护服务等大型智慧城市建设项目。公司荣获“**2015年中国安防最具影响力十大品牌**”称号。
- 公司积极探索“互联网+”的创新业务模式，智慧城市研究院在进行若干方向的探索后，锁定了静态交通这一细分领域，运用物联网技术，融合移动互联网构建了完整的“**城市静态交通解决方案**”，已在多个项目进行试点。
- 公司专门设立了**智慧城市业务孵化基金**，希望通过基金整合外部资源和团队，拓展新的市场领域，寻求智慧城市领域更多运营机会。已在**智慧停车、智慧环保领域孵化“互联网+”的创新型业务**，战略投资了云思顿智慧垃圾箱、互联网+传媒、“寻Me”移动互联等创业项目。
- 目前公司智慧城市板块以总包、集成为主，毛利率偏低仅为20%左右，未来公司将依托智慧城市研究院，不断寻找新的利润增长点。

估值

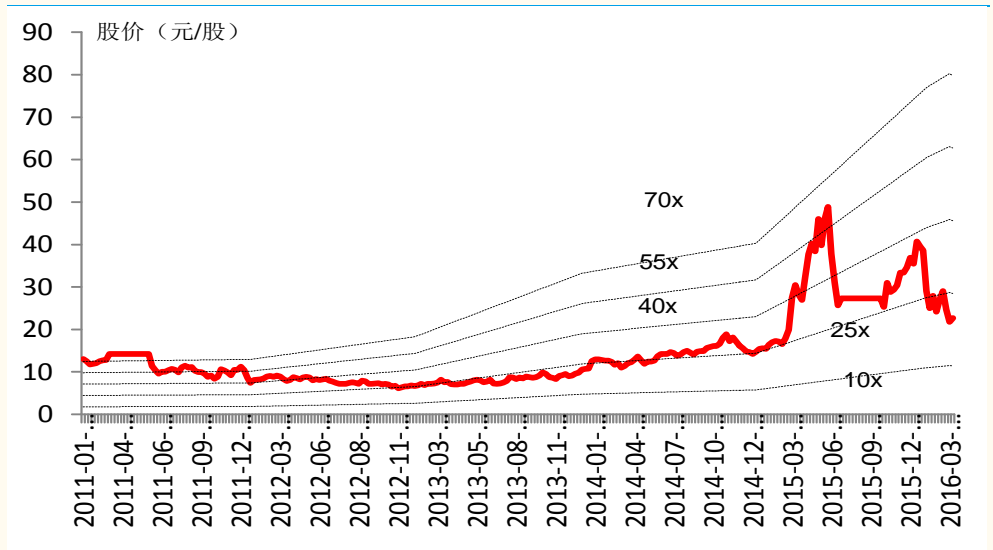
- 因增发入股中金租尚未落地，仅考虑公司自身业务，预期2016-2018年EPS分别为0.93, 1.29, 1.75。
- 考虑公司增发股本以及中金租投资收益后，备考2016-2018年EPS（2016年假设计入中金租全年投资收益）为1.09, 1.45, 1.88。参照可比公司估值，给予公司2016年28x PE，目标价30.5元。

图表 18：可比公司估值对比（2016年3月7日收盘价）

	股票代码	公司简称	股价	PE		市值(亿)
				2015E	2016E	
智慧城市	300212	易华录	26.80	51.22	32.00	99.10
	002178	延华智能	9.40	78.01	54.46	68.63
	300020	银江股份	14.54	43.64	33.48	94.83
	300300	汉鼎股份	21.29	70.59	38.53	81.50
智能电网	002339	积成电子	16.00	36.85	28.27	60.62
	600406	国电南瑞	13.41	30.46	22.32	325.72
	601126	四方股份	8.83	19.77	14.94	71.80
	002350	北京科锐	13.26	40.06	23.08	28.94
	300477	合纵科技	40.79	52.19	34.43	44.13
	600290	华仪电气	9.09	36.13	22.08	69.08
	600525	长园集团	12.29	25.13	17.44	134.17
	000400	许继电气	13.03	24.60	13.55	131.39
平均				27.88		
智慧城市+智能电网	002090	金智科技	22.71	39.16	20.83	49.22

来源：国金证券研究所（2016年计入中金租备考业绩）

图表 19: 金智科技历史估值水平



来源: 国金证券研究所

图表 20: 主要预测假设

	2012	2013H	2013	2014H	2014	2015H	2015	2016E	2017E	2018E
变电站综合自动化装置及系统	新增模块化变电站收入									
收入 (百万元)	206.93	107.00	284.30	141.15	328.12	146.79	342.66	685.32	822.38	986.86
YOY	37%	25%	37%	32%	15%	4%	4%	100%	20%	20%
成本 (百万元)	114.24	59.07	170.43	80.71	192.44	83.61	197.36	424.90	518.10	631.59
毛利率	44.79%	44.79%	40.05%	42.82%	41.35%	43.04%	42.40%	38.00%	37.00%	36.00%
毛利 (百万元)	92.69	47.93	113.87	60.44	135.68	63.18	145.30	260.42	304.28	355.27
毛利占比	39.22%	35.89%	37.73%	36.39%	37.43%	35.20%	37.00%	35.03%	31.34%	28.57%
配用电自动化装置及系统	配网投资大幅增长, 服务比例提升抵消设备利润下滑									
收入 (百万元)				5.40	27.05	6.52	51.08	102.16	132.81	172.65
YOY						21%	89%	100%	30%	30%
成本 (百万元)				3.34	16.24	3.92	30.90	61.30	79.68	103.59
毛利率				38.15%	39.96%	39.88%	39.51%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利 (百万元)				2.06	10.81	2.60	20.18	40.86	53.12	69.06
毛利占比				1.24%	2.98%	1.45%	5.14%	5.50%	5.47%	5.55%
风电场EPC	16年EPC完成3个站, 17年未考虑中金租影响									
收入 (百万元)								1000.00	1500.00	2250.00
YOY									50%	50%
成本 (百万元)								850.00	1275.00	1912.50
毛利率								15.00%	15.00%	15.00%
毛利 (百万元)								150.00	225.00	337.50
毛利占比								20.18%	23.18%	27.14%
新能源发电	不断有新增风电场并网									
收入 (百万元)	13.73	6.96	16.06	9.46	15.88	6.57	18.17	99.94	219.86	329.79
YOY	72%	88%	17%	36%	-1%	-31%	14%	450%	120%	50%
成本 (百万元)	8.28	4.70	9.66	5.49	8.67	3.85	9.44	55.96	125.32	191.28
毛利率	39.69%	32.47%	39.85%	41.97%	45.40%	41.40%	48.05%	44.00%	43.00%	42.00%
毛利 (百万元)	5.45	2.26	6.40	3.97	7.21	2.72	8.73	43.97	94.54	138.51
毛利占比	2.31%	1.69%	2.12%	2.39%	1.99%	1.52%	2.22%	5.92%	9.74%	11.14%
电力工程设计与服务	风场运维									
收入 (百万元)	11.38	5.21	22.16	10.51	37.85	19.56	46.65	65.31	111.03	155.44
YOY			95%	102%	71%	86%	23%	40%	70%	40%
成本 (百万元)	6.25	3.36	11.45	4.23	21.15	8.01	23.56	32.66	55.51	77.72
毛利率	45.08%	35.51%	48.33%	59.75%	44.12%	59.05%	49.50%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利 (百万元)	5.13	1.85	10.71	6.28	16.70	11.55	23.09	32.66	55.51	77.72
毛利占比	2.17%	1.39%	3.55%	3.78%	4.61%	6.44%	5.88%	4.39%	5.72%	6.25%

来源: 国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,052	1,179	1,241	2,826	3,744	4,951	货币资金	326	319	456	400	400	400
增长率		12.0%	5.3%	127.7%	32.5%	32.2%	应收款项	486	583	760	1,295	1,604	2,108
主营业务成本	-751	-817	-849	-2,083	-2,773	-3,707	存货	213	258	357	678	821	1,042
%销售收入	71.3%	69.3%	68.4%	73.7%	74.1%	74.9%	其他流动资产	123	121	153	302	392	514
毛利	302	362	393	743	971	1,244	流动资产	1,148	1,281	1,725	2,675	3,216	4,064
%销售收入	28.7%	30.7%	31.6%	26.3%	25.9%	25.1%	%总资产	74.5%	77.6%	65.3%	59.3%	54.5%	53.7%
营业税金及附加	-12	-15	-14	-31	-41	-54	长期投资	113	84	90	90	90	90
%销售收入	1.1%	1.3%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	固定投资	199	208	656	1,532	2,360	3,147
营业费用	-93	-99	-104	-218	-270	-342	%总资产	12.9%	12.6%	24.8%	34.0%	39.9%	41.6%
%销售收入	8.8%	8.4%	8.4%	7.7%	7.2%	6.9%	无形资产	65	59	137	162	186	210
管理费用	-142	-170	-193	-226	-251	-282	非流动资产	392	369	917	1,837	2,690	3,503
%销售收入	13.5%	14.4%	15.5%	8.0%	6.7%	5.7%	%总资产	25.5%	22.4%	34.7%	40.7%	45.5%	46.3%
息税前利润 (EBIT)	56	79	82	269	409	566	资产总计	1,540	1,649	2,642	4,513	5,907	7,567
%销售收入	5.3%	6.7%	6.6%	9.5%	10.9%	11.4%	短期借款	342	298	389	836	1,461	2,085
财务费用	-13	-21	-23	-73	-128	-169	应付款项	473	465	647	1,345	1,785	2,375
%销售收入	1.2%	1.8%	1.8%	2.6%	3.4%	3.4%	其他流动负债	25	21	23	61	76	97
资产减值损失	-13	-16	-14	-20	-22	-30	流动负债	839	784	1,059	2,241	3,322	4,557
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0	0	长期贷款	27	24	317	817	817	817
投资收益	2	46	50	10	12	15	其他长期负债	15	41	55	17	17	17
%税前利润	2.5%	36.8%	34.1%	4.2%	3.6%	3.4%	负债	882	849	1,431	3,075	4,155	5,390
营业利润	30	88	95	186	271	381	普通股股东权益	598	721	1,075	1,291	1,593	2,003
营业利润率	2.9%	7.5%	7.7%	6.6%	7.2%	7.7%	少数股东权益	61	79	137	147	159	173
营业外收支	37	38	52	55	60	65	负债股东权益合计	1,540	1,649	2,642	4,513	5,907	7,567
税前利润	67	126	147	241	331	446							
利润率	6.4%	10.7%	11.8%	8.5%	8.8%	9.0%	比率分析						
所得税	-5	-11	-8	-19	-26	-36		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	8.0%	8.5%	5.4%	8.0%	8.0%	8.0%	每股指标						
净利润	62	116	139	221	305	410	每股收益	0.290	0.517	0.576	0.934	1.293	1.750
少数股东损益	3	8	9	10	12	14	每股净资产	2.931	3.469	4.640	5.573	6.875	8.649
归属于母公司的净利润	59	107	130	211	293	396	每股经营现金净流	0.692	0.094	0.060	0.154	1.648	1.773
净利率	5.6%	9.1%	10.5%	7.5%	7.8%	8.0%	每股股利	0.100	0.100	0.150	0.030	0.030	0.030
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	9.88%	14.90%	12.12%	16.37%	18.37%	19.77%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	3.84%	6.51%	4.93%	4.68%	4.95%	5.23%
净利润	62	116	139	221	305	410	投入资本收益率	4.98%	6.41%	4.03%	7.98%	9.33%	10.23%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	47	49	45	78	121	170	主营业务收入增长率	28.15%	12.04%	5.28%	127.66%	32.46%	32.24%
非经营收益	12	-28	-43	34	64	97	EBIT 增长率	32.49%	41.43%	3.72%	229.05%	52.41%	38.17%
营运资金变动	20	-117	-127	-297	-108	-266	净利润增长率	48.70%	81.90%	21.26%	62.15%	38.49%	35.35%
经营活动现金净流	141	20	14	36	382	411	总资产增长率	29.05%	7.09%	60.21%	70.77%	30.89%	28.10%
资本开支	-34	-42	-395	-932	-890	-885	资产管理能力						
投资	-5	72	-9	0	0	0	应收账款周转天数	122.8	138.8	170.5	140.0	130.0	130.0
其他	3	6	-21	10	12	15	存货周转天数	99.5	105.1	132.1	120.0	110.0	105.0
投资活动现金净流	-36	36	-425	-922	-878	-870	应付账款周转天数	80.1	92.3	124.6	120.0	120.0	120.0
股权募资	5	40	251	12	16	22	固定资产周转天数	69.0	55.7	171.6	182.1	214.3	217.1
债权募资	123	-46	366	903	625	624	偿债能力						
其他	-46	-48	-66	-84	-145	-186	净负债/股东权益	6.45%	0.48%	20.60%	87.12%	107.22%	114.96%
筹资活动现金净流	83	-55	551	831	496	459	EBIT 利息保障倍数	4.3	3.8	3.6	3.7	3.2	3.3
现金净流量	189	1	140	-56	0	0	资产负债率	57.24%	51.50%	54.15%	68.14%	70.35%	71.24%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD