

2017年01月16日

恒锋信息 (300605.SZ)

公司新股定价

证券研究报告

领先的智慧城市综合解决方案提供商

■公司是领先的智慧城市行业综合解决方案提供商。公司经过多年的发展，现已成为国内具有较强竞争力的智慧城市行业综合解决方案提供商。公司拥有国家智能建筑专项设计甲级和电子与智能化工程专业承包一级、信息系统集成及服务一级等多项专业资质，多次获得“中国智慧城市创新企业”、“中国智能建筑 80 强”、“中国数据中心 30 强”等称号。

■智慧城市未来前景广阔，发展空间巨大。城镇化是我国长期以来的基本国策，但在城镇化过程中积累了一系列“城市病”，城市发展与人口、环境、资源的矛盾不断突出。智慧城市可以有效化解城市发展矛盾，是城镇化推进的必经之路，同时政策扶持和技术革新也助推智慧城市不断前进。未来智慧城市会成为日常生活的一部分，前景十分广阔。

■公司竞争优势明显，极具成长潜力。公司通过多年发展，在服务、资质、品牌、技术等方面已积累了较多的优势，成长潜力巨大。公司拥有优质的服务体系，更能满足客户需求；拥有完备的资质，在项目承接方面具备明显的优势；公司拥有良好的品牌形象，有助于拓展市场；公司还拥有能力出众的管理团队和研发团队。

■投资建议：公司是国内优秀智慧城市行业综合解决方案提供商，在行业内具有很强的竞争力，极具市场稀缺性。基于对行业前景和公司业务的判断，预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 3.40 亿元、3.76 亿元和 4.34 亿元，净利润分别为 4080 万元、4730 万元和 5900 万元，EPS 分别为 0.65 元、0.56 元、0.70 元。参照可比上市公司的估值水平，综合考虑此次发行表的政策、市场环境，发行价 9.4 元，建议定价区间 25.00-30.00 元。

■风险提示：市场竞争风险；人力成本上升风险；经营区域集中的风险。

| (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入 | 288.5 | 311.0 | 340.5 | 376.2 | 433.6 |
| 净利润 | 30.6 | 35.2 | 40.8 | 47.3 | 59.0 |
| 每股收益(元) | 0.48 | 0.56 | 0.65 | 0.56 | 0.70 |
| 每股净资产(元) | 2.52 | 3.08 | 3.72 | 5.40 | 6.11 |

| 盈利和估值 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 27.1% | 29.4% | 29.5% | 30.7% | 32.2% |
| 净利率 | 10.6% | 11.3% | 12.0% | 12.6% | 13.6% |
| 净资产收益率 | 19.2% | 18.1% | 17.4% | 10.4% | 11.5% |
| ROIC | 38.5% | 23.8% | 27.5% | 39.4% | 33.4% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

发行价格：9.40 元
定价区间：25.00 - 30.00 元

发行数据

总股本(万股) 6,300
发行数量(万股) -
网下发行(万股) -
网上发行(万股) -
保荐机构 中泰证券股份有限公司
发行日期 2017/1/20
发行方式 网上发行,网下配售

股东信息

魏晓曦 44.49%
欧霖杰 16.69%
福建新一代信息技术创业投资有限合伙企业 11.11%
魏晓婷 7.41%
中国-比利时直接股权投资基金 7.41%
上海榕辉实业有限公司 5.56%
林健 4.07%
陈朝学 1.22%
陈芳 .81%
杨志钢 .41%
罗文文 .41%
郑明 .41%

胡又文

分析师
SAC 执业证书编号：S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-35082010

吕伟

分析师
SAC 执业证书编号：S1450516080010
lvwei@essence.com.cn
021-35082935

相关报告

内容目录

| | |
|--------------------------------|-----------|
| 1. 公司简介 | 3 |
| 1.1. 领先的智慧城市行业综合解决方案提供商..... | 3 |
| 1.2. 公司业绩快速增长，省外业务表现突出..... | 4 |
| 2. 行业分析 | 5 |
| 2.1. 城镇化不断推进，智慧城市乃大势所趋..... | 5 |
| 2.2. 政策、技术双重推动，智慧城市市场空间巨大..... | 7 |
| 2.3. 智能建筑是智慧城市的基础，需求刚性..... | 8 |
| 3. 公司竞争优势分析 | 9 |
| 3.1. 拥有优质的服务体系，更能满足客户需求..... | 9 |
| 3.2. 资质完备，品牌形象良好，形成公司护城河..... | 9 |
| 3.3. 管理团队经验丰富，研发团队技术拔尖..... | 10 |
| 4. 募投项目分析 | 10 |
| 5. 盈利预测与估值分析 | 11 |
| 6. 风险提示 | 11 |

图表目录

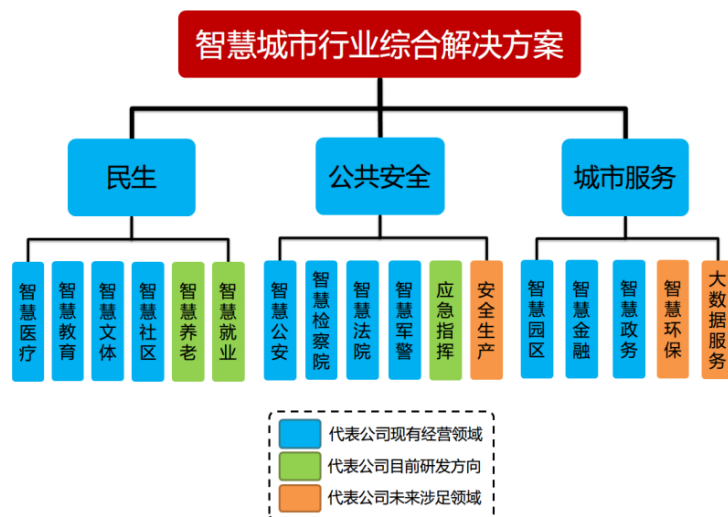
| | |
|--------------------------------------|----|
| 图 1: 公司产品路线图..... | 3 |
| 图 2: 公开发售后公司的股权结构..... | 4 |
| 图 3: 2012-2015 年公司营业收入及增速..... | 4 |
| 图 4: 2012-2015 年公司归属母公司股东净利润及增速..... | 4 |
| 图 5: 2015 年按业务类别划分的主营业务收入构成..... | 5 |
| 图 6: 2015 年按客户行业划分的主营业务收入构成..... | 5 |
| 图 7: 按地域划分的主营业务收入分布（百万元）..... | 5 |
| 图 8: 智慧城市整体框架..... | 6 |
| 图 9: 我国城镇人口数量占比（%）..... | 6 |
| 图 10: 城镇化所伴随的城市病..... | 6 |
| 图 11: 我国智慧城市市场规模变化情况（亿元）..... | 8 |
| 图 12: 中国智慧城市建设 IT 投资规模情况（亿元）..... | 8 |
| 图 13: 智慧城市的市场构成..... | 8 |
| 图 14: 公司有四大运营中心，服务网络遍布全国..... | 9 |
| | |
| 表 1: 智慧城市相关政策文件..... | 7 |
| 表 2: 公司项目所获部分奖项..... | 10 |
| 表 3: 公司募投项目介绍（单位：万元）..... | 11 |
| 表 4: 盈利预测（单位：万元）..... | 11 |

1. 公司简介

1.1. 领先的智慧城市行业综合解决方案提供商

恒锋信息科技股份有限公司创立于 1994 年，成立初期主要从事电子计算机及配件销售业务，1998 年起逐步向信息化和智能化解决方案提供商方向转变。恒锋信息目前主要经营建筑智能化系统建设和行业信息化系统定制业务。公司业务链涵盖设计咨询、软硬件开发、系统集成、管理运维等全过程，主要服务于智慧城市中民生、公共安全、城市服务三大领域，属于智慧城市行业综合解决方案范畴。

图 1：公司产品路线图

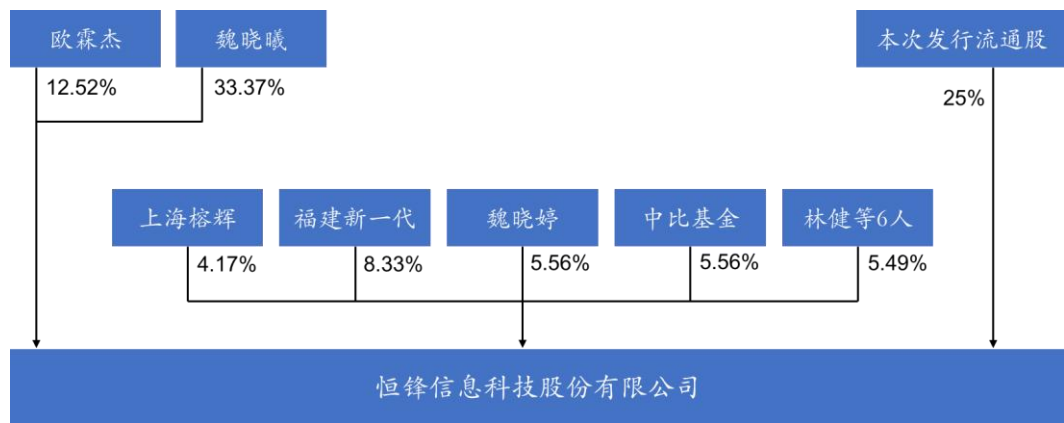


资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司通过多年发展，现已成为国内具有较强竞争力的智慧城市行业综合解决方案提供商之一，公司 2012 年至 2014 年连续三年被中国建筑业协会智能建筑分会评为“全国智能建筑行业 60 强企业”，2015 年被中国建筑业协会智能建筑分会评为“全国智能建筑行业 80 强企业”，2010 年至 2015 年连续六年被中国计算机用户协会机房设备应用分会评为“中国机房工程企业 30 强”，在民生、公共安全、城市服务等细分应用领域拥有较强的市场竞争力。

公司本次发行前的总股本为 6,300 万股，本次拟公开发行股份不超过 2,100 万股，发行后总股本 8,400 万股。本次拟公开发行股份占发行后总股本的 25%。公司实际控制人为魏晓曦、欧霖杰夫妇。魏晓曦持有公司 28,027,569 股股份，占本次发行前股本总数的 44.49%；欧霖杰持有公司 10,513,786 股股份，占本次发行前股本总数的 16.69%；魏晓曦、欧霖杰夫妇共计持有公司 38,541,355 股股份，占本次发行前股本总数的 61.18%。公开发行后，魏晓曦、欧霖杰仍为公司实际控制人。

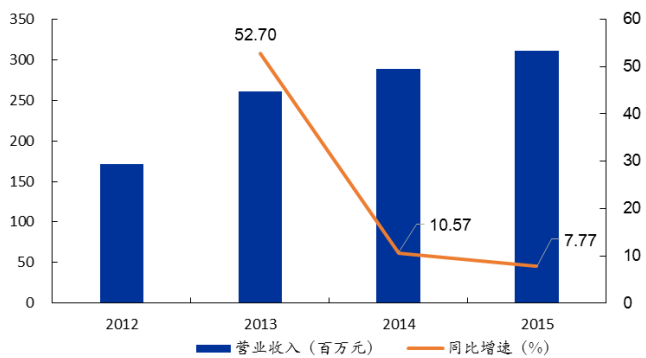
图 2：公开发行后公司的股权结构



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

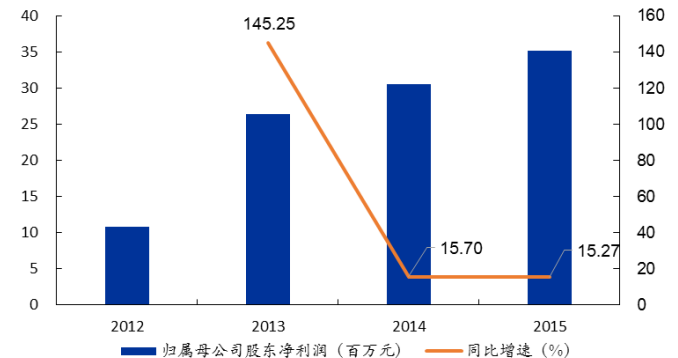
1.2. 公司业绩快速增长，省外业务表现突出

图 3：2012-2015 年公司营业收入及增速



资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

图 4：2012-2015 年公司归属母公司股东净利润及增速

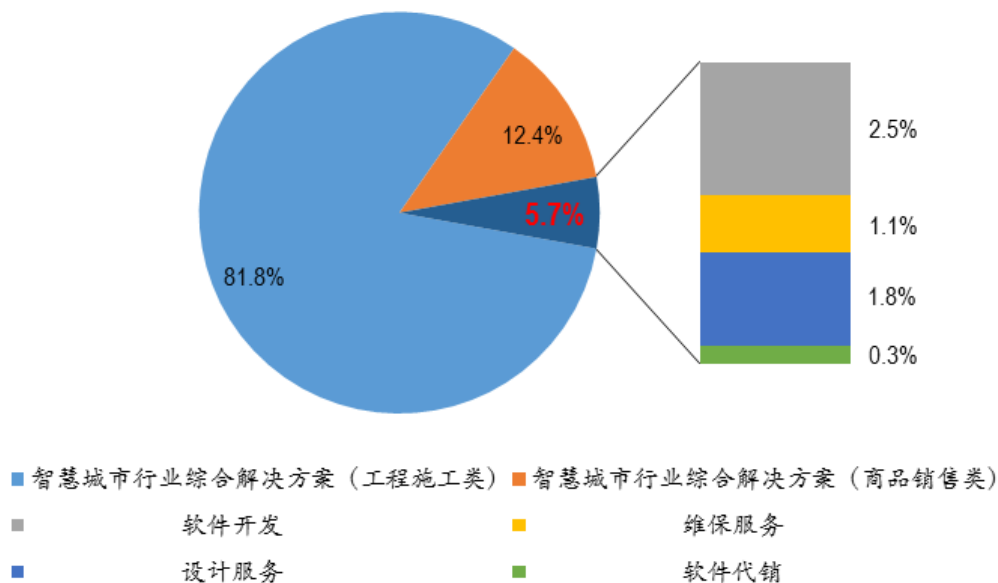


资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

2015 年公司营业收入 3.11 亿元，较 2014 年同比增长 7.77%，公司归属于母公司股东的净利润为 3522 万元，较 2014 年同比增长 15.27%。2012-2015 年，公司营业收入复合增长率为 22.08%，公司归属于母公司股东的净利润复合增长率为 48.43%，业绩实现了快速增长。

从业务种类来看，公司的主要收入来自于智慧城市行业综合解决方案业务，2015 年该业务收入占比为 94.28%。智慧城市行业综合解决方案业务又可分为工程施工类和商品销售类，两者业务性质没有本质区别，均是为客户提供专业化、个性化的解决方案。两者由于在项目立项和项目资金来源或招标方式等方面的不同而导致收入确认方式存在差异，其中商品销售类业务按照验收一次性确认收入，工程施工类业务按照完工百分比法确认收入。

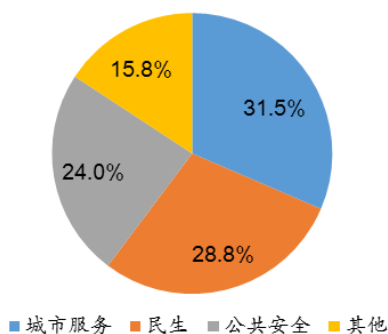
图 5：2015 年按业务类别划分的主营业务收入构成



资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

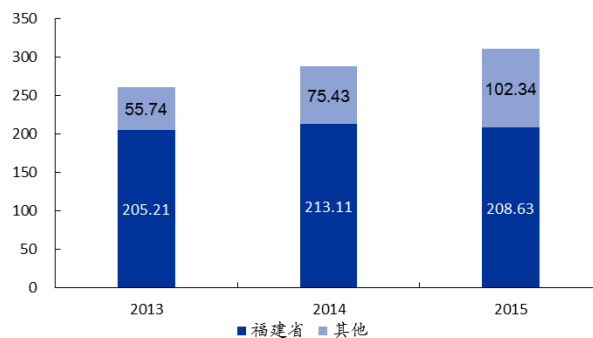
从客户所处行业来看，公司的收入主要来自于城市服务、民生和公共安全三大领域，这三大领域也是公司智慧城市解决方案的重要组成部分。2015 年公司这三大领域的收入占比为 84.23%。

图 6：2015 年按客户行业划分的主营业务收入构成



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 7：按地域划分的主营业务收入分布（百万元）



资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

公司主营业务收入主要来自福建省内业务，2015 年公司福建省内收入占主营业务收入的比例为 67.09%。公司在稳固现有福建市场地位的同时，不断加大福建省外业务的开拓力度，在福建省外组建了重庆和南京两个运营中心，并在重庆、新疆、贵州、河南、浙江、江苏等地设立了多家分公司。公司在西部以及华中、华东地区市场开拓已初见成效，福建省外业务实现的收入快速增长。

2. 行业分析

2.1. 城镇化不断推进，智慧城市乃大势所趋

智慧城市是运用大数据、物联网、云计算等前沿技术，实现对城市各种资源、设施的智能化、管理，从而为居民提供更环保、便捷、高效的公共服务。

智慧城市的整体架构从下至上分别是感知层、网络层、平台层、应用层。感知层是智慧城市的感知器官，通过传感设备及时采集客观环境中发生的活动数据和相关信息；网络层是通过物联网、互联网、通信网，将整个城市的数据和相关信息进行传输，形成了城市的信息道路系统，完成信息的传递和沟通；平台层由各类数据中心和支撑公共平台的应用构成，通过云计算等技术对所收集到的信息进行汇总和高效、准确的处理，向决策者提供信息分析结果；应用层是智慧城市的控制中心和决策中心，根据平台层提供的数据处理结果，辅助决策者进行决策。

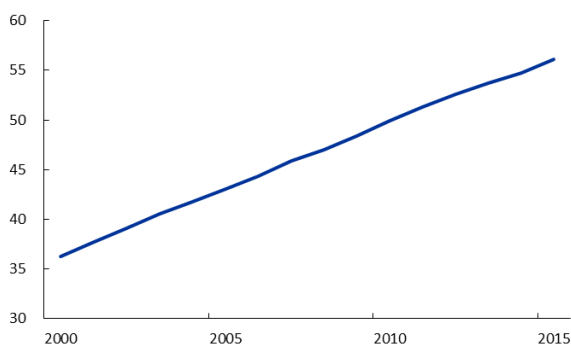
图 8：智慧城市整体框架



资料来源：互联网公开资料，安信证券研究中心

智慧城市提高城市效率，是推进城镇化的必经之路。城镇化是我国长期以来的基本国策。改革开放以来，我国城镇化发展迅速，据国家统计局统计，我国的城镇化率从2005年的42.99%上升至2015年的56.1%，但在城镇化过程中积累了交通拥堵、环境污染、住房紧张、就业困难、看病难、应急缓慢等一系列“城市病”，城市发展与人口、环境、资源的矛盾不断突出。如何解决城市发展的突出矛盾，实现有限资源的合理分配，并不断深化城市功能以提高利用效率成为城市管理者面临的重大难题，而城市信息化建设无疑是提升城市管理效率的重要方式。智慧城市是城市信息化的高级阶段，是信息化与城镇化结合的最佳模式，将充分发挥产业辐射作用，带动整个经济的转型。

图 9：我国城镇人口数量占比 (%)



资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

图 10：城镇化所伴随的城市病



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2014年3月16日,《国家新型城镇化规划(2014—2020年)》颁布,规划再次强调了城镇化的重要性,并且提高至“现代化的必由之路,解决农业农村农民问题的重要途径,推动区域协调发展的有力支撑”;规划还明确了“推进智慧城市建设”的任务,要求统筹城市发展的物质资源、信息资源和智力资源利用,推动物联网、云计算、大数据等新一代信息技术创新应用,实现与城市经济社会发展深度融合。可以预见,未来较长时期我国仍将稳步推进城镇化进程,这为智慧城市的发展创造了有利的条件。

2.2. 政策、技术双重推动,智慧城市市场空间巨大

政策利好不断,创造良好外部环境。近年政府出台了许多智慧城市相关的政策,为行业的发展和规范指明了道路,同时一系列顶层文件的出台也意味着智慧城市已提升至国家战略层面,为智慧城市建设带来了良好的发展机遇。

表 1: 智慧城市相关政策文件

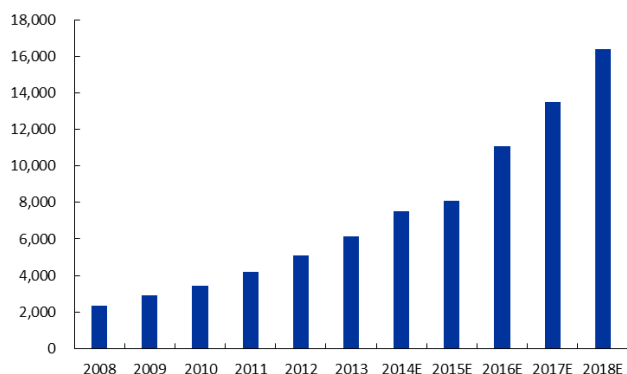
| 时间 | 部门 | 文件 | 内容 |
|---------|-------------------|-----------------------------------|--|
| 2012.01 | 国务院 | 《国务院关于印发工业转型升级规划(2011—2015年)的通知》 | 首次从政策层面提到智慧城市,指出要推进物联网在智慧城市、环保监测等领域的应用 |
| 2012.11 | 住建部 | 《国家智慧城市试点暂行管理办法》 | 办法阐释了国家智慧城市试点的申报、评审、创建过程管理和验收等方面的细则 |
| 2012.11 | 住建部 | 《国家智慧城市(区、镇)试点指标体系》 | 共4项一级指标,11项二级指标,57项三级指标。涉及到城镇化发展的保障体系与基础设施,智慧建设与宜居,智慧管理与服务及智慧产业与经济,城市整体的规划、建设、管理、运行 |
| 2013.08 | 国务院 | 《关于促进信息消费扩大内需的若干意见》 | 正式提出要在有条件的城市开展智慧城市试点示范建设 |
| 2014.01 | 国开行、住建部 | 《“十二五”智慧城市建设战略合作协议》 | 国家开发银行将在“十二五”的后3年内,提供不低于800亿元的投融资额度支持中国智慧城市建设 |
| 2014.03 | 中共中央、国务院 | 《国家新型城镇化规划(2014—2020年)》 | 智慧城市正式引入规划 |
| 2014.06 | 发改委、财政部、中央编办、工信部等 | 《关于同意深圳市等80个城市建设信息惠民国家试点城市的通知》 | 发改委对智慧城市建设支持政策的落地 |
| 2014.08 | 发改委、工信部、科技部、公安部等 | 《关于促进智慧城市健康发展的指导意见》 | 提出到2020年,建成一批特色鲜明的智慧城市,聚集和辐射带动作用大幅增强,综合竞争优势明显提高,在保障和改善民生服务、创新社会管理、维护网络安全等方面取得显著成效 |
| 2015.07 | 国务院 | 《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》 | 提出到2025年,“互联网+”新经济形态初步形成,“互联网+”成为我国经济社会创新发展的重要驱动力量 |
| 2015.10 | 国家标准委、中央网信办、发改委 | 《关于开展智慧城市标准体系和评价指标体系建设及应用实施的指导意见》 | 到2020年累计共完成50项左右的智慧城市领域标准制订工作,同步推进现有智慧城市相关技术和应用标准的制修订工作。智慧城市标准化制定工作正式提上国家日程 |
| 2016.02 | 中共中央、国务院 | 《关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》 | 城市规划建设管理的总体目标是:实现城市有序建设、适度开发、高效运行,努力打造和谐宜居、富有活力、各具特色的现代化城市,让人民生活更美好;到2020年,建成一批特色鲜明的智慧城市 |

资料来源:公开资料,安信证券研究中心

技术快速革新,促进行业发展。智慧城市是运用大数据、物联网、云计算等前沿技术,实现对城市各种资源、设施的智能化管理,从而为居民提供更环保、便捷、高效的公共服务。构建智慧城市最直接的目的就是要完善城市的运行管理,提供更好的公共服务。随着大数据、物联网、云计算、移动互联网等新一代信息技术的发展,智慧城市将迎来快速发展期。

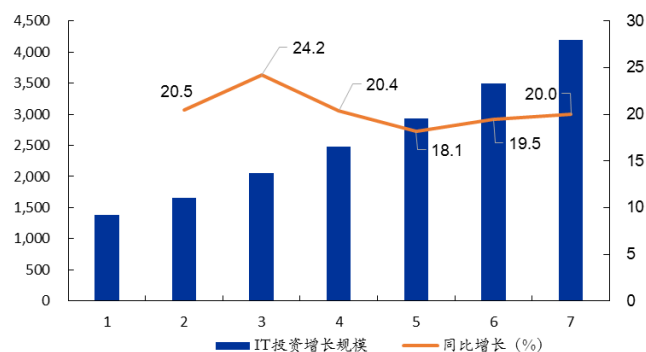
智慧城市市场空间有望达万亿级。“十三五”智慧城市投资总规模将超过5000亿元。根据IDC预测,未来10年与智慧城市建设相关投资将超过2万亿元人民币。根据赛迪智库的统计,截止2014年底,全国在建的智慧城市投资规模已突破8000亿元。基于我们对智慧城市未来持续快速增长的预测,智慧城市可能形成万亿级的巨量市场。

图 11：我国智慧城市市场规模变化情况（亿元）



资料来源：前瞻网，安信证券研究中心

图 12：中国智慧城市建设 IT 投资规模情况（亿元）

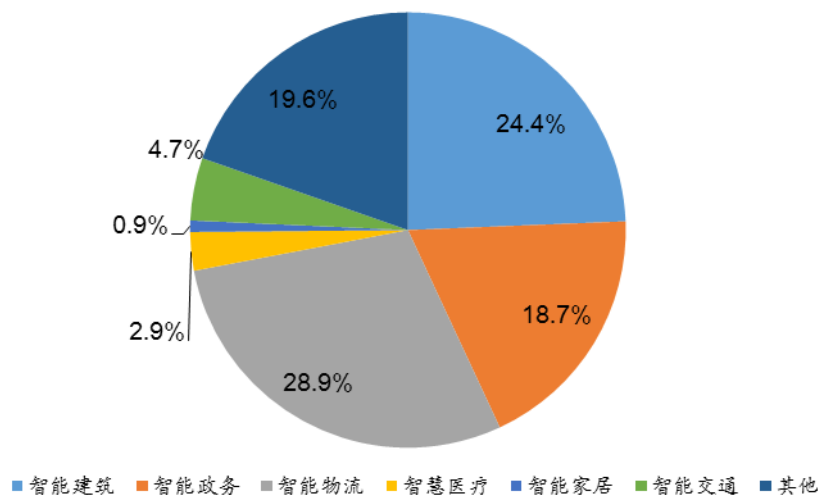


资料来源：赛迪方略，安信证券研究中心

2.3. 智能建筑是智慧城市的基础，需求刚性

智能建筑是智慧城市的基础。恒锋信息的主营业务建筑智能化系统建设，在智慧城市中处于重要地位。智能建筑是平安城市、数字城市、智慧城市的基本单元、管理枢纽和基础载体，是平安城市、数字城市、智慧城市主要的采样基站、传输网络管理枢纽和综合处理基础平台。在住建部智慧城市建设的 57 项三级指标体系中，有半数以上与智能建筑有关。正是有了智能建筑的快速发展，才使得智慧城市的建设有了良好的基础。很多智能建筑专家和企业从智能建筑走向智慧城市、融入智慧城市。根据前瞻网的测算，未来智慧城市市场中，智能建筑的体量将达到 24.4%，是最关键的组成部分之一。

图 13：智慧城市的市场构成



资料来源：前瞻网，安信证券研究中心

智能建筑需求为刚性需求。智慧城市需要打造一个统一平台，必须设立城市数据中心，搭建端-网络-平台-应用分层架构，达到平台能力及应用的可持续、可成长、可扩充，创造面向未来的智慧城市系统框架。建筑物作为智慧城市的重要组成部分，是智慧城市从感知层到应用层平台建设的重要载体，在智慧城市建设过程中显的尤为重要。建筑智能化的市场需求主要由两部分组成：一是新建建筑的智能化技术应用，二是既有建筑的智能化改造。新增建筑面积对建筑智能化行业的市场需求影响较大，占据了市场的主要需求。这两部分的需求都比较刚性，我国正处在大规模城市化建设阶段，作为国家主要的经济支柱产业，建筑业在国家拉动内需

政策的持续实施、中心城市的建设和城镇化战略的推进下一直保持较快增长。

综上分析，恒锋信息所处的智慧城市行业未来发展前景广阔，随着城镇化的发展，加之政策推进和技术加持，对智慧城市建设的需求会越来越多。而公司所主要经营智能建筑领域是智慧城市的基础，因此公司将在智慧城市不断发展之中极大地受益，业绩将会快速增长。

3. 公司竞争优势分析

3.1. 拥有优质的服务体系，更能满足客户需求

公司优质的服务体系主要体现在以下两个方面：

完善的服务网络。公司组建了福州、厦门、重庆和南京等四大运营中心，在重庆、新疆、贵州、河南、浙江、江苏等地设立了多家分公司，能够持续、及时、有效地为客户提供售前、售后服务和技术支持。公司由运营中心提供分管区域内的售前、项目实施和售后技术支持的集中管理，各地分公司提供本地化售后服务。分区域响应的层次架构有利于售前、售后的统一安排和管理。

图 14：公司有四大运营中心，服务网络遍布全国



资料来源：公司网站，安信证券研究中心

可靠的服务质量保证。公司制定了严格的运维体系，实行“福建省内 2 小时响应，福建省外 8 小时响应”的政策。完善的组织结构和快速响应速度保障了客户的需求，不仅提升了公司承接项目的竞争力，也有利于公司拓展运维服务业务，增强客户粘性。

3.2. 资质完备，品牌形象良好，形成公司护城河

公司拥有完备的行业资质。公司所处细分行业实行强制性资质认证，拥有强制性资质是企业经营的前提条件，新进入者面临着较为严格的认证壁垒，拥有高级别强制性资质的企业在项目承接方面具备明显的优势。此外，拥有丰富、齐全的其他资质能够满足客户日益增加的多样化和个性化的需求，能够增强企业的竞争力。

经过多年发展，公司成为行业内资质体系齐全且级别较高的企业之一。公司拥有住建部颁发的建筑智能化系统设计专项甲级资质、电子与智能化工程专业承包一级资质、国家保密局颁发的涉密信息系统集成甲级资质（业务种类：安防监控）、福建省国家保密局颁发的涉密信息系统集成乙级资质（业务种类：系统集成）等强制性认证资质，其中设计资质和承包资质系行业内级别最高的资质。同时，公司还拥有信息系统集成及服务一级资质、信息系统运行维护分项二级资质、安防工程企业壹级资质、声频工程企业综合技术等级一级证书等。

公司拥有良好的品牌形象。经过多年的市场开拓和培育，公司的产品和服务在行业内得到了客户的广泛认可，树立了良好的品牌，为公司业务开拓提供了有力的支撑。公司所负责的项目多次获得业内认可度极高的奖项，为公司创造了极大的品牌价值，有利于公司未来的市场拓展。

表 2：公司项目所获部分奖项

| 项目名称 | 获奖时间 | 所获奖项 | 颁奖单位 |
|--|-------------|----------------------------------|--------------------|
| 福州海峡奥林匹克体育中心（本场馆是 2015 年中国第一届青年运动会开幕式、闭幕式以及竞赛主场馆）智能化系统工程 | 2015 年 12 月 | 优秀服务单位 | 第一届全国青年运动会福州市执行委员会 |
| 基于物联网技术的智慧养老服务系统平台 | 2015 年 10 月 | “60 个信息消费创新应用示范项目” | 中华人民共和国工业和信息化部 |
| 厦门火炬创业广场智能化系统工程 | 2014 年 12 月 | 荣获 2013-2014 年度中国安装工程优质奖（中国安装之星） | 中国安装协会 |
| 厦门机场查验业务用房智能化工程 | 2015 年 8 月 | 智能建筑精品工程 | 中国建筑业协会智能建筑分会 |
| 福建省高级人民法院审判技术楼建筑智能化工程 | 2015 年 8 月 | 智能建筑精品工程 | |
| 龙岩市中级人民法院审判综合大楼智能化工程 | 2015 年 8 月 | 智能建筑精品工程 | |
| 福州电力调度指挥中心大楼智能化系统工程 | 2013 年 11 月 | 智能建筑精品工程 | |
| 厦门火炬创业广场智能化系统工程 | 2013 年 11 月 | 智能建筑精品工程 | |
| 福建省公安指挥情报中心智能化系统工程 | 2013 年 11 月 | 智能建筑精品工程 | |

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

3.3. 管理团队经验丰富，研发团队技术拔尖

作为软件与信息技术服务类企业，优秀、充足的人才队伍是公司发展和不断创新的基本前提。公司拥有一支高素质的管理团队，团队成员具有丰富的专业技能、行业经验、企业管理和实践经验。公司董事、监事、高级管理人员及其他核心人员中，共有 6 人拥有国家一级建造师资格，1 人拥有机电专业二级建造师资格；7 人拥有信息系统集成高级项目经理资格，1 人拥有信息系统集成项目经理资格；8 人拥有高级工程师职称，2 人拥有工程师职称，1 人拥有会计师职称。公司共有技术研发人员 109 人，占员工总人数的比例为 35.28%，高素质的技术研发团队保障了公司产品和服务的创新性与稳定性。

此外公司拥有国家一级建造师 23 名，国家二级建造师 23 名，信息系统集成高级项目经理 15 名，信息系统集成项目经理 31 名，福建省发改委专家库、厦门市发改委专家库、中国安装协会智能化与消防工程分会、中国建筑业协会智能建筑分会专家工作委员会等行业专家委员会成员 7 人。

4. 募投项目分析

公司募集资金扣除发行费用后将投资于以下项目，项目总投资 21,578.00 万元，其中拟使用募集资金投资 17,209.00 万元。

表 3：公司募投项目介绍（单位：万元）

| 项目名称 | 总投资额 | 其中：自有资金 | 其中：募集资金 | 建设期 |
|-------------------|-----------|----------|-----------|-------|
| 补充营运资金和扩大工程总包业务项目 | 7,000.00 | - | 7,000.00 | - |
| 智慧城市应用平台升级项目 | 8,500.00 | - | 8,500.00 | 24 个月 |
| 基于云计算的智慧服务平台项目 | 3,078.00 | 2,213.00 | 865.00 | 24 个月 |
| 研发中心建设项目 | 3,000.00 | 2,156.00 | 844.00 | 12 个月 |
| 合计 | 21,578.00 | 4,369.00 | 17,209.00 | |

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

5. 盈利预测与估值分析

公司是国内优秀智慧城市行业综合解决方案提供商，在行业内具有很强的竞争力，极具市场稀缺性。基于对行业前景和公司业务的判断，预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 3.40 亿元、3.76 亿元和 4.34 亿元，净利润分别为 4080 万元、4730 万元和 5900 万元，EPS 分别为 0.65 元、0.56 元、0.70 元。参照可比上市公司的估值水平，综合考虑此次发行表的政策、市场环境，发行价 9.4 元，建议定价区间 25.00-30.00 元。

表 4：盈利预测（单位：万元）

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 营业收入 | 17,088.75 | 26,094.88 | 28,854.35 | 31,097.07 | 34,045.56 | 37,624.32 | 43,359.46 | 51,055.72 |
| 智慧城市行业综合解决方案 | 16,942.96 | 25,557.49 | 27,829.18 | 29,318.25 | 30,930.75 | 33,405.21 | 37,413.84 | 43,025.92 |
| 软件开发 | | 100.05 | 518.66 | 789.18 | 1,025.93 | 1,385.01 | 1,994.42 | 2,702.43 |
| 维保服务 | 79.74 | 64.53 | 197.34 | 333.85 | 467.39 | 668.37 | 1,022.60 | 1,477.66 |
| 设计服务 | 66.06 | 372.81 | 309.18 | 554.00 | 808.84 | 1,213.26 | 1,771.36 | 2,435.62 |
| 软件代销 | | | | 101.46 | 145.09 | 214.73 | 307.06 | 413.00 |
| 收入增长 | | 52.70% | 10.57% | 7.77% | 9.48% | 10.51% | 15.24% | 17.75% |
| 智慧城市行业综合解决方案 | | 50.84% | 8.89% | 5.35% | 5.50% | 8.00% | 12.00% | 15.00% |
| 软件开发 | | | 418.40% | 52.16% | 30.00% | 35.00% | 44.00% | 35.50% |
| 维保服务 | | -19.07% | 205.81% | 69.18% | 40.00% | 43.00% | 53.00% | 44.50% |
| 设计服务 | | 464.35% | -17.07% | 79.18% | 46.00% | 50.00% | 46.00% | 37.50% |
| 软件代销 | | | | | 43.00% | 48.00% | 43.00% | 34.50% |
| 毛利率(%) | 26.47% | 27.57% | 27.10% | 29.44% | 29.50% | 30.66% | 32.17% | 32.97% |
| 智慧城市行业综合解决方案 | 26.03% | 26.44% | 25.33% | 26.52% | 26.35% | 26.12% | 26.38% | 26.33% |
| 软件开发 | | 28.30% | 54.84% | 66.85% | 50.25% | 57.36% | 58.20% | 55.32% |
| 维保服务 | 67.46% | 56.27% | 95.56% | 94.00% | 82.19% | 90.63% | 88.99% | 87.32% |
| 设计服务 | 89.63% | 99.82% | 95.91% | 95.96% | 97.48% | 96.50% | 96.70% | 96.94% |
| 软件代销 | | | | 6.55% | 6.80% | 6.73% | 6.74% | 6.81% |

资料来源：wind，安信证券研究中心

6. 风险提示

市场竞争的风险；人力成本上升的风险；经营区域集中的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|-------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------|-------|--------|---------|---------|
| (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | (百万元) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 营业收入 | 288.5 | 311.0 | 340.5 | 376.2 | 433.6 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 210.4 | 219.4 | 240.0 | 260.9 | 294.1 | 营业收入增长率 | 10.6% | 7.8% | 9.5% | 10.5% | 15.2% |
| 营业税费 | 6.4 | 8.5 | 9.3 | 10.3 | 11.8 | 营业利润增长率 | 16.4% | 14.2% | 19.0% | 15.6% | 25.1% |
| 销售费用 | 6.6 | 7.9 | 8.2 | 10.7 | 13.1 | 净利润增长率 | 15.7% | 15.3% | 15.8% | 16.0% | 24.8% |
| 管理费用 | 28.5 | 32.3 | 33.6 | 39.0 | 46.1 | EBITDA 增长率 | 17.4% | 11.1% | 17.1% | 16.1% | 25.2% |
| 财务费用 | 2.9 | 1.8 | 0.3 | -0.2 | -0.4 | EBIT 增长率 | 14.7% | 10.2% | 14.5% | 14.3% | 25.0% |
| 资产减值损失 | -0.5 | 1.8 | 2.4 | 1.7 | 1.4 | NOPLAT 增长率 | 12.5% | 10.8% | 14.4% | 14.7% | 24.6% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 79.0% | -0.8% | -19.9% | 46.7% | -2.9% |
| 投资和汇兑收益 | - | - | - | - | - | 净资产增长率 | 101.8% | 22.2% | 21.0% | 93.5% | 13.0% |
| 营业利润 | 34.3 | 39.2 | 46.7 | 54.0 | 67.5 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 0.7 | 1.0 | - | - | - | 毛利率 | 27.1% | 29.4% | 29.5% | 30.7% | 32.2% |
| 利润总额 | 35.0 | 40.2 | 46.7 | 54.0 | 67.5 | 营业利润率 | 11.9% | 12.6% | 13.7% | 14.3% | 15.6% |
| 减:所得税 | 4.6 | 5.0 | 5.9 | 6.7 | 8.5 | 净利润率 | 10.6% | 11.3% | 12.0% | 12.6% | 13.6% |
| 净利润 | 30.6 | 35.2 | 40.8 | 47.3 | 59.0 | EBITDA/营业收入 | 13.5% | 13.9% | 14.9% | 15.6% | 17.0% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 12.9% | 13.2% | 13.8% | 14.3% | 15.5% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 固定资产周转天数 | 37 | 40 | 36 | 30 | 24 |
| 货币资金 | 11.4 | 59.8 | 108.0 | 271.6 | 335.6 | 流动营业资本周转天数 | 107 | 133 | 104 | 106 | 113 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动资产周转天数 | 299 | 365 | 367 | 456 | 534 |
| 应收账款 | 73.5 | 92.2 | 62.3 | 108.4 | 95.6 | 应收帐款周转天数 | 80 | 96 | 82 | 82 | 85 |
| 应收票据 | - | - | - | - | - | 存货周转天数 | 189 | 212 | 181 | 178 | 182 |
| 预付帐款 | 18.2 | 9.8 | 18.4 | 12.2 | 23.9 | 总资产周转天数 | 341 | 409 | 410 | 499 | 570 |
| 存货 | 178.8 | 186.6 | 156.0 | 216.4 | 221.6 | 投资资本周转天数 | 146 | 174 | 142 | 141 | 144 |
| 其他流动资产 | -0.0 | 1.0 | 0.3 | 0.4 | 0.6 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | - | - | - | - | - | ROE | 19.2% | 18.1% | 17.4% | 10.4% | 11.5% |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROA | 9.5% | 9.1% | 10.5% | 7.2% | 8.2% |
| 长期股权投资 | - | - | - | - | - | ROIC | 38.5% | 23.8% | 27.5% | 39.4% | 33.4% |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 35.1 | 34.7 | 32.5 | 30.3 | 28.0 | 销售费用率 | 2.3% | 2.5% | 2.4% | 2.8% | 3.0% |
| 在建工程 | - | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 管理费用率 | 9.9% | 10.4% | 9.9% | 10.4% | 10.6% |
| 无形资产 | 0.1 | 0.1 | 3.6 | 5.8 | 6.5 | 财务费用率 | 1.0% | 0.6% | 0.1% | -0.1% | -0.1% |
| 其他非流动资产 | - | - | - | - | - | 三费/营业收入 | 13.2% | 13.5% | 12.3% | 13.1% | 13.5% |
| 资产总额 | 319.5 | 387.0 | 389.3 | 653.1 | 719.8 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 4.7 | 17.1 | - | - | - | 资产负债率 | 50.3% | 49.9% | 39.7% | 30.5% | 28.7% |
| 应付帐款 | 117.4 | 125.9 | 110.7 | 146.5 | 155.8 | 负债权益比 | 101.4% | 99.7% | 66.0% | 43.9% | 40.3% |
| 应付票据 | 1.5 | 3.0 | 1.1 | 1.3 | 2.1 | 流动比率 | 1.75 | 1.82 | 2.23 | 3.06 | 3.27 |
| 其他流动负债 | - | - | - | - | - | 速动比率 | 0.64 | 0.85 | 1.22 | 1.97 | 2.20 |
| 长期借款 | - | - | - | - | - | 利息保障倍数 | 12.90 | 22.64 | 145.78 | -223.70 | -174.80 |
| 其他非流动负债 | - | - | - | - | - | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 160.9 | 193.2 | 154.7 | 199.2 | 206.9 | DPS(元) | - | - | - | - | - |
| 少数股东权益 | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | -0.0 | 分红比率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 股本 | 63.0 | 63.0 | 63.0 | 84.0 | 84.0 | 股息收益率 | - | - | - | - | - |
| 留存收益 | 95.5 | 130.7 | 171.5 | 369.9 | 429.0 | | | | | | |
| 股东权益 | 158.7 | 193.8 | 234.6 | 454.0 | 512.9 | | | | | | |
| | | | | | | | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | 业绩和估值指标 | | | | | |
| | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | EPS(元) | 0.48 | 0.56 | 0.65 | 0.56 | 0.70 |
| 净利润 | 30.5 | 35.2 | 40.8 | 47.3 | 59.0 | BVPS(元) | 2.52 | 3.08 | 3.72 | 5.40 | 6.11 |
| 加:折旧和摊销 | 1.7 | 2.3 | 3.7 | 5.1 | 6.5 | PE(X) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 资产减值准备 | -0.5 | 1.8 | - | - | - | PB(X) | - | - | - | - | - |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | P/FCF | - | - | - | - | - |
| 财务费用 | 3.0 | 1.8 | 0.3 | -0.2 | -0.4 | P/S | - | - | - | - | - |
| 投资损失 | - | - | - | - | - | EV/EBITDA | - | - | - | - | - |
| 少数股东损益 | -0.1 | -0.1 | -0.0 | -0.0 | -0.1 | CAGR(%) | 15.7% | 18.8% | 16.0% | 15.7% | 18.8% |
| 营运资金的变动 | -43.2 | 11.3 | 25.9 | -56.0 | 3.5 | PEG | - | - | - | - | - |
| 经营活动产生现金流量 | -11.8 | 51.7 | 70.7 | -3.8 | 68.7 | ROIC/WACC | 8.8 | 5.5 | 6.3 | 9.0 | 7.7 |
| 投资活动产生现金流量 | -16.8 | -3.8 | -5.0 | -5.0 | -5.0 | REP | - | - | - | - | - |
| 融资活动产生现金流量 | 30.6 | -3.1 | -17.4 | 172.3 | 0.4 | | | | | | |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

胡又文、吕伟声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | |
|-------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海联系人 | 葛娇妤 | 021-35082701 | gejy@essence.com.cn |
| | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn |
| | 许敏 | 021-35082953 | xumin@essence.com.cn |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn |
| 北京联系人 | 原晨 | 010-83321361 | yuanchen@essence.com.cn |
| | 温鹏 | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn |
| | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn |
| | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| | 周蓉 | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn |
| 深圳联系人 | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn |
| | 孟昊琳 | 0755-82558045 | menghl@essence.com.cn |

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034