



## 收购资产，智慧城市业务链进一步完善

### 投资要点

- **事件:** 公司拟通过发行股份及支付现金的方式收购信诺时代 100%的股权和仪电鑫森 49%的股权。信诺时代作价 2.18 亿元，发行股份约 2076 万股，支付现金 4360 万元，仪电鑫森 49%的股权作价 2.4 亿元，发行股份约 1983 万股，支付现金 7350 万元。本次发行价格 8.4 元/股。交易完成后，公司 2016 年备考业绩为 2.7 亿元，EPS 有一定增厚，由 0.18 元提升至 0.20 元。信诺时代 2017-2019 年的对赌业绩分别是 1456 万元、1813 万元和 2192 万元，仪电鑫森的对赌业绩分别是 4299 万元、4896 万元和 5524 万元。收购完成后，公司将持有信诺时代和仪电鑫森 100%的股权。公司股票将于 5 月 9 日复牌。
- **收购信诺资产有利公司完善智慧城市解决方案层的布局:** 此次交易的标的公司中，信诺时代的主营业务是向企业客户提供云计算服务、信息化解决方案及销售信息化产品，业务主要集中在华北地区，优势行业是金融、制造、科技、互联网及服务业，大部分客户是大型国企央企。公司已积累了上万家企业的服务经验。目前公司从事相关业务的全资子公司南洋万邦的业务主要分布在华东和华南，收购完成后公司会打通信诺时代和南洋万邦的服务体系，形成全国高质量的云服务部署和交付渠道，打造全国优势的“云销售商”，为公司智慧城市业务发展提供解决方案层的支持。信息化服务是本地化业务，市场相对分散，收购信诺时代有利于公司拓展业务范围，提高市占率，同时两子公司研发协同，有望为客户云转型提供更多更加标准和细化的云服务，进一步提高公司的竞争力，且随着企业信息化构架由传统形式向云转化及对数据计算存储需求的提升，信息化服务行业仍然会保持稳健增长，同时云化对信息化服务提供商提出更高要求，具有研发及技术优势的企业有望在竞争中获得更多市场份额。
- **收购仪电鑫森有利于丰富公司智慧城市应用层业务，优质教育业务增厚公司业绩:** 仪电鑫森的主营业务是智慧校园解决方案、教育行业软件开发及提供运维服务等。仪电鑫森立足于上海，业务涉及上海 13 个区县，服务过超过 1000 家学校，是上海教育信息化领域龙头。上海市 2016 年的教育支出为 841 亿元，同比增长约 5.7%，信息化投入约占 8%，约为 67 亿元，预计未来会逐年增加。受益于教育产业投入的持续增长，公司的渠道优势，公司业绩保持高增速，2016 年公司收入翻倍。公司股东上海仪电集团已于上海闵行区、松江区、徐汇区、浦东新区政府、虹口区教育局签署战略合作协议，预计仪电鑫森业绩后继有力。智慧教育是公司智慧城市布局中的重要业务板块，100%控股仪电鑫森有利于增厚公司业绩。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2017-2019 年营业收入年复合增速为 31.6%，归母净利润年复合增长率为 31.4%，考虑到定增摊薄，对应的 EPS 分别为 0.23 元、0.31 元和 0.39 元，对应的 PE 分别为 41 倍、30 倍和 24 倍。考虑到公司的智慧城市产业布局完善，具有明显的竞争优势，未来智慧城市建设规模不断加大，公司业绩有望快速提升，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 收购整合或不及预期、并购企业业绩实现或不及承诺、市场竞争加剧等风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4093.84	5418.49	7455.76	9322.72
增长率	34.54%	32.36%	37.60%	25.04%
归属母公司净利润(百万元)	237.72	315.79	422.58	539.25
增长率	48.14%	32.84%	33.82%	27.61%
每股收益 EPS(元)	0.17	0.23	0.31	0.39
净资产收益率 ROE	7.97%	8.84%	11.02%	12.96%
PE	54	41	30	24
PB	3.31	3.00	2.73	2.45

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉

执业证号: S1250514080002

电话: 023-63786278

邮箱: xiongli@swsc.com.cn

联系人: 常潇雅

电话: 021-68415380

邮箱: cxya@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	13.27
流通 A 股(亿股)	8.80
52 周内股价区间(元)	8.89-12.19
总市值(亿元)	124.59
总资产(亿元)	49.37
每股净资产(元)	2.68

### 相关研究

## 1 公司概况：国企改革助力，转型智慧城市综合解决方案供应商

公司原名仪电电子，主营消费电子与特殊电子业务，是国内最早上市的“老八股”之一。2015 年公司实施了重大资产重组，母公司上海仪电集团将旗下智慧城市业务核心资产置入公司，使公司成为一家以云计算与大数据、行业解决方案及智能化产品为核心业务的信息技术服务企业。重组后公司转型“智慧城市综合解决方案提供商”，拥有从硬件到平台的智慧城市全产业链布局。2016 年 6 月，公司更名为云赛智联。公司从重组开启后，资产重组、出售等运作推进迅速，公司智慧城市业务链不断完善。

表 1：注入资产基本资料

注入时间/首次披露时间	标的公司	交易价格及股权比例	主要业务类型
2015 年 12 月	上海南洋万邦软件技术有限公司	1.95 亿元、100%股权	智慧政务、云服务、企业信息化服务
2015 年 12 月	上海赛嘉电子科技有限公司	2.54 亿元、100%股权	智能安防（提供行业解决方案）
2015 年 12 月	上海科技网络通信有限公司	2.32 亿元、80%股权	IDC、ISP、云计算及增值服务
2015 年 12 月	上海仪电信息网络有限公司	1.15 亿元、73.30%股权	智慧教育、智慧交通
2015 年 12 月	上海卫生远程医学网络有限公司	142.1 万元、49%股权	智慧医疗
2015 年 12 月	上海宝通讯球电子有限公司	7170 万元、100%股权	智慧建筑、智能安防（提供系统集成服务）
2015 年 12 月	上海仪电科学仪器股份有限公司	2.15 亿元、81.36%股权	智慧检测/智慧监测
2016 年 1 月	上海龙放建筑智能系统工程技术有限公司	1 元、100%股权	建筑智能化
2016 年 6 月	上海仪电溯源科技有限公司	612.11 万元、55.34%股权	食品安全溯源
2016 年 7 月	上海云涵科技股份有限公司	1349.81 万元、75%股权	智慧水务
2016 年 10 月	仪电网络	379 万元、4.92%股权	信息通讯网络、安防监控系统集成
2017 年 4 月	信诺时代（拟）	2.18 亿元、100%股权	云服务、企业信息化服务
2017 年 4 月	仪电鑫森（拟）	2.4 亿元、49%股权	智慧教育

数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司主营业务：**公司重组完成后，形成了大数据与云计算、智慧城市解决方案、智能产品三大业务领域，分别覆盖智慧城市行业的平台层、应用层与感知层。围绕智慧城市构建从平台到行业应用的业务布局，提供智慧医疗、智慧交通、智慧建筑、智慧教育等领域的行业应用解决方案，产品涵盖数据采集的硬件端与数据存储处理的云端，打造智慧城市综合解决方案的产业链。

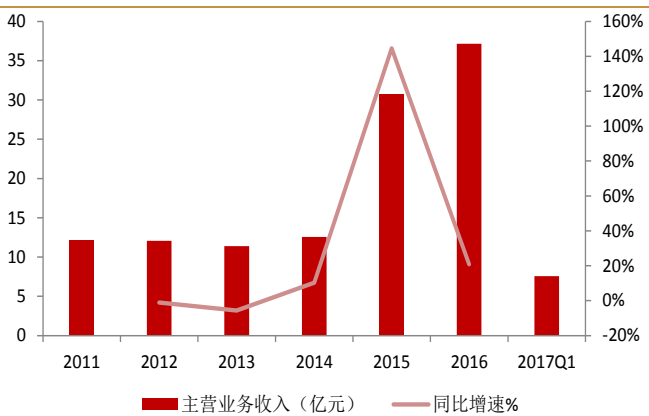
图 1: 云赛智联业务布局



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

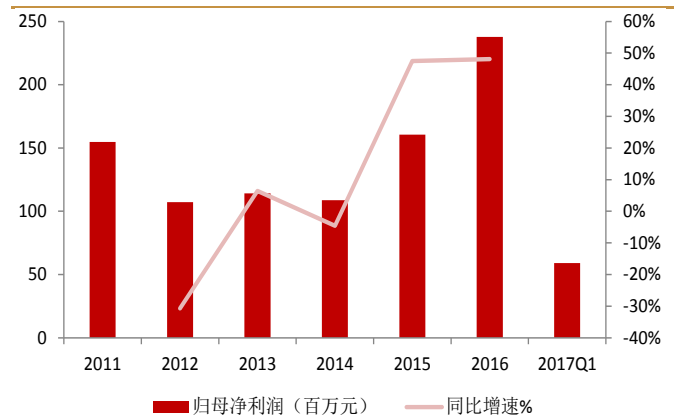
**公司业绩情况:** 公司 2015 年重组初步完成, 并购方案中的南洋万邦等公司于 2015 年 4 月并表, 同时剥离出售资产, 当年实现营业收入 30 亿元, 同比增长 7.1%, 实现归母净利润 1.6 亿元, 同比增长 3.8%, 扣非归母净利润 556.2 万元, 实现扭亏; 2016 年各子公司稳健增长, 实现营业收入 40.9 亿元, 同比增长 34.5%, 实现归母净利润 2.4 亿元, 同比增长 48.1%, 扣非归母净利润 2189.5 万元, 同比增长 426.6%。2017 年一季度, 公司实现营业收入 7.6 亿元, 同比下滑 2.9%, 实现归母净利润 5911.4 万元, 同比增长 93.4%, 实现扣非归母净利润 2447.2 万元, 已经超过了去年全年的水平。公司 2015 年度注入的智慧检测/智慧监测、智慧建筑、智慧政务等领域的行业应用解决方案, 云计算平台和智慧城市核心软硬件线下渠道, 与公司原有智能化产品板块产生联动和协同效应, 带动公司在智慧城市领域的发展。公司 2015 年注入的资产均超业绩承诺完成。

图 2: 公司 2011-2017Q1 主营收入 (亿元) 与增速



数据来源: wind, 西南证券整理

图 3: 公司 2011 年-2017Q1 归母净利润 (百万元) 与增速



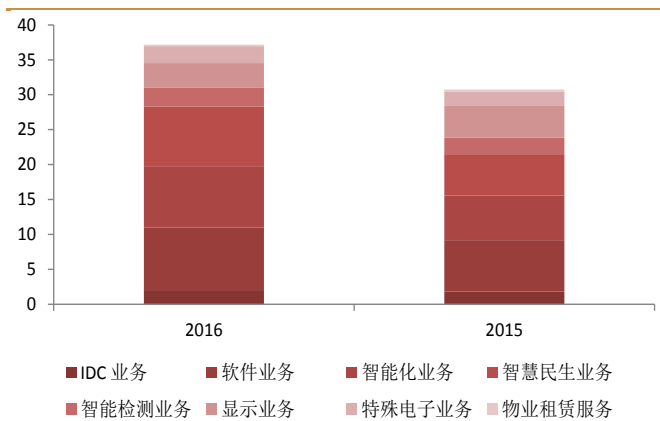
数据来源: wind, 西南证券整理

**表 2: 注入资产 2015、2016 年承诺业绩完成情况 (单位: 万元)**

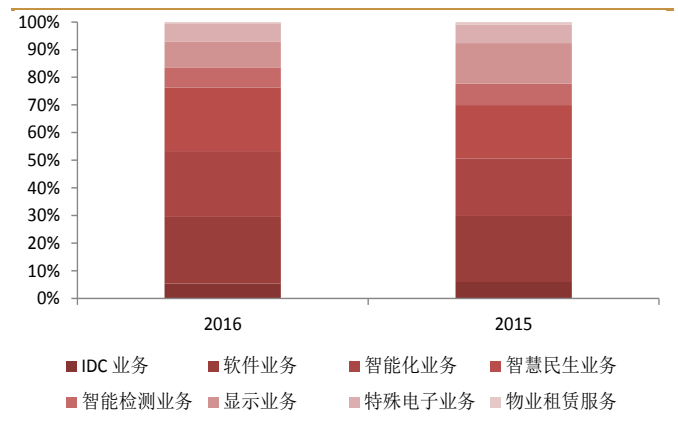
年度	项目	业绩承诺数	实际实现数	差异额	完成率
2015 年 4-12 月	南洋万邦	1,068.49	1,122.15	53.66	105.02%
2016	南洋万邦	1,720.39	1,760.07	39.68	102.31%
2015 年 4-12 月	赛嘉电子	1,610.72	1,669.05	58.33	103.62%
2016	赛嘉电子	2,423.97	2,487.16	63.19	102.61%
2015 年 4-12 月	宝通讯球	585.36	739.02	153.66	126.25%
2016	宝通讯球	876.79	912.07	35.28	104.02%
2015 年 4-12 月	科技网络	1,287.00	1,300.59	13.59	101.06%
2016	科技网络	1,988.00	2,016.26	28.26	101.42%
2015 年 4-12 月	信息网络	597.71	775.59	177.88	129.76%
2016	信息网络	982.01	1,010.10	28.09	102.86%
2015 年 4-12 月	卫生网络	23.62	32.65	9.03	138.23%
2016	卫生网络	28.18	35.05	6.87	124.38%
2015 年 4-12 月	科学仪器	1,395.56	1,492.46	96.90	106.94%
2016	科学仪器	2,142.00	2,723.51	581.51	127.15%

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**公司产品收入结构:** 2015 年公司完成重组之后, 产品结构更加丰富, 新增软件业务、智能化业务、智能监测业务与 IDC 业务, 本次拟注入信息化服务和智慧教育资产将巩固了目前业务板块, 为公司增加了优势渠道, 拓展了市场范围, 增厚公司业绩。根据 2016 年年报, 公司信息化基础板块的软件业务和 IDC 业务分别占营业收入的 21.8% 和 5.0%, 智能化解方案、智慧民生和智能检测业务分别占 21.6%、20.8% 和 6.6%, 智能产品板块的 LED 显示屏类和特殊电子业务占比分别为 8.6% 和 5.9%, 软件业务和智慧城市类业务占比达到 64.2%, 是主要的支柱业务。软件业务、智能化业务和智慧民生业务维持高增速, 2016 年收入分别增长了 21.6%、38.5% 和 43.9%。

**图 4: 公司 2015 年与 2016 年各产品收入情况 (亿元)**


数据来源: wind, 西南证券整理

**图 5: 公司 2015 年与 2016 年各产品占比情况**


数据来源: wind, 西南证券整理

## 2 上升为国家战略，智慧城市万亿市场隐现

### 2.1 政策利好不断，智慧城市建设加速

智慧城市作为政府对城市治理的新模式，自提出以来，政策利好不断，已从过去单纯的政策推动上升到国家战略。2014年3月，国务院发布《国家新型城镇化规划(2014-2020年)》，明确“推进智慧城市建设”，第一次将智慧城市纳入国家级战略规划，今年上半年，住建部在解读“十三五”规划时提出要推出100个新型智慧城市，整体投资达到5000亿元以上。随着智慧城市纳入国家战略，我们认为，智慧城市的建设将进入快车道，各项政策红利的释放不断地推动智慧城市建设规模的扩大。

表 3：智慧城市重大政策梳理

时间	政策	相关部门	内容
2012年12月	《关于开展国家智慧城市试点工作的通知》	住建部	设立智慧城市试点
2014年1月	“十二五”智慧城市建设战略合作会议	国开行、住建部	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智慧城市建设
2014年3月	国家新型城镇化规划（2014-2020年）	国务院	智慧城市建设纳入国家战略
2014年8月	《关于促进智慧城市健康发展的指导意见》	发改委、工信部等	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年3月	《政府工作报告》	国务院	发展智慧城市，促进工业化与信息化深度融合
2015年10月	《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》	国家发改委、国家标准委	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。
2015年11月	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建设》	国务院	支持绿色城市、智慧城市、森林城市建设和城际基础设施互联互通

数据来源：西南证券整理

### 2.2 智慧城市试点不断扩大，万亿市场规模可期

自2013年1月工信部公布首批90个智慧城市试点名单以来，智慧城市试点规模不断扩大。截至目前，已经公布了三批试点城市名单，试点城市总数接近300家，涵盖多个省市、自治区与直辖市。

表 4：全国主要智慧城市试点名单

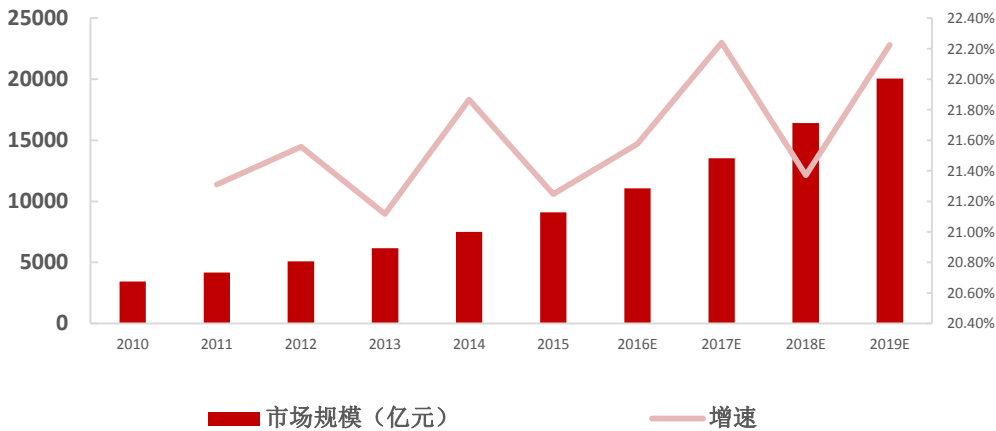
主要省市	主要智慧城市试点
北京市	门头沟区、大兴区庞各庄镇、新首钢高端产业综合服务区、房山区良乡高教园区、西城区牛街街道
天津市	天津滨海高新技术开发区京津合作示范区、静海县
上海市	浦东新区
重庆市	两江新区、渝中区、南山区、永川区
四川省	雅安市、成都市、绵阳市、遂宁市、崇州市

主要省市	主要智慧城市试点
河北省	唐山市、石家庄市、秦皇岛市、邯郸市
山西省	太原市、长治市、大同市、晋城市
内蒙古自治区	呼和浩特市、鄂尔多斯市、包头市石拐区、呼伦贝尔市
黑龙江省	齐齐哈尔市、肇庆市、肇东市、牡丹江市、安达市
吉林省	磐石市、辽源市、白山市江源区、四平市、吉林市高新区、长春净月高新技术产业开发区
辽宁省	沈阳市浑南新区、大连生态科技新城、营口市、庄河市、大连市普湾新区
山东省	东营市、威海市、德州市、新泰市、临沂市、寿光市、昌邑市、肥城市、济南西区、烟台市、曲阜市、青岛市崂山区
江苏省	无锡市、常州市、镇江市、泰州市、苏州工业园区、南通市、昆山市
安徽省	合肥高新技术产业开发区、芜湖市、铜陵市、阜阳市、淮北市
浙江省	温州市、金华市、诸暨市、杭州市上城区、宁波市镇海区
福建省	南平市、平潭市、福州市仓山区、莆田市、泉州台商投资区
江西省	南昌市红谷滩新区、萍乡市、共青城市、新余市、萍乡市
河南省	郑州市、鹤壁市、漯河市、济源市、新郑市、洛阳新区、许昌市
陕西省	咸阳市、杨凌示范区、宝鸡市、渭南市、延安市
广东省	珠海市、广州市番禺区、深圳市坪山新区、佛山市顺德区、东莞市东城区
湖北省	武汉市、黄冈市、咸宁市、宜昌市、襄阳市
甘肃省	兰州市、金昌市、白银市、陇南市、敦煌市

数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

从试点城市的数量与分布上来看，我国绝大部分省份均拥有 4 个以上的试点城市，且试点范围涵盖省会城市，这形成了一定的示范效应。随着未来试点规模的不断扩大以及国家级建设标准的制定，智慧城市的全国化推广是大概率事件。

智慧城市涵盖物联网、云计算、大数据、空间地理信息集成等新一代信息技术，拥有城市服务、公共安全、环保、民生、工商业活动等多个行业应用，可帮助政府实现城市管理与服务的自动化与智能化。正是因为涵盖技术多，涉及行业广，所以广义的智慧城市市场规模超过了万亿，根据前瞻产业研究院的数据，从 2010 年以来，智慧城市的市场规模保持了年均 36.8% 的复合增长率，未来，智慧城市的市场规模将超过万亿。目前，住建部规划在“十三五”期间智慧城市投资规模将超过 5000 亿元，加上各个省市在“十三五”期间智慧城市的规划，我们认为，随着智慧城市上升成为国家战略，城市的建设将步入快车道，市场机会广阔。

**图 6: 智慧城市市场规模 (亿元)**


数据来源: 前瞻产业研究院、西南证券

## 2.2 公司智慧城市订单持续释放

公司业务涉及智慧城市基础软、硬件及若干应用层软件,并具有智慧城市整体构架能力,目前已经落地了与北洋电气集团合作的威海智慧城市订单,与株洲市国资委成立了合资子公司进行株洲市智慧城市建设,并中标了阿拉善智慧城市 PPP 项目。考虑到公司在业务和渠道方面的能力,智慧城市订单有望持续释放。

威海市智慧城市战略合作协议 2016 年 6 月 30 日签订。公司与北洋集团在集团层面战略和资本合作,具体业务优势互补,共同参与威海市智慧城市建设。目前已经推进的项目有城市光亮工程、智慧停车场、智慧水务、虚拟现实职业教育培训、人员惯导定位智慧养老、建筑智能化,以及食品安全追溯、标准快检方案与设备、在线水质分析等。框架合作协议为 10 年。项目业绩有望从 2017 年开始逐步落地。

株洲市智慧城市项目建设主体株洲云赛智城信息技术有限公司于 2016 年 10 月成立。公司与株洲市国有资产投资控股集团有限公司、上海飞乐音响股份有限公司旗下全资子公司北京申安投资集团有限公司在株洲共同成立“株洲云赛智城信息技术有限公司”,该公司注册资本 15000 万元,其中公司出资 3000 万元,持股比例为 20%。株洲云赛智城以《株洲市人民政府上海仪电(集团)有限公司战略合作框架协议书》为基础,开展智慧城市项目的投资、建设及运营业务。目前已中标《“智慧株洲”电子眼建设及联网项目安防系统集成及运维服务》项目,项目目标的金额为 1.55 亿元。

2017 年 4 月公司中标阿拉善智慧城市政府和社会资本合作 (PPP) 项目。一期项目总投资额为 33178 万元,包括智能交通、综合应急指挥中心、城市综合信息大数据平台、智慧城管综合信息平台、智慧医疗一期、智慧社区、社会治安综合治理信息平台、智慧气象服务平台、生态环境数据中心、智慧文化部分项目(阿拉善智慧博物馆建设等)、农村牧区广电发射台机房监测系统及野外文物保护现场动环监控系统等 11 个子系统,涵盖了各类城市级行业应用。项目合作期 13 年,其中建设期 3 年,运营期 10 年。这是公司在智慧城市综合解决方案提供商战略上取得的重大突破,有望形成标杆项目,提升公司在智慧城市建设方面的综合竞争力,同时增厚公司业绩。

另外，公司各个业务板块目前正在稳步推进的重点项目还有上海智慧供水管网信息化管理平台一期项目、上海市地表水环境预警监测与评估体系建设设备及集成运维等项目，在上海、内蒙等地区实施的基于云平台的食品安全快速检测和监管系统；龙放建筑公司中标了某市文体会展中心声光电系统工程项、某市深水港工程信息系统项目。

### 3 内生、并购与多元合作三箭齐发，公司业务快速推进

#### 3.1 夯实基础，云计算与大数据业务建设加速

2015 年公司注入的资产科技网络与南洋万邦是目前公司的大数据与云计算业务运营平台，2016 年上半年，公司的云计算与大数据业务不断推进，2016 年 1 月，公司推出提供私有云、专享云和混合云服务的“仪电云”平台，并在 6 月对该平台进行了扩容，2016 年 3 月，科技网络获得由数据中心联盟颁发的第五批可信云服务认证。南洋万邦是公司云计算与服务的运营主体，作为国内领先的信息服务提供商，南洋万邦是微软在中国最大的合作伙伴，代理微软 Azure 的云产品与云服务。此外，公司通过自主品牌的 PaaS、SaaS 等智慧应用云平台与云服务的设计、研发，为客户提供企业协作云平台解决方案与云计算等解决方案。

此次交易的标的公司中，信诺时代的主营业务与南洋万邦相同，向企业客户提供云计算服务、信息化解决方案及销售信息化产品，且同为微软的金牌合作伙伴。信诺时代业务主要集中在华北地区，优势行业是金融、制造、科技、互联网及服务行业，大部分客户是大型国企央企。公司已积累了上万家企业的服务经验。南洋万邦的业务主要分布在华东和华南，收购完成后公司会打通信诺时代和南洋万邦的服务体系，形成全国高质量的云服务部署和交付渠道，打造全国优势的“云销售商”，为公司智慧城市业务发展提供解决方案层的支持。信息化服务是本地化业务，市场相对分散，收购信诺时代有利于公司拓展业务范围，提高市占率，同时两子公司研发协同，有望为客户云转型提供更多更加标准和细化的云服务，进一步提高公司的竞争力，且随着企业信息化构架由传统形式向云转化及对数据计算存储需求的提升，信息化服务行业仍然会保持稳健增长，同时云化对信息化服务提供商提出更高要求，具有研发及技术优势的企业有望在竞争中获得更多市场份额。

图 7：南洋万邦企业协作云平台解决方案



数据来源：公司网站，西南证券整理

图 8：南洋万邦云计算解决方案



数据来源：公司网站，西南证券整理



南洋万邦和新诺时代有望与微软合作建设和运营基于 Office365 的云产品、Azure 的云平台，以及推动食品安全管控平台业务、智慧政务业务及大数据解决方案。通过与微软在云平台与云产品上的合作，公司能够积累相关运营和产品经验，并借助微软的产品建立客户资源。未来公司可通过与微软的技术合作发展自主品牌的云产品与服务，借助微软的技术优势与自身的客户资源，公司的云计算业务有望迎来放量增长。

科技网络公司作为上海本地的高端数据中心运营商，客户主要集中在上海地区。公司目前拥有容量近 2000 个机柜的宝山云计算中心与徐汇数据中心以及覆盖上海 1100 多公里的光纤宽带城域网，主干带宽为 100G 的 IP-MPLS 宽带城域网络。科技网络 2016 年获得了由数据中心联盟颁发的第五批可信云服务认证，为做强云及增值业务奠定了基础。为推动公司智慧城市业务的发展，扩大云计算与大数据的业务规模，公司启动了新数据中心的建设，调研考察全市各区县 20 多处地块并进行可行性分析。新数据中心的建立，将提升公司大数据业务规模，为公司构建以大数据、云计算、物联网为基础的智慧城市业务提供支撑，扩大公司在智慧城市行业平台层的竞争力。未来，以云计算与大数据为主平台层将与以智能产品为主的感知层一起，形成协同效应，助力公司在行业应用上的拓展。

**图 9：宝山云计算中心**


数据来源：公司网站，西南证券整理

**图 10：徐汇数据中心**


数据来源：公司网站，西南证券整理

### 3.2 外延并购加快智慧城市产业链布局

2016 年，为加快智慧城市产业链布局，公司在智能安防、智能检测、智慧教育、智慧水务等应用领域进行了一系列的外延并购，相继完成了对龙放建筑、仪电溯源、云瀚科技的股权收购。其中，收购仪电溯源完善了公司食品溯源产业链，云瀚科技作为公司未来智慧水务业务平台，补齐了公司在智慧城市行业应用上的短板，龙放建筑作为拥有建筑施工资质的企业，解决了公司在智慧城市建设中建筑资质缺失的问题。

**表 5：公司智慧城市应用层面 2016 年的并购情况**

时间	外延并购事件	收购目的
2016 年 1 月	收购龙放建筑 100% 股权	获得智能化系统施工甲级资质，形成智能化事业部“三甲”资质平台
2016 年 6 月	收购仪电溯源 60% 股权	与公司现有智慧检测业务协同发展，形成一体化的检测溯源产业链，打造基于物联网技术的“食品安全溯源体系”
2016 年 7 月	收购云瀚科技 75% 股权	打造智慧水务业务平台，与公司其他业务产生协同，完善公司智慧城市综合解决方案能力

数据来源：公司公告，西南证券整理

在本次收购标的中，仪电鑫森的主营业务是智慧校园解决方案、教育行业软件开发及提供运维服务等。仪电鑫森立足于上海，业务涉及上海 13 个区县，服务过超过 1000 家学校，是上海教育信息化领域龙头。上海市 2016 年的教育支出为 841 亿元，同比增长约 5.7%，信息化投入约占 8%，约为 67 亿元，预计未来会逐年增加。受益于教育产业投入的持续增长，公司的渠道优势，公司业绩保持高增速，2016 年公司收入翻倍。公司股东上海仪电集团已于上海闵行区、松江区、徐汇区、浦东新区政府、虹口区教育局签署战略合作协议，预计仪电鑫森业绩后继有力。智慧教育是公司智慧城市布局中的重要业务板块，100%控股仪电鑫森有利于增厚公司业绩。

公司有望继续通过并购方式提高在智慧城市行业应用解决方案中的能力，巩固公司的核心竞争力。

### 3.3 多元化合作提升产品实力，增加市场份额

2016 年，公司与复旦大数据学院/研究院、微软中国、威海北洋集团等签署战略合作协议，形成了“产学研”、“外资加国资”、“跨区域国企”等多元化的合作模式。

**表 6：公司签署战略合作协议相关情况**

时间	合作方	合作内容
2016 年 1 月	复旦大学大数据学院与大数据研究院	签订《战略合作协议》，共同推进大数据、云计算、物联网、微电子等领域新技术研发与应用，特别是在基于大数据技术的智慧城市建设等领域开展产学研合作
2016 年 5 月	微软（中国）有限公司	拟成立双创运营公司，共同打造物联网创业生态链，深入开展“智慧城市”相关的云计算、物联网和大数据前沿技术和示范项目合作，共同拓展政府及公共安全领域云计算及应用解决方案市场
2016 年 7 月	威海北洋电器集团股份有限公司	优先推进城市光亮工程、智慧停车场、智慧水务、虚拟现实职业教育培训、建筑智能化，以及食品安全追溯、标准快检方案与设备、在线水质分析等项目的实施。

数据来源：公司公告，西南证券整理

除了上述合作之外，公司作为上海仪电集团下属上市公司，积极与集团内部相关公司合作，运用 PMO（项目管理办公室）管理模式，与飞乐音响、仪电物联等业内企业共享市场和项目信息，在上港集团、申通地铁、智能灯杆、智慧园区等大项目中，提高项目策划和实施效率，推动产业联动和业务协同。我们认为，多元化的合作模式有助于公司技术的研发与业务的推进，此外，受益于 PMO 模式为公司带来更多的项目，公司的业务拓展有望进入快车道。

## 4 盈利预测与投资建议

### 关键假设:

1) 公司业务进展顺利, 2015 年注入的 7 家公司完成 2017 年归母净利润 1.02 亿元与 2018 年归母净利润 1.23 亿元的业绩承诺。本次交易标的未来三年均达到承诺业绩, 信诺时代 2017-2019 年分别实现净利润 1456 万元、1813 万元和 2192 万元, 仪电鑫森分别实现净利润 4299 万元、4896 万元和 5524 万元。

2) 假设本次资产注入于 2017 年 7 月开始并表, 信诺时代业绩并入软件业务及智能化业务类型, 仪电鑫森并入智慧民生类业务, 两类业务订单受并表影响保持高增速, 2017-2019 软件业务订单增速分别为 24%、55%和 23%, 智慧民生类业务增速分别为 50%、45%和 40%。

3) 假设智慧民生类业务毛利率受并表影响, 毛利率有所提升。其他业务毛利率基本稳定。

表 7: 公司各项业务盈利预测 (百万元)

业务	项目	2016A	2017E	2018E	2019E
软件业务	营业收入	893.4	1,107.8	1,717.1	2,112.0
	增速	21.6%	24.0%	55.0%	23.0%
	毛利率	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
智能化业务	营业收入	882.1	1,323.2	1,918.7	2,686.1
	增速	66.2%	50.0%	45.0%	40.0%
	毛利率	22.0%	23.0%	23.0%	23.0%
智慧民生业务	营业收入	853.2	1,279.8	1,855.7	2,226.8
	增速	-	50.0%	45.0%	20.0%
	毛利率	13.6%	15.0%	15.0%	15.0%
LED 显示屏类	营业收入	350.8	368.3	390.4	417.8
	增速	-11.4%	5.0%	6.0%	7.0%
	毛利率	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%
智能检测业务	营业收入	271.6	312.4	362.3	423.9
	增速	13.9%	15.0%	16.0%	17.0%
	毛利率	35.4%	35.0%	35.0%	35.0%
特殊电子业务	营业收入	242.0	362.9	508.1	660.6
	增速	49.4%	50.0%	40.0%	30.0%
	毛利率	38.8%	40.0%	40.0%	40.0%
IDC 业务	营业收入	203.4	227.8	257.4	293.4
	增速	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%
	毛利率	32.7%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	营业收入	4,093.8	5,418.5	7,455.8	9,322.7
	增速	36.6%	32.4%	37.6%	25.0%
	毛利率	22.7%	23.2%	22.6%	22.8%

数据来源: 西南证券

预计公司 2017-2019 年营业收入年复合增速为 31.6%，归母净利润年复合增长率为 31.4%，考虑到定增摊薄，对应的 EPS 分别为 0.23 元、0.31 元和 0.39 元，对应的 PE 分别为 41 倍、30 倍和 24 倍。考虑到公司的智慧城市产业布局完善，具有明显的竞争优势，考虑到未来智慧城市建设规模不断加大，公司业绩有望快速提升。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5 风险提示

收购整合或不及预期、并购企业业绩实现或不及承诺、市场竞争加剧等风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4093.84	5418.49	7455.76	9322.72	净利润	308.76	378.08	517.69	680.26
营业成本	3164.03	4162.27	5768.35	7197.55	折旧与摊销	71.81	58.66	58.66	58.66
营业税金及附加	23.05	27.35	37.28	46.61	财务费用	-15.46	-4.60	-6.33	-7.92
销售费用	129.22	193.04	246.04	289.00	资产减值损失	49.83	60.00	55.00	55.00
管理费用	502.45	688.15	917.06	1137.37	经营营运资本变动	184.67	-261.68	-205.95	-214.35
财务费用	-15.46	-4.60	-6.33	-7.92	其他	-512.51	-175.03	-172.22	-193.88
资产减值损失	49.83	60.00	55.00	55.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>87.10</b>	<b>55.42</b>	<b>246.84</b>	<b>377.77</b>
投资收益	68.32	100.00	120.00	140.00	资本支出	6.82	-184.02	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-679.44	106.99	120.00	140.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-672.62</b>	<b>-77.03</b>	<b>120.00</b>	<b>140.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>309.03</b>	<b>392.27</b>	<b>558.37</b>	<b>745.10</b>	短期借款	-19.00	-13.00	0.00	0.00
其他非经营损益	60.05	60.52	61.23	69.24	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>369.08</b>	<b>452.79</b>	<b>619.60</b>	<b>814.34</b>	股权融资	2.89	-215.77	0.00	0.00
所得税	60.32	74.71	101.91	134.08	支付股利	-49.09	-72.09	-95.77	-128.16
净利润	308.76	378.08	517.69	680.26	其他	-17.71	-24.64	6.33	7.92
少数股东损益	71.04	62.30	95.11	141.01	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-82.91</b>	<b>-325.50</b>	<b>-89.44</b>	<b>-120.24</b>
归属母公司股东净利润	237.72	315.79	422.58	539.25	<b>现金流量净额</b>	<b>-663.84</b>	<b>-347.12</b>	<b>277.41</b>	<b>397.53</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1505.28	1499.12	1776.53	2174.06	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1050.17	1421.30	1945.51	2431.31	销售收入增长率	36.58%	32.36%	37.60%	25.04%
存货	495.97	677.99	943.87	1181.83	营业利润增长率	48.07%	26.94%	42.34%	33.44%
其他流动资产	43.96	48.94	67.34	84.20	净利润增长率	39.86%	22.45%	36.93%	31.40%
长期股权投资	177.58	177.58	177.58	177.58	EBITDA 增长率	46.31%	22.15%	36.83%	30.32%
投资性房地产	77.07	77.07	77.07	77.07	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	276.45	225.36	174.26	123.17	毛利率	22.71%	23.18%	22.63%	22.80%
无形资产和开发支出	217.18	395.76	390.32	384.88	三费率	15.05%	16.18%	15.52%	15.22%
其他非流动资产	1324.71	1322.59	1320.47	1318.35	净利率	7.54%	6.98%	6.94%	7.30%
<b>资产总计</b>	<b>5168.37</b>	<b>5845.71</b>	<b>6872.95</b>	<b>7952.44</b>	ROE	7.97%	8.84%	11.02%	12.96%
短期借款	13.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.97%	6.47%	7.53%	8.55%
应付和预收款项	992.21	1213.86	1711.79	2143.62	ROIC	19.15%	21.66%	23.80%	26.95%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	8.93%	8.24%	8.19%	8.54%
其他负债	288.67	355.41	462.80	558.36	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1293.87</b>	<b>1569.27</b>	<b>2174.59</b>	<b>2701.98</b>	总资产周转率	0.84	0.98	1.17	1.26
股本	1326.84	1367.43	1367.43	1367.43	固定资产周转率	14.32	21.75	37.66	63.47
资本公积	1430.71	1515.31	1515.31	1515.31	应收账款周转率	5.78	5.60	5.74	5.50
留存收益	725.35	969.05	1295.86	1706.95	存货周转率	5.96	6.79	6.94	6.64
归属母公司股东权益	3512.14	3851.78	4178.59	4589.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.19%	—	—	—
少数股东权益	362.35	424.65	519.76	660.77	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3874.49</b>	<b>4276.43</b>	<b>4698.36</b>	<b>5250.46</b>	资产负债率	25.03%	26.84%	31.64%	33.98%
负债和股东权益合计	5168.37	5845.71	6872.95	7952.44	带息债务/总负债	1.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.54	2.44	2.26	2.24
					速动比率	2.14	1.99	1.81	1.79
					股利支付率	20.65%	22.83%	22.66%	23.77%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.17	0.23	0.31	0.39
					每股净资产	2.83	3.13	3.44	3.84
					每股经营现金	0.06	0.04	0.18	0.28
					每股股利	0.04	0.05	0.07	0.09
业绩和估值指标									
EBITDA	365.38	446.32	610.69	795.84					
PE	54.01	40.66	30.39	23.81					
PB	3.31	3.00	2.73	2.45					
PS	3.14	2.37	1.72	1.38					
EV/EBITDA	25.81	21.97	15.60	11.47					
股息率	0.38%	0.56%	0.75%	1.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn