

达实智能 (002421.SZ)

软件行业

评级: 买入 首次评级

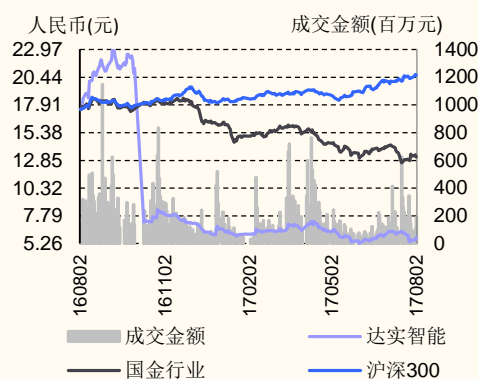
公司深度研究

市场价格 (人民币): 5.82 元  
 目标价格 (人民币): 6.70-6.80 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) | 1,409.88   |
| 总市值(百万元)       | 11,213.57  |
| 年内股价最高最低(元)    | 23.00/5.26 |
| 沪深 300 指数      | 3760.85    |
| 深证成指           | 10469.34   |



## 三大引擎打造智慧城市, “金融+”助达实腾飞

## 公司基本情况(人民币)

| 项目          | 2015   | 2016     | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|-------------|--------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.238  | 0.143    | 0.203    | 0.273    | 0.371    |
| 每股净资产(元)    | 3.95   | 1.46     | 1.68     | 1.85     | 2.12     |
| 每股经营性现金流(元) | 0.21   | -0.01    | 0.51     | -0.01    | -0.06    |
| 市盈率(倍)      | 92.18  | 46.03    | 28.71    | 21.29    | 15.70    |
| 行业优化市盈率(倍)  | 26.21  | 26.21    | 26.21    | 26.21    | 26.21    |
| 净利润增长率(%)   | 36.08% | 80.49%   | 41.77%   | 34.85%   | 35.63%   |
| 净资产收益率(%)   | 6.02%  | 9.80%    | 12.10%   | 14.78%   | 17.49%   |
| 总股本(百万股)    | 642.48 | 1,927.20 | 1,926.73 | 1,926.73 | 1,926.73 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **市场广阔+实力超群, 公司业绩无忧:** 1) 根据新建建筑增量市场和既有建筑存量翻新市场测算, 预计 2017-2020 年智慧建筑市场规模达 **3 万亿**; 大行业小公司行业属性之下, 公司依靠经营充足、资质齐全、资金充裕、研发优势 **四大优势精耕智慧建筑, 竞争实力超群保障营收**; 2) 根据十三五规划和轨道交通智能化系统建设规模的占比 (4%), 保守估计 2017-2020 年公司目前所涵盖的轨道交通智能化业务领域市场空间达 **1000 亿**, 公司凭借开发时间早、产品线齐全、全国布局 **三大优势**, 千亿市场下订单无忧; 3) 采用 2014-2015 年医疗信息化市场规模增速预测, 预计 2017-2020 年医疗信息化建设市场规模达 **1600 亿**, 公司通过收购/参股成功切入智慧医疗领域, 2016 年/2017 年 H1 公司智慧医疗营收增速显著, 同比 416%/112%, 订单金额高增的同时内涵更丰, 助力公司向区域医疗信息平台、大数据系统全面升级。
- **营收/净利迅猛增长, “金融+”打开未来想象空间:** 1) 公司营收/归母净利润迅猛增长, 六年复合增长率高达 **36%/43%**; 从业务来看, 智慧建筑+智慧医疗+智慧交通齐头并进, 其中智慧医疗营收/订单迅猛增长; 从毛利率来看, 智慧医疗毛利率远超公司传统主营, 加强智慧医疗布局有利于提升公司业绩; 从地域来看, 公司智慧城市版图逐步扩张增厚营收; 2) 八大投资助力智慧城市产业链完善+版图扩张: ①公司采取股权投资、设立产业基金、设立保险公司全方位完善智慧城市产业链布局, 提升公司竞争实力; ②同时, **公司通过与各地地方政府签署框架协议、发起设立 PPP 基金公司、投资设立 PPP 基金打开新市场、巩固提升市占率**, 其中继公司 2015 年与淮南市政府签订绿色智慧城市 PPP 战略协议后, 公司 2016 年与淮南市政府成功签订 2.4 亿 PPP 项目, 框架协议效力渐显, 未来 PPP 订单可期; ③公司拟于雄安成立子公司助力公司进一步开拓京津冀和北方市场打开想象新边际。
- **目标价下 PE 估值安全边际高:** 1) 我们根据公司在手订单及历史增速预计公司 2017/2018 年营收为 33/45 亿元, 归母净利为 3.9/5.3 亿元, EPS 为 0.2/0.27 元, 根据 PEG 估值法给予公司 17 年 PEG 为 0.8, 对应 17 年 PE 为 33 倍, 对应股票价格为 6.8 元; 2) 横向来看, 可比公司 2017 年平均 PE 估值为 42 倍, A 股智慧城市板块 PE 估值为 65 倍; 纵向来看, 公司历史平均 PE 估值为 68 倍, 目标价下 PE 估值安全边际较高。

## 投资建议

黄俊伟 分析师 SAC 执业编号: S1130517050001  
 (8621)60230241  
 huangjunwei@gjzq.com.cn

石人望 联系人  
 shirenwang@gjzq.com.cn

- 公司 2017/2018 年 EPS 为 0.2/0.27 元，根据 PEG 估值法给予公司 6-12 月目标价 6.8 元，对应 2017/2018 年 PE 估值 33/25 倍。

#### 风险

- 宏观经济政策风险、快速扩张带来的管理风险、人才风险、应收账款过高减值风险、解禁风险。

## 内容目录

|  |    |
|--|----|
| 一、三大智慧齐头并进，“金融+”完善产业链布局 .....                    | 5  |
| 1. 民营控股灵活思辨，成功切入智慧医疗 .....                       | 5  |
| 2. 营收/净利稳步提升，智慧建筑+智慧医疗+智慧交通协同发展，智慧城市版图逐步扩张 ..... | 6  |
| 3. “金融+”双管齐下助力智慧城市布局 .....                       | 8  |
| 二、智能建筑：万亿市场保障营收基数，竞争优势助力市占率提升 .....              | 10 |
| 1. 智能建筑优势突出，2017-2020 年市场规模达 3 万亿 .....          | 10 |
| 2. 四大优势助力公司市占率提升，中标订单彰显竞争实力 .....                | 13 |
| 三、智慧轨交：千亿市场之下，产品线丰富+全国布局订单高增可期 .....             | 14 |
| 1. 轨道交通是城市标配工程，智慧化建设大势所趋 .....                   | 14 |
| 2. 轨交发展提速+智慧化建设推进，智慧轨交市场规模达千亿 .....              | 17 |
| 3. 公司深耕智慧轨交市场，丰富产品线+布局全国战略助力轨交营收高增 ..            | 18 |
| 四、智慧医疗：订单饱满支撑业绩，千亿市场+重点布局做大空间 .....              | 22 |
| 1. 顶层政策推动智慧医疗发展，医疗信息化市场规模达千亿 .....               | 22 |
| 2. 积极并购+参股成功切入智慧医疗市场，持续外延扩张可期 .....              | 23 |
| 3. 订单饱满支撑业绩，信息化+大数据打开未来想象空间 .....                | 26 |
| 五、员工持股彰显充足信心 .....                               | 28 |
| 六、盈利预测与估值 .....                                  | 29 |
| 1. 盈利预测 .....                                    | 29 |
| 2. 采用 PEG 估值法，给予目标价 6.8 元 .....                  | 30 |
| 七、风险提示 .....                                     | 31 |

## 图表目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图表 1：董事长刘磅为公司实际控制人 .....             | 5  |
| 图表 2：管理层嗅觉灵敏，成功把握两次行业红利 .....        | 5  |
| 图表 3：公司营收/净利维持高位增长 .....             | 6  |
| 图表 4：2015 年智慧建筑及节能营收贡献占比高达 69% ..... | 6  |
| 图表 5：2016 年智慧医疗部分营收稳步上升 .....        | 6  |
| 图表 6：智慧医疗订单占比逐年增长（亿元） .....          | 7  |
| 图表 7：2015 年三大业务毛利率情况（%） .....        | 7  |
| 图表 8：2017 年 H1 智慧医疗毛利率维持高位 .....     | 7  |
| 图表 9：各地营收快速增长，华东地区增长迅猛 .....         | 8  |
| 图表 10：华东地区营收占比增大，地域分布更加多元化 .....     | 8  |
| 图表 11：“金融+”双管齐下助力智慧城市布局 .....        | 8  |
| 图表 12：金融+助力公司智慧城市布局 .....            | 8  |
| 图表 13：与地方政府签署框架协议有助于公司提升市占率 .....    | 9  |
| 图表 14：框架协议推动 PPP 项目拿单 .....          | 10 |

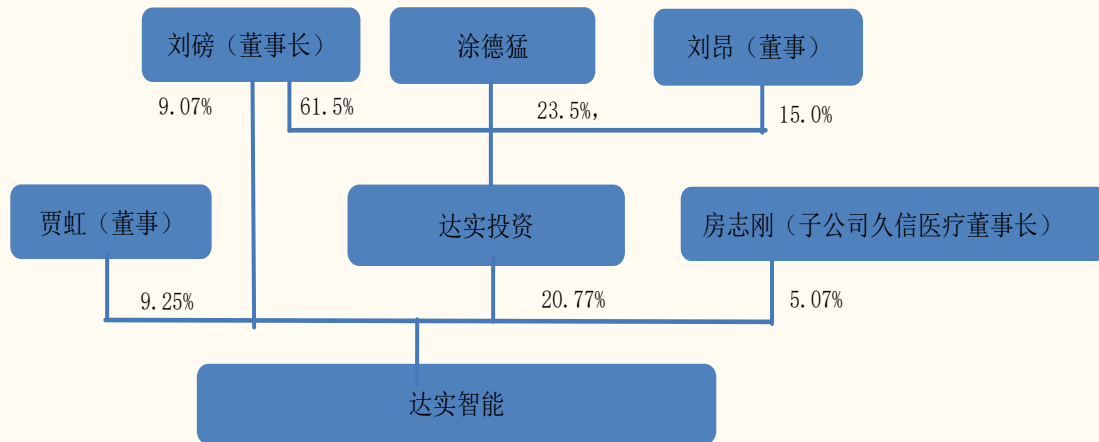
|  |    |
|--|----|
| 图表 15: 智能建筑及节能优势突出.....                          | 11 |
| 图表 16: 建筑智能化工程特点.....                            | 11 |
| 图表 17: 建筑智能化业务的发展前景广阔.....                       | 12 |
| 图表 18: 2012-2015 年我国建筑智能存量改造市场规模统计表.....         | 12 |
| 图表 19: 2012-2015 年我国建筑智能新建市场规模统计表.....           | 12 |
| 图表 20: 建筑智能化未来市场规模巨大.....                        | 13 |
| 图表 21: 经验充足+资质齐全+助力+资金充裕+研发优势, 公司市占率有望提升.....    | 14 |
| 图表 22: 中标智能建筑大额订单.....                           | 14 |
| 图表 23: 中标节能服务大额订单.....                           | 14 |
| 图表 24: 轨道交通相比公交效率更高, 智能化系统进一步提高轨交效能.....         | 15 |
| 图表 25: 近年来国家出台多项政策推动交通智能化的建设发展.....              | 16 |
| 图表 26: 轨道交通智能化系统投资约占整个轨交投资的 3-4%左右.....          | 16 |
| 图表 27: “十三五”期间预计未来平均每年轨交智能化系统市场空间为 275.7 亿元..... | 17 |
| 图表 28: 智能化轨交市场空间测算的逻辑框架.....                     | 18 |
| 图表 29: 公司智慧交通主要产品.....                           | 19 |
| 图表 30: 对比同业—公司的轨交智能化系统业务覆盖面更广.....               | 19 |
| 图表 31: 发改委批复的城市轨交建设规划逐渐向二、三线城市延伸.....            | 20 |
| 图表 32: 目前公司智慧轨交业务已遍布全国九个城市.....                  | 20 |
| 图表 33: 公司自 2015 年来所签订的智慧轨交订单金额达 8.4 亿元.....      | 20 |
| 图表 34: 对比同业—公司的轨交智能化系统业务营收增速更快.....              | 21 |
| 图表 35: 2014、2015 年全国轨道交通投资额增速大幅上升.....           | 22 |
| 图表 36: 顶层政策推动智慧医疗发展.....                         | 22 |
| 图表 37: 未来医疗信息化建设花费增长快.....                       | 23 |
| 图表 38: 久信医疗主要成绩.....                             | 24 |
| 图表 39: 久信医疗主营业务.....                             | 24 |
| 图表 40: 久信医疗主营业务收入(万元).....                       | 25 |
| 图表 41: 参股小鹿暖暖完善公司战略布局.....                       | 26 |
| 图表 42: 智慧医疗领域订单.....                             | 26 |
| 图表 43: 智慧医疗营收贡献度上升.....                          | 27 |
| 图表 44: 智慧医院整体解决方案领导者.....                        | 27 |
| 图表 45: 区域互联网医院升级为区域医疗信息平台.....                   | 28 |
| 图表 46: 预计公司 2017 年智慧医疗营收达 12.2 亿元。.....          | 29 |
| 图表 47: 预计公司 2017/2018/2019 归母净利达 4/5/7 亿元.....   | 30 |
| 图表 48: 采用 PEG 估值法, 给予目标价 6.8 元.....              | 30 |
| 图表 49: 可比公司 2017 年 PE 平均估值为 42 倍.....            | 30 |
| 图表 50: 目标价下 PE 估值安全边际高.....                      | 31 |

## 一、三大智慧齐头并进，“金融+”完善产业链布局

### 1. 民营控股灵活思辨，成功切入智慧医疗

- **打造领先全国的智慧城市建设及运营服务商：**公司实际控制人为创始人刘磅，民营控股灵活思辨，凭借敏锐嗅觉，公司不断提前布局新市场、积极开拓新市场。享受新行业初期红利，公司以“让城市更智慧，让建筑更节能”为经营宗旨，聚焦智慧建筑、智慧交通、智慧医疗三大领域，目前已成为国内领先的智慧城市建设与运营服务商。

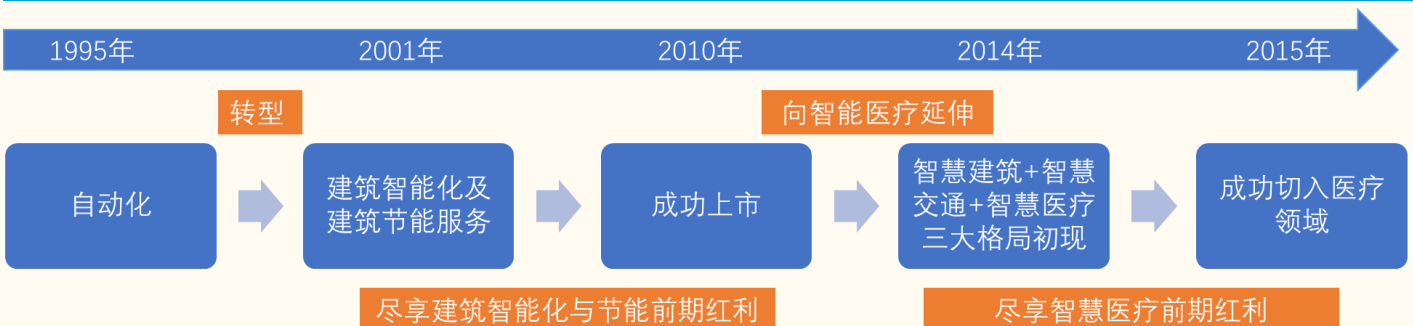
图表 1：董事长刘磅为公司实际控制人



来源：2017 年一季报、国金证券研究所

- 公司由实际控制人刘磅于 1995 年创立，公司主营以“自动化”为起点，2001 年逐步向“建筑智能化及建筑节能服务”（含交通建筑）转型，尽享建筑智能化和节能服务产业发展前期红利，2010 年成功登陆中小板，积极布局智慧建筑+智慧交通两大领域。
- 2014 年公司年报首次提到“做强智慧建筑及建筑节能业务、做大智慧医疗业务、做通智慧城市业务”的 2015 年年度目标，标志着公司由“智慧建筑+智慧交通”两大领域向至“智慧医疗”第三大领域延伸，智慧城市三大领域格局初现。
- **2015 年借助收购参股成功切入智慧医疗：**2015 年公司通过收购、参股等投资方式切入医疗领域，同年公司成功签约仁怀市人民医院 PPP 项目、中煤矿建总医院机电系统与互联网医院项目、遵义医学院附属医院新蒲分院 BOT 项目三大项目，总计合同金额达 4.5 亿元，实现了智慧医疗服务的全面落地，标志着公司向智能医疗领域的成功转型。

图表 2：管理层嗅觉灵敏，成功把握两次行业红利

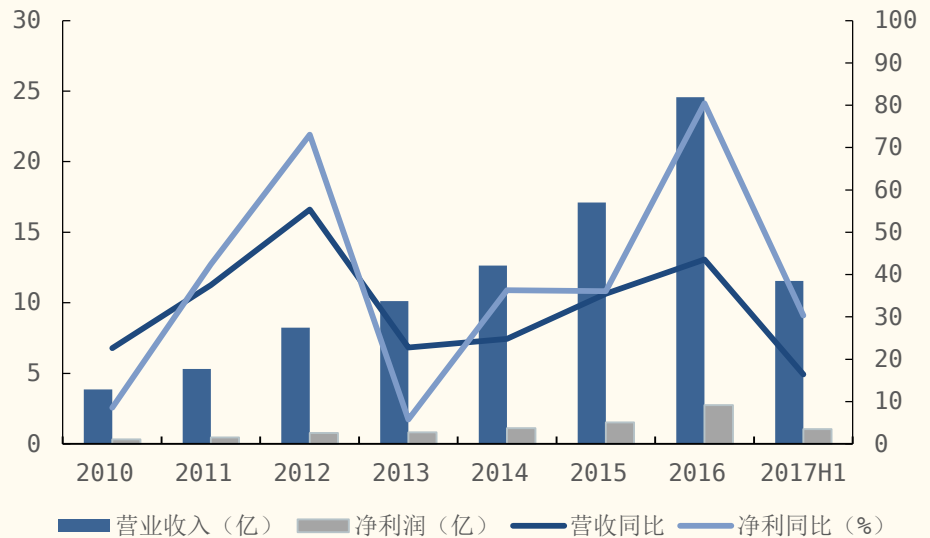


来源：历年年报、国金证券研究所

**2. 营收/净利稳步提升，智慧建筑+智慧医疗+智慧交通协同发展，智慧城市版图逐步扩张**

- **营收/净利稳步增长：**营收稳步增长，公司自 2010 年上市以来以来，营收/净利保持高位增长，6 年营收/归母净利复合增长率高达 36%/43%，2017 年 H1 营收同比增长 12%，归母净利同比增长 30%，公司业绩稳步向好。

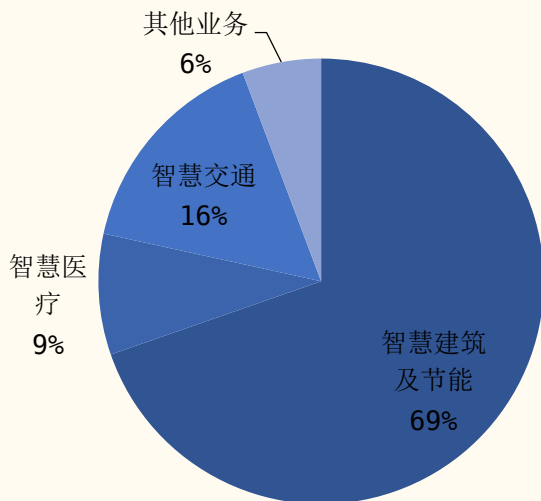
**图表 3： 公司营收/净利维持高位增长**



来源：公司公告，国金证券研究所

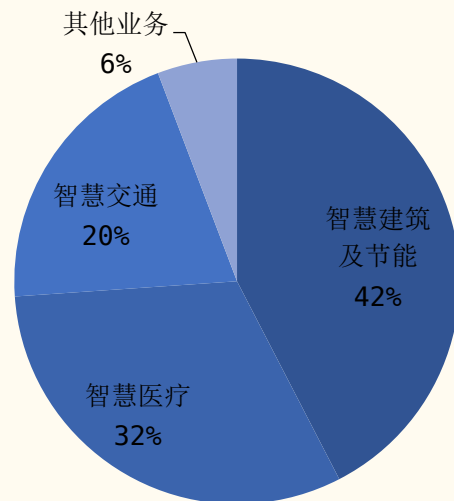
- **从业务分布来看之营收分布：智慧建筑+智慧医疗+智慧交通三足鼎立格局初现：**从营收分布来看，2016 年智慧建筑/智慧医疗/智慧交通三大业务贡献营收 10/8/5 亿元，占比分别为 42%/32%/20%，其中智慧医疗/智慧交通同比增长 416%/84%，2017 年 H1 智慧医疗维持高增，同比增长高达 112%。

**图表 4： 2015 年智慧建筑及节能营收贡献占比高达 69%**



来源：公司公告，国金证券研究所

**图表 5： 2016 年智慧医疗部分营收稳步上升**

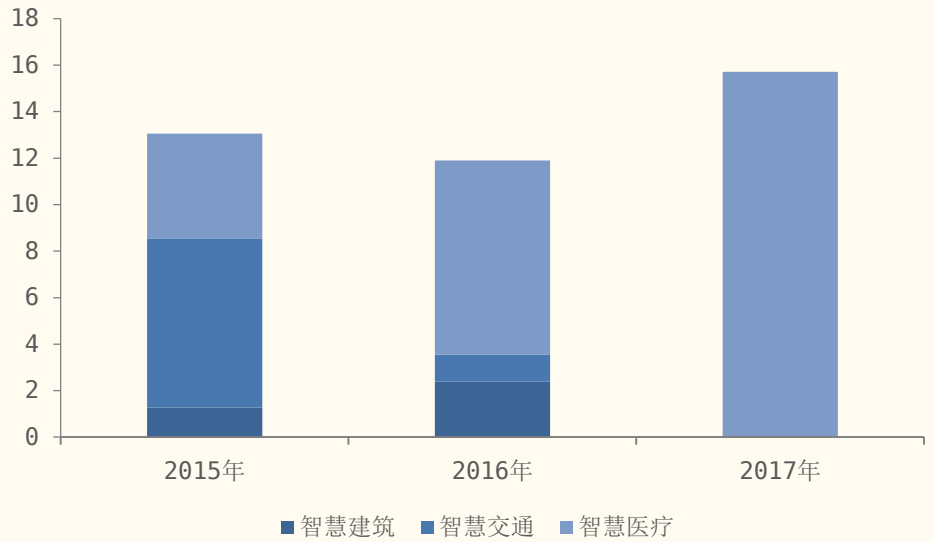


来源：公司公告，国金证券研究所

- **从业务分布来看之订单分布：智慧医疗订单占比逐年提升：**从公司公告的重大订单情况来看，公司自 2015 年开启转型以来，2015/2016 年智慧医疗订单占比分别为 35%/70%，订单金额占比逐年提升，且相较于智慧建筑、智慧交通，智慧医疗单个订单规模更大，2015/2016 年智慧医疗重大订单

平均订单金额分别为 1.5/2.8 亿元，2017 年 7 月新中标智慧医疗 PPP 项目金额高达 15.7 亿元。

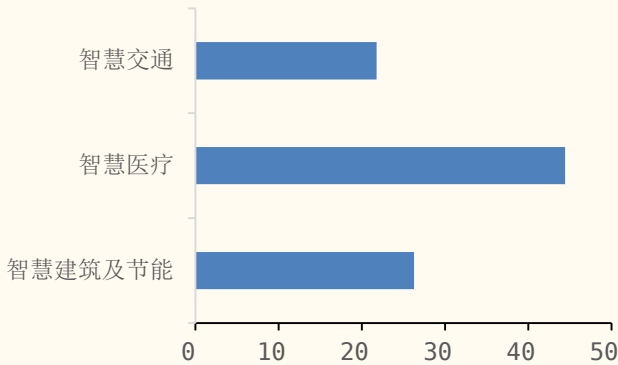
图表 6: 智慧医疗订单占比逐年增长 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

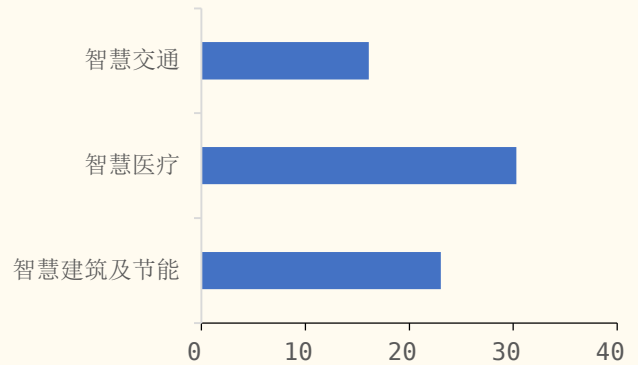
- 从业务分布之毛利率来看: 智慧医疗布局增厚业绩: 2017 年 H1 公司三大主营中智慧建筑/智慧医疗/智慧交通毛利率分别为 23%/30%/16%, 相较于 2015/2016 年, 智慧医疗毛利率略有下滑但仍保持高位, 营收稳步增长的同时, 加强智慧医疗布局有助于增厚公司净利, 公司未来业绩可期。

图表 7: 2015 年三大业务毛利率情况 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

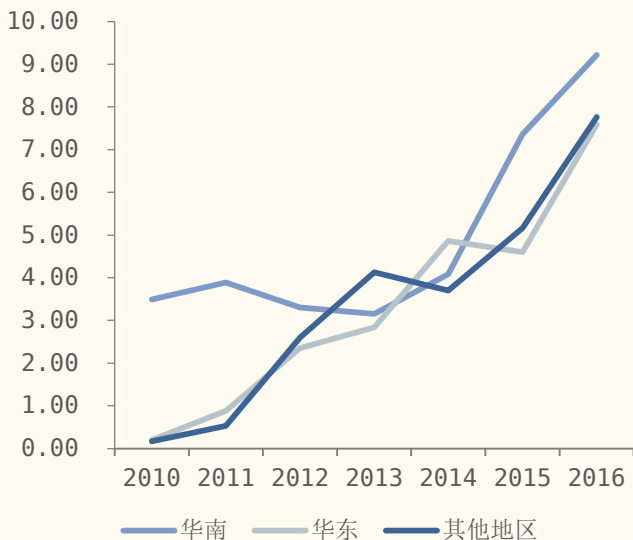
图表 8: 2017 年 H1 智慧医疗毛利率维持高位



来源: 公司公告, 国金证券研究所

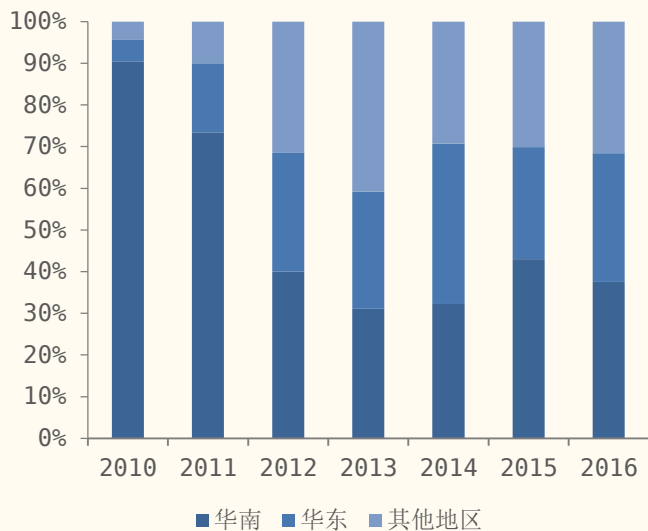
- 从地域分布来看: 华东地区营收占比逐年增大, 智慧城市版图逐步扩张: 公司起家深圳, 2010 年上市之际华南地区营收占比高达 90%, 伴随公司在他地布局稳步展开, 2016 年华南地区营收占比仅 38%, 扩张智慧城市版图增厚营收的同时也降低了单一地区经济下滑导致的系统性风险。以智慧交通为例, 公司在 2010 年之前承接的项目全部位于深圳, 伴随公司逐步扩大版图布局, 2016 年公司智慧交通业务布局已涵盖深圳、成都、长沙、大连、福州、广州、石家庄、南宁、重庆 9 市

图表 9: 各地营收快速增长, 华东地区增长迅猛



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 10: 华东地区营收占比增大, 地域分布更加多元化

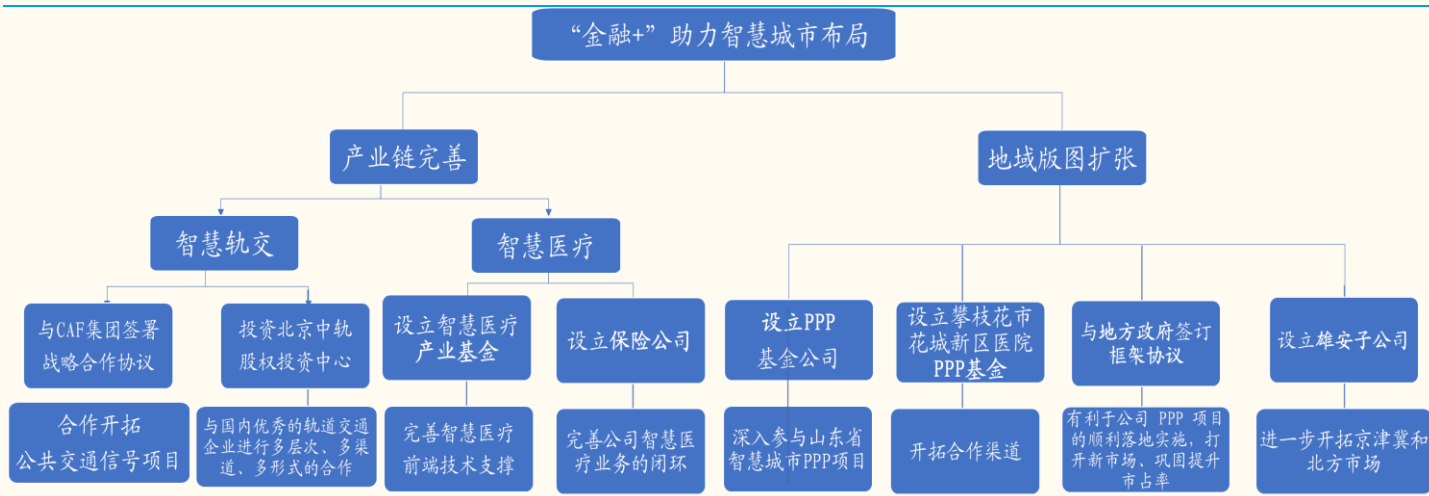


来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 3. “金融+”双管齐下助力智慧城市布局

- **金融+助力公司智慧城市布局:** 公司依托现有资源及业务优势, 借力资本, 通过两大路径实现产业链完善+地域版图扩张, 提升公司竞争实力。

图表 11: “金融+”双管齐下助力智慧城市布局



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **四类投资完善智慧城市产业链布局:** 1) 公司与全球领先的交通信号系统供应商西班牙 CAF 集团签署战略合作协议, 有助于公司借助 CAF 集团的技术、渠道及经验优势并协同自身优势, 合作开拓产品线; 2) 公司入伙北京中轨股权投资中心有助于加强与国内优秀的轨道交通企业进行多层次、多渠道、多形式的合作; 3) 设立智慧医疗产业基金有助于加强公司对优秀企业的挖掘、扶持, 完善智慧医疗前端技术支撑; 4) 设立保险公司有助公司进一步完善公司智慧医疗业务的闭环, 打开更大想象空间。
- **两大 PPP 基金加速地域版图扩张:** 1) 设立 PPP 基金公司有助于公司依托鲁信实业整合资源的能力, 深入参与山东省智慧城市 PPP 项目; 2) 设立攀枝花市花城新区医院 PPP 基金利于拓展公司开拓合作渠道。

图表 12: 金融+助力公司智慧城市布局

| 所属领域 | 公告时间 | 形式 | 出资额 (亿) | 合同 | 具体内容 |
|------|------|----|---------|----|------|
|------|------|----|---------|----|------|



| 所属领域 | 公告时间       | 形式       | 出资额 (亿) | 合同                    | 具体内容   |
|------|------------|----------|---------|-----------------------|--|
| 智慧交通 | 2016/12/14 | 战略合作协议   | /       | /                     | 未来公司将借助 CAF 集团的技术、渠道及经验优势并协同自身优势， <b>合作开拓公共交通信号项目</b>  |
| 智慧交通 | 2016/2/4   | 股权投资     | 0.05    | 投资北京中轨股权投资中心          | 公司拟作为有限合伙人、使用自有资金人民币 500 万元投资入股北京中轨股权投资中心。   |
| 智慧城市 | 2016/3/15  | PPP 基金公司 | 0.2     | 合资发起设立 PPP 基金管理公司     | 参股山东鲁信实业集团有限公司（以下简称“鲁信实业”）发起设立的山东誉信投资管理有限公司（注册资本 1 亿），同时，基金管理公司发起设立“山东省鲁信 PPP 发展基金”，基金出资总规模为不超过人民币 100 亿元整。          |
| 智慧医疗 | 2016/6/24  | 产业基金     | 0.5     | 设立智慧医疗产业基金            | 公司出资人民币 5,000 万元与深圳嘉富诚股权投资基金管理有限公司共同发起设立规模为人民币 1 亿元的智慧医疗产业基金， <b>产业基金对互联网医疗精准医疗、医疗服务、高端医疗器械及材料等智慧医疗领域项目进行直接股权投资。</b> |
| 智慧医疗 | 2016/8/25  | PPP 基金   | 1.6     | 投资设立攀枝花市花城新区医院 PPP 基金 | 达实租赁拟出资 1.6 亿元认购该 PPP 基金的劣后级份额。投资方向： <b>四川省攀枝花市花城新区医院建设及后期运营。</b>  |
| 智慧医疗 | 2017/4/24  | 设立保险公司   | 6       | 对外投资参与设立保险公司          | 公司拟与山东高速集团有限公司等共同发起设立泰山健康保险股份有限公司，泰山健康保险拟定注册资本为 30 亿元人民币。  |

来源：公司公告、国金证券研究所

- **借力地方政府框架协议打开新市场：**目前，公司已与淮南市、东台市、汕头市签署战略合作协议，旨在为政府提供、推荐 PPP 项目，彰显公司智慧城市 PPP 领域的综合竞争实力，**同时与地方政府的合作将有利于公司 PPP 项目的顺利落地实施，有助于公司打开新市场、巩固提升市占率**，带动公司在智慧城市三大业务协同发展，积累智慧城市项目整体建设和运营经验，推进公司在智慧城市领域的市场份额和行业竞争力。

图表 13：与地方政府签署框架协议有助于公司提升市占率

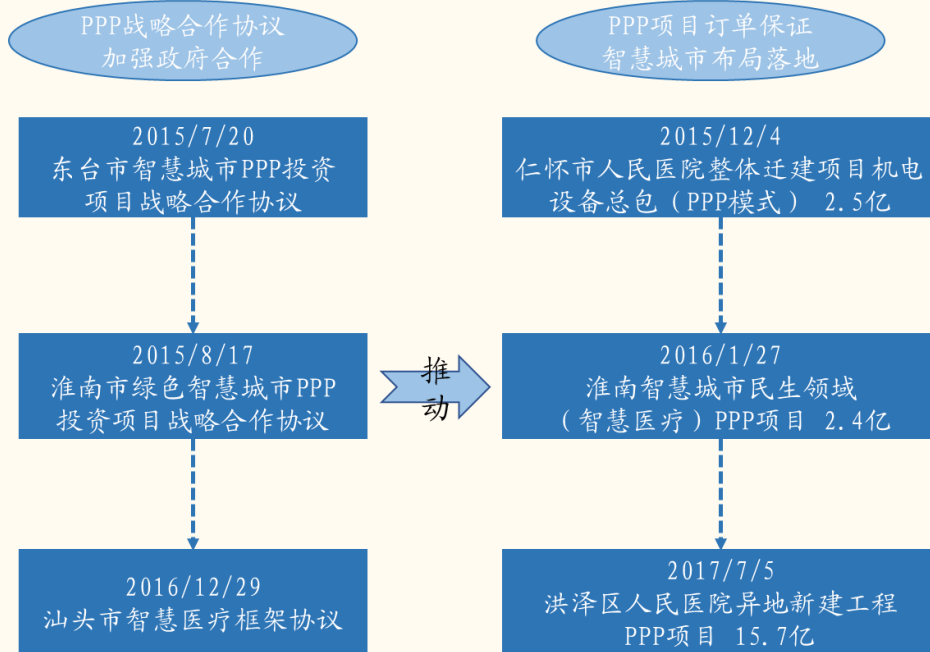
| 所属领域 | 公告时间       | 地方政府   | 出资额 (亿) | 合同                              | 具体内容   |
|------|------------|--------|---------|---------------------------------|--|
| 智慧城市 | 2015/8/17  | 安徽省淮南市 | 10      | 安徽省淮南市绿色智慧城市 PPP 投资项目战略合作协议     | 公司计划在 2015-2017 年三年间，在淮南市投资约 10 亿元，以政府和社会资本合作 (PPP)，与政府下属投资主体在淮南高新区成立合资公司， <b>为政府提供全方位的绿色智慧城市及“互联网+”投资运营服务。</b>                                  |
| 智慧城市 | 2015/7/20  | 江苏省东台市 | 10      | 江苏省东台市智慧城市 PPP 投资项目战略合作协议       | 公司与深圳市优视技术有限公司双方计划在 2015-2018 三年间，在政府所在地投入 10 亿人民币，以推动 PPP 项目的顺利落地运营，具体投融资额度根据项目实际需求决定。<br>乙、丙方可以项目建议书的方式 <b>向政府推荐 PPP 项目。</b>                   |
| 智慧医疗 | 2016/12/29 | 广东省汕头市 | 50      | 以 PPP 模式参与汕头市新建医院建设及健康医疗大数据平台建设 | 2017 年-2019 年三年间，在政府所在地投入 50 亿人民币， <b>以 PPP 模式负责智慧医院总体建设投资</b> ，推动 PPP 项目的顺利落地运营，具体投融资额度根据项目实际需求决定。政府承诺在同等条件下 <b>优先选用公司或公司在汕头子公司为项目社会资本合作伙伴。</b> |

来源：公司公告、国金证券研究所

- **框架协议效力渐显：**继公司 2015 年与淮南市政府签订绿色智慧城市 PPP 战略协议后，公司 2016 年与淮南市政府成功签订的**淮南达实智能健康医疗大数据 PPP 项目入选第三批政府和社会资本合作示范项目**，成为迄今以来国家公布的 752 个 PPP 示范项目中唯一的智慧医疗项目，彰显公司实力的同时也**印证框架协议的效力。**
- **PPP 未来订单量可期：**1) PPP 订单规模增长迅猛：公司 2015/2016 年新签 PPP 订单额为 2.5/2.4 亿，2017 年至今已签一单 PPP 项目，合同额 15.7 亿（联合中标），订单规模增长迅猛，未来订单量可期；2) PPP 战略合作协议有望推动 PPP 订单增长：2015 年公司签订淮南市绿色智慧城市

PPP 投资项目战略合作协议，2016 年公司中标准南市智慧城市 2.4 亿 PPP 项目，证明战略合作协议对中标 PPP 项目具有极大推动作用，公司同江苏东台、广东汕头都有智慧城市 PPP 协议，未来智慧城市订单可期。

图表 14：框架协议推动 PPP 项目拿单



来源：公司公告、国金证券研究所

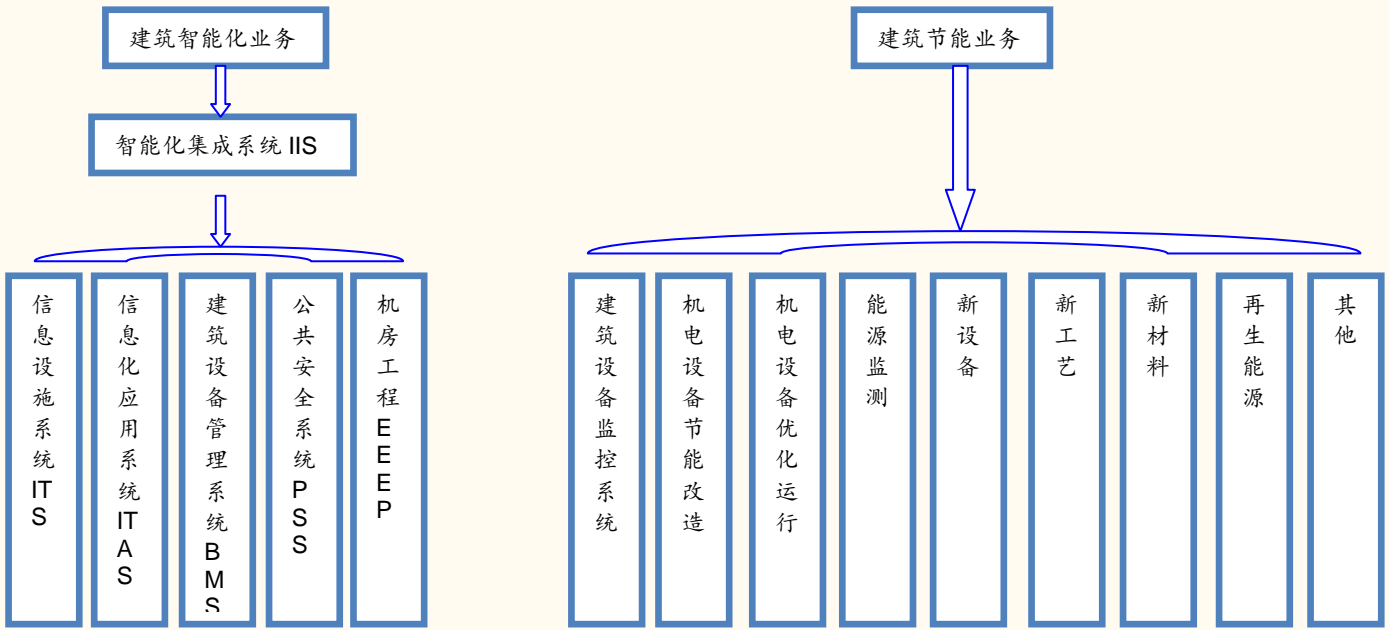
- **布局雄安打开想象边际：**作为“千年大计”的雄安新区，七大任务之首即为建设绿色智慧新城。2017 年 7 月 15 日，公司公告拟于雄安新区投资设立全资子公司，子公司经营范围涉及到智慧城市建设的诸多方面，子公司设立有助于公司深入布局雄安新区，雄安新区高规格低起点，市场规模巨大，公司借助智慧建筑与节能+智慧医疗+智慧交通三大业务有望在雄安新区大规模智慧城市建设与运营市场中分一杯羹，同时借助雄安布局有望进一步开拓京津冀和北方市场，公司业绩版图有望进一步扩张。

## 二、智能建筑：万亿市场保障营收基数，竞争优势助力市占率提升

### 1 智能建筑优势突出，2017-2020 年市场规模达 3 万亿

- **智能建筑及节能板块优势突出：**(1) 提供安全、舒适、高效和便捷的建筑环境；(2) 智能建筑能减少设备运行维护费用；(3) 绿色环保；建设部与科技部联合发布的《绿色建筑技术导则》中明确指出：“建筑的智能化系统是建筑节能的重要手段，它能有效地调节控制能源的使用、降低建筑物各类设备的能耗，保证建筑物的使用更加绿色环保、高效节能。”

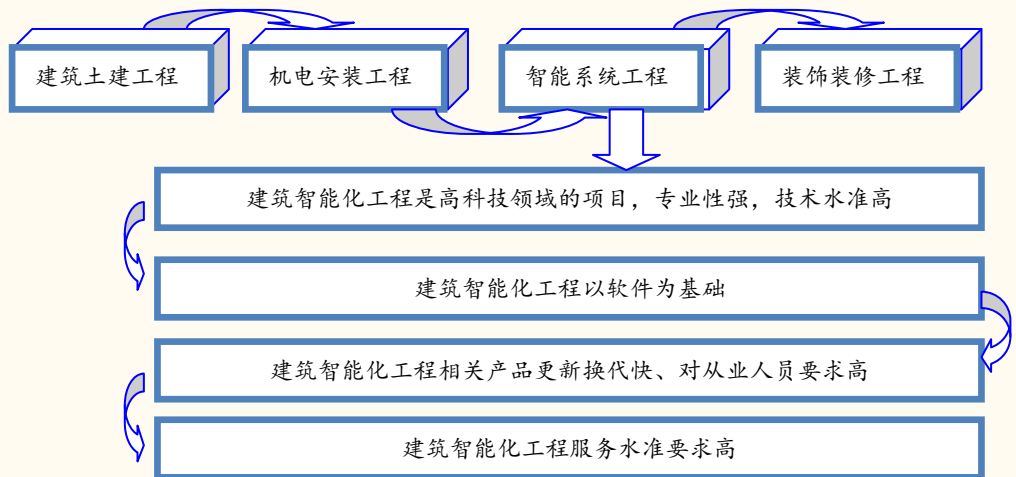
图表 15：智能建筑及节能优势突出



来源：公司资料、国金证券研究所

- **契合需求端，智能建筑大势所趋：**传统的建筑工程主要涵盖三块工程业务：土建工程、机电安装工程、装修装饰工程。随着人们对办公及居住环境健康、安全、舒适、高效和便捷的要求，可持续发展对建筑节能降耗、环保的要求，建筑工程中形成一个新兴业务即建筑智能化工程业务，其**投资额一般占建筑物全部预算的 5%-10%**。智能建筑是集现代科学技术的产物，综合运用现代通信技术、自动控制技术、计算机技术，将建筑物建设成智能建筑的工程。

图表 16：建筑智能化工程特点

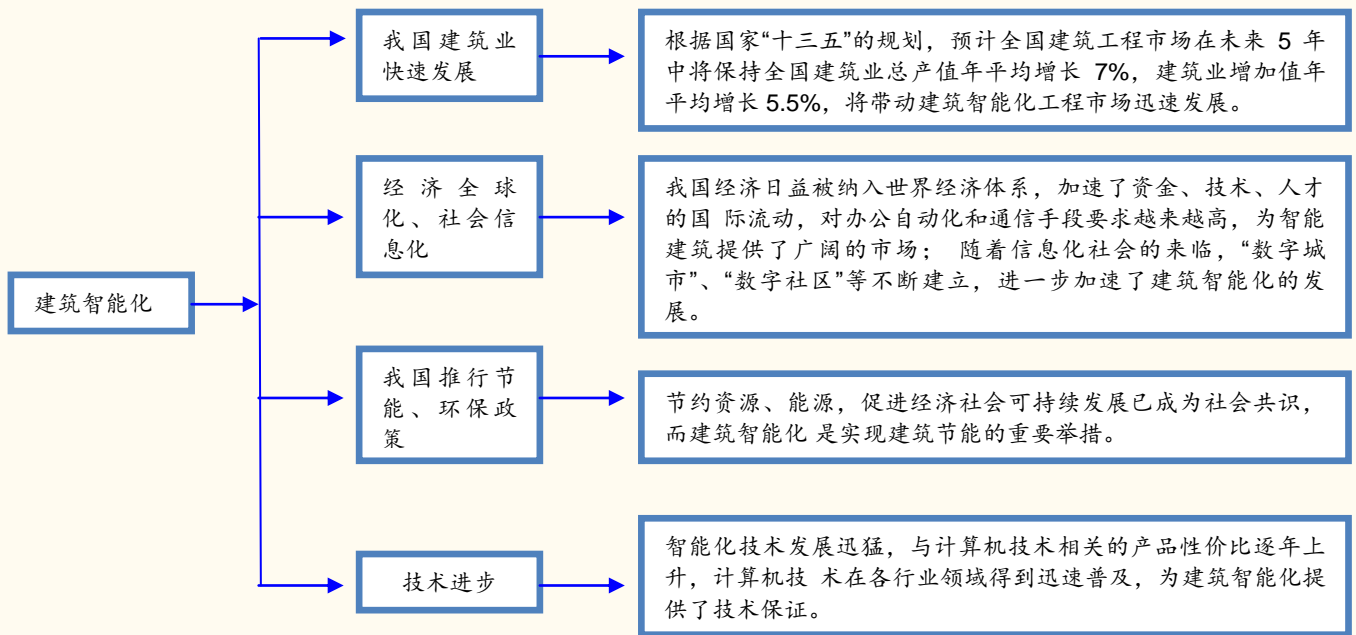


来源：招股说明书、国金证券研究所

- **四马齐驱动，加速智能建筑发展：**通过建筑智能化业务的实施，可将传统建筑建设或改造成为智能建筑，目前建筑智能化市场在处于快速催化阶段：1) 我国建筑业发展迅速，带动智慧建筑快速发展；2) 经济全球化和信息化加速，“数字化”的发展加速了智能建筑的发展；3) 我国大力推行节能、环保，符合智能建筑的要求。4) 数字领域的技术进步推动智能建筑发展。因此，建筑智能化是当前建筑业发展的必然要求，是节约能源、保

证社会可持续发展的需要，在智能建筑不断发展的未来，其市场前景十分广阔。

图表 17：建筑智能化业务的发展前景广阔



来源：公司资料、国金证券研究所

- 2017-2020 年智慧建筑市场规模达 3 万亿，空间广阔：**我国智能建筑市场需求主要由两部分组成：一是新建建筑的智能化技术的直接应用，二是既有建筑的智能化改造。在存量建筑中，每年约 3%（平均改造周期 30 年）的住宅以及 6%（平均改造周期 15 年）的工业、公共建筑会进行智能化改造。按住宅每平方米 80 元、公建/工建 150 元的平均改造成本计算，再根据历史取 7.26% 三年复合增速进行预测；新建智能建筑市场规模以住宅 150 元/平方米，厂房仓库 250 元/平方米，办公商业服务用房 350 元/平方米的楼宇智能化成本计算，考虑历史增速呈下滑趋势，取 2015 年 7.73% 的增速对未来进行预测。加总两部分可以得到 2017-2020 智能建筑市场规模分别为：7043/7572/8141/8752 亿元（数据缺失的采用前一年的对应数据作为替代粗略估算）。

图表 18：2012-2015 年我国建筑智能存量改造市场规模统计表

| 建筑类型                       | 2012 年  | 2013 年  | 2014 年  | 2015 年  |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|
| 居住建筑存量 (亿 m <sup>2</sup> ) | 282.75  | 309.45  | 336.14  | 362.84  |
| 公共建筑存量 (亿 m <sup>2</sup> ) | 96.21   | 99.99   | 103.77  | 107.55  |
| 工业建筑存量 (亿 m <sup>2</sup> ) | 88.11   | 97.54   | 106.98  | 116.19  |
| 合计建筑存量 (亿 m <sup>2</sup> ) | 467.07  | 506.98  | 546.89  | 586.58  |
| 居住建筑存量改造投资 (亿元)            | 678.6   | 742.68  | 806.74  | 870.82  |
| 公共建筑存量改造投资 (亿元)            | 865.89  | 899.91  | 933.93  | 967.95  |
| 工业建筑存量改造投资 (亿元)            | 792.99  | 877.86  | 962.82  | 1045.71 |
| 合计存量改造总投资 (亿元)             | 2337.48 | 2520.45 | 2703.49 | 2884.48 |

来源：住建部、国金证券研究所

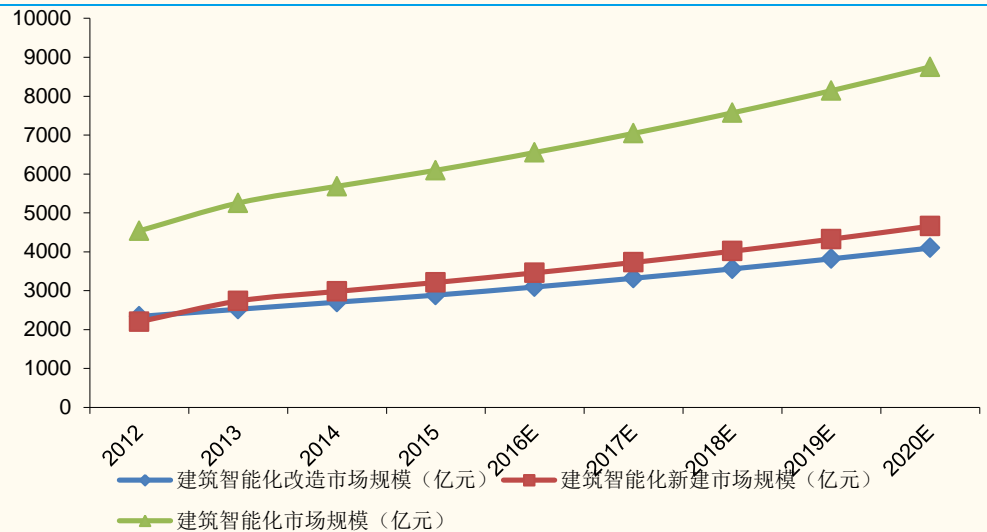
图表 19：2012-2015 年我国建筑智能新建市场规模统计表

| 建筑类型                       | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| 新建居住建筑 (亿 m <sup>2</sup> ) | 22.61  | 28.4   | 28.4   | 28.4   |
| 新建公共建筑 (亿 m <sup>2</sup> ) | 3.6    | 3.98   | 3.98   | 3.98   |
| 新建工业建筑 (亿 m <sup>2</sup> ) | 8.38   | 9.93   | 9.93   | 9.7    |

| 建筑类型                      | 2012年   | 2013年   | 2014年   | 2015年   |
|---------------------------|---------|---------|---------|---------|
| 新增智能楼宇占比 (%)              | 32.61%  | 33.58%  | 36.62%  | 39.73%  |
| 智能住宅 (亿m <sup>2</sup> )   | 7.37    | 9.54    | 10.4    | 11.28   |
| 智能公共建筑 (亿m <sup>2</sup> ) | 1.17    | 1.34    | 1.46    | 1.58    |
| 智能工业建筑 (亿m <sup>2</sup> ) | 2.73    | 3.33    | 3.64    | 3.85    |
| 智能住宅投资 (亿元)               | 1105.97 | 1430.51 | 1560.01 | 1692.5  |
| 智能公共建筑投资 (亿元)             | 410.89  | 467.77  | 510.12  | 553.44  |
| 智能工业建筑投资 (亿元)             | 683.18  | 833.62  | 909.09  | 963.45  |
| 新建总投资 (亿元)                | 2200.03 | 2731.9  | 2979.22 | 3209.39 |

来源：住建部、国金证券研究所

图表 20：建筑智能化未来市场规模巨大



来源：住建部、国金证券研究所

- **国内建筑智能化市场集中度分散：**1) 目前，我国建筑智能化市场集中度较为分散，虽然近年来集中度有所提升，但整体仍呈现规模较小、数量众多的现状，销售额位居前十名的企业共完成总产值尚不足智能建筑市场规模的5%。
- **市占率提升四大拦路虎——资质/技术/资金/经验：**分析来看，造成国内建筑智能化行业呈现“大行业，小公司”现状的原因主要有三点：①虽然行业内国外企业数量占比并不高，但国外公司仍凭借着品牌和技术优势分割走国内建筑智能化业务市场的较大一块蛋糕。比如工业巨头美国江森自控2016年在中国区的智慧建筑科技与解决方案营业额就达到了11.62亿美元。同时近年来随着我国市场对国外服务业的进一步开放，国外的大型项目公司将凭借其资金优势和技术优势进一步抢占国内建筑智能化市场；②我国建筑业整体呈现区域空间分布广、业主分散的现象，因此各区域的建筑智能化公司有相对的地域优势；③国内的公司建筑智能化方面主要从事工程服务，相对而言该领域技术壁垒较低，而国内又少有同时具备优质的资质、技术、资金和从业经验等排他性优势的公司。

## 2.四大优势助力公司市占率提升，中标订单彰显竞争实力

- **经验充足+资质齐全+资金充裕+研发优势，助力公司市占率提升：**1) 公司2001年向建筑智能化及建筑节能服务转型，订单充裕，经验充足；2) 公司相对较早就拥有了业内权威“三甲”资质：截至2007年10月，全国同时具备建筑智能化专业承包一级、建筑智能化系统集成专项设计甲级、信息产业部计算机信息系统集成一级“三甲”资质的企业只有10家，而当时公司就已经同时具备了这“三甲”资质；3) 公司作为上市公司，融资渠道多样，资金无忧；4) 公司是国家高新技术企业，内设国家博士后科研工作站、以自主研发的大容量实时数据库(DAS-RDB)为核心，结合智能管控

技术，获数十项发明专利、实用新型专利和软件著作权，自助创新能力和研发实力超群，2015年，公司获批组建“深圳集中式空调能效管控技术工程实验室”和“南山区建筑节能技术工程技术研究开发中心”，整体研发实力得到政府充分认可。

- **1+1>2，节能+智慧建筑协同发展：**1) 公司推出智慧节能与工业节能产品，以合同能源管理（EPC）投资方式，帮助客户实现节能减排的同时，提升公司盈利，2) 公司被被评为广东省、深圳市的建筑节能科普教育基地展厅，宣传效应之下提升行业影响力。

图表 21：经验充足+资质齐全+助力+资金充裕+研发优势，公司市占率有望提升

| 经验充足   | 资质齐全   | 资金充裕   | 研发优势  |
|--|--|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• 入行早</li> <li>• 订单多</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 2007年获“三甲”资质</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 上市公司多元融资</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 国家博士后科研工作站</li> <li>• 在手专利多</li> <li>• 两大研发中心</li> </ul> |

来源：wind、国金证券研究所

- **中标订单彰显竞争力实力：**1) 公司在 2014 年以来中标三个大额智能建筑订单：与长龙集团的合作巩固了公司在**酒店智能化细分市场的龙头地位**，实现了公司在细分行业精耕细作、以行业解决方案撬动客户的可复制发展思路；中央空调能源站项目为公司在**电子行业的能源站及水蓄冷节能服务提供了标杆**，为大型工业厂房细分市场奠基；2016 年招商数据中心建设体现了公司**全生命周期的 IDC 建设与运维服务**的竞争优势。2) 此外，中标两个大额节能服务订单：有助于公司**向智慧城市整体解决方案服务商转型**，有助于推动公司“智慧城市，低碳发展”战略的实施，彰显了公司在智慧城市智慧节能服务领域的综合实力。

图表 22：中标智能建筑大额订单

| 中标时间       | 工程名称                   | 中标金额（亿元） |
|------------|------------------------|----------|
| 2014/11/21 | 珠海长隆国际马戏城（配套马戏酒店）智能化工程 | 0.5      |
| 2015/2/26  | 中央空调能源站及水蓄冷系统节能服务合同    | 1.267    |
| 2016/1/7   | 招商证券新数据中心建设            | 1.18     |

来源：公司资料、国金证券研究所

图表 23：中标节能服务大额订单

| 中标时间      | 工程名称                                       | 中标金额（亿元） |
|-----------|--|----------|
| 2014/5/19 | 遵义市城市规划科技馆布展及绿色建筑公用工程建设合同（BT）              | 1.5      |
| 2016/1/8  | 信利半导体有限公司高端车载及智能终端显示屏工厂——冷冻/冷却水及水蓄冷系统及设备项目 | 1.21     |

来源：公司资料、国金证券研究所

- **智能建筑营收改善，四大优势+细分龙头未来市占率有望进一步提升：**伴随公司战略转型，加大智慧医疗的投入，2016 年智慧建筑板块营收同比下滑 12.55%，市场质疑公司智能建筑业务将维持颓势，我们认为，**万亿市场下，公司四大优势保障市占率，精耕战略之下，公司细分龙头地位稳固，智能建筑业务无忧**，2017 年 H1 公司智能建筑业务营收同比增长 43%，未来市占率有望进一步提升。

### 三. 智慧轨交：千亿市场之下，产品线丰富+全国布局订单高增可期

#### 1. 轨道交通是城市标配工程，智慧化建设大势所趋

- **城轨发展将有力缓解交通压力，智慧化推进更便捷百姓出行：**1) 发展城轨是缓解大中城市交通压力的必然选择，轨道交通相比公交车，具有单向运输能力强、运输速度快、占用城市空间小等优点，是缓解大城市交通压力的最佳方式；2) 随着移动互联网、云计算、大数据等新信息技术的应用与发展，城市轨道交通也不断推进智慧化发展，综合监控、综合安防、自动售检票等智能化系统的应用使得乘客的地铁出行变得更为便捷和安全。

**图表 24：轨道交通相比公交效率更高，智能化系统进一步提高轨交效能**

| 交通工具 | 每小时单向输送能力  | 速度 (小时/公里) | 其他   |
|------|------------|------------|--|
| 公共汽车 | 2000~500 人 | 10~20      | 1) 能耗为道路交通 15%~40%；<br>2) 占地面积上，轨道交通为道路交通的 1/3 |
| 轻轨   | 5000~3 万人  | 20~30      |  |
| 地铁   | 3~7 万      | 35~50      |  |

**城市轨道交通智能化系统的优势：**

|             |   |
|-------------|---|
| 高科技化方面      | 计算机网络技术实现自动跟踪管理以改善运输效能；信息传输技术代替传统的轨道电路，满足调度中心和列车群之间高效大容量信息传输的需要；列车定位、测速技术，可确定出列车的精确位置与状态。                                   |
| 智能化方面       | 由传统控制和管理型向知识工程型转化，能够模拟人的行为来实施对列车和列车群的管理。即由传统的通过车载微机实现列车辅助和自动驾驶，转化为通过调度中心智能工作站完成行车计划、运营管理和信息服务等功能。                           |
| 综合集成化方面     | 通过综合集成化系统提供的统一软硬平台，将中央调度人员和车站值班人员所关心的监控信息汇集在一起在功能强大的集成软件开发平台的支持下，最终用户可通过图形化人机界面，方便有效地监控管理整条线路相关专业子系统的运作情况。并实现系统之间信息共享和协调互动。 |
| 强调运输系统的整体功能 | 新系统较传统的列车控制系统更加强调整个城市轨道交通作为一个系统运作的功能。   |

来源：《轨道交通对城市发展的意义》、《城市轨道交通智能化系统细分市场深度调研报告》，国金证券研究所

- **我国轨交客运量负担率较低，相比于国外发达城市仍存较大发展空间：**我国城轨起步较晚，轨交客运量负担率和轨交线路密度相比国外发达城市还有差距。截至 2016 年，东京、巴黎、伦敦、纽约等城市的轨交客运量占城市公共交通客运总量的比例均在 80%以上，而目前我国城轨最为发达的北京/上海轨交客运量占比也仅为 58%/53%，因此我国轨道交通仍存较大发展空间。
- **“十三五”大力推进轨交建设，智慧轨交方兴未艾：**1) 2017Q1，城市轨道交通建设相较于 2016 年同期出现大幅增长，新开工里程同比增长超过 2.5 倍，新增投资额 4600 亿元，同比增长超过 4 倍；2) 近年来城轨建设开始着眼通过各种智能化技术来提升运营效率和服务水平。《交通运输信息化“十三五”发展规划》指出：随着“互联网+”和大数据的推进，互联网成为交通运输的重要基础设施，智慧化成为交通运输系统的显著特征，“十三五”期间要求交通运输管理强化互联网思维，大力推动互联网与行业融合创新发展，打造全新的交通运输服务升级版；3) “十三五”规划大力发展智能交通，要求到 2020 年交通基本要素信息数字化率由 2015 年的 90%上升到 100%，铁路客运网上售票率由 60%上升到 70%。

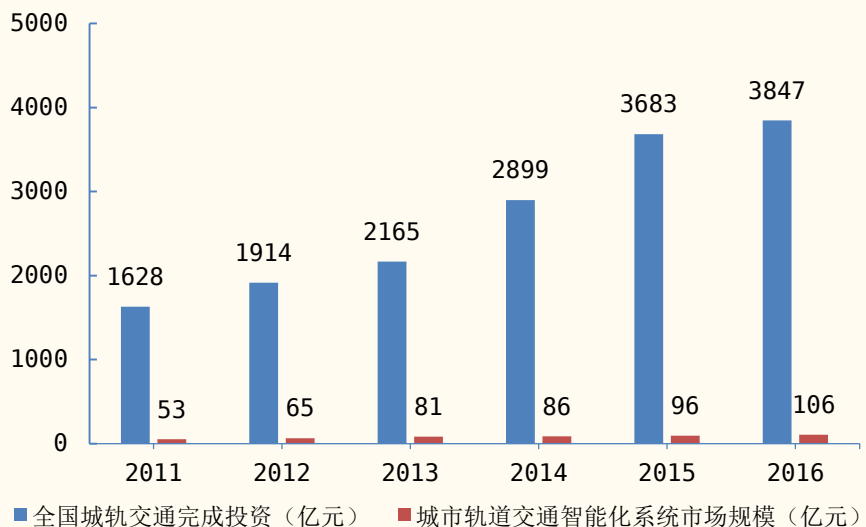
图表 25: 近年来国家出台多项政策推动交通智能化的建设发展

| 时间         | 政策文件                         | 主要内容   |
|------------|------------------------------|--|
| 2017/1/22  | 《推进智慧交通发展行动计划（2017-2020年）》   | <b>在基础设施智能化方面。</b> 推进建筑信息模型（BIM）技术在重大交通基础设施项目规划、设计、建设、施工、运营、检测维护管理全生命周期的应用。 <b>在运输服务智能化方面。</b> 丰富交通出行、旅客票务、交通支付等在线服务。  |
| 2016/11/29 | 《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》         | <b>要求拓展生活及公共服务领域的“互联网+”应用：</b> 加快行业管理体制创新，促进医疗、教育、社保、就业、交通、旅游等服务智慧化。 <b>拓展新型智慧城市应用，</b> 推动基于互联网的公共服务模式创新。 <b>强化轨道交通装备领先地位：</b> 推进轨道交通装备产业智能化、绿色化、轻量化、系列化、标准化、平台化发展，加快新技术、新工艺、新材料的应用，研制先进可靠的系列产品，完善相关技术标准体系，构建现代轨道交通装备产业创新体系，打造覆盖干线铁路、城际铁路、市域（郊）铁路、城市轨道交通的全产业链布局。 |
| 2016/7/30  | 《推进“互联网+”便捷交通 促进智能交通发展的实施方案》 | 线上线下企业加快融合，在全国骨干物流通道率先实现“一单到底”；基本实现交通基础设施、载运工具、运行信息等互联网化，系统运行更加安全高效； <b>建立集监测、监控和管理于一体的铁路网络智能安全监管平台。</b> 建设先进感知监测系统。构建下一代交通信息基础网络。强化交通运输信息开放共享。 <b>积极研发和应用智能交通先进技术，包括铁路和城市轨道交通自动运行技术等。</b>   |
| 2016 /4/25 | 《交通运输信息化“十三五”发展规划》           | <b>推进交通运输“互联网+”，</b> 要求充分利用信息技术改造传统交通运输业。云计算、大数据、物联网、移动应用、人工智能等新一代技术快速演进。要求交通运输管理强化互联网思维，搭建政企合作平台，大力推动互联网与行业融合创新发展，打造全新的交通运输服务升级版。   |
| 2015/7/4   | 《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》     | <b>推广在线医疗卫生新模式：</b> 发展基于互联网的医疗卫生服务，鼓励互联网企业与医疗机构合作建立医疗网络信息平台。 <b>加快互联网与交通运输领域的深度融合：</b> 通过基础设施、运输工具、运行信息等互联网化，推进基于互联网平台的便捷化交通运输服务发展，显著提高交通运输资源利用效率和管理精细化水平，全面提升交通运输行业服务品质和科学治理能力。提升交通运输服务品质；推进交通运输资源在线集成；增强交通运输科学治理能力   |

来源：Wind、城市轨道交通统计和分析报告、前瞻数据库、国金证券研究所

- **轨道交通智能化系统投资约占整个轨交投资的 3-4%左右：**1) 城市轨道交通智能化系统主要包含六大子系统；根据往年情况，轨道交通智能化系统投资约占整个轨交投资的 3-4%左右，其六大子系统综合监控系统/乘客资讯系统/综合安防系统/通信系统/自动售检票系统/信号系统的投资占比分别约为 20%/11%/13%/11%/16%/29%。

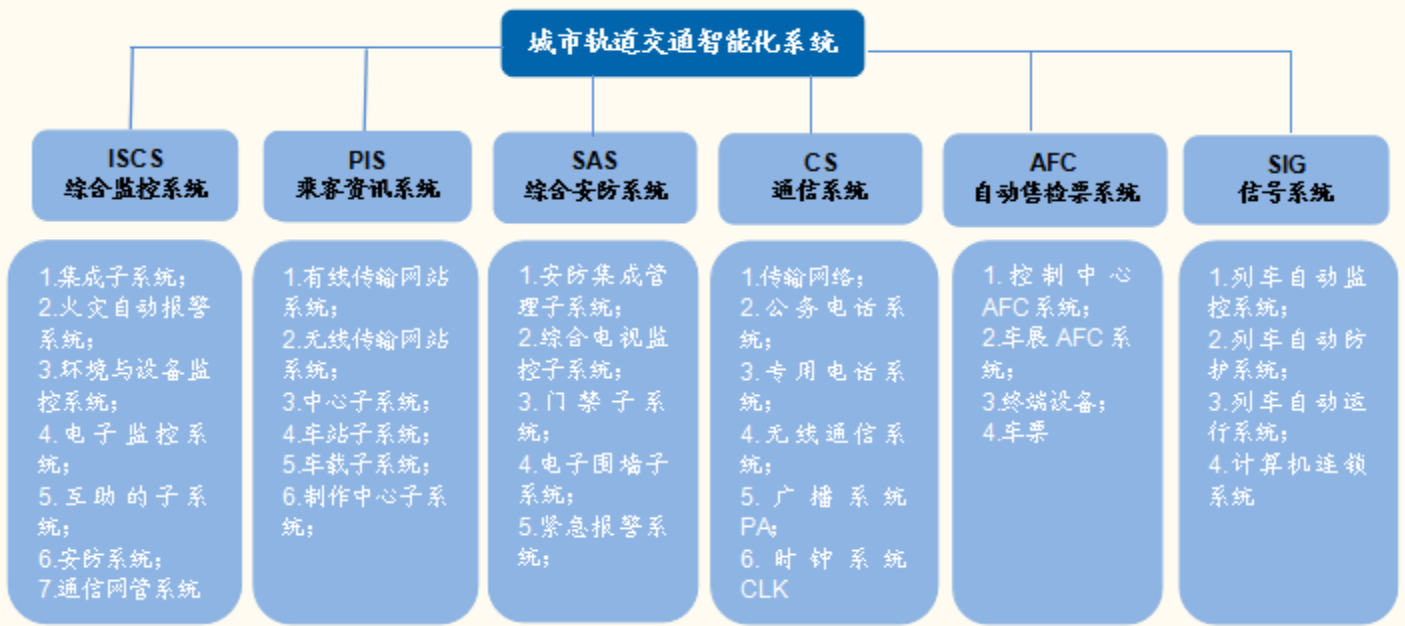
图表 26: 轨道交通智能化系统投资约占整个轨交投资的 3-4%左右



来源：城市轨道交通统计和分析报告、前瞻数据库，国金证券研究所



图表 14：城市轨道交通智能化系统主要包含六大子系统



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

## 2. 轨交发展提速+智慧化建设推进，智慧轨交市场规模达千亿

- “十三五”期间预计未来平均每年轨交智能化系统市场空间为 368 亿元：
  - 1) 2016 年我国轨道交通新增长度为 534.8 公里，根据十三五规划，在十三五期间，我国将新增城轨里程 5640 公里，到 2020 年城轨里程总数达到 9000 公里；
  - 2) 按照 7.2 亿/公里（按照 2016 轨交投资额和新增里程相除计算）的投资额计算，在 2017 至 2020 年期间，我国城轨市场空间高达 3.6 万亿；
  - 3) 由于近年来国家积极发展智慧交通，同时根据往年城轨交通智能化系统市场规模在全国城轨交通完成投资占比情况，估计 2017 至 2020 年之间该占比保持在 4%，则 2017 至 2020 年之间城市轨道交通智能化系统市场总空间为 1470.3 亿元，即平均每年市场空间为 368 亿元。

图表 27：“十三五”期间预计未来平均每年轨交智能化系统市场空间为 275.7 亿元

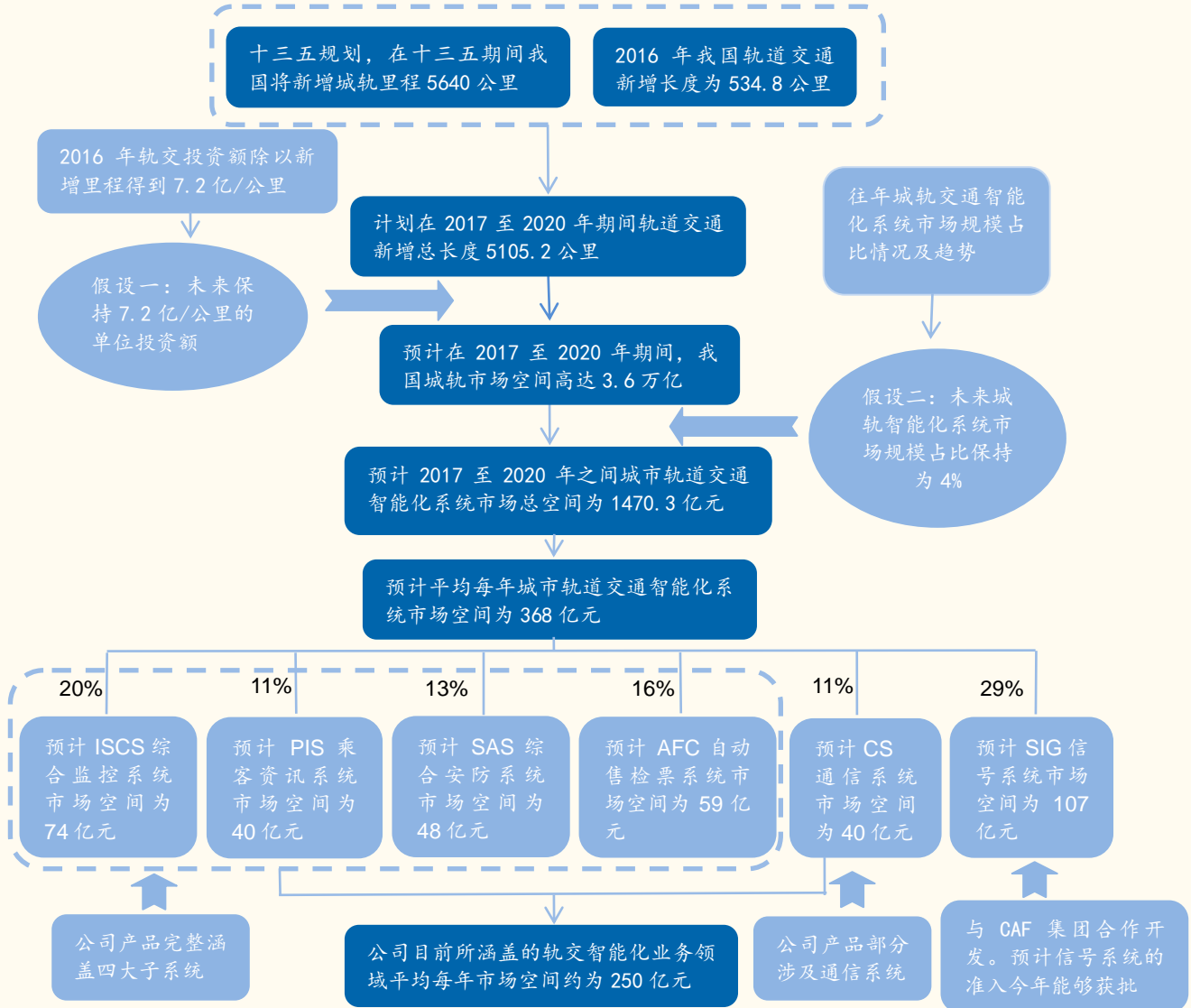
|                      | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016  | 2017-2020E |
|----------------------|------|------|------|------|------|-------|------------|
| 轨道交通新增长度 (km)        | 258  | 351  | 475  | 634  | 445  | 534.8 | 5105.2     |
| 全国城轨交通完成投资 (亿元)      | 1628 | 1914 | 2165 | 2899 | 3683 | 3847  | 36757.44   |
| 城市轨道交通智能化系统市场规模 (亿元) | 53   | 65   | 81   | 86   | 96   | 106   | 1470.3     |
| 智能化系统规模占比            | 3.3% | 3.4% | 3.7% | 3.0% | 2.6% | 2.8%  | 4%         |

来源：Wind、城市轨道交通统计和分析报告、前瞻数据库、国金证券研究所

- 预计公司目前所涵盖的轨交智能化业务领域平均每年市场空间约为 250 亿元，随着业务拓展未来面对市场空间预计可达 300 亿元：
  - 1) 在轨道交通智能化市场中，其六大子系统综合监控系统/乘客资讯系统/综合安防系统/自动售检票系统/通信系统/信号系统的投资占比分别约为 20%/11%/13%/16%/11%/29%，由此测算出平均每年每个子系统的市场规模分别为 74/40/48/59/40/107 亿元；
  - 2) 公司智能化轨道交通业务完整布局了前 4 个领域，并部分涉及后两个领域，因此保守估计公司目前所涵盖的轨交智能化业务领域平均每年市场空间约为 250 亿元，随着公司加快推进综

合布局六大子系统，积极丰富产品线，未来公司业务所面对的轨交智能化市场空间预计可达 300 亿元。

图表 28：智能化轨交市场空间测算的逻辑框架



来源：国金证券研究所

### 3. 公司深耕智慧轨交市场，丰富产品线+布局全国战略助力轨交营收高增

- **公司城市轨道交通自动化发展开始时间早、产品线齐全：**1) 公司智慧交通业务主要是借助上市公司平台优势，与政府及优秀的轨道交通企业深入合作，为城市轨交提供智能化及节能整体解决方案；2) 公司城市轨道交通自动化发展开始时间早：自 1997 年开始致力于城市轨交自动化的发展，并于 1999 年开始先后参建香港地铁港岛柴湾线和将军澳支线，随后进入本地市场，相继服务深圳地铁 3 号线、4 号线、5 号线、7 号线、9 号线及 11 号线；2) 公司城市轨道交通自动化产品线齐全：在国家与地方政府地铁建设的推动下，公司轨交智能化和信息化产品线逐步拓宽，成为**国内技术种类齐全、技术服务实力过硬的轨交服务商**。目前产品涵盖轨交综合监控系统、自动售检票系统、综合安防系统、乘客资讯系统以及门禁出入口管理系统等，于六大轨交智能化子系统中完整布局了 4 个：综合监控系统、综合安防系统、自动售检票系统、乘客资讯系统，同时公司业务也有涉及通信系统中的广播系统和时钟系统。

图表 29：公司智慧交通主要产品



来源：公司官网，国金证券研究所

- **对标同业——公司的轨交智能化系统业务覆盖面更广：**1) 目前城市轨交智能化系统市场集中度较低，处于该领域的公司业务多只侧重其中一部分，且只在其中各子系统中拥有相对优势，而没有公司能够在整个城市轨交智能化系统市场中占据绝对的全面优势；2) 公司目前智慧轨交业务全面覆盖了六大轨交智能化子系统中四个，业务覆盖面和同业对比来看相对较广。

图表 30：对比同业——公司的轨交智能化系统业务覆盖面更广

|      | ISCS 综合监控系统 | PIS 乘客资讯系统 | SAS 综合安防系统 | CS 通信系统 | AFC 自动售检票系统 | SIG 信号系统 | 业务完整覆盖轨交智能化子系统总数 |
|------|-------------|------------|------------|---------|-------------|----------|------------------|
| 达实智能 | √           | √          | √          |         | √           |          | 4                |
| 赛为智能 | √           | √          | √          | √       | √           | √        | 6                |
| 凯发电气 | √           | √          | √          |         |             |          | 2                |
| 烽火通信 |             |            |            | √       |             |          | 1                |
| 高新现代 |             |            |            |         | √           |          | 1                |
| 华虹计通 |             |            |            |         | √           |          | 1                |
| 众合科技 |             |            |            |         | √           | √        | 2                |

来源：各公司年报，wind，国金证券研究所

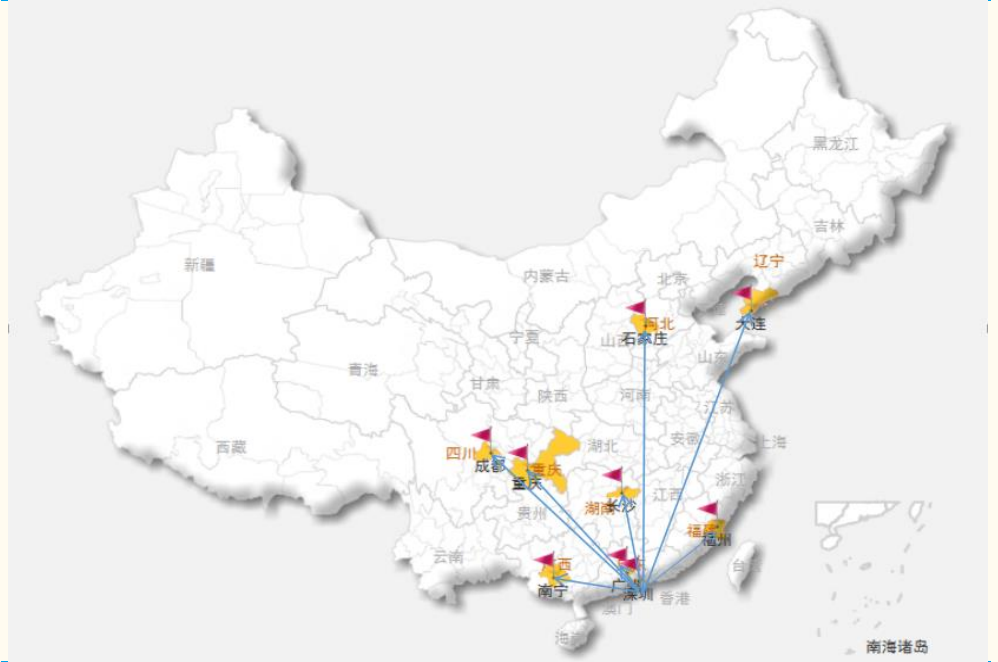
- **轨交建设向二三线城市延伸，公司顺应趋势积极向全国市场拓展智慧轨交业务：**1) 2016 年 9 月，发改委批复了 43 个城市约 8600 公里的城市轨交建设规划，除了直辖市、单列市、省会城市还包含部分二三线城市，城市轨交建设向二三线城市延伸将是未来长期的趋势；2) 2015 年公司公告智慧轨交订单总额为 7.3 亿元，其中 90.1% 为深圳和广州两地的项目；2016 年公司积极实施区域化战略不断向外扩大业务，全年公司开通 5 个城市的 7 条地铁线路，是历年来开通线路最多的一年，市场份额与业务拓展再创历史新高；3) 2017 年公司继续发展智慧轨交业务，7 月与石家庄市轨道交通有限责任公司签订了框架协议。目前公司已为深圳、成都、长沙、广州等九个城市的轨交系统提供了智能化及节能的整体解决方案。

图表 31: 发改委批复的城市轨交建设规划逐渐向二、三线城市延伸

| 城市类型 | 代表城市            |
|------|-----------------|
| 直辖市  | 北京、上海、天津、重庆     |
| 单列市  | 深圳、厦门、宁波、青岛、大连  |
| 省会城市 | 武汉、南京、福州、合肥等    |
| 三线城市 | 徐州、南通、芜湖、绍兴、洛阳等 |

来源: 天津市城乡建设委员会管网、国金证券研究所

图表 32: 目前公司智慧轨交业务已遍布全国九个城市



来源: RT 轨道交通网、wind, 国金证券研究所

图表 33: 公司自 2015 年来所签订的智慧轨交订单金额达 8.4 亿元

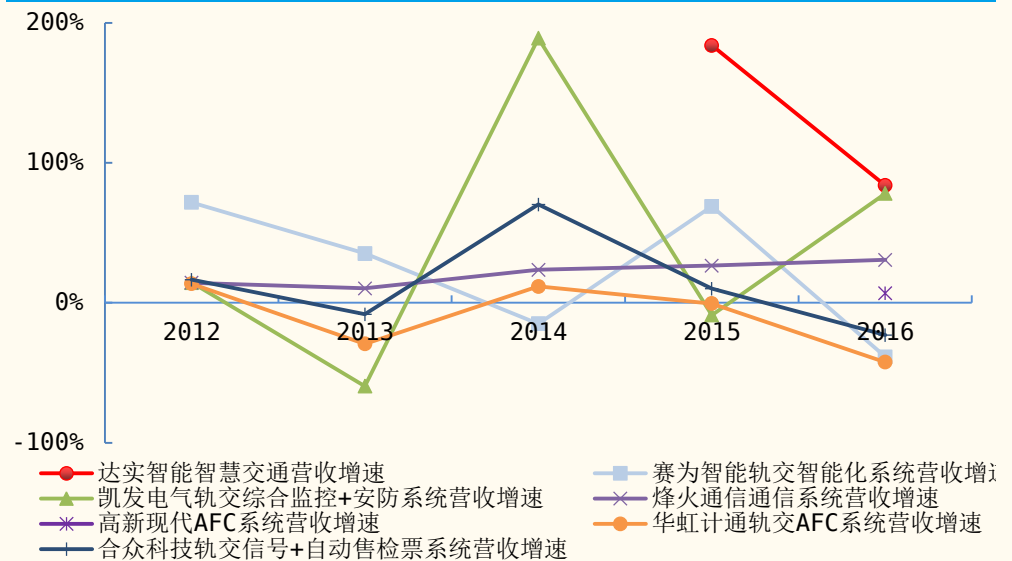
| 时间        | 地点  | 项目  | 完工情况                                  | 金额 (亿元) |
|-----------|-----|---|---------------------------------------|---------|
| 2015/5/14 | 广州  | 广州市轨道交通七号线一期工程综合监控系统采购合同                      | 已完结                                   | 0.519   |
| 2015/5/14 | 广州  | 广州市轨道交通十三号线一期工程综合监控系统采购合同                     | 预计 2017 年 12 月底建成                     | 0.549   |
| 2015/5/14 | 深圳  | 深圳地铁三期工程 7 号线综合安防系统设备采购合同                     | 已完结                                   | 0.560   |
| 2015/6/3  | 深圳  | 深圳地铁三期工程 7 号线综合监控及 MCC 系统设备采购合同               | 已完结                                   | 1.76    |
| 2015/6/23 | 深圳  | 深圳地铁三期工程 9 号线车场智能化系统和环控电控箱柜设备采购及服务项目合同        | 已完结                                   | 0.28    |
| 2015/6/23 | 深圳  | 深圳地铁三期工程 11 号线车场智能化系统和环控电控箱柜设备采购及服务项目合同       | 已完结                                   | 0.39    |
| 2015/6/23 | 深圳  | 深圳地铁三期工程大 修基地车场智能化系统和环控电控箱柜设备采购及服务项目合同        | 已完结                                   | 0.03    |
| 2015/7/24 | 深圳  | 深圳地铁三期工程 9 号线 AFC 系统设备采购及服务项目合同               | 已完结                                   | 1.300   |
| 2015/7/24 | 深圳  | 深圳地铁三期工程 11 号线 AFC 系统设备采购及服务项目合同              | 已完结                                   | 1.150   |
| 2015/12/1 | 石家庄 | 石家庄市城市轨道交通 3 号线一期工程综合监控系统集成及采购项目 (3612 标段) 合同 | 试验段于 2017 年建成运营, 其他段比试验段整体预计晚 2 年建设运营 | 0.718   |
| 2016/2/4  | 北京  | 投资北京中轨股权投资中心                                  | -                                     | -       |

|           |     |   |                                      |      |
|-----------|-----|---|--------------------------------------|------|
| 2016/11/2 | 长沙  | 长沙市轨道交通 4 号线一期工程综合监控系统设备采购及集成项目                     | 于 2018 年 12 月 31 日完成本项目供货并配合完成安装调试工作 | 1.15 |
| 2017/7/7  | 石家庄 | 与石家庄市轨道交通有限责任公司签订《战略合作框架协议》协议内容包括建设石家庄城市轨道交通能耗评价体系等 | -                                    | -    |
| 合计        |     |   |                                      | 8.4  |

来源: Wind, 国金证券研究所

- **产品线齐全+布局全国战略: 智慧轨交营收增速远超同业:** 近年来公司在轨交智能化系统业务上的营收增幅较大, 2016 年同比增速为 84%, 而同业可比公司赛为智能/凯发电气/烽火通信/高新现代/华虹计通/合众科技当年在轨交智能化系统业务方面的营收增速分别为-39%/78%/31%/7%/-42%/-23%, 对比同业公司轨交智能化系统业务明显发展较快, 未来公司市占率有望进一步提高, 竞争优势有望得到巩固和强化。

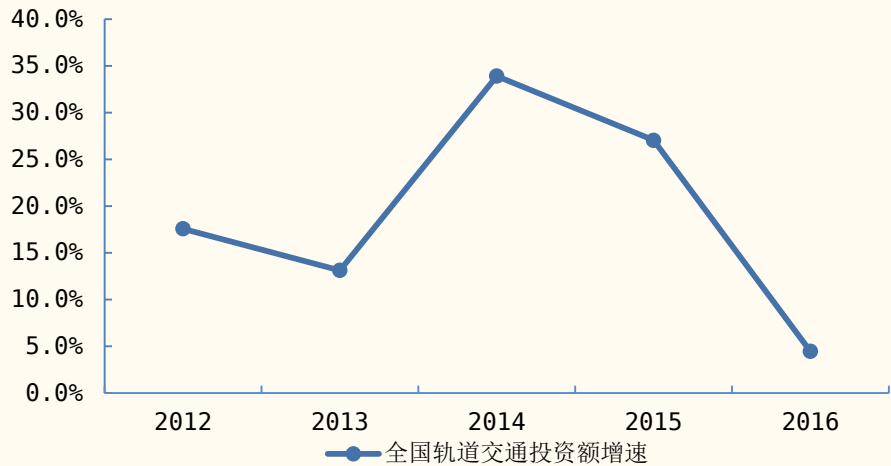
图表 34: 对比同业—公司的轨交智能化系统业务营收增速更快



来源: wind, 国金证券研究所

- **公司积极寻求与国内外优秀轨交企业的深度合作, 进一步扩张版图+丰富产品线:** 1) 公司在智慧轨交领域也积极践行“技术+金融”的商业模式, 来提高服务大客户、大项目的能力。于 2016 年 2 月出资 500 万元投资参与轨道交通战略协同基金——北京中轨股权投资中心, 参与中轨租赁战略协同基金的设立, 一方面公司可以获得收益回报, 另一方面有利于公司与国内优秀的轨道交通企业建立多层次、多渠道、多形式的合作, 扩大智慧交通领域的市场占有率和行业竞争力; 2) 2016 年 12 月, 公司与全球领先的交通信号系统供应商西班牙 CAF 集团签署战略合作协议。未来公司将借助 CAF 集团的技术、渠道及经验优势并协同自身优势, 合作开拓公共交通信号项目, 预计公司信号系统的准入今年能够获批, 从而进一步丰富公司产品线以覆盖城市轨交智能化六大子系统。
- **千亿市场下版图扩张+产品线丰富, 未来订单无忧:** 1) H1 智慧交通营收下滑或与全国轨交投资额下滑相关: 公司 2017 年 H1 智慧交通营收大幅下降, 同比下滑 79%, 我们认为这可能与 2016 年全国轨交投资额增速下滑有关; 2) 考虑国家计划在十三五期间共新增城轨里程 5640 公里, 据测算 2017 至 2020 年我国城轨市场空间高达 3.6 万亿, 估计 2017-2020 年公司目前所涵盖的轨交智能化业务领域市场空间达 1200 亿元, 千亿市场下, 考虑公司积极与国内外优秀轨交企业合作, 不断扩张业务版图+丰富产品线, 公司未来订单无忧。

图表 35：2014、2015 年全国轨道交通投资额增速大幅上升



来源：城市轨道交通统计和分析报告，国金证券研究所

#### 四.智慧医疗：订单饱满支撑业绩，千亿市场+重点布局做大空间

##### 1.顶层政策推动智慧医疗发展，医疗信息化市场规模达千亿

- **顶层政策推动智慧医疗发展：**1) 2009 年 3 月，国务院颁布《关于深化医药卫生体制改革的意见》，新医改提出应大力推进医药卫生信息化建设，以医疗卫生信息化为手段的智慧医疗将得到极大的推动；2) 2014 年 8 月，发改委《关于促进智慧城市健康发展的指导意见》指出需要推进智慧医院、智慧城市的建设；3) 2015 年 7 月，《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》强调要发展基于互联网的医疗，推动医疗健康大数据的构建；4) 2016 年 6 月，国务院《关于促进和规范健康医疗大数据应用发展的指导意见》提出要推广和运用政府和社会资本合作模式，鼓励和引导社会资本参与健康医疗大数据工程，意味着 PPP 模式将更多出现在智慧医疗领域。

图表 36：顶层政策推动智慧医疗发展

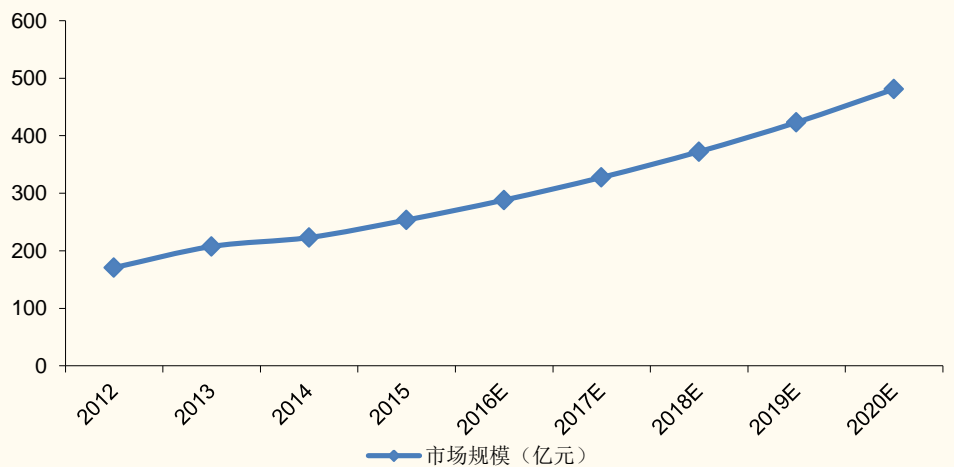
| 时间      | 部门  | 政策文件   | 主要内容   |
|---------|-----|--|--|
| 2009.3  | 国务院 | 《关于深化医药卫生体制改革的意见》                                  | 提出建立实用共享的医药卫生信息系统， <b>大力推进医药卫生信息化建设</b> ；以医院管理和电子病历为重点，推进医院信息化建设；利用网络信息技术，促进城市医院与社区卫生服务机构的合作；建立和完善医疗保障信息系统 |
| 2010.12 | 卫生部 | 《2010 年中西部地区村卫生室信息化建设项目技术方案的通知》                    | 指出应建立县级村卫生室管理信息系统数据中心，提高村卫生室业务应用信息化水平和综合管理能力，为中西部地区 90% 的村卫生室配备电脑，70% 以上的农村居民配备健康卡                         |
| 2010.12 | 卫生部 | 《2010 年基于电子健康档案、电子病历、门诊统筹管理的基层医疗卫生信息系统试点项目管理方案的通知》 | 计划在上海、浙江、安徽、重庆、新疆等 5 省（区、市）开展项目试点工作  |
| 2012.7  | 国务院 | 《十二五国家战略性新兴产业发展规划》                                 | 推进远程医疗，推广医疗信息管理和居民电子健康档案管理系统；推进标准统一、功能兼容的社会保障卡应用，逐步实现“人手一卡”和“一卡通”  |
| 2012.8  | 卫生部 | 《健康中国 2020 战略研究报告》                                 | 卫生部将推出 611 亿元预算的全民电子健康系统工程，包括大型综合医院信息化系统的标准化建设、建立全民电子健康档案和区域性医疗信息化平台三项工作                                   |
| 2012.12 | 国务院 | 《卫生事业十二五规划纲要》                                      | <b>提出加强医院信息化建设</b> ，提高城乡居民规范化电子健康档案建档率   |
| 2013.9  | 国务院 | 《关于促进健康服务业发展的若干意见》                                 | 强调发展远程医疗，逐步扩大数字化医疗设备，与物联网、移动互联网融合，不断提升智能化健康信息服务水平  |
| 2014.1  | 发改委 | 《关于加快实施信息惠民工程有关工作的通知》                              | 在 15 个省份、45 所大型医院开展示范，逐步建立居民健康医疗信息跨机构、跨区域共享机制；50% 的区域信息平台实现全员人口信   |

| 时间      | 部门  | 政策文件                      | 主要内容   |
|---------|-----|---------------------------|--|
|         |     |                           | 息、电子健康档案和电子病历三大数据库资源整合   |
| 2014.8  | 发改委 | 《关于促进智慧城市健康发展的指导意见》       | 指出需要推进 <b>智慧医院、智慧城市</b> 的建设，实施信息惠民工程   |
| 2015.1  | 卫计委 | 《进一步改善医疗服务行动计划》           | 指出应加强医院建设，通过信息化手段改善医疗服务  |
| 2015.7  | 国务院 | 《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》  | 加快发展 <b>基于互联网的医疗</b> ，鼓励互联网企业与医疗机构合作建立医疗网络信息平台，加强区域医疗卫生服务资源整合，充分利用互联网、大数据等手段，提高重大疾病和突发公共卫生事件防控能力 |
| 2015.8  | 国务院 | 《促进大数据发展行动纲要》             | 强调应推动医疗健康服务大数据的构建  |
| 2016.6  | 国务院 | 《关于促进和规范健康医疗大数据应用发展的指导意见》 | <b>要推广和运用政府和社会资本合作模式</b> ，鼓励和引导社会资本参与大健康医疗大数据基础工程、应用开发和运营服务                                      |
| 2016.11 | 发改委 | 《全民健康保障工程建设规划》            | 充分整合现有信息系统和数据资源，充分利用 <b>云计算、大数据</b> 等新兴信息技术，实现公共卫生、计划生育、医疗服务、医疗保障、药品管理、综合管理等六大业务应用系统的数据汇聚和业务协同   |

来源：国务院、卫生部等部委、国金证券研究所

- **互联网技术促进智慧医疗发展：**2016年11月17日，第三届世界互联网大会“互联网+智慧医疗”论坛在浙江乌镇举办，该活动是世界互联网大会首次举办与医疗相关的主题活动，极大推动了信息技术、健康医疗大数据和人工智能技术在医疗服务领域的应用。
- **预计 2017-2020 年医疗信息化建设市场规模达 1600 亿：**在新的医疗改革政策的推动下，我国医疗卫生领域信息化建设的花费不断扩大，各类产品和服务市场快速成长。根据 IDC 统计，2013 年之前，医疗信息化费用连续 5 年保持 20% 以上的增长率，远高于全球市场 5.1% 的年均复合增长率，之后速度放缓，为考虑估算准确性，采用 2014 年-2015 年增速（13.7%）作为预测增速。2014 年我国医疗信息化花费规模为 223.12 亿元，2015 年增长至 253.60 亿元，估算预计 2017-2020 年我国医疗信息化建设市场达 1600 亿元。

图表 37：未来医疗信息化建设花费增长快



来源：IDC、国金证券研究所

## 2. 积极并购+参股成功切入智慧医疗市场，持续外延扩张可期

### ■ 2.1 并购久信切入智慧医疗

- **并购久信医疗切入智慧医疗领域：**1) 2015 年 11 月 12 日，公司以 8.7 亿完成对江苏久信医疗科技股份有限公司（即“久信医疗”）100% 股权的收购，将久信医疗快速纳入公司业务协同体系，从而切入医疗领域；2) 久信医疗系高新技术企业，是一家专业为现代化医院提供以数字化手术室、洁净手术室为核心的洁净用房整体解决方案服务商，业务规模和行业地位突出，合作能实现双方在医院行业产品服务的深度捆绑，形成的规模优势有利于提高产品和服务的议价能力，协同效应显著。

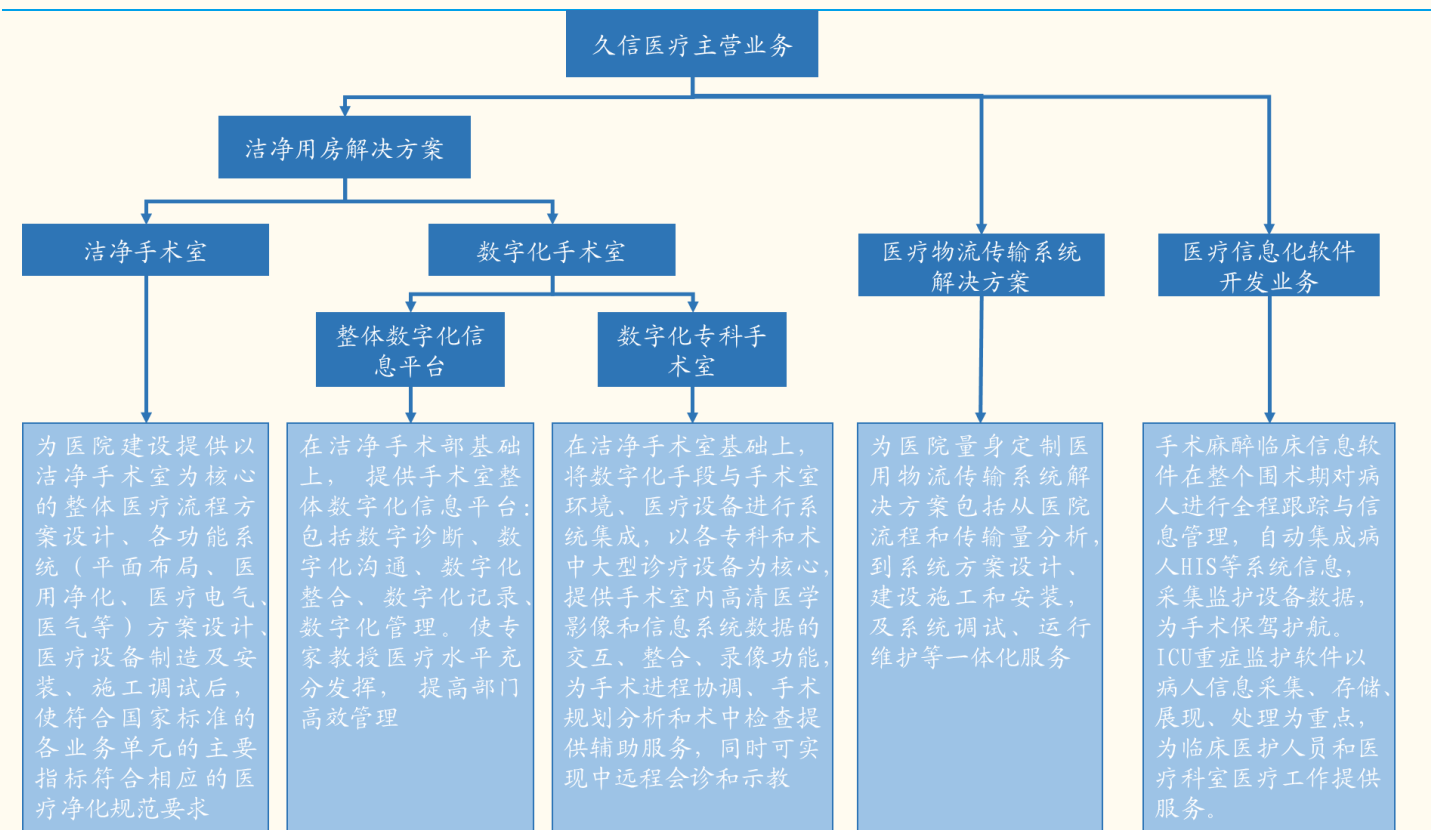
图表 38：久信医疗主要成绩

| 项目               | 主要成绩   |
|------------------|--|
| 高新技术企业           | 久信医疗为高新技术企业  |
| 完成案例多            | 久信医疗已成功为国内 330 多家医院承建了 4,000 多间高标准数字化手术室、洁净手术室、ICU 病房等                                     |
| 客户优质             | 久信医疗医院客户中 70% 以上为国内三甲医院  |
| 全国范围内有影响力的三甲医院客户 | 卫生部北京医院、北京协和医院、北京大学第三附属医院、解放军海军总院、复旦大学附属中山医院、上海华山医院、中山大学附属第三医院、华中科技大学同济医院、中南大学湘雅医院均为久信医疗客户 |
| 行业规范起草单位         | 久信医疗最早参与国内净化领域标准制定，是《GB50591-2010 国家洁净室施工及验收规范》主要起草单位之一                                    |
| 技术研发实力强          | 久信医疗及子公司已获授权发明专利 5 项，实用新型专利 31 项，软件著作权 20 项  |
| 品牌知名度高           | 久信医疗在业界具有较高知名度与品牌影响力   |

来源：发股报告、国金证券研究所

- **久信医疗主营业务构成：**1) 久信医疗的主营业务系为医院提供洁净用房整体解决方案，同时还提供医疗物流传输系统解决方案并从事医疗信息化软件开发业务；2) 久信医疗 2013/2014 年主营收为 3.8/4.2 亿，洁净用房解决方案业务营收为 3.6/4.0 亿，占比为 92%/94%，主营业务中 90% 以上的营收来自为医院提供洁净用房解决方案，且这个比例在逐年提高，体现出久信医疗对手术室洁净用房和数字化手术室两块业务的重视。

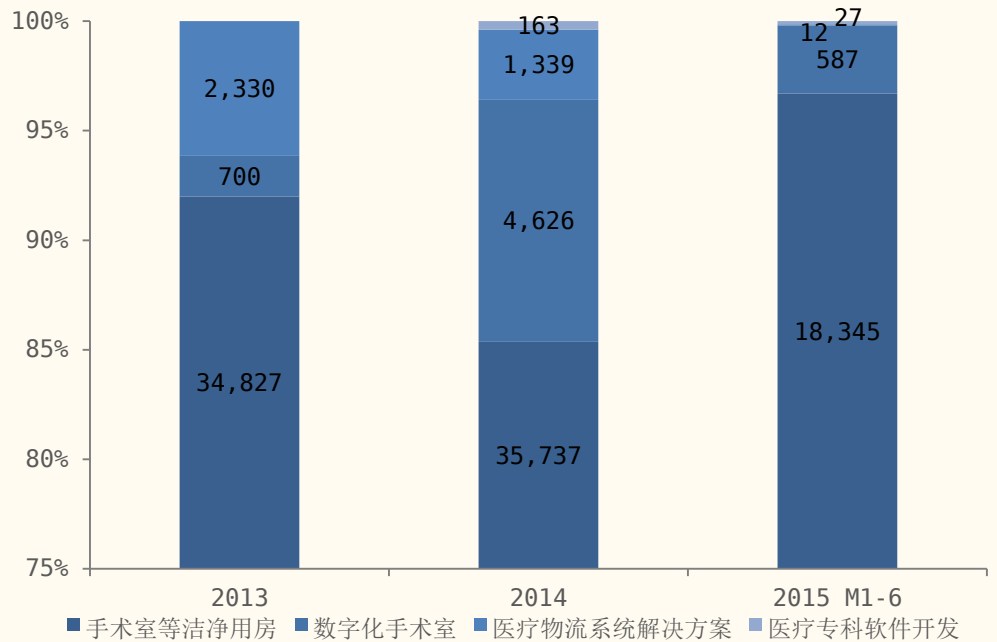
图表 39：久信医疗主营业务



来源：公司公告、国金证券研究所



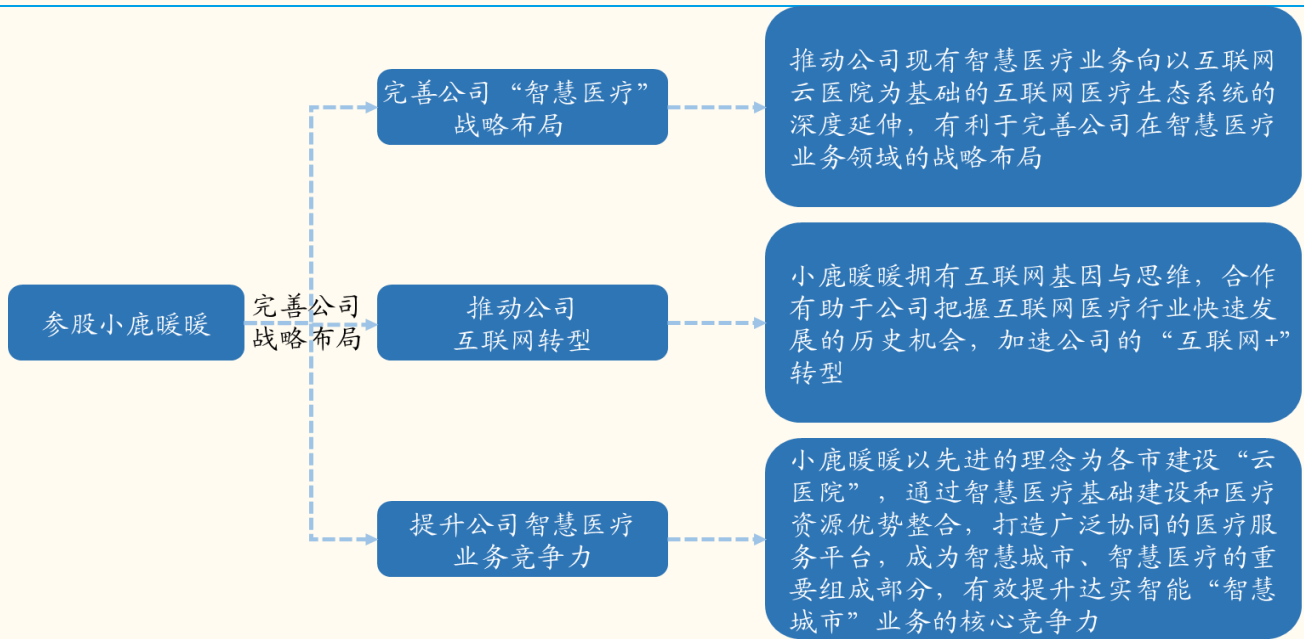
图表 40: 久信医疗主营业务收入 (万元)



来源: 公司公告、国金证券研究所

- 久信医疗 2015/2016 年归母净利润为 7347/7466 万元，高于 2015/2016 年承诺的净利润 6000/7200 万元，久信医疗完成了 2015、2016 年度的业绩承诺，2017 年度承诺的 8640 万元净利润可期。
- **2.2 参股小鹿暖暖/就医 160，完善智慧医疗业务布局**
- **参股小鹿暖暖完善公司战略布局:** 1) 2015 年 7 月 24 日，公司以 1600 万元完成对小鹿暖暖的增资，增资后持有小鹿暖暖 40% 股权; 2) 小鹿暖暖的核心业务是打造“互联网云医院”，提供个性化的互联网分级诊疗服务解决方案和移动健康管理系统，助力国家分级诊疗制度。目前小鹿已经与 100 家以上的医院达成合作，并为患者提供过 500 多万次服务，患者满意度超过 90%; 3) 小鹿暖暖还与哈佛大学、香港科技大学、中国科学院等知名院校进行了合作，这将为公司今后向更专业的领域和方向发展做铺垫，参股小鹿暖暖将推动公司智慧医疗业务向以互联网云医院为基础的互联网医疗生态系统的深度延伸，完善公司在智慧医疗业务领域的战略布局。

图表 41：参股小鹿暖暖完善公司战略布局



来源：公司公告、国金证券研究所

- **入股就医 160 抢占资源，为未来智慧医疗发展做铺垫：** 1) 2016 年 7 月，达实智能通过与嘉富诚股权投资基金管理公司设立的“智慧医疗产业基金”，首期 2500 万元战略投资“就医 160”；2) 健康 160 是中国领先的互联网医疗服务平台，是国内最大的医疗互联网+生态系统。目前平台已接入全国 6000 多家合作医院，覆盖 200 多个城市，现有加盟医生超过 47 万人，累计为来自全国的患者提供了约 3.2 亿次线上医疗服务，就医 160 丰富的医院、医生、患者等资源，为公司开拓更广阔的智慧医疗业务及未来在智慧医疗领域更长足稳定的发展做了良好铺垫。

### 3. 订单饱满支撑业绩，信息化+大数据打开未来想象空间

#### ■ 3.1 订单营收展望未来业绩增长

- **智慧医疗领域订单增速显著：** 1) 从 2015 年收购久信医疗、参股小鹿暖暖切入智慧医疗领域后，公司陆续签约了一系列智慧医疗领域的项目合同，2015/2016 年新签的订单金额为 4.53/8.36 亿，增速为 85%，智慧医疗领域订单增速显著；2) 2017 年 7 月 5 日，公司签订 15.7 亿 PPP 智慧医疗合同（联合中标），合同额占 16 年总营收（24.6 亿）64%，是公司目前最大的单体智慧医院项目，公司承接订单实力强。

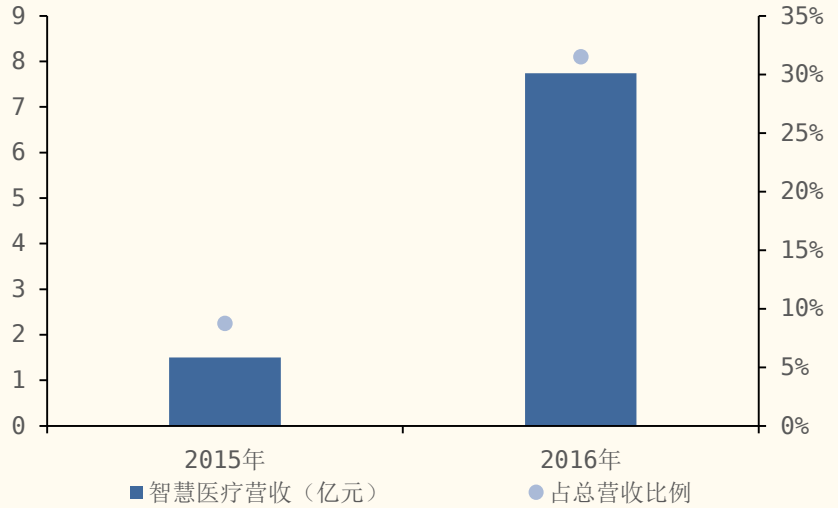
图表 42：智慧医疗领域订单

| 中标时间       | 项目类型 | 合同  | 金额<br>(亿元)   | 工期<br>(日历天) |
|------------|------|---|--------------|-------------|
| 2017/7/5   | PPP  | 洪泽区人民医院异地新建工程 PPP 项目                        | 15.71        | 1065        |
| 合计         |      |   | <b>15.71</b> |             |
| 2016/12/29 |      | 宿州市立医院新院区机电一体化建设项目                          | 4.50         | 365         |
| 2016/11/22 |      | 首都医科大学附属北京天坛医院迁建工程医疗区域净化工程一标段               | 1.47         | 179         |
| 2016/1/27  | PPP  | 淮南智慧城市民生领域（智慧医疗）PPP 项目                      | 2.39         | 3650        |
| 合计         |      |   | <b>8.36</b>  |             |
| 2015/12/23 |      | 遵义医学院附属医院新蒲分院一期新建工程机电设备总包（BOT 模式选择社会资本合作项目） | 1.23         | 178         |
| 2015/12/9  |      | 中煤矿建总医院病房楼机电系统与互联网医院建设施工合同                  | 0.80         | 210         |
| 2015/12/4  | PPP  | 仁怀市人民医院整体迁建项目机电设备总包（PPP 模式）合同               | 2.50         | 178         |
| 合计         |      |   | <b>4.53</b>  |             |

来源：公司公告、国金证券研究所

- **智慧医疗营收贡献度上升**：1) 公司 2015/2016 年智慧医疗营收为 1.5/7.74 亿元，同比增长 417%，可见 2015 年布局的智慧医疗领域成为 2016 年营收的强劲增长点，**2017 年 H1 智慧医疗业务维持高增，营收增长高达 112%**；2) 公司 2015 年总营收中智慧医疗占比 8.7%，2016 年营收占比提升 22.8pct 至 31.5%，2017 年 H1 营收占比提升 3.7pct 至 35.2%，智慧医疗的营收贡献度显著提升，成为重要的营收增长点。

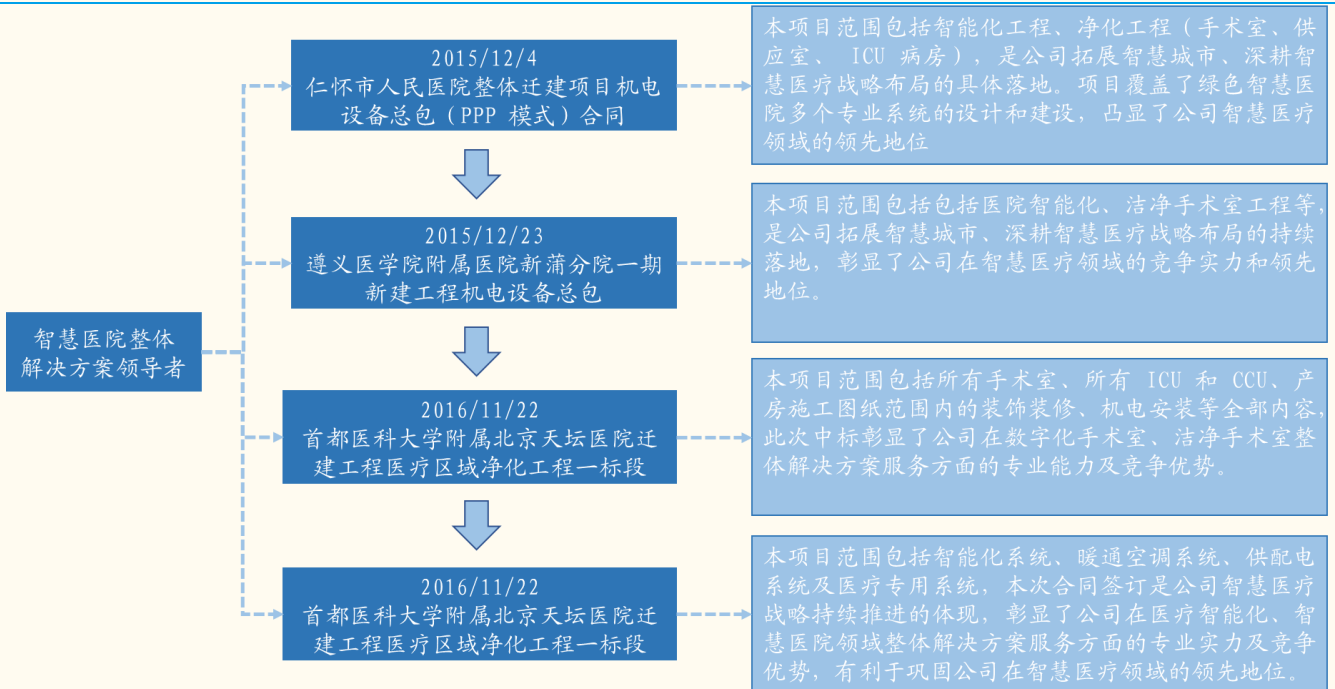
图表 43：智慧医疗营收贡献度上升



来源：公司公告、国金证券研究所

- **3.2 战略剖析：淮南模式+大数据打造未来竞争格局**
- **巩固专业能力，做智慧医院整体解决方案领导者**
  - 公司 2015 年 11 月收购久信医疗开始布局智慧医疗的净化手术室领域，后续签约了一系列净化手术室、智慧医院领域的合同，彰显了公司在智能医院领域整体解决方案服务方面的专业能力与竞争优势。

图表 44：智慧医院整体解决方案领导者

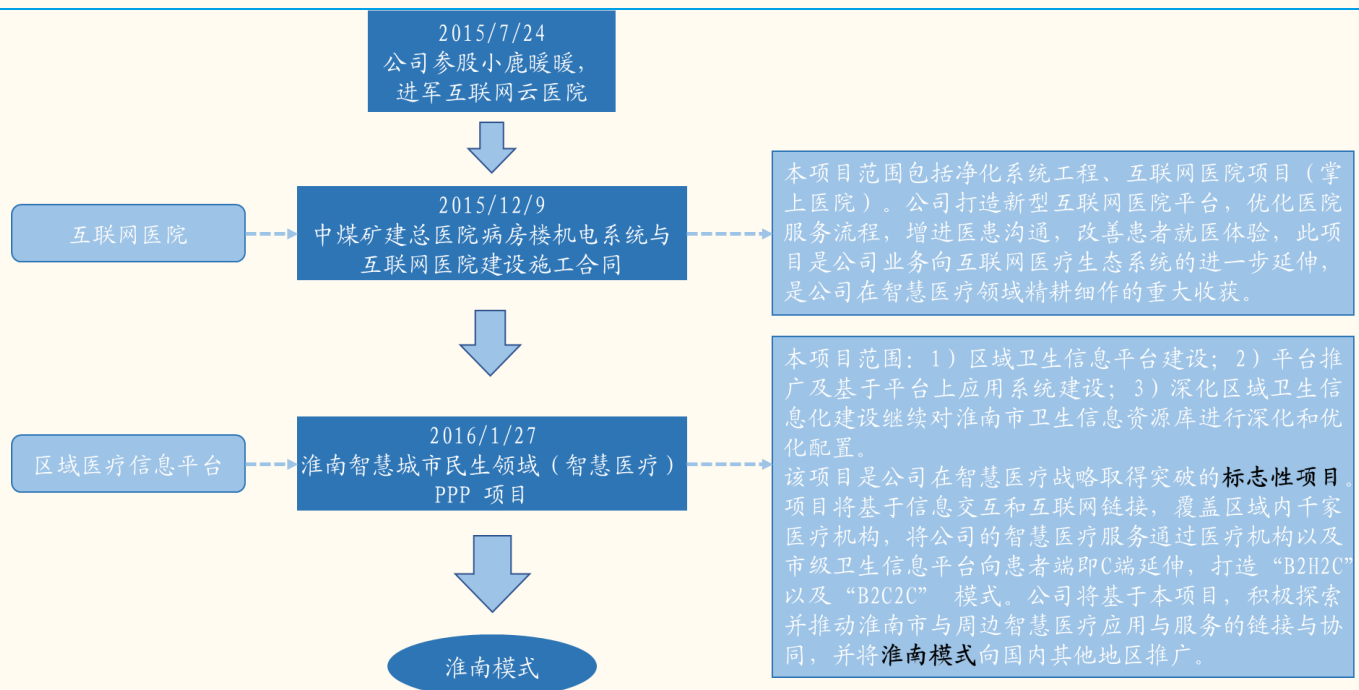


来源：公司公告、国金证券研究所

■ 从区域互联网医院向区域医疗信息平台升级，打造淮南模式

- 布局区域互联网医院：1) 2015年7月，公司参股小鹿暖暖，推动公司智慧医疗业务向以互联网云医院为基础的互联网医疗生态系统的深度延伸；2) 2015年12月，公司中标中煤矿建互联网医院施工合同，此项目是公司业务向互联网医疗生态系统的进一步延伸。
- 升级为区域医疗信息平台：1) 2016年1月，公司中标准南智慧医疗PPP项目，该项目是区域医疗信息平台项目，是公司在智慧医疗战略取得突破的标志性项目，同时淮南PPP项目作为国家迄今为止唯一的PPP智慧医疗示范项目彰显公司实力；2) 淮南区域医疗平台项目将基于信息交互和互联网向患者端延伸服务，公司的淮南模式将有望向国内其他地区推广。
- 信息平台打开未来想象空间：公司可基于淮南医疗平台人口健康信息开发针对居民和第三方机构的运营项目，若今后政府出台有关数据开放政策，公司可开展基于云计算的大数据应用示范，进一步获得人口健康信息综合开发权利，数据信息开发有助于公司深入挖掘盈利机会，带动公司智慧医疗业务持续发展。

图表 45：区域互联网医院升级为区域医疗信息平台



来源：公司公告、国金证券研究所

■ 协同医疗信息化和大数据系统，打造未来智慧医院体系

- 2017年7月15日，公司中标15.7亿洪泽区智慧医院PPP项目，本项目涵盖智慧医院全系统全生命周期建设及运营服务，是迄今公司在智慧医院建设运营领域单笔金额最大的项目。项目采用PPP模式实施，建设目标为涵盖融资、建设、一体化信息智慧管理及运营维护的绿色二星级智慧医院，契合公司“技术+金融”双轮驱动的发展策略。
- 该项目中，公司将发挥领先的智能化、物联网技术优势，通过医疗信息化与大数据系统的融合与协同，打造面向未来的智慧医院体系，实现医院经营管理的精细化与智慧化。项目的实施有望巩固公司在智慧医疗领域的竞争地位，加快公司智慧医疗服务在全国的复制。

五、员工持股彰显充足信心

- 公司自成立以来，已实施了 2 次股权激励计划和 7 次员工持股计划，是深圳员工股权激励最为广泛的上市公司之一。“达则兼善天下，实则恒心如一”的企业文化，有效发挥了其导向作用，使个人利益与公司的远景目标相一致，增强了管理层和核心人员的归属感，营造出牢固的团队凝聚力。公司目前完成了第二次限制性股票激励计划预留股份的授予，已向 18 名激励对象授予了 74.6 万股股票。
- 第一期员工持股计划共在二级市场买入 485.4 万股，占公司总股本的 0.76%，成本价 18.82 元。所购买股票 60% 的锁定期为 12 个月，40% 的锁定期为 24 个月。“分享”的理念，让 141 名员工持有公司股份，个人利益与公司利益紧密绑定。第一期限限制性股票激励计划实施后，无一名激励对象离职，在激发管理层及核心员工的责任感和创造性的同时，保持了稳定性。
- 2016 年 3 月 25 日，公司第二期限制性股票激励计划预留股份数量为 140.8 万股，激励对象为 24 人。在授予过程中，因 6 名激励对象放弃认购，2 名激励对象减少认购数量，实际授予的激励对象减少为 18 人，获授的限制性股票减少为 74.6 万股，占授予时当前总股本 6.425 亿股的 0.1161%，激励效果明显，公司高管及核心员工的动力是毋庸置疑的，此次激励计划势必全力推进各项业务，尤其是智慧医疗业务。

## 六、盈利预测与估值

### 1. 盈利预测

- **预计公司 2017 年智慧医疗营收达 12 亿元：**1) 假设公司 2015 年年底签约智慧医疗项目于 2016 年年初动工，根据线性完工百分比法测算得出公司 2016 年在手重大智慧医疗项目贡献 4.53 亿元，公司 2016 年智慧医疗项目达 7.74 亿元，我们假设公司公告的重大项目贡献营收与公司营收比例维持不变；2) 假设公司 2016 年签约项目于 2017 年年初动工，根据线性完工百分比法计算公司公告重大项目 2017 年贡献营收 6.2 亿元，考虑公司新中标 15.7 亿元洪泽区人民医院异地新建工程 PPP 项目，假设公司在联合体中占比 50%，项目于 9 月底动工，2020 年 6 月完工，预计该项目贡献营收 0.9 亿元，则公司公告重大订单 2017 年预计贡献营收 7.13 亿元；3) 根据公司 2016 年在手重大项目贡献营收占比，预计公司 2017 年智慧医疗贡献营收达 12.2 亿元。

图表 46：预计公司 2017 年智慧医疗营收达 12.2 亿元。

| 公告日期    | 项目名称   | 金额 (亿元) | 工期               | 备注   |
|---------|--|---------|------------------|--|
| 2017/7  | 洪泽区人民医院异地新建工程 PPP 项目                         | 15.71   | 预计于 2020 年 6 月完工 | 公司作为牵头单位与中国江苏国际经济技术合作集团有限公司、浙江省建筑设计研究院联合中标 |
| 2016/12 | 宿州市立医院新院区机电一体化建设项目                           | 4.5     | 365 天            |  |
| 2016/12 | 首都医科大学附属北京天坛医院迁建工程医疗区域净化工程一标段                | 1.47    | 176 天            |  |
| 2016/1  | 淮南智慧城市民生领域 (智慧医疗) PPP 项目                     | 2.39    | 10 年             | 假设每年贡献营收 0.23 亿元                           |
| 2015/12 | 遵义医学院附属医院新蒲分院一期新建工程机电设备总包 (BOT 模式选择社会资本合作项目) | 1.23    | 178 日历天          |  |
| 2015/12 | 中煤矿建总医院病房楼机电系统与互联网医院建设施工合同                   | 0.8     | 预计于 2016 年 7 月完工 |  |
| 2015/12 | 仁怀市人民医院整体迁建项目机电设备总包 (PPP 模式) 合同              | 2.5     | 预计于 2016 年 6 月完工 |  |

来源：公司公告、国金证券研究所

- **预计公司 2017/2018/2019 归母净利润为 4/5/7 亿元：**1) 考虑智慧建筑服务体量较大，行业竞争较为激烈，假设未来以 15% 的增速增长；2) 经测算公司 2017 年智慧医疗营收达 12 亿，考虑公司重点发展智慧医疗，且与各地政府签署框架协议建立良好合作关系，行业属新兴行业，2018/2019 智

慧医疗以 50% 的增速增长；3) 考虑智慧交通作为传统业务，假设未来以公司过去 6 年营收复合增速增长；4) 其他业务假设以历史增速增长，预计公司 2017/2018/2019 年营收为 33/45/61 亿元；4) 根据历史毛利率及费用占比情况预计公司 2017/2018/2019 归母净利达 4/5/7 亿元。

图表 47: 预计公司 2017/2018/2019 归母净利达 4/5/7 亿元

|             | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |   |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|---|
| 智慧建筑及节能 (亿) | 11.92 | 10.42 | 11.98 | 13.78 | 15.85 | 考虑智慧建筑服务体量较大，行业竞争较为激烈，假设未来以 15% 的增速增长<br>参考历史情况                     |
| 毛利率(%)      | 26.28 | 28.04 | 28    | 28    | 28    |   |
| 智慧医疗 (亿)    | 1.50  | 7.74  | 12.18 | 18.27 | 27.41 | 考虑公司重点发展智慧医疗，且与各地政府签署框架协议建立良好合作关系，行业属新兴行业，假设未来以 50% 的增速增长<br>参考历史情况 |
| 毛利率(%)      | 44.43 | 35.20 | 40    | 40    | 40    |   |
| 智慧交通 (亿)    | 2.71  | 4.99  | 6.99  | 9.78  | 13.69 | 考虑公司与各地框架协议落地，智慧轨交前景广阔，未来以 40% 的增速扩张<br>参考历史情况                      |
| 毛利率(%)      | 21.76 | 19.14 | 20    | 20    | 20    |   |
| 融资租赁 (亿)    | 0.37  | 0.64  | 1.11  | 1.92  | 3.31  | 参考历史增速  |
| 毛利率(%)      | 82.68 | 42.23 | 42    | 42    | 42    | 参考历史情况  |
| 其他收入 (亿)    | 0.61  | 0.78  | 1.00  | 1.28  | 1.64  | 参考历史增速  |
| 毛利率(%)      | 36.26 | 79.49 | 50    | 50    | 50    | 参考历史情况  |
| 总营收 (亿)     | 17.11 | 24.57 | 33.26 | 45.03 | 61.90 |   |
| 营业税金占比 (%)  | 2.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 0.5   | 考虑营改增的影响  |
| 营业费用占比 (%)  | 7.2   | 7.0   | 7.0   | 8.0   | 9.0   | 考虑市场竞争加剧，营业费用提升   |
| 管理费用占比 (%)  | 7.5   | 8.1   | 8.2   | 8.5   | 9.0   | 考虑公司为缓解人才压力，采取更多激励措施  |
| 所得税率 (%)    | 16.4  | 15.4  | 15.0  | 15.0  | 15.0  | 参考历史情况  |
| 归母净利 (亿)    | 1.53  | 2.75  | 3.91  | 5.27  | 7.14  |   |

来源: wind、国金证券研究所

## 2. 采用 PEG 估值法，给予目标价 6.8 元

- 根据 PEG 估值法给予公司 17 年 PEG 为 0.8，对应 17 年 PE 为 33 倍，则对应股票价格为 6.8 元。

图表 48: 采用 PEG 估值法，给予目标价 6.8 元

| 证券代码      | 证券简称 | 总市值 (亿) | EPS  | G   | PE | P    |
|-----------|------|---------|------|-----|----|------|
| 002421.SZ | 达实智能 | 107     | 0.20 | 42% | 33 | 6.78 |

来源: wind、国金证券研究所

- 横向来看，目标价下安全边际高：①我们选取聚焦智慧建筑/智慧交通/智慧医疗的佳都科技、凯发电气、众合科技、万达信息、卫宁健康五家公司作为对标公司，五家公司 2017 年平均 PE 估值为 42 倍；②A 股智慧城市板块 PE 为 65 倍；公司目标价下 PE 估值仅 33 倍，安全边际较高。

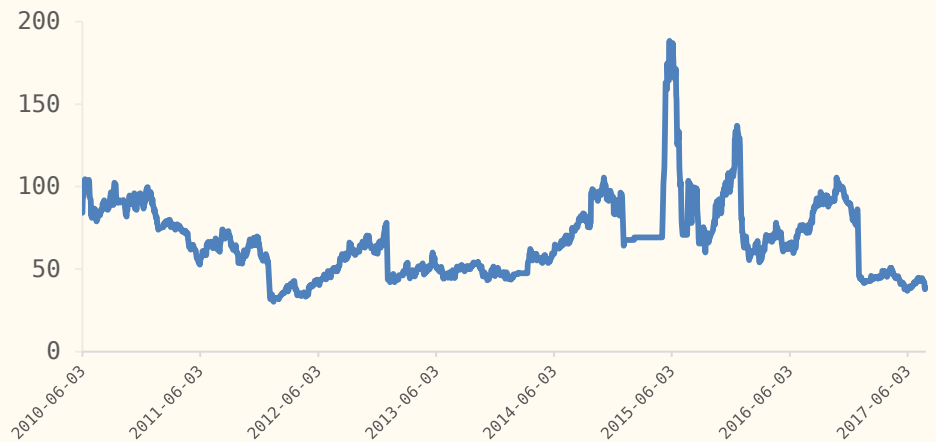
图表 49: 可比公司 2017 年 PE 平均估值为 42 倍

| 证券代码      | 证券简称 | 总市值 (亿) | EPS   |      |      | PE  |     |     |
|-----------|------|---------|-------|------|------|-----|-----|-----|
|           |      |         | 16A   | 17E  | 18E  | 16A | 17E | 18E |
| 600728.SH | 佳都科技 | 138     | 0.07  | 0.20 | 0.26 | 104 | 44  | 33  |
| 300407.SZ | 凯发电气 | 44      | 0.45  | 0.50 | 0.64 | 49  | 32  | 25  |
| 000925.SZ | 众合科技 | 69      | -0.34 | 0.47 | 0.80 | -67 | 38  | 22  |
| 300168.SZ | 万达信息 | 153     | 0.23  | 0.29 | 0.36 | 64  | 52  | 41  |
| 300253.SZ | 卫宁健康 | 115     | 0.58  | 0.16 | 0.20 | 22  | 46  | 36  |
|           |      |         |       |      | 均值   |     | 42  | 31  |

来源: wind、国金证券研究所

- 纵向来看，公司 PE 估值一直维持高位，上市以来平均 PE 估值达 68 倍，目标价下 PE 估值安全边际较高。

图表 50：目标价下 PE 估值安全边际高



来源：国金证券研究所

## 七、风险提示

- **宏观经济周期波动风险：**本公司各项主营业务与宏观经济的运行发展密切相关，其发展易受社会固定资产投资规模、城市化进程等宏观经济因素的影响。
- **创新商业模式的管理风险：**项目实施过程中涉及的金融、法律问题，目前仍是公司管理的短板，对项目推进和经营带来一定的管理风险。
- **人才风险：**公司必须持续通过内培外引的方式维持人才积累，以适应公司规模扩张对技术和管理人才的需求，人才引进和培养不达预期存在风险。
- **应收账款风险：**2017H1 应收账款 18 亿超过总营收 12 亿应注意减值风险。
- **解禁风险：**今年 5 月 10 日和 10 月 16 日均有解禁股，应注意风险。

**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)  |              |              |              |              |              |              |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                       | 2014         | 2015         | 2016         | 2017E        | 2018E        | 2019E        |                 | 2014         | 2015         | 2016         | 2017E        | 2018E        | 2019E        |
| <b>主营业务收入</b>         | <b>1,263</b> | <b>1,711</b> | <b>2,457</b> | <b>3,338</b> | <b>4,526</b> | <b>6,215</b> | 货币资金            | 470          | 1,090        | 556          | 1,087        | 760          | 780          |
| 增长率                   | 35.5%        | 43.6%        | 35.9%        | 35.6%        | 37.3%        |              | 应收款项            | 731          | 1,360        | 1,798        | 2,064        | 2,978        | 4,338        |
| 主营业务成本                | -864         | -1,220       | -1,708       | -2,355       | -3,145       | -4,198       | 存货              | 254          | 294          | 307          | 387          | 603          | 920          |
| %销售收入                 | 68.4%        | 71.3%        | 69.5%        | 70.5%        | 69.5%        | 67.6%        | 其他流动资产          | 596          | 149          | 479          | 143          | 222          | 338          |
| 毛利                    | 400          | 492          | 749          | 984          | 1,381        | 2,017        | 流动资产            | 2,051        | 2,894        | 3,141        | 3,681        | 4,564        | 6,376        |
| %销售收入                 | 31.6%        | 28.7%        | 30.5%        | 29.5%        | 30.5%        | 32.4%        | %总资产            | 78.9%        | 59.8%        | 65.0%        | 68.7%        | 72.3%        | 78.1%        |
| 营业税金及附加               | -36          | -42          | -13          | -17          | -23          | -31          | 长期投资            | 257          | 798          | 478          | 451          | 450          | 450          |
| %销售收入                 | 2.8%         | 2.5%         | 0.5%         | 0.5%         | 0.5%         | 0.5%         | 固定资产            | 103          | 297          | 352          | 443          | 512          | 561          |
| 营业费用                  | -93          | -123         | -172         | -234         | -362         | -559         | %总资产            | 3.9%         | 6.1%         | 7.3%         | 8.3%         | 8.1%         | 6.9%         |
| %销售收入                 | 7.3%         | 7.2%         | 7.0%         | 7.0%         | 8.0%         | 9.0%         | 无形资产            | 183          | 836          | 837          | 760          | 759          | 759          |
| 管理费用                  | -91          | -129         | -199         | -274         | -385         | -559         | 非流动资产           | 550          | 1,949        | 1,690        | 1,677        | 1,745        | 1,793        |
| %销售收入                 | 7.2%         | 7.5%         | 8.1%         | 8.2%         | 8.5%         | 9.0%         | %总资产            | 21.1%        | 40.2%        | 35.0%        | 31.3%        | 27.7%        | 21.9%        |
| 息税前利润 (EBIT)          | 180          | 197          | 365          | 459          | 611          | 867          | <b>资产总计</b>     | <b>2,600</b> | <b>4,844</b> | <b>4,831</b> | <b>5,358</b> | <b>6,308</b> | <b>8,168</b> |
| %销售收入                 | 14.2%        | 11.5%        | 14.9%        | 13.8%        | 13.5%        | 13.9%        | 短期借款            | 50           | 224          | 391          | 0            | 38           | 552          |
| 财务费用                  | -5           | 16           | 1            | 6            | 14           | -7           | 应付款项            | 641          | 1,603        | 1,185        | 1,654        | 2,129        | 2,739        |
| %销售收入                 | 0.4%         | -1.0%        | 0.0%         | -0.2%        | -0.3%        | 0.1%         | 其他流动负债          | 62           | 125          | 177          | 238          | 321          | 515          |
| 资产减值损失                | -10          | -36          | -40          | -17          | -7           | -11          | 流动负债            | 753          | 1,952        | 1,754        | 1,891        | 2,488        | 3,806        |
| 公允价值变动收益              | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 长期贷款            | 0            | 100          | 53           | 53           | 53           | 53           |
| 投资收益                  | 0            | -1           | -2           | 0            | 0            | 0            | 其他长期负债          | 100          | 118          | 48           | 0            | 0            | 0            |
| %税前利润                 | 0.0%         | n.a          | n.a          | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | <b>负债</b>       | <b>853</b>   | <b>2,171</b> | <b>1,855</b> | <b>1,944</b> | <b>2,541</b> | <b>3,859</b> |
| 营业利润                  | 165          | 176          | 325          | 448          | 618          | 849          | <b>普通股股东权益</b>  | <b>1,618</b> | <b>2,537</b> | <b>2,810</b> | <b>3,228</b> | <b>3,562</b> | <b>4,084</b> |
| 营业利润率                 | 13.1%        | 10.3%        | 13.2%        | 13.4%        | 13.7%        | 13.7%        | 少数股东权益          | 130          | 136          | 165          | 185          | 205          | 225          |
| 营业外收支                 | 10           | 15           | 25           | 35           | 25           | 15           | <b>负债股东权益合计</b> | <b>2,600</b> | <b>4,844</b> | <b>4,831</b> | <b>5,358</b> | <b>6,308</b> | <b>8,168</b> |
| 税前利润                  | 175          | 191          | 349          | 483          | 643          | 864          |                 |              |              |              |              |              |              |
| 利润率                   | 13.9%        | 11.2%        | 14.2%        | 14.5%        | 14.2%        | 13.9%        |                 |              |              |              |              |              |              |
| 所得税                   | -27          | -31          | -54          | -72          | -96          | -130         |                 |              |              |              |              |              |              |
| 所得税率                  | 15.6%        | 16.4%        | 15.4%        | 15.0%        | 15.0%        | 15.0%        | <b>比率分析</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 净利润                   | 148          | 160          | 296          | 411          | 547          | 734          |                 |              |              |              |              |              |              |
| 少数股东损益                | 36           | 7            | 20           | 20           | 20           | 20           | 每股指标            |              |              |              |              |              |              |
| <b>归属于母公司的净利润</b>     | <b>112</b>   | <b>153</b>   | <b>275</b>   | <b>391</b>   | <b>527</b>   | <b>714</b>   | 每股收益            | 0.438        | 0.238        | 0.143        | 0.203        | 0.273        | 0.371        |
| 净利率                   | 8.9%         | 8.9%         | 11.2%        | 11.7%        | 11.6%        | 11.5%        | 每股净资产           | 6.324        | 3.948        | 1.459        | 1.676        | 1.849        | 2.120        |
|                       |              |              |              |              |              |              | 每股经营现金净流        | 0.431        | 0.208        | -0.009       | 0.512        | -0.013       | -0.065       |
|                       |              |              |              |              |              |              | 每股股利            | 0.100        | 0.100        | 0.100        | 0.100        | 0.100        | 0.100        |
|                       |              |              |              |              |              |              | 回报率             |              |              |              |              |              |              |
| <b>现金流量表 (人民币百万元)</b> |              |              |              |              |              |              | 净资产收益率          | 6.93%        | 6.02%        | 9.80%        | 12.10%       | 14.78%       | 17.49%       |
|                       | 2014         | 2015         | 2016         | 2017E        | 2018E        | 2019E        | 总资产收益率          | 4.31%        | 3.15%        | 5.70%        | 7.29%        | 8.35%        | 8.74%        |
| 净利润                   | 148          | 160          | 296          | 411          | 547          | 734          | 投入资本收益率         | 8.44%        | 5.48%        | 9.03%        | 11.26%       | 13.47%       | 14.99%       |
| 非现金支出                 | 39           | 66           | 100          | 95           | 107          | 131          | <b>增长率</b>      |              |              |              |              |              |              |
| 非经营收益                 | 5            | -17          | -28          | -23          | -20          | 8            | 主营业务收入增长率       | 24.82%       | 35.49%       | 43.58%       | 35.86%       | 35.59%       | 37.32%       |
| 营运资金变动                | -81          | -75          | -386         | 503          | -659         | -999         | EBIT 增长率        | 48.07%       | 9.48%        | 85.65%       | 25.78%       | 33.07%       | 41.81%       |
| 经营活动现金净流              | 110          | 133          | -18          | 987          | -26          | -125         | 净利润增长率          | 36.30%       | 36.08%       | 80.49%       | 41.77%       | 34.85%       | 35.63%       |
| <b>资本开支</b>           | <b>-170</b>  | <b>-136</b>  | <b>-62</b>   | <b>-59</b>   | <b>-142</b>  | <b>-153</b>  | 总资产增长率          | 76.82%       | 86.26%       | -0.27%       | 10.92%       | 17.74%       | 29.48%       |
| 投资                    | -1           | -414         | -361         | 27           | 0            | 0            | <b>资产管理能力</b>   |              |              |              |              |              |              |
| 其他                    | -499         | 510          | -116         | 0            | 0            | 0            | 应收账款周转天数        | 167.2        | 198.6        | 205.5        | 190.0        | 200.0        | 210.0        |
| 投资活动现金净流              | -670         | -40          | -539         | -32          | -142         | -153         | 存货周转天数          | 93.3         | 82.0         | 64.3         | 60.0         | 70.0         | 80.0         |
| <b>股权募资</b>           | <b>770</b>   | <b>350</b>   | <b>17</b>    | <b>0</b>     | <b>0</b>     | <b>0</b>     | 应付账款周转天数        | 166.6        | 180.9        | 172.7        | 185.0        | 175.0        | 165.0        |
| 债权募资                  | -23          | 216          | 32           | -439         | 38           | 514          | 固定资产周转天数        | 26.9         | 28.9         | 24.9         | 17.3         | 10.4         | 4.5          |
| 其他                    | 52           | -172         | 57           | 15           | -198         | -216         | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |              |              |
| 筹资活动现金净流              | 800          | 395          | 107          | -424         | -159         | 298          | 净负债/股东权益        | -24.07%      | -28.65%      | -3.75%       | -30.29%      | -17.75%      | -4.05%       |
|                       |              |              |              |              |              |              | EBIT 利息保障倍数     | 39.8         | -11.9        | -377.8       | -77.2        | -43.1        | 121.4        |
|                       |              |              |              |              |              |              | 资产负债率           | 32.80%       | 44.81%       | 38.40%       | 36.29%       | 40.28%       | 47.25%       |

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           | 3           | 3           | 3           | 5           |
| 增持 | 0           | 1           | 1           | 1           | 4           |
| 中性 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 减持 | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 评分 | <b>0.00</b> | <b>1.25</b> | <b>1.25</b> | <b>1.25</b> | <b>1.44</b> |

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

### 历史推荐和目标定价(人民币)

来源：国金证券研究所

### 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 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

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%以上。

**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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**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