

证券研究报告

节能环保

推荐(首次)

证券分析师

窦泽云

S1060210090001
22625902
douzeyun001@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，
如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的
声明内容。

达实智能 (002421)

立足建筑智能，布局建筑节能

■ 公司主营业务增速稳定，未来有望维持在 30%–50%

公司主营建筑智能及建筑节能服务（占收入82%），兼营工业自动化业务（占收入8%）及IC卡读写设备的研发、生产、销售（占收入5%）。2011年上半年业绩主要由建筑智能化的需求拉动，收入较去年增长40.14%，归属于上市公司股东的净利润增长40.60%。我们预计，公司业务增速未来有望维持在30%–50%左右。

■ 技术壁垒确立公司地铁智能化竞争优势，成长确定性高

地铁智能化领域是公司异地扩张策略的一个重要方向。普通地铁智能化领域竞争激烈，但公司主要承接站上的综合监控系统业务，此类项目对候选公司的资质和完工的项目经验有较严格的限制，行业壁垒较高。公司是行业内为数不多的资质完备的龙头之一，在华南区域有稳定的订单来源和项目成功经验。同时，公司的异地扩张战略已经取得初步成效。未来，随着全国范围内地铁建设的全面铺开，地铁建设对地铁智能的需求将会强劲增长。高端的综合监控系统将会主要由业内龙头公司瓜分，我们认为公司将会受益于二三线城市地铁建设规划，订单及业务增速有保证。

■ 酒店建筑智能化借力连锁酒店合作，迅速进行异地扩张

酒店智能化领域是公司异地扩张的另一重要方向。由于住宅房地产市场受到抑制，酒店等商业地产近来增速加快，同时受益于消费刺激政策和酒店标准化需求，中高端连锁酒店逐渐在二三线城市铺开。公司通过与高端酒店集团及酒店投资商合作，借助连锁酒店的优势迅速拓展业务区域，2011年上半年订单超越2010年全年。我们认为，公司的酒店智能化业务具有较高的项目示范作用和可复制性，随着公司业务增长，将会有明显的边际效益。

■ 合同能源管理业务迅速推进，节能项目收入年增速有望达 80%–100%

建筑节能业务是公司未来重点发展的与建筑智能业务并列的另一项主营业务，发展潜力巨大。公司是建筑节能领域倡导合同能源管理方式的先行者，在行业内有成功的项目经验和示范项目。在实际操作领域，合同能源管理还属于实验和探索阶段，要求节能服务公司：1、资金实力雄厚，可提供设备采购及项目运行的全部资金；2、技术先进，可创造节能收益并准确监测节能效果；3、风险控制能力强，可保证全项目周期的账款回收进度，保证资金链不断裂。公司具备上述的服务条件，且采取稳健、创新的战略开展合同能源管理项目，通过精选合作方、提高节能监测准确度从而严控项目风险、提高节能收益。我们认为，随着未来政策对于合同能源管理领域的支持逐渐明显、行业竞争对中小对手的淘汰，公司有望凭借在该领域的经验进一步占领市场。

■ 风险提示：

受高铁事故及近期上海地铁事故影响，轨道交通建设投资进度可能整体低于预期，从而可能影响公司地铁智能化业务

■ 盈利预测与估值

公司今年的业绩主要靠地铁智能及传统建筑智能支持，未来看好公司在地铁轨道智能、酒店建筑智能及建筑节能领域的增长。我们预计公司11、12、13年的EPS分别为0.45、0.66、0.90元，对应9月26日收盘价动态PE为41、28、21倍，首次给予“推荐”的评级。

图表1 分业务利润贡献表

业务分类		2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
建筑智能化及节能	营业收入	220,351,709	291,372,645	347,640,644	467,727,754	686,534,887	1,039,164,169
	营业成本	166,017,262	222,240,751	261,730,545	362,048,605	528,631,863	789,764,769
	营业利润	54,334,447	69,131,894	85,910,100	105,679,149	157,903,024	249,399,401
	利润率	24.66%	23.73%	24.71%	22.59%	23.00%	24.00%
工业自动化	营业收入	31,003,568	10,156,657	17,339,807	19,898,865	39,007,664	46,185,074
	营业成本	24,218,593	7,967,314	12,888,073	14,982,806	29,255,748	34,176,955
	营业利润	6,784,975	2,189,343	4,451,734	4,916,058	9,751,916	12,008,119
	利润率	21.88%	21.56%	25.67%	24.71%	25.00%	26.00%
其他收入	营业收入	271,800	315,107		22,110,756	23,404,598	28,865,671
	营业成本	84,369	84,369		11,885,900	7,021,380	7,216,418
	营业利润	187,431	230,737		10,224,856	16,383,219	21,649,254
	利润率	68.96%	73.23%		46.24%	70.00%	75.00%
IC 卡读写设备及其它	营业收入	12,778,640	12,809,106	20,684,218	28,299,371	31,206,131	40,411,940
	营业成本	5,442,970	4,388,841	8,448,933	10,997,109	10,922,146	13,335,940
	营业利润	7,335,670	8,420,265	12,235,284	17,302,262	20,283,985	27,076,000
	利润率	57.41%	65.74%	59.15%	61.14%	65.00%	67.00%
总体	营业收入	264,405,717	314,653,514	385,664,669	538,036,745	780,153,280	1,154,626,855
	营业成本	195,763,196	234,681,276	283,067,551	399,914,420	584,019,579	872,194,324
	营业利润	68,642,522	79,972,238	102,597,118	138,122,325	196,133,702	282,432,530
	利润率	25.96%	25.42%	26.60%	25.67%	25.14%	24.46%

资料来源：公司资料，平安证券研究所

资产负债表						利润表					
会计年度	单位:百万元					会计年度	单位:百万元				
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	284	730	764	961	1220	营业收入	315	386	538	780	1155
现金	96	447	363	379	355	营业成本	235	283	400	584	872
应收账款	87	132	180	261	386	营业税金及附加	9	12	16	23	35
其他应收款	6	12	15	22	33	营业费用	24	34	40	59	87
预付账款	28	31	40	58	87	管理费用	12	20	27	39	58
存货	64	106	160	234	349	财务费用	4	0	2	-2	-2
其他流动资产	3	2	5	7	10	资产减值损失	2	1	1	1	1
非流动资产	20	178	185	209	260	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	18	50	63	90	144	营业利润	29	36	52	76	104
无形资产	0	0	1	1	2	营业外收入	5	6	4	4	4
其他非流动资产	2	127	122	118	114	营业外支出	0	4	4	4	4
资产总计	304	907	949	1170	1481	利润总额	34	37	52	76	104
流动负债	159	344	339	494	713	所得税	5	6	6	9	13
短期借款	50	96	0	0	0	净利润	29	32	46	67	92
应付账款	62	106	148	216	323	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	48	142	191	278	390	归属母公司净利润	29	32	46	67	92
非流动负债	2	0	0	0	0	EBITDA	37	41	62	86	121
长期借款	2	0	0	0	0	EPS (元)	0.50	0.40	0.45	0.66	0.90
其他非流动负债	0	0	0	0	0						
负债合计	162	344	339	494	713						
少数股东权益	0	0	1	1	1						
股本	58	78	101	101	101						
资本公积	14	383	360	360	360						
留存收益	70	102	148	215	306						
归属母公司股东权益	142	563	609	676	767						
负债和股东权益	304	907	949	1170	1481						
现金流量表						主要财务比率					
会计年度	单位:百万元					会计年度	2009A 2010A 2011E 2012E 2013E				
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		成长能力				
经营活动现金流	32	32	29	49	43	营业收入	19.0%	22.6%	39.4%	45.0%	48.0%
净利润	29	32	46	67	92	营业利润	40.2%	21.9%	46.0%	45.5%	37.0%
折旧摊销	3	5	8	11	18	归属于母公司净利润	48.6%	8.5%	45.5%	45.5%	37.0%
财务费用	4	0	2	-2	-2	获利能力					
投资损失	0	0	0	0	0	毛利率(%)	25.4%	26.6%	25.7%	25.1%	24.5%
营运资金变动	-5	-6	-28	-31	-71	净利率(%)	9.2%	8.2%	8.5%	8.6%	7.9%
其他经营现金流	1	1	2	4	6	ROE(%)	20.5%	5.6%	7.5%	9.9%	11.9%
投资活动现金流	-10	-82	-15	-36	-70	ROIC(%)	29.2%	32.5%	36.0%	35.2%	29.6%
资本支出	10	13	18	38	72	偿债能力					
长期投资	0	-68	-4	-3	-3	资产负债率(%)	53.2%	37.9%	35.8%	42.2%	48.1%
其他投资现金流	0	-137	-1	-1	-1	净负债比率(%)	32.30%	28.25%	0.29%	0.20%	0.14%
筹资活动现金流	14	387	-98	2	2	流动比率	1.78	2.12	2.25	1.95	1.71
短期借款	34	46	-96	0	0	速动比率	1.38	1.81	1.78	1.47	1.22
长期借款	2	-2	0	0	0	营运能力					
普通股增加	0	20	23	0	0	总资产周转率	1.20	0.64	0.58	0.74	0.87
资本公积增加	0	370	-23	0	0	应收账款周转率	4	3	3	3	3
其他筹资现金流	-21	-46	-2	2	2	应付账款周转率	3.96	3.37	3.15	3.21	3.24
现金净增加额	36	337	-84	16	-24	每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.29	0.31	0.45	0.66	0.90
						每股经营现金流(最新)	0.31	0.31	0.29	0.49	0.43
						每股净资产(最新摊薄)	1.40	5.55	6.00	6.66	7.57
						估值比率					
						P/E	65.25	60.12	41.32	28.39	20.73
						P/B	13.39	3.37	3.12	2.81	2.47
						EV/EBITDA	39	35	23	17	12

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 ± 10% 之间）
回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10% 以上）
推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 至 10% 之间）
中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 ± 5% 之间）
回避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PING AN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257