

汉鼎股份(300300)

研究员: 马仁敏 执业证书编号: S0570510120059

☎ 025-83290929 ✉ marenmin1982@hotmail.com

http://t.zhangle.com/4055

快速发展的建筑智能化综合解决方案提供商

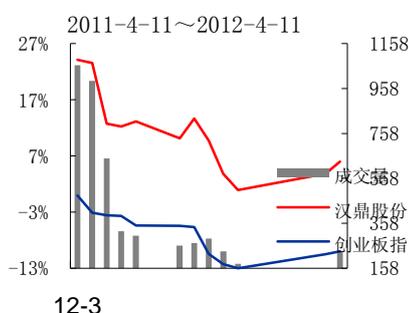
投资评级: 推荐(首次评级)

计算机应用 II

当前价格(元): 19.08

目标价格(元): 22.88

股价走势图



相关研究

1《汉鼎股份(300300):智能化综合解决方案提供商》2012.3

投资要点:

◆ 公司是以建筑、公共安全管理为核心领域的智能化综合解决方案提供商, 业务链涵盖智能化工程的前期咨询、方案设计、软件开发、工程施工、集成调试及升级维护等各个环节。

◆ 按照国家规划, “十二五”期间全国将建设3,600万套保障房, 未来每年全国新建建筑面积将保持在16-20亿平方米, 到2020年将新增建筑面积200亿平方米。预计从2010年至2020年, 全国商品房销售面积总量将在67.53亿平方米左右。由于建筑智能化投入占整个投入的5%左右, 未来市场空间巨大。但是整个行业市场集中度不高, 竞争激烈, 未来面临进一步整合的趋势。

◆ 公司未来将保持快速发展, 基于以下四个理由: 首先: 浙江省的经济发展水平处于全国前列, 公司将依托良好的省内需求实现稳定发展。其次, 公司已获得14项专利, 71项软件著作权, 6项软件产品登记证书, 是同时拥有“建筑智能化工程设计与施工壹级资质”、“计算机信息系统集成壹级资质”2项强制性认证的42家企业之一。接着, 公司拥有年轻活力的团队, 80后的领头羊是公司成长的重要因素。最后, 公司现有合同订单充足, 未来将逐步被释放, 短期内对公司业绩形成了良好的支撑作用。

◆ 我们预计公司2012~2014年分别可实现营业收入5.10亿元、7.15亿元、9.95亿元; 归属母公司所有者的净利润分别为0.77亿元、1.05亿元、1.39亿元; 对应EPS分别为0.88元、1.21元、1.60元。目前行业2012年动态PE为26.35倍, 我们给予公司2012年26倍的动态市盈率水平, 6个月内的合理股价为22.88元, 给予“推荐”的投资

公司基本资料

总股本(万)	8700.00
流通A股(万)	1760.00
52周内股价区间(元)	18.03-23.36
总市值(万)	165996.00
总资产(万)	32535.78
每股净资产(元)	2.89

主要经营指标预测

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(亿)	3.33	5.10	7.15	9.95
+/-%	92.74	53.00	40.20	39.20
净利润(百万)	52.37	77	105	139
+/-%	57.08	47.0	36.3	32.7
EPS(元)	0.60	0.88	1.21	1.60
P/E	31.80	21.68	15.77	11.93

一、公司简介

◆ 业务介绍——智能化综合解决方案提供商

智能建筑是以建筑物为平台，兼备信息设施系统、信息化应用系统、建筑设备管理系统、公共安全系统等，集结构、系统、服务、管理及其优化组合为一体，向人们提供安全、高效、便捷、节能、环保、健康的建筑环境。智能建筑工程一般按施工顺序可分为四个阶段：土建工程、机电工程、建筑智能化工程、装饰装修工程。其中建筑智能化工程处于第三阶段。在施工过程中，建筑智能化工程的建设穿插于土建工程、机电工程和装饰装修工程，各工程配合时机必须通过建立工程进度表和协调机制的方式进行管理和检查，以保证工程质量并达到设计目标。

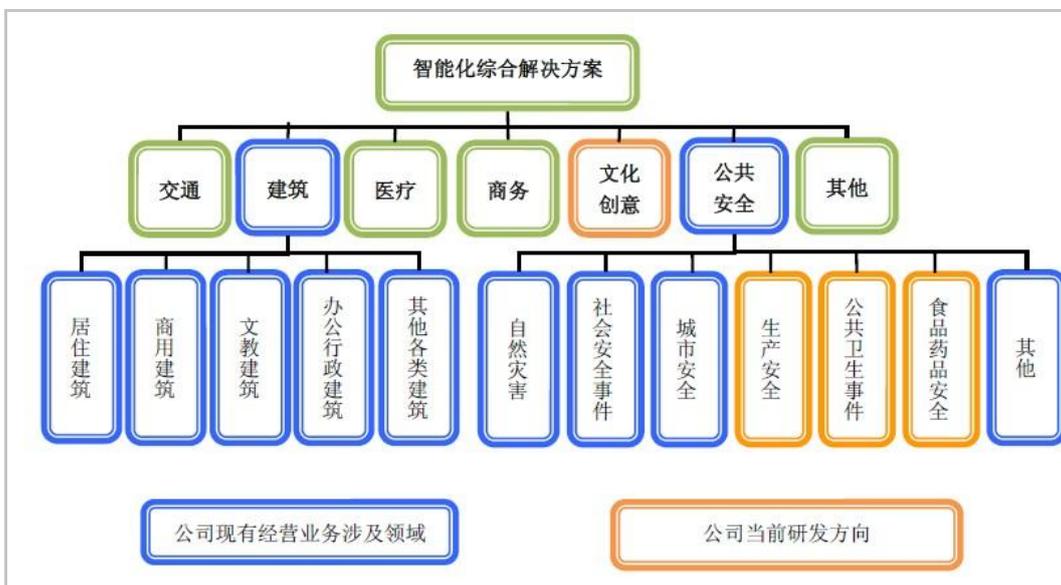
图表 1: 智能建筑工程阶段划分



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

公司是以建筑、公共安全管理为核心领域的智能化综合解决方案提供商，业务链涵盖智能化工程的前期咨询、方案设计、软件开发、工程施工、集成调试及升级维护等各个环节。公司作为高新技术企业，依托在智能软件开发、系统集成及后期升级维护等方面的领先水平已发展成为国内智能化应用领域的领先企业。

图表 2: 公司主营业务定位图



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

1) 智能化综合解决方案：公司以汉鼎IBMS智能建筑集成管控平台系统和汉鼎BEMS智能建筑节能综合管理系统为数据融合及管控平台，实现了信息设施系统、信息化应用系统、建筑设备管理系统、建筑安全系统、建筑节能系统以及机房工程的一体化集成，为建筑提供智能化服务，提高建筑物的综合使用功能，确保建筑物内所有设备处于高效、节能、最佳运行状态；同时公司还负责客户在日常使用该平台过程中的功能升级及维护。

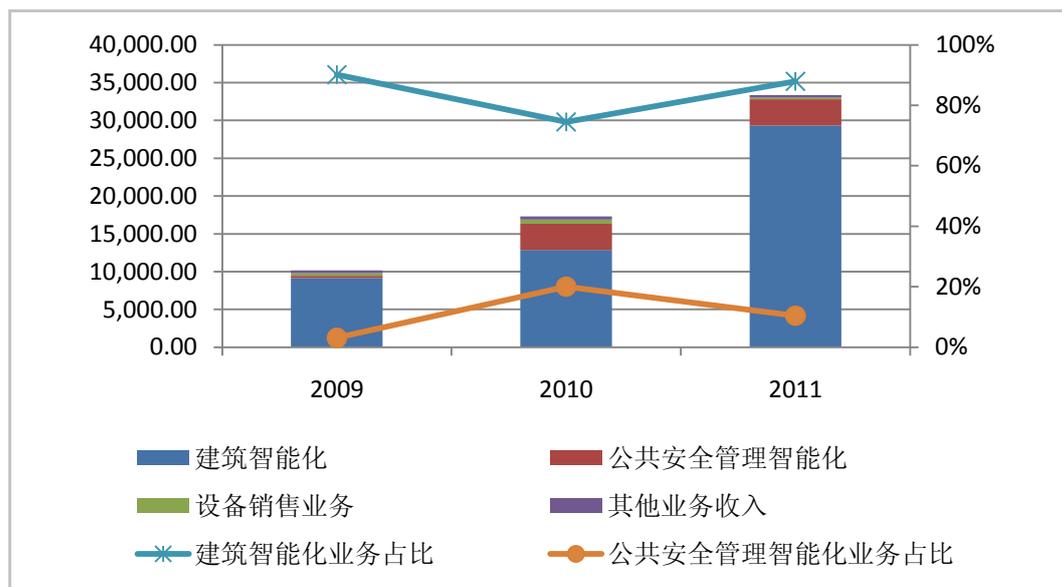
2) 自然灾害应急联动系统：该系统由应急联动预案管理子系统、应急联动管理组织机构和人员管理子系统、应急联动资源管理与调度子系统、应急联动指挥调度子系统、专家会商与辅助决策子系统、应急联动处置事后评价子系统、视频图像传输子系统、信息公告与媒体影响子系统、专项灾情预警子系统和灾情/事件识别与评估子系统等10个子系统组成，主要应用于省、市、区（县）各级政府应急部门对自然灾害的预测预警、信息报告、应急响应、应急处置、应急保障、调查评估等环节。

3) 数字化城市安全监控管理系统：该系统通过综合运用安全防范、通信、计算机网络、系统集成等技术，在城市范围内构建具有信息采集、传输、控制、显示、存储、处理等功能并实现不同设备及系统间互联、互通和互控的综合网络系统。该系统能够满足政府职能部门在治安管理、交通管理等方面的监控需求，并可为城市应急体系平台建设提供相应的信息支持。

◆ 建筑智能化业务收入逐年增加

公司建筑智能化收入增长较快，收入总额从 2009年的9,147.24万元增长到2011年的29,317.95万元，年复合增长率为79.03%。其中2010年比2009年增长了40.86%，2011年比2010年增长了127.55%。

图表 3：公司营业收入情况（万元）



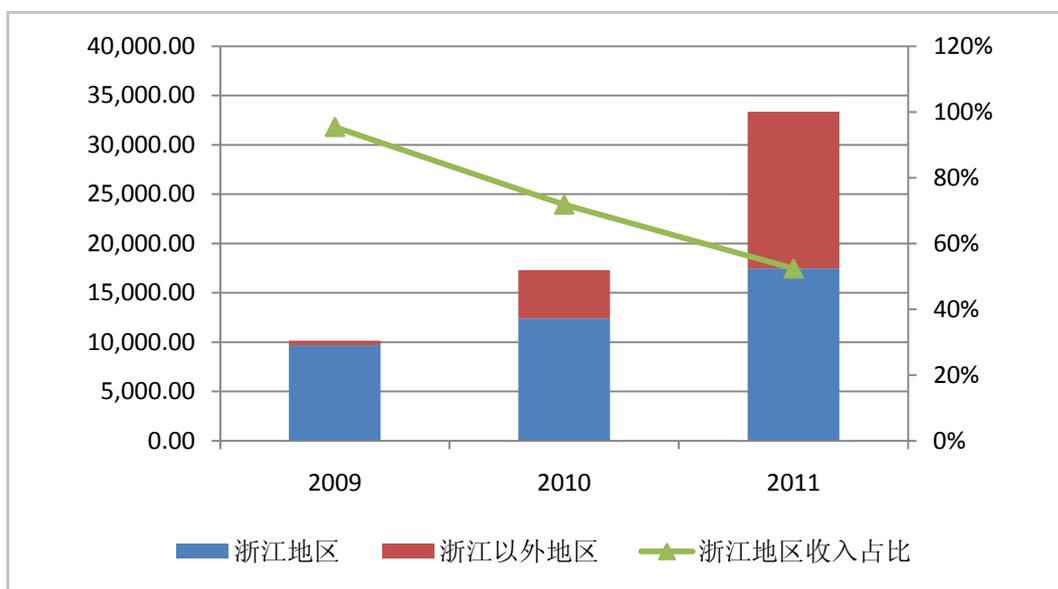
资料来源：华泰证券研究所

◆ 浙江地区业务收入占比逐年下降

目前公司业务主要集中在浙江省，浙江省的经济发展水平处于全国前列，相关下游行业对智能化的需求较大，公司依托良好的省内市场需求取得了快速的发展，但同时也造成了公司业务区域相对集中的情形，不利于公司的可持续发展。

公司来自于浙江省的营业收入占营业收入总额的比例已从2009年的95.44%降至2011年的52.37%。公司业务区域集中度不断下降的原因主要是公司依靠自身的核心竞争力积极拓展浙江省外市场，目前公司已在全国设立了成都、深圳、昆明、温州、北京、厦门、珠海、上海、西安、沈阳和南京等11家分公司，在四川、深圳等地区取得了一定成绩。

图表 4: 营业收入按地区结构划分 (万元)

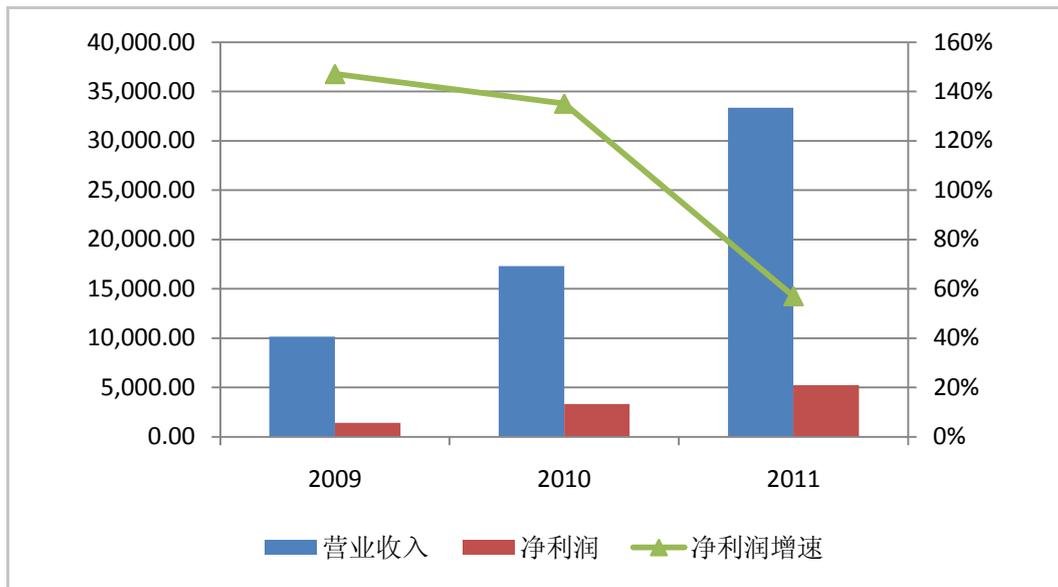


资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券研究所

◆ 公司净利润快速增长

2009年、2010年和2011年公司净利润分别为1418.08万元、3333.69万元、5236.63万元，净利润增速分别达到147.09%、135.08%、57.08%。净利润增长较快。

图表 5: 公司近年来净利润情况(万元)



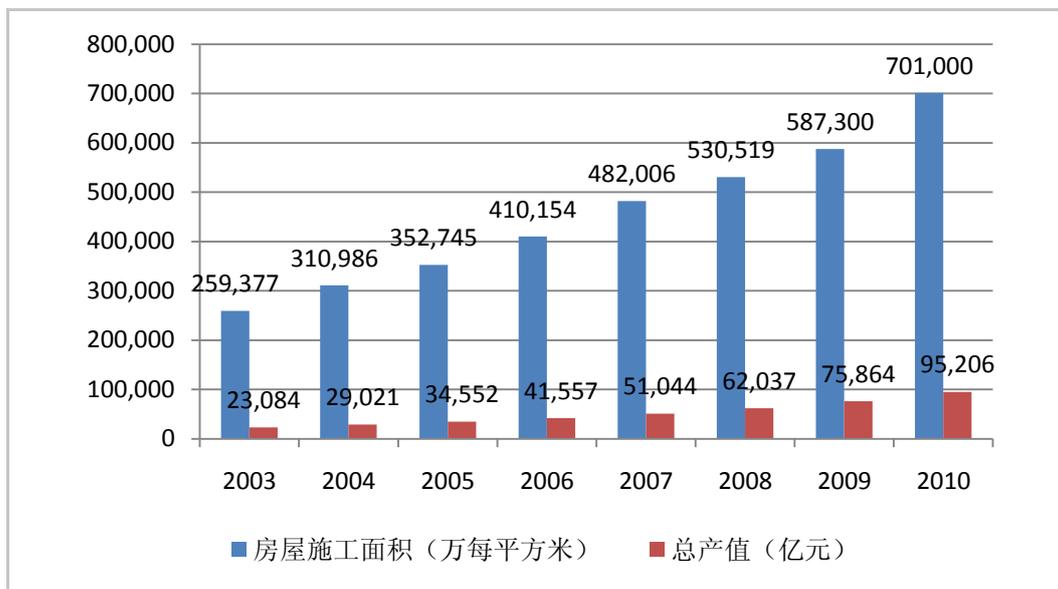
资料来源: 华泰证券研究所

二、两大细分市场前景广阔

● 建筑智能化行业

建筑智能化的下游行业为建筑业，其发展与建筑业的景气度息息相关。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。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。近年来，我国建筑业总产值和房屋施工面积均保持较快增速。2003年全国建筑业总产值为23,084亿元，2010年已增至95,206亿元，复合增长率达22.44%；按照国家规划，“十二五”期间全国将建设3,600万套保障房，未来每年全国新建建筑面积将保持在16-20亿平方米，到2020年将新增建筑面积200亿平方米。预计从2010年至2020年，全国商品房销售面积总量将在67.53亿平方米左右。

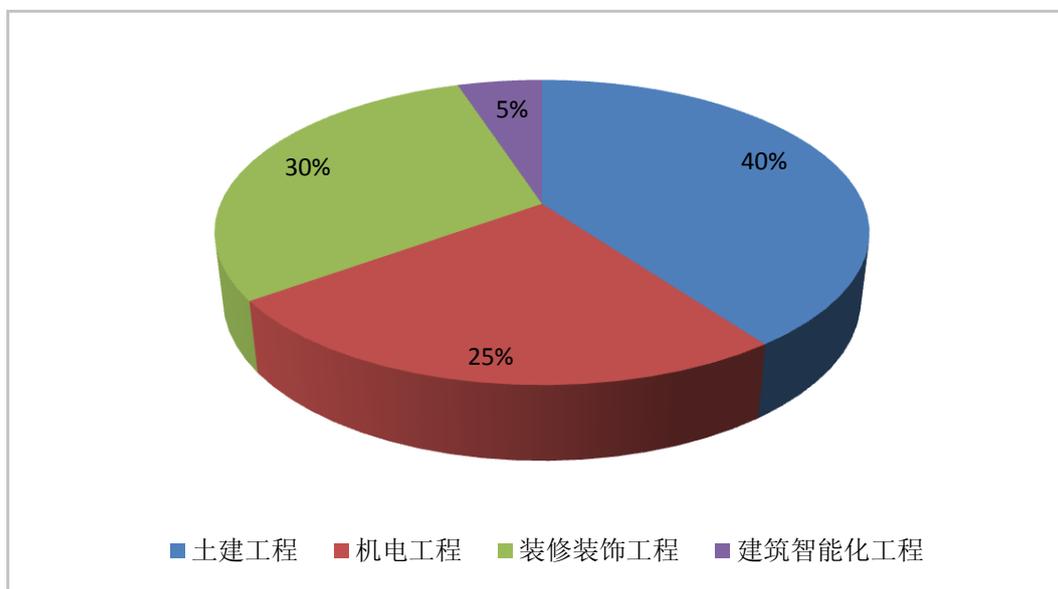
图表 6: 全国建筑业总产值和房屋施工面积情况



资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券研究所

智能建筑工程按施工工序可分为: 土建工程、机电工程、建筑智能化工程、装饰装修工程等4个工序, 各工序占建筑工程投资总额的比重不尽相同。通常情况下, 土建工程、机电工程、建筑智能化工程和装饰装修工程占投资总额的比例分别约为: 40%、25%、5%和30%。

图表 7: 建筑智能化工程占建筑投资比例



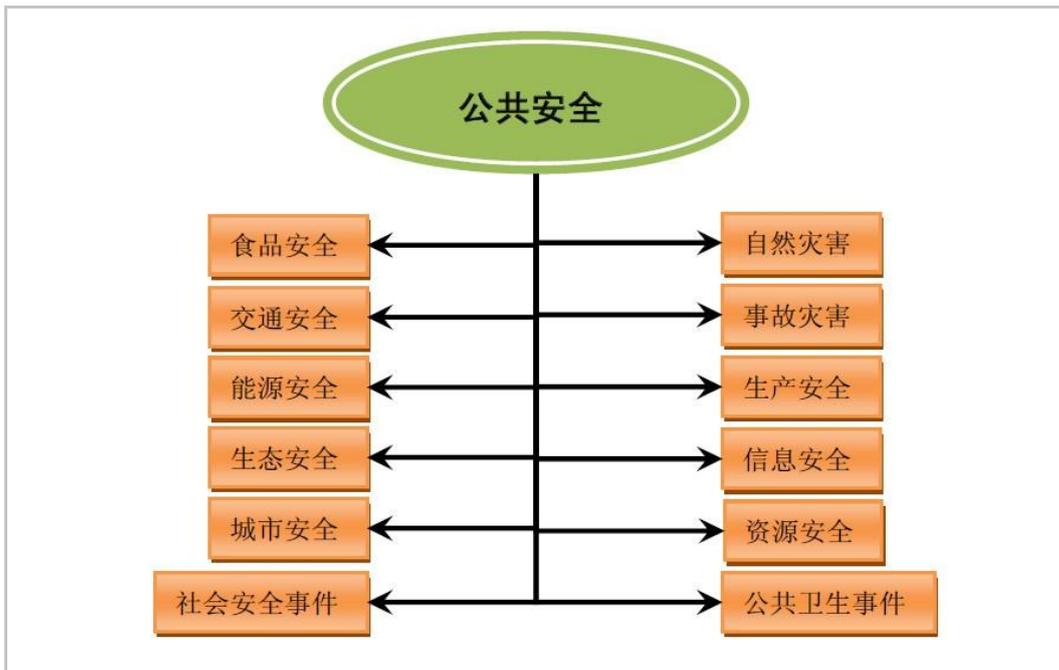
资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券研究所

● 公共安全管理智能化行业

公共安全管理是指国家行政机关为了维护社会的公共安全秩序, 保障公民的合法权益, 以及社会各项

活动的正常进行而做出的各种活动的总和，具体包括针对各种重大突发事件、事故和灾害的预防监测、应急管理、预警准备、快速反应、指挥救援、收尾恢复、总结提高等环节。公共安全管理针对的风险隐患覆盖面很广，行业内对此尚无明确的定义，目前通常认为公共安全管理主要包括：自然灾害、事故灾难、生产安全、社会安全事件、信息安全、食品安全、公共卫生事件、交通安全、资源安全、能源安全、生态安全和城市安全等。

图表 8: 公共安全管理结构图



资料来源：公司招股说明书，华泰证券研究所

据国家财政部报告显示，2010 年全国公共安全支出1,475.42 亿元，完成预算的106.10%，增长14.60%；2011 年政府预算报告指出公共安全支出将达1,617.32 亿元，较2010 年增长9.62%。国务院总理温家宝在介绍2011 年工作时也指出，将加强和完善公共安全体系，健全突发事件应急机制，提高全社会危机管理和抗风险能力。公共安全管理作为一个范围广泛的工程领域，也是与国计民生密切相关的应用领域。我国经济正处于高速发展期，当前面对的社会转型时期是一个事故灾难较为频发的时期，各级政府相关部门未来用于公共安全管理的投入将保持稳定增长，《国家“十二五”规划纲要》也提出了将加强公共安全体系建设，我国公共安全管理智能化行业将迎来一个崭新而广阔的发展空间。

◆ 高端定制化领域市场集中度较高，低端领域竞争激烈

(1) 在高端定制化领域，目前同时拥有“建筑智能化工程设计与施工壹级资质”、“计算机信息系统集成壹级资质” 2项强制性认证的企业一共42家。这部分高端市场进入门槛较高，占比达到市场总额的15%左右，符合“二八”原则，较低的市场份额贡献较高的营业利润。

图表 9: 中国建筑智能化领域代表企业

企业名单	业务范围
------	------

同方股份有限公司	智能建筑领域的产品制造、工程实施和运营服务
泰豪科技股份有限公司	智能建筑电气
浙江浙大中控信息技术有限公司	建筑智能
汉鼎信息科技股份有限公司	建筑智能
深圳达实智能股份有限公司	建筑智能、建筑节能
太极计算机股份有限公司	建筑智能、软件工程
北京中电兴发科技有限公司	智能建筑和信息系统
深圳赛为智能股份有限公司	建筑智能、轨道交通智能化
广州华南资讯科技有限公司	建筑智能、软件工程
上海华东电脑股份有限公司	建筑智能
IBM 全球服务(中国)有限公司	建筑智能、软件工程
江森自控	建筑智能、控制产品

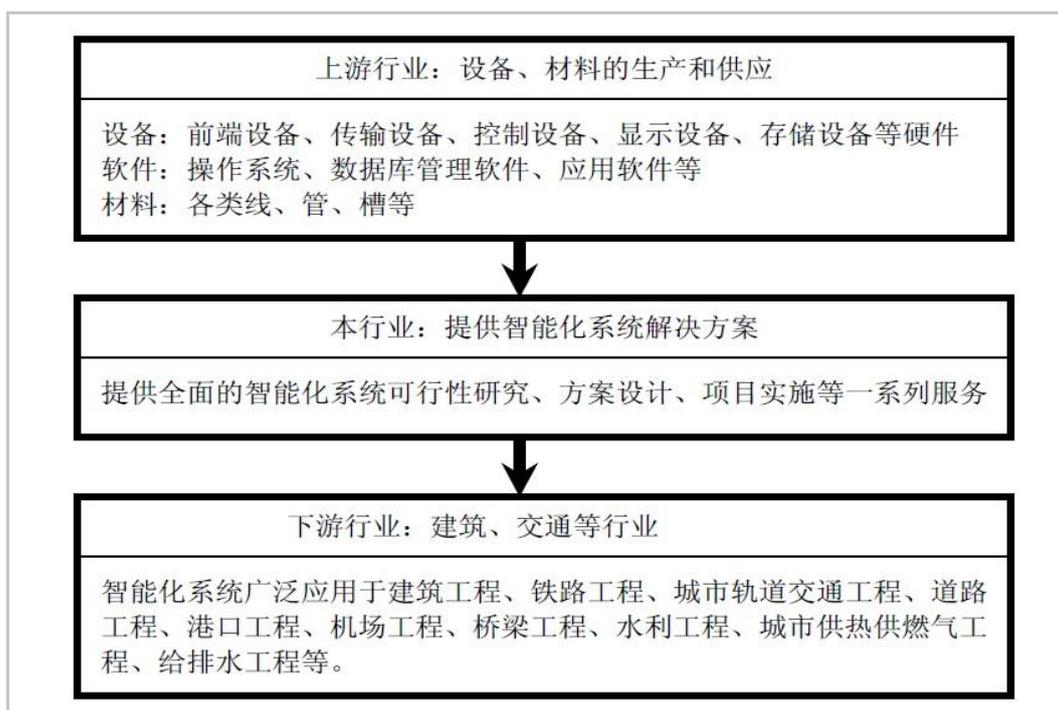
资料来源：华泰证券研究所

(2) 在低端领域，据粗略估计，目前从事建筑智能化实施的企业至少3000家左右，产品供应商也将近3000家左右，具备智能化工程承包资质的有1100家左右。国内建筑智能化市场参与厂商包括少数国际厂商和大量的本土企业。目前市场集中度很低。

对于未来的竞争格局，因为建筑智能市场正处于成长期，未来行业集中度将逐渐提高。低端市场的竞争将日趋激烈，规模较小不具备核心能力的解决方案提供商将会被淘汰。高端市场的增长将超过行业平均水平，但对进入者的资金实力和技术能力都将提出很高的要求。未来本土一些具备较强资本实力和技术能力的企业将能充分分享行业的成长蛋糕，获得较快的发展。

◆ 建筑智能化企业在产业链中的地位愈发提高

◆ 图表 10：建筑智能化行业产业链



资料来源：赛为智能招股说明书，华泰证券研究所

(1) 从产业链上游来看：智能化行业的上游行业主要由电子设备和材料供应商组成。电子设备主要包括计算机、通信、网络、控制、视频监控和多媒体等，其成本占智能化工程总成本的比例较高。目前国内电子设备制造行业的技术更新换代较快，产品性价比不断提高。从行业整体格局来看，电子设备行业整体上供过于求，且市场竞争充分，智能化企业处于较主动的地位。智能化行业所需的材料主要包括各类线、管、槽，占智能化工程总成本的比例相对较低，智能化企业由于采购量较大，具有一定的议价优势。

(2) 从产业链下游来看：智能化企业的下游行业包括建筑、交通、医疗、商务、文化创意和公共安全管理等领域，根据应用领域的不同及客户定制化需求的差异，智能化企业提供的产品和服务均有所不同。在高端定制化领域，价格只是客户综合评标的考核因素之一，项目的技术，质量，节能等方面也作为考核指标，那些具有项目资质的企业在技术水平和客户理解等方面都有着优势，能够提供高端定制化服务，从而在产业链中的地位愈发提高。在低端领域，由于市场集中度较低，各个厂商之间竞争激烈，随着产品同质化程度加剧，降价是其主要的竞争策略，此时下游客户对产品的选择空间大且议价能力将提高，智能化企业利润空间将被压缩。

三、公司竞争力分析

● 公司品牌突出，资质全面

目前公司已获得14项专利，71项软件著作权，6项软件产品登记证书。作为CMMI3级企业，公司对自有核心技术和重要技术均有能力根据客户的具体需求进行二次技术开发，并通过自主开发的嵌入式软件和相关设备及管理软件应用于各类智能化工程，实现用户的差异化、个性化需求。

在业务资质和强制认证方面，公司是我国智能化行业同时拥有“建筑智能化工程设计与施工壹级资质”、“计算机信息系统集成壹级资质”2项强制性认证的42家企业之一，同时也是2010年度全国智能建筑行业十大品牌企业之一。

图表 11：公司资质与荣誉

公司资质与荣誉
建筑智能化工程设计与施工壹级
计算机信息系统集成企业资质证书（壹级）
CMMI Level 3 级认证
专业灯光工程综合能力等级认证
建筑装饰装修工程设计与施工认证
城市及道路照明工程专业承包认证
幕墙工程设计与施工一体化认证
机电设备安装工程专业承包认证
钢结构工程专业承包认证
电子工程专业承包认证
军队网络采购信息发布资格认证

成都军区工程承包许可证

对外承包工程资格证书、音、视频工程企业资质认证

资料来源：公司招股说明书 华泰证券研究所

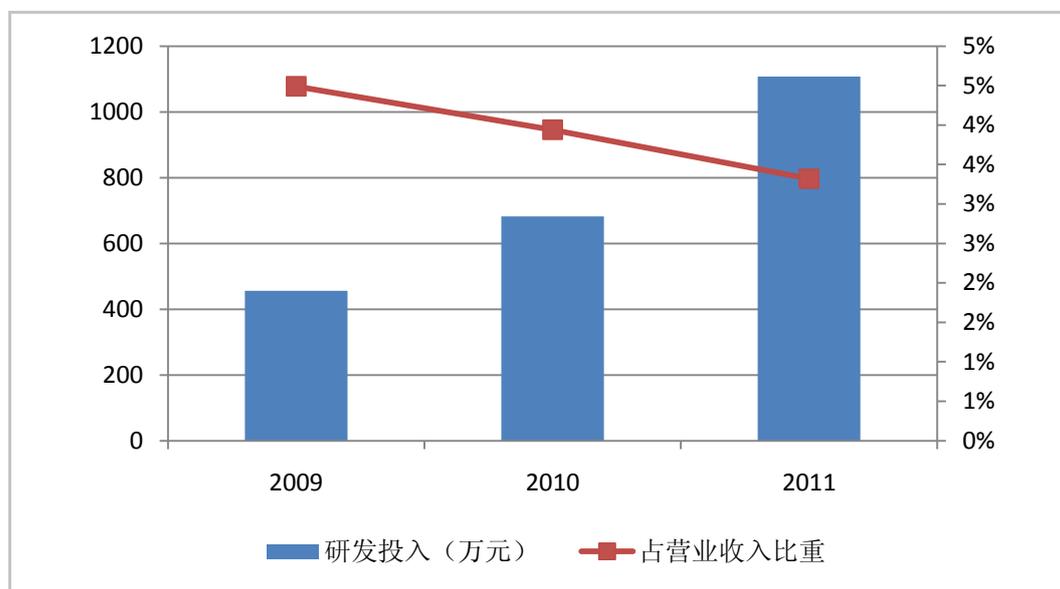
◆ 公司拥有较强的研发团队，研发投入逐年扩大

公司研发部门共有69名专业研发人员，占公司员工总数的36.70%，组成了技术精深、专业互补、经验丰富的研发团队，致力于建筑智能化、公共安全管理智能化和多媒体的研发。

在研发经费投入方面，公司2009年~2011年的研发经费分别为455.67万元、682.34万元、1106.93万元，占同期营业收入的比例分别为4.49%、3.94%、3.32%。

未来，公司将不断加大研发投入，以保持公司的竞争实力，其投入在总收入中的占比将不断扩大。

图表 12：公司研发投入及占比情况（万元）



资料来源：WIND，华泰证券研究所

◆ 公司拥有年轻的核心团队，下游客户资源丰富

公司集中了一批具有丰富经验的智能化技术专家、计算机技术专家等具有高技术水平的专业人才队伍。

公司总经理王麒诚是中国勘察设计协会工程智能设计分会副会长；公司总工程师杨东新先生是中国建筑业协会智能建筑第四届专家工作委员会专家，获得建设部颁发的“注册一级建造师”、信息产业部颁发的“信息与系统集成高级项目经理”和“2010 年度智能建筑行业优秀工程师”称号；公司项目管理负责人徐策先生获评中国建筑业协会智能建筑分会颁发的“2009 年度智能建筑行业十大优秀项目经理（建造师）”，并于2011 年9 月被中国勘察设计协会工程智能设计分会聘请为专家委员会智能化技术专家；公司技术总监姜野博士长期从事智能化技术的研究工作，曾完成多项智能化课题。

公司拥有丰富的客户资源，公司合作伙伴达到200个，其中20%的核心客户能够给公司带来巨大的利润，

随着的公司业务的不断扩大，合作伙伴将不断增多，保证了公司业务的稳定增长。

◆重大合同支撑公司12年业绩增长

图表 13: 公司正在履行的重大合同

合同名称	尚未确认收入(万元)
杭州粮油码头综合楼、铁路和仓储楼建筑智能化系统工程	531.61
西溪湿地三期艺术村建筑智能化、机电安装系统工程	597.36
杭州金基钱江明珠国际商务中心 B4、B5#楼建筑智能化系统工程	720.63
杏林湾营运中心 1~6#楼及 9#、10#、11#楼设备安装工程	610.26
萧山农业发展大厦弱电工程	968.45
南通顺发御园项目智能化工程	1,072.29
金鸡湖大酒店二期 8 号楼建筑智能化工程	1,820.50
银河名苑项目排屋及高层区智能化(弱电)工程	766.59
苏州中润广场智能化工程	1,094.75
千岛湖天鹅山房产项目二期 AB 区块智能化弱电系统工程	741.13
厦门杏林营运中心七号楼空调自动控制系统安装工程	6,428.99
萧储(2009)27 号地块开元广场项目一期智能化(弱电)工程	630.24
杭政储出(2009)95 号地块项目智能化系统安装工程	715.00
四川省环境监测中心站建设项目监控室、应急指挥厅等弱电设备采购及安装施工工程	630.86
常州龙湖郦城项目智能化系统工程(一至四标段)	743.25
杭州大运河商务区远洋公馆东区一、二期弱电系统工程	950
杏林湾营运中心 1-6#楼智能化系统采购供应安装施工工程	842.88
临平东湖街道高层公寓(红旗一期)弱电工程施工工程	702.60
长沙万达威斯汀酒店弱电工程施工工程	1,480.93
泰州阳光盛景智能化系统施工工程	835.92
合计	22884.24

资料来源: 公司招股说明书 华泰证券研究所

公司订单充足, 截止2011年9月26号, 尚未确认收入达到2.28亿元, 由于项目周期平均为一年半左右, 且建筑智能化工程施工处于整个项目后期, 即第三阶段, 这部分收入将在2012年得到确认, 将对未来业绩起到了很好的支撑作用。

四、盈利预测与估值

◆公司产品收入将保持稳步增长

公司近年来收入保持稳定增长, 特别是公司建筑智能化收入增长较快, 收入总额从 2009年的9,147.24万元增长到2011年的29,317.95万元, 年复合增长率为79.03%。其中2010年比2009年增长了40.86%, 2011年比2010年增长了127.55%。

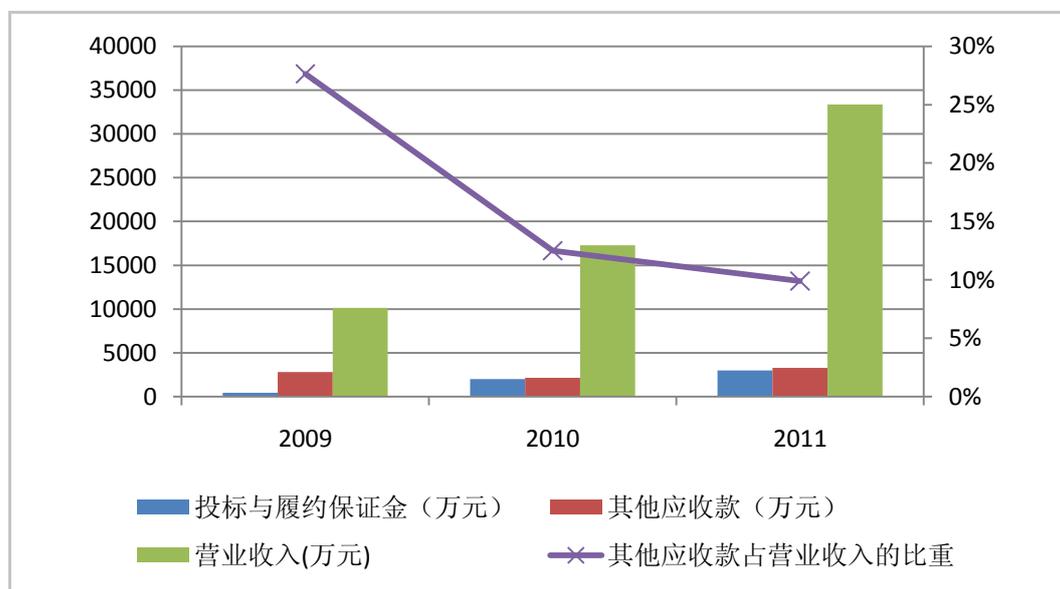
未来, 公司收入稳步增长将主要受益于五个方面;

(1)“十二五”期间全国将建设3,600万套保障房,未来每年全国新建建筑面积将保持在16-20亿平方米,到2020年将新增建筑面积200亿平方米。预计从2010年至2020年,全国商品房销售面积总量将在67.53亿平方米左右。其中建筑智能化工程占投资总额的比例约为5%,未来市场空间巨大。

(2)募投项目提高了公司的承揽能力。公司从事的建筑智能化业务一般通过工程承包模式开展,该模式在项目的各个阶段需要占用大量的资金,

一方面,在项目投标阶段,需要交纳投标保证金,在项目实施阶段,需要占用履约保证金。2009~2011年,公司投标保证金和履约保证金占营业收入的比例分别达到27.64%,12.49%和9.90%。另一方面,公司承接的项目具有金额较大,施工工期长,付款时间长的特点,这对公司现金流提出了很高的要求。随着公司补充营运资金项目的实施,公司现金流将得到逐步缓解,同时,由于公司投标只需要支付一定比例的投标保证金,具有较强的杠杆作用,能够让有限的资金参与更多的投标项目,提高了公司项目承揽能力。

图表 14: 公司投标与履约保证金及占比情况 (万元)



资料来源: WIND, 华泰证券研究所

(3)在高端定制化领域,进入门槛较高,公司拥有较多的项目资质,年轻的核心团队,丰富的客户资源,这些优势将有利于公司在激烈的市场竞争中取得优势,近三年,公司包含对核心技术二次开发的智能化工程收入占营业收入的比例分别为41.46%、41.60%和42.34%。技术含量较高的项目对公司的营业毛利贡献较高,是公司业绩增长的有力保证。

(4)公司合同池累计金额达到5亿元,由于项目周期平均为一年半,未来,这部分合同金额将逐步得到释放和确认,公司业绩将保持稳定增长。

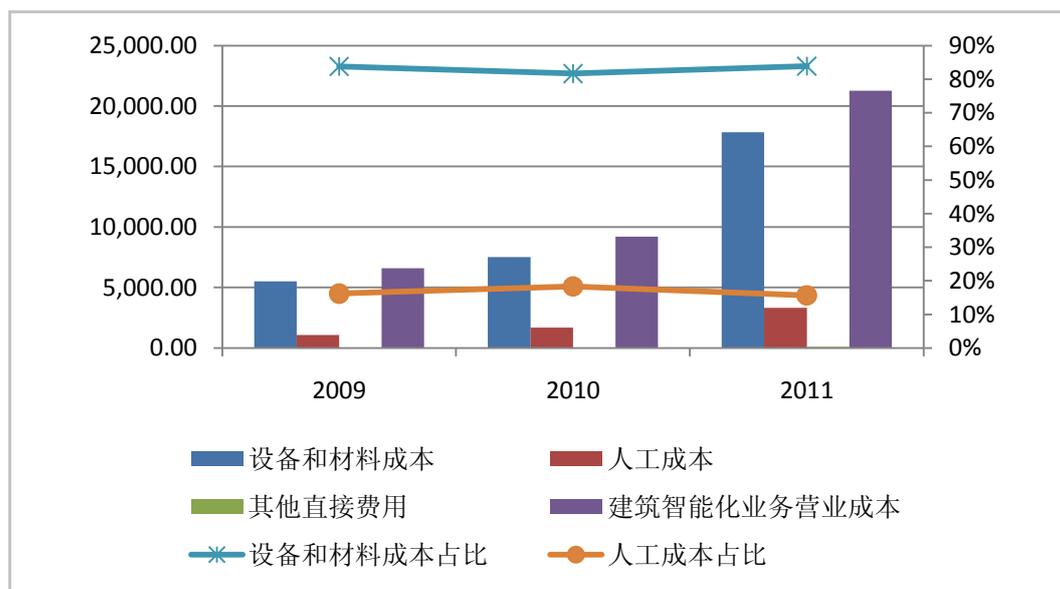
(5)一方面,公司前五大客户实现的营业收入分别为6,036.96万元、6,312.14万元和11,979.79万元,分别占同期营业收入的比例为59.49%、36.49%和35.39%,整体呈下降趋势,主要原因是一方面公司不断加大省外市场的开拓力度及各地分公司的不断设立,公司业务得到有效拓展,另一方面公司的公共安全管理智能化业务取得高速发展,公司下游客户的不断多元化对公司客户集中度的降低也起到了积极的作用。这

降低了公司主要收入主要依赖前五大客户的风险，有效地避免了公司营业收入出现大幅波动的现象。

◆原材料成本将不断下降

在营业成本中，公司所需原材料主要是控制器/模块/传感器、通信/网络设备、电脑/服务器、摄像机、显示器/监视器、集成电路芯片等。上述原材料均为市场化产品，同类产品一般存在多种品牌可供选择，替代性较好，市场供应充足，不存在技术垄断或贸易风险，长期来看，原材料成本价格逐年下降的趋势。

图表 15: 公司建筑智能化业务营业成本构成情况 (万元)



资料来源: WIND, 华泰证券研究所

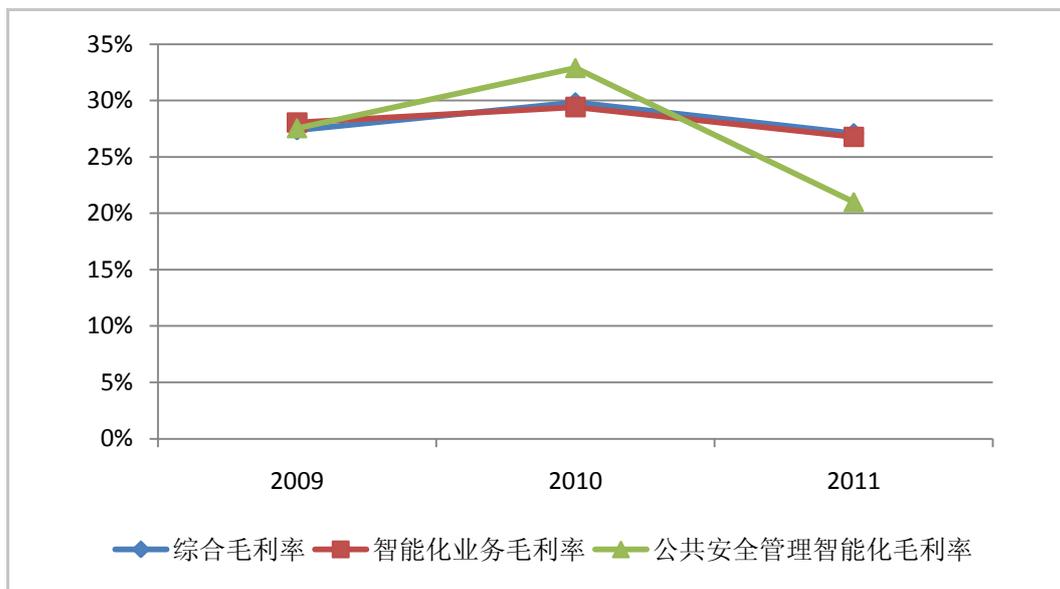
◆公司综合毛利率将保持相对稳定

2009 - 2010 年度，公司的综合毛利率分别为27.37%和29.84%，综合毛利率呈现逐年小幅上扬的态势。2011 年度，公司建筑智能化业务毛利率比2010 年度下降1.04 个百分点，基本维持在较为稳定的状态；公共安全管理智能化业务毛利率的波动较大，较上年度下降11.90 个百分点，导致当年度综合毛利率降低2.65 个百分点。

未来，公司综合毛利率将保持稳定状态，一方面，在高端定制化领域，由于客户对项目技术水平要求较高，产生了一定的技术门槛，而公司具有完备的资质，对客户的需求理解较深刻，从而具有一定的议价能力，获得高于行业平均水平的利润率。在低端领域，各厂商之间竞争激烈，利润空间不断被压缩。

公司智能化业务中70%以上的客户来自于政府，国有企业等部门，这部分客户属于高端客户，对项目的质量和技术水平和公司的资质要求较高，公司具有一定的议价能力，从而保证了公司的毛利率水平处于相对稳定状态。

图表 16: 公司业务毛利率情况



资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券研究所

◆公司销售与管理费用将快速增长

公司的期间费用中, 对净利润影响最大的是管理费用, 2011年占据了主营业收入约7%的比重。

近年来, 公司销售费用增长迅猛。2011年销售费用同比增长198.55%, 达到571.6万元, 销售费用主要为销售人员工资、差旅费等, 由于公司的主要业务集中在杭州。公司发生的差旅费和业务招待费较少, 随着公司全国性销售和服务网点的初步建成, 预计2012年的销售费用将逐步增加, 但总体费用率依然维持在相对稳定状态。

管理费用增长较快, 2011年公司的管理费用同比增长99.07%, 达到2217.86万元, 其中, 研发投入的增长109.36%, 增势强劲。我们认为, 随着募投项目的继续推进, 未来2年研发投入的增速将高于营业收入的增速, 管理费用率将逐步增加。

由于上市超募资金的利息收入, 我们认为2012年公司的财务费用将大幅降低。

◆盈利预测

根据以上的行业和公司分析逻辑, 我们做出如下假设:

1、在建筑智能化行业规模不断增长的情况下, 公司凭借突出的销售和服务能力, 营业收入增速将超过行业的收入增速, 预计未来三年收入增速分别为: 53.0%, 40.2%, 39.2%。

2、建筑智能化行业的毛利率在未来3年将保持平稳态势。主要原因有两个方面: 一方面, 原材料价格不断下降, 另一方面, 虽然每项工程的价格和成本都可能由于施工条件、技术要求和客户需求而发生变化, 但是产品的平均价格保持相对稳定状态。

3、随着公司规模和收入基数越来越大, 公司将在产品的营销中投入更多的人力和物力资源, 研发人员

规模增长，薪资上浮等都将为成本带来一定压力，预期未来三年的销售费用和管理费用将随着销售规模扩大不断增长，但是销售费用率保持相对稳定状态，由于研发费用增速迅猛，使得管理费用增速高于营业收入增速，管理费用率逐步提高。

根据以上假设条件，我们做出如下盈利预期，预计公司 2012 年-2014 年的 EPS 分别为：0.85 元，1.21 元和 1.60 元。

图表 17: 公司盈利预测表

单位: 百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	333	510	715	995
营业成本	243	356	517	732
营业税金及附加	9	15	20	28
营业费用	6	9	13	17
管理费用	22	35	48	65
财务费用	1	3	-7	-10
资产减值损失	4	1	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	49	91	122	161
营业外收入	13	5	7	8
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	61	96	128	169
所得税	9	14	19	25
净利润	52	81	109	143
少数股东损益	0	4	4	4
归属母公司净利润	52	77	105	139
EBITDA	50	102	125	162
EPS (元)	0.60	0.88	1.21	1.60

资料来源: 华泰证券研究所

综合考虑我国数据中心领域的市场容量、竞争格局，我们预期公司上市后 2012-2014 年销售收入分别为 5.10 亿元、7.15 亿元、9.95 亿元；归属母公司所有者的净利润分别为 0.77 亿元、1.05 亿元、1.39 亿元；对应 EPS 分别为 0.88 元、1.21 元、1.60 元。

我们选取达实智能 (002421)、赛为智能 (300044)、泰豪科技 (600590)、银江股份 (300020) 四家业务相近的上市公司进行比较。根据 4 月 6 日收盘价，目前行业可比公司 12 年平均 PE 为 26.35 倍。考虑到公司目前订单充足，发展速度较快，公司现有 6 亿元合同订单，未来将逐步被释放，短期内对公司业绩形成了良好的支撑作用。我们给予公司 2012 年 26 倍的动态市盈率水平，6 个月内的合理股价为 22.88 元，给予“推荐”的投资评级。

图表 18: 行业内可比公司目前估值情况 (根据 2012 年 04 月 06 日各公司收盘价)

证券代码	证券简称	预测 EPS (元)			预测 PE		
		2011 年	2012 年	2013 年	2011 年	2012 年	2013 年

002421	达实智能	0.44	0.65	1.01	35.32	23.91	15.39
300044	赛为智能	0.34	0.44	0.55	34.41	26.59	21.27
600590	泰豪科技	0.12	0.19	0.19	59.42	37.53	37.53
300020	银江股份	0.4	0.57	0.83	24.75	17.37	11.93
平均值					38.47	26.35	21.53

资料来源：华泰证券研究所

五、风险提示

1, 全国性销售网络布局难度较大。行业内大部分竞争对手都依附于区域性客户布局业务，行业内区域格局的现象十分严重，公司如果想渗透进这些竞争对手的企业客户资源，难度非常大，不是一朝一夕可以实现的。我们认为公司区域中心的建立是实现公司智能化业务在全国多点布局、快速扩张的必然选择，但完成全国性布局的周期可能比想象的需要更久。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	252	725	910	1150	营业收入	333	510	715	995
现金	64	397	459	510	营业成本	243	356	517	732
应收账款	56	78	106	152	营业税金及附加	9	15	20	28
其它应收款	33	70	88	123	营业费用	6	9	13	17
预付账款	10	18	26	37	管理费用	22	35	48	65
存货	87	132	189	268	财务费用	1	3	-7	-10
其他	1	31	43	60	资产减值损失	4	1	2	2
非流动资产	74	116	102	92	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	7	4	4	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	72	85	86	81	营业利润	49	91	122	161
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	13	5	7	8
其他	2	23	12	7	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	325	841	1012	1242	利润总额	61	96	128	169
流动负债	118	171	227	306	所得税	9	14	19	25
短期借款	15	8	9	9	净利润	52	81	109	143
应付账款	60	95	137	189	少数股东损益	0	4	4	4
其他	44	69	82	108	归属母公司净利润	52	77	105	139
非流动负债	19	24	30	38	EBITDA	50	102	125	162
长期借款	19	24	30	38	EPS (元)	0.60	0.88	1.21	1.60
其他	0	0	0	0					
负债合计	138	196	258	344	主要财务比率				
少数股东权益	0	3	4	6	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	65	87	87	87	成长能力				
资本公积	24	378	378	378	营业收入	92.7%	53.0%	40.2%	39.2%
留存收益	99	176	281	420	营业利润	32.3%	85.7%	33.8%	32.1%
归属母公司股东权益	188	641	746	885	归属于母公司净利润	55.8%	47.0%	36.3%	32.7%
负债和股东权益	325	839	1008	1235	获利能力				
					毛利率	27.1%	30.2%	27.7%	26.4%
现金流量表					净利率	27.8%	15.7%	15.1%	14.7%
					ROE	27.9%	12.0%	14.1%	15.7%
					ROIC	31.6%	34.6%	34.9%	35.2%
经营活动现金流	-18	13	44	34	偿债能力				
净利润	52	81	109	143	资产负债率	42.3%	23.3%	25.6%	27.9%
折旧摊销	0	8	10	11	流动比率	2.13	4.23	4.00	3.75
财务费用	1	3	-7	-10	速动比率	1.39	3.46	3.17	2.88
投资损失	0	0	0	0	营运能力				
营运资金变动	0	-80	-69	-110	总资产周转率	1.25	0.87	0.77	0.88
其它	-71	0	0	-0	应收账款周转率	9	8	8	8
投资活动现金流	-61	-50	4	-1	应付账款周转率	5.19	4.62	4.47	4.50
资本支出	71	42	0	0	每股指标 (元)				
长期投资	0	7	-4	1	每股收益(最新摊薄)	0.60	0.88	1.21	1.60
其他	11	-0	0	-0	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.21	0.15	0.50	0.39
筹资活动现金流	27	370	14	18	每股净资产(最新摊薄)	2.16	7.37	8.57	10.17
短期借款	15	-8	1	1					
长期借款	19	5	6	8					
普通股增加	0	22	0	0					
资本公积增加	0	354	0	0					
其他	-7	-3	7	10					
现金净增加额	-51	333	62	51					

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，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。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。