

# 减持促估值回归，节能乘大势之趋

## —达实智能（002421）业绩快报点评报告

联系人：TMT 行业研究组

日期：2013 年 3 月 12 日

[www.lxzq.com.cn](http://www.lxzq.com.cn)

### 事件：

公司近日发布2012年业绩快报，全年录得营业收入8.23亿元，同比增长55.21%；实现归属于母公司所有者的净利润7685万元，同比上升70.92%；实现每股收益0.37元。

公司3月7日公告，二股东盛安机电于2012年11月6日至2013年3月4日通过深交所大宗交易及二级市场集中竞价方式累计减持公司无限售流通股1044万股，占总股本的5%，且不排除未来12个月继续减持。

### 点评：

**1、内嵌“智慧城市”、“节能环保”双概念，内生外延增势喜人。**公司业务沿建筑智能化和建筑节能两条主线展开，借身处深圳的区位优势，在华南地区具有较强竞争力；其中轨道交通综合监控系统屡次中标国内地铁新线建设，常规建筑智能化业务在商业地产及高端星级酒店领域份额领先。在建筑节能领域，公司主持起草了《合同能源管理技术通则》等四项国家重要节能标准，合同能源管理项目签约量迅速攀升。随着国内经济结构转型以及“城镇化”的推进，公司迎来了千载难逢的市场机遇。受益于项目签约良好以及联欣科技于下半年并表，公司主营业务收入增长喜人，净利润增速大幅超越收入增速，我们推测主要受益于：1）新近并表的联欣科技业务毛利率较高；2）营业外收入增加，主要来自节能补贴。

**2、短期成长逻辑：“大行业、小公司”横向并购实现异地扩张。**据统计全国建筑新增面积已由2007年的20.4亿平方米增长至2010年25.6亿平方米，因此我们假设未来几年仍将延续此趋势，年均新增房屋建筑竣工面积27亿平方米左右。同时参考智能建筑信息网的数据，2006-2008年智能建筑占新增建筑面积的比例在10%-15%区间内，根据欧美日等发达经济体的成长轨迹，我们判断这一比例仍有较大上升空间，2013年将超过20%（后续渗透率年均3%增长），假设新建项目智能建筑部分造价120元/平方米，2013-2015年新增智能建筑市场规模将分别达到648亿、745元、842亿元。再加之国家对既有建筑节能改造的投入（200-300亿元/年），我们判断未来数年，国内智能建筑建设投资将在千亿以上的水平快速增长。相比庞大的市场容量，公司当前体量较小且过于依赖华南区的收入，未来将通过横向并购，把质地较好的公司与达实进行绑定，通过其在当地的影响力和地域优势，将业务向全国进行复制，从而实现异地扩张。

**3、长期成长逻辑：纵向并购完善产业链，市场份额集中催生领先集团。**公司上一年度通过两起收购不仅实现了异地业务布局，也在建筑节能产品线上得到了补足与延伸。将业务由弱电智能节能拓展到强电系统优化咨询、工程及节能等服务领域。我们判断公司未来将充分利用上市企业的融资优势，不断延伸产业链，构筑自身强大的核心竞争壁垒。另一方面，随着行业

内  
部  
资  
料



的成熟以及市场的正规化，招投标的透明化，市场份额将会趋于集中，这将催化领先企业的诞生，公司有望长期受益。

**4、股东减持促估值回归，节能大势所趋，给予“增持”评级。**在经济结构失衡掣肘经济良性成长、环境污染加剧困扰民生的大背景下，公司所处行业必将受到政府的着力推动。我们预计公司 2013 和 2014 年每股收益分别为 0.62、0.78 元，对应市盈率分别为：28倍和22倍，净利润增速分别为：67.7%和25.5%。但在现有成长逻辑下，公司现金储备过少且应收账款余额较大是阻碍其持续扩张的主要隐患，因而到2014 年下半年业绩增速或将显著回落，这或许是二股东高位减持的本质动因。

虽然股东解禁及减持压力并未解除，但减持利空已被资本市场充分消化，当前股价已回到相对合理位置；考虑到公司今年业绩大幅增长的确性较高，我们给予其“增持”评级，对应6个月目标价19.8元，对应 2013 年市盈率 32 倍。同时我们也建议投资者持续跟踪公司财报中应收账款的回款进度。

**5、风险提示：**异地扩张效果不佳、竞争加剧导致毛利下滑、回款不利导致坏账风险、股东解禁及减持风险

图表1 主营业务收入预测明细

百万元（人民币）	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	531	823	1165	1479
YoY(%)	-	54.91%	41.67%	26.94%
建筑智能化及节能	444	728	1056	1351
YoY(%)	-	64.00%	45.00%	28.00%
工业自动化	33	20	24	27
YoY(%)	-	-40.00%	20.00%	15.00%
IC 卡读写设备	29	41	49	57
YoY(%)	-	40.00%	20.00%	18.00%
其它	25	34	37	43

资料来源：公司年报，联讯证券投资研究中心

图表2 盈利预测表

单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业收入	531	823	1165	1479
增长率(%)	-	54.91%	41.67%	26.94%
减：营业成本	389	584	802	1030
毛利率(%)	26.74%	29.00%	31.20%	30.40%
营业税金及附加	15	23	34	43
减：销售费用	43	52	73	90
占收入百分比(%)	8.10%	6.30%	6.30%	6.10%
管理费用	29	46	65	78
占收入百分比(%)	5.46%	5.60%	5.60%	5.30%
财务费用	(4)	(6)	(1)	0

资产减值损失	6	8	8	9
加：投资收益	0	0	0	0
<b>二、营业利润</b>	52	116	184	229
<i>营业利润率 (%)</i>	<i>9.79%</i>	<i>14.06%</i>	<i>15.80%</i>	<i>15.49%</i>
营业外收入	3	9	9	10
营业外支出	2	0	0	1
<b>三、利润总额</b>	52	125	193	238
减：所得税	7	27	39	48
<b>四、净利润</b>	45	97	154	191
归属净利润	45	77	129	163
<i>净利润率 (%)</i>	<i>8.47%</i>	<i>9.39%</i>	<i>11.11%</i>	<i>10.99%</i>
少数股东损益	0	20	25	28
<b>每股收益 (元)</b>	<b>0.22</b>	<b>0.37</b>	<b>0.62</b>	<b>0.78</b>

数据来源：公司年报，联讯证券投资研究中心

## 信息披露

本资料清晰准确地反映了编撰者的研究观点。编撰者本人不曾因，不因，也将不会因本资料中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

### 投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

#### 股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

#### 行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇资料，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 风险提示

本资料由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本资料的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的资料均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本资料基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改资料中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求资料内容的客观、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询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和编撰者无关。在本公司及编撰者所知情的范围内，本机构、编撰者本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。