

## 进军智能电网，内外并举跨越发展

**买入 首次**

目标价格：17.60 元

### 报告摘要：

- **立足建筑智能，快速实现大智能、全国化布局。**公司以建筑智能为先导，内生外延并举，业务布局上逐渐拓展至轨道交通、铁路、水利智能、海洋智能、智能电网、电子电源等细分市场，区域布局已进入全国四大区域 12 个省份，2013 年华南外收入占比达 34%。建筑智能/电网智能/电子电源/城轨智能/海洋智能分别占我们预测 14 年收入的 22.6%/35.6%/8.6%/5.9%/4.0%。
- **收购金宏威进入智能电网市场，金宏威扣非后归母净利占合并后我们预测 14-16 年归母净利润的 58.3%/51.5%/44.1%。**公司 2 月 25 日公告通过现金和定增方式全资收购深圳金宏威，交易金额 9.9 亿元，正式进入智能电网、电子电源等领域。根据协议金宏威 2014/15/16 年承诺扣非归母净利润分别为 7800/9000/10000 万元。我们判断后续类似扩张将助推公司跨越式发展。
- **智能市场方兴未艾，2018 年智能市场规模将达 1.2 万亿。**新型城镇化推进与消费升级推动智能建筑占比持续提升。同时，智能化系统在轨道交通、铁路水利、电子电网等新领域逐步渗透，持续增长可期。我们测算至 2018 年建筑智能/轨道交通智能/铁路智能/水利智能/智能电网市场规模分别达 10600/150/350/400/450 亿元，2014-18 年智能市场总规模 CAGR 为 14%。建筑智能市场“大行业、小公司”格局未变，行业集中度偏低，龙头公司市占率提升远未达天花板。
- **深耕传统业务、布局新兴领域，产业链延伸及全国化布局驱动业绩持续高增长。**公司在品牌、资质、技术、业绩等方面已经建立起一定竞争优势，细分领域陆续迎来收获期。合肥基地、前海智慧城市公司 14 年有望带来增量订单；鉴于公司在广深、合肥等跟踪项目陆续招标，预计 14 年轨交业务增速翻番；超高层、综合体等建筑智能业务将快速增长；14 年若不考虑金宏威并表因素，公司内生增长达 88%。外延式扩张带来的智能电网、海洋智能将贡献可观增量。
- **风险因素：**并购整合风险、行业政策风险、回款风险等。
- **盈利预测与估值。**预测公司 14-16 年净利润分别为 1.34/1.75/2.27 亿元，对应 2014/15/16 EPS 分别为 0.44/0.57/0.78 元，14-16 年净利润 CAGR 为 97.57%。综合考虑公司处于跨越式增长阶段及行业估值水平，我们认为给予公司 14 年 40 倍 PE 较为合理，对应 17.60 元目标价。当前价 9.13 元，首次给予“买入”评级。

### 建筑工程研究小组

#### 分析师：

**鲍荣富(S1180513070004)**

电话：021-51782230

Email: baorongfu@hysec.com

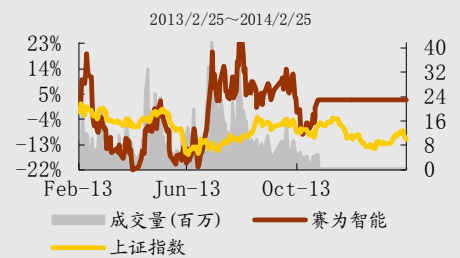
**傅 盈(S1180513100001)**

电话：021-51782238

Email: fuying@hysec.com

方晏荷、杨敏莹对报告亦有贡献

### 市场表现



### 相关研究

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	313.73	428.29	1927.74	2357.50	2831.72
增长率(%)	46.77	36.52	350.10	22.29	20.12
归母净利润(百万)	37.84	29.44	133.88	174.76	227.00
增长率(%)	45.97	-22.21	354.80	30.54	29.89
每股收益	0.12	0.10	0.44	0.57	0.75
市盈率	73.3	94.3	20.7	15.9	12.2

## 目录

一、公司概况.....	5
(一) 历史沿革.....	5
(二) 核心业务优势突出.....	5
1、股权架构.....	5
2、实力卓越，聚焦建筑\轨交\电网智能.....	6
3、业务结构.....	6
二、行业规模与格局：智能化方兴未艾，未来五年超万亿.....	7
(一) 建筑智能.....	7
(二) 轨道交通智能.....	11
(三) 铁路智能.....	14
(四) 水利智能.....	16
(五) 智能电网.....	19
(六) 智能化市场总规模超万亿.....	20
三、公司展望：大智能全国化布局，内外并举跨越增长.....	21
(一) 竞争优势：资质、技术与业绩奠定智能领域扩张基础.....	21
1、大智能业务布局：智能建筑、智能交通与智能电网齐头并进.....	21
2、技术储备完整，研发先导.....	24
3、资质完备，产业链扩展顺利.....	24
4、丰富历史业绩铸就品牌力.....	25
(二) 成长驱动：大智能全国化布局，内生外延并举.....	26
1、驱动因素一：立足华南、布局全国，市占率快速提升.....	26
2、驱动因素二：外延式扩张助推跨越式增长.....	27
3、驱动因素三：布局大智能，产业链拓展奠基持续高增长.....	28
(三) 财务分析.....	29
四、盈利预测与估值.....	30
(一) 盈利预测.....	30
1、营业收入预测.....	30
2、分项毛利率水平预测.....	31
3、期间费用率及税率预测.....	32
4、盈利预测结论.....	32
(二) 估值及投资建议.....	32
五、风险因素.....	32

## 插图

图 1: 赛为智能股权结构图 (收购前)	5
图 2: 赛为智能股权结构图 (收购后)	5
图 3: 公司智能化系统解决方案业务体系	6
图 4: 2010-2013 年公司主营业务收入构成	6
图 5: 13 年公司主营业务毛利构成 (含金宏威)	6
图 6: 2008-2013 年建筑智能和轨道交通智能业务收入及毛利增速	7
图 7: 2010-2013 年公司主营业务毛利率	7
图 8: 建筑业房屋竣工面积及同比增长	8
图 9: 建筑智能应用细分领域	8
图 10: 建筑智能工程市场规模测算	9
图 11: 智能建筑群地区分布	10
图 12: 中建协智能建筑分会 50 强份额	10
图 13: 中国高速铁路在建线路示意图	15
图 14: 全国水利业固定资产投资额及同比增速	17
图 15: 全国水利新增固定资产投资及同比增速	17
图 16: 智能水利系统规划体系	17
图 17: 新增 220kv 及以上输电线路长度与增速	19
图 18: 电网基本建设投资完成额及增速	19
图 19: 智能电网技术标准体系	19
图 20: 国家电网“十二五”智能电网投资额及比例	20
图 21: 国家电网各环节智能化投资比例	20
图 22: 2010-2013 年建筑智能化收入与毛利占比	22
图 23: 2009-2012 年建筑智能企业毛利率比较	22
图 24: 2010-2013 年轨道交通智能化收入与毛利占比	23
图 25: 2009-2012 年轨道交通智能企业毛利率比较	23
图 26: 2010-2013 年公司研发费用及增速	24
图 27: 2007-2013 年公司主营收入区域结构	26
图 28: 2010-2013 年华南以外地区收入及增速	26
图 29: 2011-2013 年新签订单区域结构	26
图 30: 金宏威智能设备解决方案业务体系	28
图 31: 公司主营业务演变	29
图 32: 2008-2013 年公司销售、管理、财务费用率	30
图 33: 2009-2012 年可比公司期间费用率	30
图 34: 2011-2013 年新签订单总额	30
图 35: 2013 年新签订单业务结构	30

## 表 格

表 1: 赛为智能发展历程 .....	5
表 2: 中国新建建筑智能化市场规模测算 .....	8
表 3: 建筑智能工程存量改造市场及全部市场规模 .....	9
表 4: 2010-2012 年度全国智能建筑行业十大品牌企业及业务说明 .....	10
表 5: “十二五”城市公共交通发展目标 .....	11
表 6: “十二五”、“十三五”期间全国轨道交通规划 .....	11
表 7: 城市轨道交通智能市场规模分情景测算 .....	12
表 8: 城市轨道交通子系统智能工程市场规模测算 .....	12
表 9: 城轨智能化领域主要竞争性供应商及业务说明 .....	13
表 10: 中国铁路及高速铁路规划及投资额情况 .....	14
表 11: “十二五”期间高铁信息化市场规模测算 .....	15
表 12: 铁路智能化领域主要竞争性供应商及业务说明 .....	16
表 13: “十二五”期间水利智能市场规模测算 .....	18
表 14: 水利智能市场主要竞争性供应商及业务范围 .....	18
表 15: 智能电网各子系统市场规模测算 .....	20
表 16: 公司业务领域智能化市场总规模 .....	21
表 17: 建筑智能领域公司主要竞争对手业务范围及经营特点 .....	21
表 18: 轨道交通智能工程领域主要公司业务开展情况 .....	23
表 19: 公司拥有的经营资质证书 .....	25
表 20: 近年公司承建工程获奖情况 .....	25
表 21: 近年收购并购公司 .....	28
表 22: 可比上市公司盈利能力对比 .....	29
表 23: 公司收入预测表（百万元） .....	31
表 24: 公司分项毛利率假设 .....	31
表 25: 公司期间费用率及税率情况及预测 .....	32
表 26: A股可比公司估值情况 .....	32

## 一、公司概况

### （一）历史沿革

深圳市赛为智能股份有限公司（简称“赛为智能”）成立于 1997 年，2008 年 8 月整体变更为股份有限公司，2010 年 1 月 20 日，赛为智能首次公开发行 A 股并于深圳证券交易所创业板挂牌上市。

**表 1：赛为智能发展历程**

时间	大事记
1997	创建：公司前身深圳市赛为实业有限公司于广东深圳正式成立
2008	改制：以注册资本 6,000.00 万元整体变更为股份有限公司
2010	上市：22.00 元/股发行 2000 万股，募集资金净额 3.86 亿元。

资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

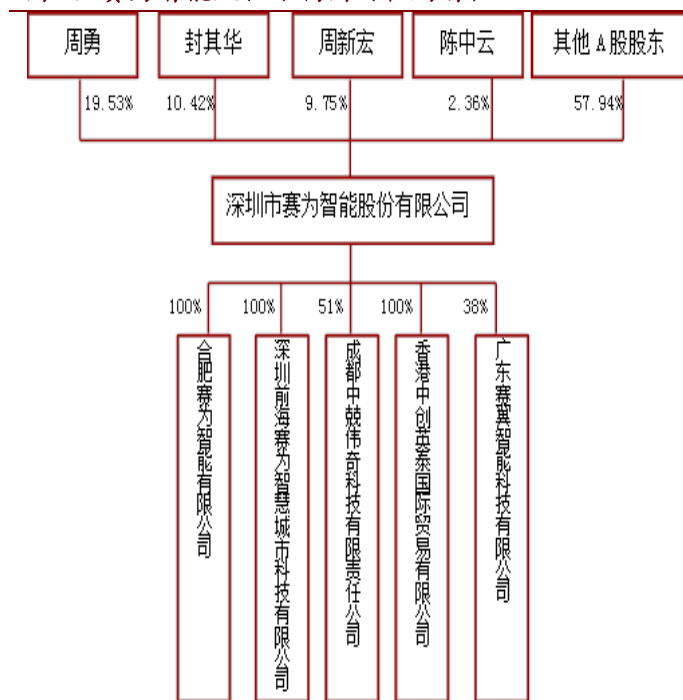
### （二）核心业务优势突出

#### 1、股权架构

公司控股股东、实际控制人为董事长周勇，截至 2013 年末，持股比例为 19.53%；第二大股东为封其华，持股 10.42%。

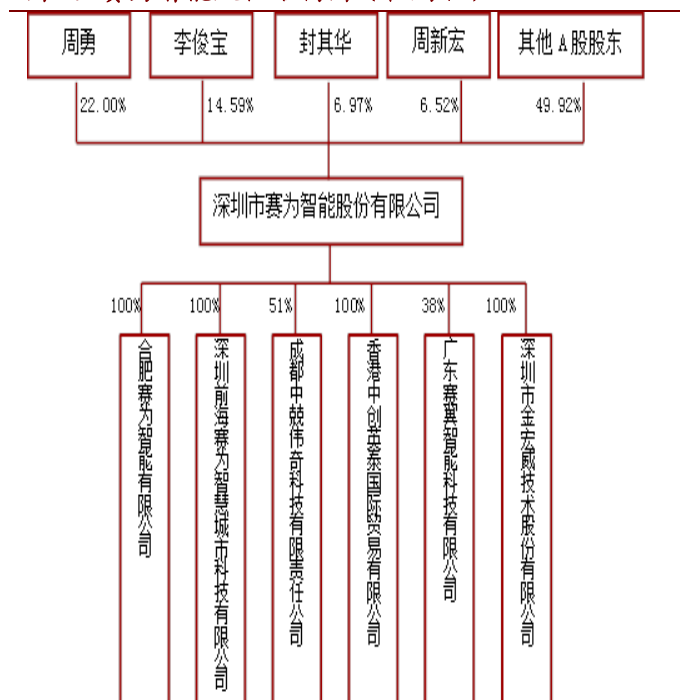
2014 年 2 月，公司以 9.9 亿元对价收购深圳市金宏威技术股份有限公司 100% 股权，交易采用支付现金并定向发行股份形式。本次收购完成后，公司实际控制人未变更，第一大股东周勇持股比例上升从 19.53% 上升至 22.00%，第二大股东为标的公司金宏威原董事长李俊宝，持股比例为 14.59%。

**图 1：赛为智能股权结构图（收购前）**



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

**图 2：赛为智能股权结构图（收购后）**

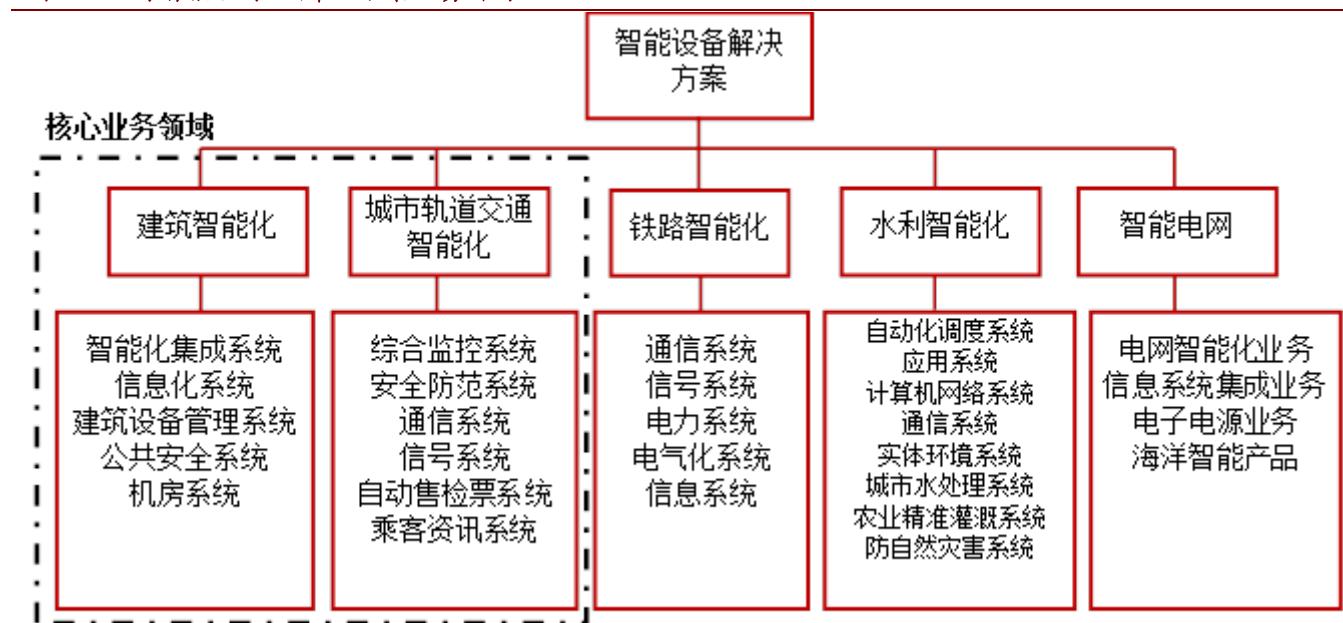


资料来源：公司公告，宏源证券研究所

## 2、实力卓越，聚焦建筑\轨交\电网智能

公司专注于智能化系统业务，由早期的建筑智能工程业务逐步拓展至城市轨道交通智能和铁路智能领域，目前已形成完整的轨道交通、建筑、铁路和水利行业的智能化系统解决方案业务体系。公司是国家高新技术企业、深圳市首批自主创新行业龙头企业，同时拥有智能化行业“三甲”资质。2005-2012 年连续 8 年被中国建筑业协会评定为全国智能工程完成合同额 50 强，2008-2012 年连续 5 年荣膺全国智能建筑行业十大品牌企业，实力位居国内同类企业前列。

图 3：公司智能化系统解决方案业务体系



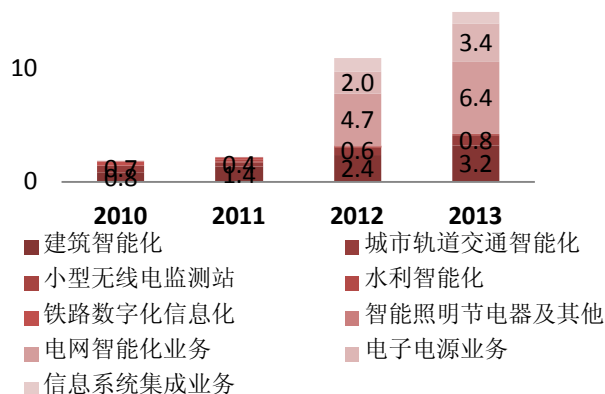
资料来源：公司网站，宏源证券研究所

## 3、业务结构

公司收购金宏威前业务主要以建筑智能、轨道交通智能、铁路智能、水利智能四大产业体系为主。公司两大核心业务建筑智能、城市轨道交通智能 2013 年营收占比分别为 75.80%、19.41%。2010-13 年公司建筑智能营收与毛利 CAGR 分别达 57.92%、27.87%。

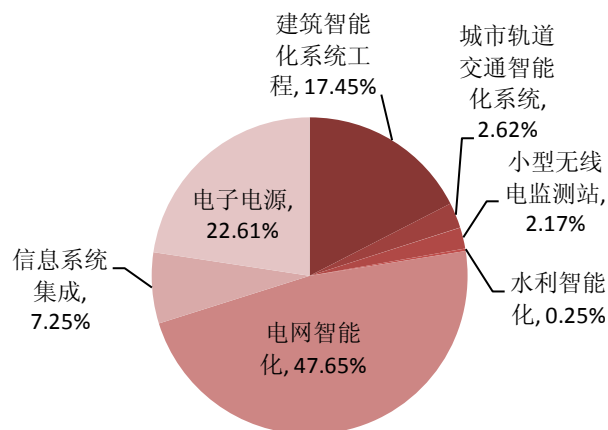
图 4：2010-2013 年公司主营业务收入构成

(亿元)



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

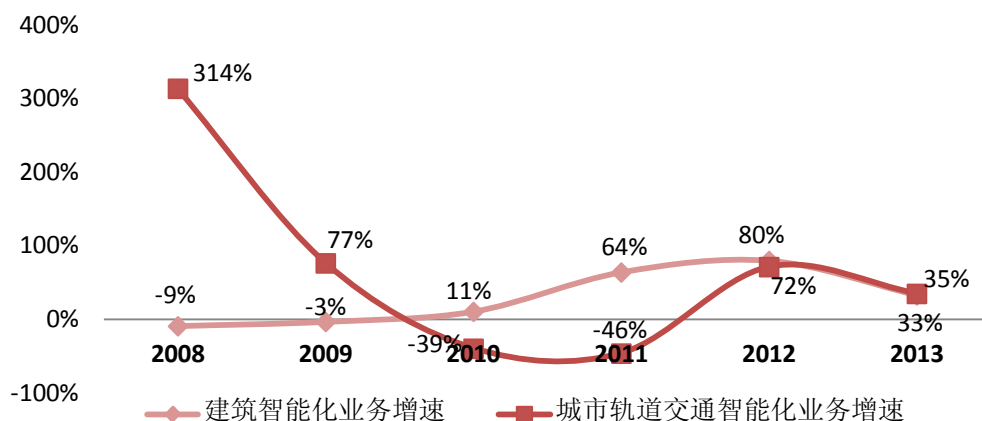
图 5：13 年公司主营业务毛利构成（含金宏威）



资料来源：公司公告，宏源证券研究所



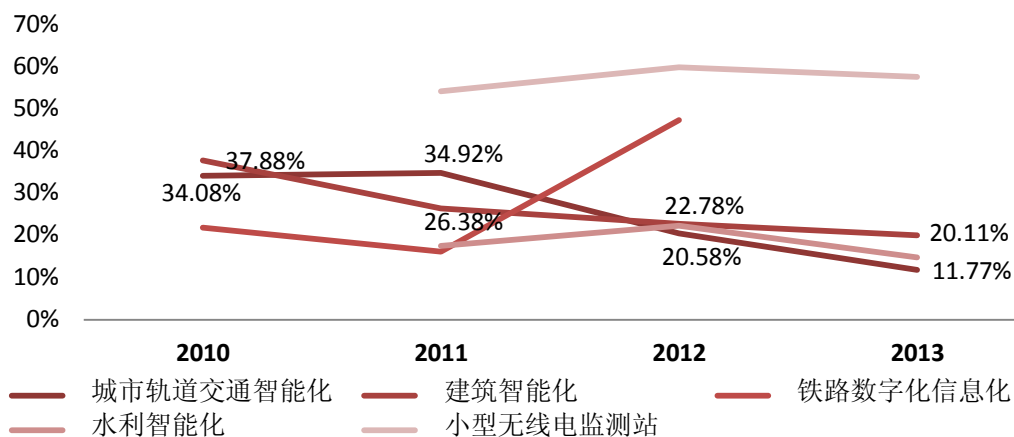
图 6: 2008-2013 年建筑智能和轨道交通智能业务收入及毛利增速



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

2010-13 年, 公司综合毛利率有所下滑, 由 2010 年的 33.73% 下降至 2013 年的 19.65%。由于竞争激烈, 公司建筑智能和轨道交通智能工程两大主营业务板块毛利率小幅回落。

图 7: 2010-2013 年公司主营业务毛利率



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

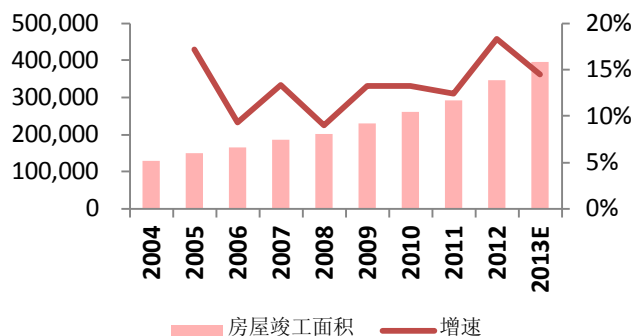
## 二、行业规模与格局: 智能化方兴未艾, 未来五年超万亿

### (一) 建筑智能

#### 建筑智能行业规模:

新型城镇化建设的快速发展、建筑智能应用细分领域的不断扩张和国家产业政策的强力支持, 使建筑智能工程市场成为掘金之地。建筑智能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。

图 8: 建筑业房屋竣工面积及同比增长



资料来源: 国家统计局, 宏源证券研究所

图 9: 建筑智能应用细分领域

智能化集成系统 (IIS)				
信息设施系统 (ITS)	信息化应用系统 (ITAS)	建筑设备管理系统 (BMS)	公共安全系统 (PSS)	机房工程 (EERP)
<ul style="list-style-type: none"> <li>通信接入系统</li> <li>电话交换系统</li> <li>信息网络系统</li> <li>综合布线系统</li> <li>室内移动覆盖</li> <li>卫星通信系统</li> <li>有线电视系统</li> <li>广播系统</li> <li>会议系统</li> <li>信息发布系统</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>办公业务系统</li> <li>物业运营管理</li> <li>公共服务管理</li> <li>公众信息服务</li> <li>智能卡应用</li> <li>信息网络安全</li> <li>其他应用系统</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>热力控制系统</li> <li>制冷控制系统</li> <li>电力控制系统</li> <li>水电气收费</li> <li>给排水控制</li> <li>照明控制系统</li> <li>电梯管理系统</li> <li>空调控制系统</li> <li>安全控制联动</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>火灾报警系统</li> <li>安全综合管理</li> <li>入侵报警系统</li> <li>出入口控制</li> <li>视频监控</li> <li>停车场管理系统</li> <li>电子巡查系统</li> <li>其他安防系统</li> <li>应急指挥系统</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>信息中心机房</li> <li>电话交换机房</li> <li>通信信息配线机房</li> <li>智能设备总控室</li> <li>消防监控机房</li> <li>安防监控机房</li> <li>通信接入机房</li> <li>有线电视机房</li> <li>应急指挥中心</li> <li>其他设备机房</li> </ul>

资料来源: 《中国智能建筑行业发展报告》, 宏源证券研究所

**增量市场规模:** 以住建部公布的 2012 年各类型建筑竣工面积为基数, 假定 2014-2018 年住宅竣工面积面积年均增长 11%, 厂房仓库年均增长 8%, 办公商业服务用房竣工面积年均增长 15%, 则 2018 年新增建筑面积接近 68 亿平方米, CAGR 11.4%。根据中国建筑智能化协会年会纪要, 2012 年我国智能建筑建设占新增建筑约 30%, 而同期新建智能化住宅占比中, 美国为 70%, 日本为 60%。我们假设该比例在预测期内年均增长 3%, 那么智能建筑面积将由 2012 年的 11 亿平方米增长至 2018 年的 33 亿平方米。同时, 我们调研实际案例得出的智能化建筑平均新建成本: 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/平方米计算, 以上述新建成本计算, 我们判断未来 5 年内新增智能建筑市场规模将有效提升, 2018 年约建筑智能增量市场规模为 6800 亿元, CAGR 约 20%。

表 2: 中国新建建筑智能化市场规模测算

建筑类型	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
住宅房屋	22.61	26.68	29.62	32.87	36.49	40.5	44.96
厂房仓库	5.17	5.51	5.95	6.42	6.94	7.49	8.09
商业服务	2.08	2.53	2.91	3.34	3.85	4.42	5.09
办公用房	2.13	2.17	2.5	2.87	3.3	3.8	4.37
科教医疗	1.47	1.58	1.82	2.09	2.41	2.77	3.18
文体娱乐	0.3	0.33	0.38	0.44	0.5	0.58	0.67
其他房屋	0.83	0.81	0.93	1.07	1.23	1.41	1.63
合计 (亿平方米)	34.59	39.61	44.1	49.12	54.72	60.98	67.98
新增智能建筑占比 (%)	0.3261	0.3359	0.3659	0.3959	0.4259	0.4559	0.4859
新增智能建筑面积 (亿平方米)	11.28	13.31	16.14	19.44	23.3	27.8	33.03
新增智能建筑市场 (亿元)	2304.35	2679.43	3262.72	3948.22	4752.65	5695.39	6798.91

资料来源: 统计局, 宏源证券研究所测算

**存量市场规模:** 我们假设在存量建筑中, 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, 并按住宅每平米 80 元、公建 150 元的平均改造成本计算, 至 2018 年存量建筑智能化改造规模将达 3800 亿元, CAGR 为 9%。其中, 公共建筑改造规模占比最高达 38%。

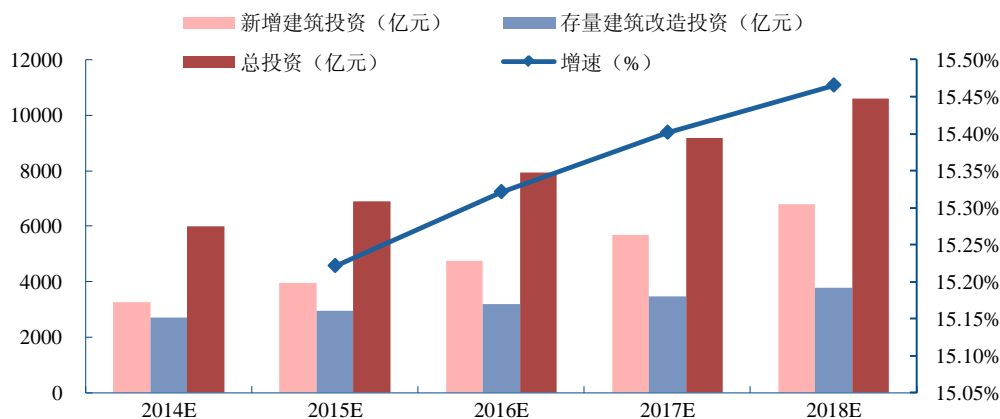


**表 3: 建筑智能工程存量改造市场及全部市场规模**

建筑类型	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
居住建筑存量	282.75	309.43	339.05	371.92	408.41	448.91	493.87
公共建筑存量	96.21	103.64	112.17	121.99	133.28	146.26	161.19
工业建筑存量	88.11	93.62	99.57	106	112.93	120.43	128.52
合计建筑存量（亿平方米）	467.08	506.69	550.79	599.91	654.62	715.6	783.59
居住建筑存量改造投资	678.6	742.63	813.71	892.61	980.18	1077.39	1185.29
公共建筑存量改造投资	865.91	932.72	1009.55	1097.91	1199.52	1316.37	1450.75
工业建筑存量改造投资	793.02	842.6	896.14	953.96	1016.41	1083.85	1156.69
合计存量改造总投资（亿元）	<b>2337.54</b>	<b>2517.95</b>	<b>2719.4</b>	<b>2944.48</b>	<b>3196.11</b>	<b>3477.61</b>	<b>3792.73</b>
新增智能建筑市场（亿元）	<b>2304.35</b>	<b>2679.43</b>	<b>3262.72</b>	<b>3948.22</b>	<b>4752.65</b>	<b>5695.39</b>	<b>6798.91</b>
建筑智能市场总规模（亿元）	<b>4641.89</b>	<b>5197.39</b>	<b>5982.13</b>	<b>6892.7</b>	<b>7948.76</b>	<b>9173</b>	<b>10591.64</b>

资料来源：统计局，宏源证券研究所测算

根据以上测算结果，至 2018 年建筑智能化市场总规模将达 1.06 万亿，2014-2018 年 CAGR 为 15%，其中建筑智能增量规模占比约 64%。可同时作为参考的是，日经 BP 清洁技术研究所于 2011 年对智能建筑的世界市场和发展趋势的调查，智能建筑的世界市场规模将急速增长，到 2015 年，其市场规模将从 2010 年的 1 万亿日元（约合人民币 818 亿元）扩大到约 22 万亿日元，到 2020 年，或可达 65 万亿日元。预计到 2020 年，中国的市场规模将占全世界的三分之一以上，约合 24 万亿日元（不考虑汇率变动情形下，约合人民币 1.96 万亿元）。

**图 10: 建筑智能工程市场规模测算**


资料来源：WIND, 宏源证券研究所测算

### 建筑智能市场结构与竞争格局:

从区域上来看，华东、华南、华北地区是中国最重要的建筑智能化市场，华东地区约占全国智能建筑市场的 1/4。我们预计 2014-2018 年，上述三个地区仍将是主要的智能建筑市场。但随着区域经济发展西移，华中、东北、西南等地区的建筑智能市场规模也将逐步扩大。

图 11: 智能建筑群地区分布

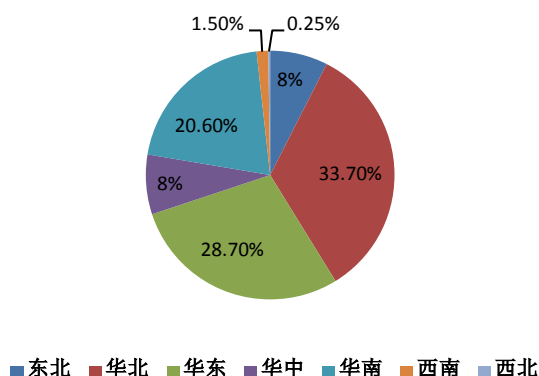
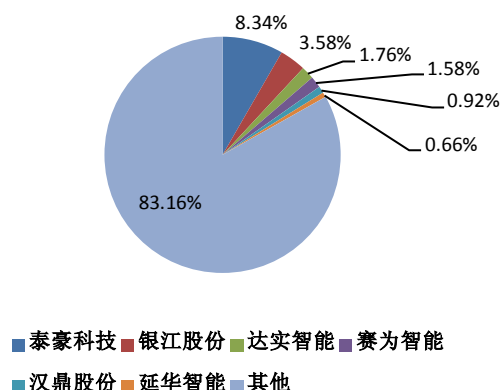


图 12: 中建协智能建筑分会 50 强份额



资料来源: 智能建筑的现状及对策研究, 宏源证券研究所

资料来源: 中国建筑业协会智能建筑分会, 宏源证券研究所

建筑智能市场规模庞大, 行业竞争较为激烈, 市场格局零散。据汉鼎咨询统计, 2012 年从事建筑智能工程业务的企业约有 3,000 家, 其中具备智能化工程承包资质约的 1,100 家。截至 2013 年 9 月份, 全国具备建筑智能化系统集成设计甲级资质、建筑智能化工程专业承包一级资质、计算机信息系统集成一级资质的“三甲”企业有 33 家。

表 4: 2010-2012 年度全国智能建筑行业十大品牌企业及业务说明

企业名称	注册资本 (万元)	业务范围	业务特色
同方股份	219788	以计算机、信息系统、安防系统、数字电视系统、军工系统、互联网应用与服务、环保、建筑节能等为核心产业	形成应用信息系统、计算机系统、数字电视系统和能源环境四大业务, 建筑智能系统领域弱电系统较强
太极股份	27441	IT 咨询、行业解决方案与服务、IT 产品增值服务、IT 基础设施服务等	重点提供 IT 服务
延华智能	17218	专业从事智能建筑工程总包业务, 包括规划、咨询、设计、施工、集成及运维服务	主要面向办公楼宇、住宅社区、教育科研、医疗卫生、宾馆酒店和市政工程等不同行业领域
泰豪科技	50033	智能建筑电气、发电机及机组、装备信息产品	以建筑智能为主体, 以机电电源和装备信息产品为两翼
北京捷通机房设备工程有限公司	10000	业务覆盖数数据信息中心机房工程建设、智能化建筑系统工程集成、智能空调系统、设施运维和建筑装饰装修等	融合了建筑装饰装修、建筑智能化、机电设备安装等领域核心顶级资质, 具备自主知识产权技术和著作以及多年项目矩阵式管理经验
中建电子	5010	专注于智能建筑、系统集成、智能大厦系统集成、住宅小区智能化系统	发挥中建总公司土建工程施工的丰富的管理经验和优势, 同时在卫星通信、安全监控、自动控制和计算机技术等领域内有多年积累的丰富经验及强有力的技术优势
中控信息	10000	主要业务领域集中在智能交通、公用工程、智能建筑、教育信息化、医疗卫生信息化等	以自动化技术、信息技术、软件技术和电气技术为核心, 开发针对装备工业和公用工程事业的自动化技术和产品
赛为智能	22486	公司主要从事轨道交通智能系统、建筑智能系统、铁路信息化数字化系统集成服务	以轨道交通智能为主, 建筑智能系统专注于公共建筑市场及高端办公、商务、商业、住宅等市场, 此外还涉足铁路智能业务
冠林电子	5133	主要从事电子产品的研发、生产、销售与技术服务, 专业从事建筑智能化领域的工程设计、系统集成及服务	国家级高新技术企业, 提供综合安防系统(SA)、通讯自动化系统(CA)、办公自动化系统(OA)、楼宇自动控制系统(BA)、智能化集成管理系统(IBMS)和配套系统工程等
浙大网新	83177	为政府公共事业、金融、电力、交通、智能楼宇、	以浙江大学领先综合应用学科为依托, 以“智能+互联+协同”为核心

医疗、电信、企业和教育等多个行业提供解决方案和多项服务			理念，将创新科技与前瞻性管理思维进行有机融合，服务于中国智慧城市的建设与运营
中程科技	6000	智能建筑、数字医疗、节能改造	重点针对政府、医院、交通、楼宇、社区提供解决方案供应商，同时开发了一系列拥有自主知识产权的软件，涉及智能建筑系统集成、电子政务、医疗及卫生监督等
中电兴发	5001	集中于中国智慧城市、平安城市、智能交通、国土安全等物联网应用领域，	中国 IT/SI 行业唯一具有七个甲级资质的国家级高新技术企业，具有自主研发能力、自主知识产权与自主品牌产品的端到端、一体化先进解决方案的供应商、集成服务商
汉鼎股份	19140	核心业务覆盖智慧城市、智慧建筑、智慧安防、智慧节能和智慧水务	建筑智能行业资质最全最高的企业之一，创新能力突出，在智慧城市综合服务框架下提供产品和解决方案

资料来源：公司网站，宏源证券研究所整理

## （二）轨道交通智能

### 轨道交通智能行业规模:

城镇建设水平的提高，将提高对基本交通运输的需求。交通拥堵问题以及尾气排放带来的环境污染问题，使许多大中城市开始大力投资公共交通建设，城市轨道交通建设则是未来交通投资的重点之一。

**表 5：“十二五”城市公共交通发展目标**

城市规模	“十二五”目标
300 万人口以上	建成以轨道交通为骨干、以城市公共汽车为主体的城市公共交通服务网络，1000 万人口以上的城市基本建成城市轨道交通网络，公共交通出行分担率达到 40%以上。
100-300 万人口	基本建成以公共汽车为主体，轨道交通和快速公交（BRT）适度发展的公共交通服务网络，公共交通出行分担率达到 25%以上。
100 万人口以下	建立完善的以公共汽车为主体的城市公共交通服务网络，公共交通出行分担率达到 15%以上。

资料来源：交通运输部“十二五”发展规划，宏源证券研究所

根据交通部“城市公共交通“十二五”发展规划纲要”，“十二五”末全国城市轨道交通线路运营里程将达 3300 公里。“十一五”期间完成建设 1500 公里，“十二五”期间预计完成 2000 公里，较“十一五”期间增长 133%。以每公里 5 亿元造价估算，“十二五”期间城市轨道交通投资额将达到 10000 亿，年均投资达 2000 亿。根据全国城市轨道交通的建设发展趋势，“十三五”、“十四五”期间将是城轨建设的高峰，投资规模有望进一步增长。根据国家发展改革委综合运输所发布的“未来 10-15 年交通建设投资研究”：预计十二五/十三五/十四五期间将分别完成城轨投资 1.3/1.8-2.0/2.0-2.3 万亿元。

**表 6：“十二五”、“十三五”期间全国轨道交通规划**

城市	2010 年运营里程	2011-2020 年新增运营里程	2020 年运营里程	城市	2010 年运营里程	2011-2020 年新增运营里程	2020 年运营里程
北京	321	729	1050	南昌		51	51
上海	420	550	970	宁波		230	230
天津	78	219	297	合肥		181	181
广州	226	374	600	无锡		100	100
南京	85	246	330	东莞		59	59
武汉	57	170	227	南宁		86	86

沈阳	50	78	128	长沙	103	103
长春	48	70	119	福州	56	56
重庆	38	165	203	贵阳	59	59
深圳	68	355	423	昆明	162	162
杭州		131	132	佛山	92	92
哈尔滨		82	82	厦门*	130	130
青岛		232	232	兰州	202	202
大连	87	100	187	常州	66	66
苏州		181	181	乌鲁木齐	53	53
西安		102	102	石家庄	242	242
成都	19	122	141	太原	70	70
郑州		180	180	济南*	130	130
总计	1497	6158	7656			

资料来源：中国城市轨道交通网，国家发改委基础产业司，宏源证券研究所 注：\*为预计值

轨道交通投资的大发展和信息化要求的双重促进，将使城轨智能化市场规模持续提升。我们按照轨道交通年投资规模 2000~3000 亿元，智能化系统投资占比 5%~8% 进行情景测算，则每年轨道交通智能市场规模约为 100~240 亿元。

**表 7：城市轨道交通智能市场规模分情景测算**

亿元	智能化系统应用比例				
		5%	6%	7%	8%
轨道交通投资	2000	100	120	140	160
	2500	125	150	175	200
	3000	150	180	210	240

资料来源：发改委，宏源证券研究所

轨道交通主要包括综合监控、乘客资讯、综合安防、通信、自动检售票和信号系统六大子系统。根据汉鼎咨询报告估算，上述各系统占智能化系统投资比重分别为 20%、11%、13%、11%、16% 和 29%。假定 2014-15 年智能化系统投资占比 5%，轨道交通年投资规模为 2000 亿元；2016-2020 年每年智能化系统占比提高至 6%，轨道交通年投资规模为 2500 亿，则轨道交通信号系统和综合监控系统市场规模在“十三五”期间将分别达 43.5 亿和 30 亿。

**表 8：城市轨道交通子系统智能工程市场规模测算**

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
轨道交通年投资规模	2000	2000	2500	2500	2500	2500	2500
智能化系统投资规模	100	100	150	150	150	150	150
其中：综合监控系统市场	20	20	30	30	30	30	30
乘客资讯系统市场	11	11	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
综合安防系统市场	13	13	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5
通信系统市场	11	11	16.5	16.5	16.5	16.5	16.5
自动检售票系统市场	16	16	24	24	24	24	24
信号系统市场	29	29	43.5	43.5	43.5	43.5	43.5

资料来源：宏源证券研究所测算

## 轨道交通智能行业格局：

城轨智能化市场集中度相对较高，细分领域优质企业具备优势。根据城市轨道交通智能市场的主要竞争参与者的历史工程业绩和主营业务范围，能全系统提供轨道交通智能化解决方案的公司较少，主要参与公司在轨交智能化领域各具优势。

**表 9：城轨智能化领域主要竞争性供应商及业务说明**

企业名称	轨交智能化产品和服务	其他业务说明
上海贝尔股份有限公司	轨道交通通信集成解决方案、乘客信息系统（PIS）和车载、车站视频监控系统（CCTV）	为交通、能源和公共事业单位运营商、企业和行业客户提供端到端的信息通信解决方案和高质量的服务，其产品覆盖有线和无线方案、光接入方案、端到端 LTE 方案、光网络、IP 网络、网络核心及应用、网络管理及服务等诸多领域
上海华虹计通智能系统股份有限公司	中央计算机系统、车站计算机系统、自动充值验卡机、（半）自动售票机、门式自动闸机、三杆式自动检票机	专业从事非接触式 IC 卡自动收费系统的设计、开发、集成、销售和服务及相关终端产品的生产和销售，主要业务和产品包括轨道交通自动售检票系统（AFC）、城市通卡自动收费系统（主要包括城市公交一卡通收费系统、其他基于 RFID 的电子收费系统）、RFID 物品识别与物流管理系统, 以及相关的读写机具等终端产品
卡斯柯信号有限公司	Urbanis888 网络化 CBTC 系统、iCMTC 网络化 CBTC 系统	领先的信号系统解决方案专家，拥有百余项具有完全自主知识产权且与国际先进水平相当的系统技术和产品，覆盖国家铁路、城市轨道交通、城际铁路、有轨电车等各个领域
北京和利时系统工程股份有限公司	综合监控系统、信号系统、杂散电流监测系统	中国领先的自动化与信息技术解决方案供应商，其信号系统及系列产品获得了国际安全认证，350 公里高速铁路列车安全控制系统、大型城市轨道交通监控系统等高端产品在市场上得到广泛应用。其他业务还包括过程自动化业务、透平机械控制系统、工厂自动化产品、核电站数字化仪控系统、列车运行控制系统、铁路运输控制与管理系统和医疗自动化产品等
南京南瑞集团	重点开展通用平台、路网控制、牵引供电、节能环保、通信集成、列车信号系统、运行管理信息化等技术研究，全面支撑轨道交通自动化行业的发展	国家电网公司直属单位，是中国最大的电力系统自动化、水利水电自动化、轨道交通监控技术、设备和服务供应商。主要从事电力系统二次设备、信息通信、智能化中低压电气设备、发电及水利自动化设备、工业自动化设备、非晶合金变压器及电线电缆的研发、设计、制造、销售、工程服务与工程总承包业务
天津凯发电气股份有限公司	综合监控系统（ISCS）、电力监控系统（PSCADA）、环境与设备监控系统（BAS）、视频监控系统（CCTV）、门禁系统（ACS）、直流相关产品	主营业务涵盖电气化铁路、城市轨道交通两个领域，其中包括牵引供电自动化系统、调度及综合监控系统、工业自动化系统、机车车辆辅助控制系统、监测及诊断系统、软件产品的研发、制造、销售、工程安装和服务；计算机及机电一体化系统集成；技术咨询；进出口业务等
国电南自	地铁综合监控系统、地铁环境与设备监控系统、地铁电力监控系统、地铁信息管理系统、地铁 35kV 微机保护装置、地铁交直流电源系统	主要从事电网自动化、电厂自动化、水利水电自动化、轨道交通自动化、工业自动化、信息与安防监控系统、土工与大坝安全监控系统、风电、太阳能、节能环保、等离子点火、水环境保护、智能一次设备等领域以及国内外总包业务，并与 ABB、Metso、西电等一批国内外知名企业开展合作
宝信软件	综合监控平台 iCentroView、信息平台 iPlat、IT 服务管理 eShop 等	为工业和智慧城市建设提供信息化解决方案、自动化解决方案、机电一体化解决方案和智能化解决方案，专注于信息化集成服务、信息化运维服务、自动化服务和机电服务
同方股份	智能交通案例包括伊朗德黑兰地铁、北京地铁、南京地铁、广州地铁、天津地铁等	立足信息与能源环境两大产业，形成了计算机、数字城市、物联网应用、微电子与射频技术、多媒体、半导体与照明、知识网络、军工、数字电视、环境科技、安防系统、建筑节能等十二大主干产业集群
中控集团	综合监控系统解决方案	为高速公路、城市交通、数字水务、智能建筑、数字医疗以及其他公共工程等提供综合化解决方案
国联通信	主营业务包括轨道交通车载视频监控系	是一家专注于轨道交通领域车载乘客信息系统解决方案的提供商，主要面向城市轨道交通



统（CCTV）、列车广播系统（PA）、轨道交通车载乘客信息显示系统（PIDS）等

通行业提供车载乘客信息系统全线高科技、高质量的数字音视频传输控制产品，是国内优秀的轨道交通车载信息系统解决方案提供商和轨道交通车载视频监控系统技术引领者

<b>烽火通信科技股份有限公司</b>	可提供城轨智能化相关设备和解决方案	产业领域从较单一的光传输和光纤光缆，扩展到光传送系统、光纤线缆、宽带接入系统、业务与终端系统、光配线系统、数据通信、系统集成、应用软件等多个领域，可为客户提供业界领先的端到端信息通信网络产品和解决方案
<b>从兴技术有限公司</b>	提供地铁应用服务平台，应用案例广州地铁乘客关系管理系统	专注于计算机系统集成与应用软件开发领域，业务涵盖通信、电力、政府、交通、教育等多个领域，为客户提供全方位的信息管理、业务支撑、智能化产品和行业解决方案及运营维护等服务。
<b>广东立信企业有限公司</b>	地铁电视（PIDS，即乘客信息导乘服务系统）公共站务信息、电视节目及广告业务的经营运作	专注于提供业务信息整体解决方案、全面运作支撑服务及新技术应用的高科技企业，现已涉及通信、电力、互联网、交通、物流、彩票、电子支付、呼叫中心、传媒、环保、零售、金融、食品、保险等多个行业
<b>辉煌科技</b>	城市轨道交通信号维护支持系统 MSS、地铁综合监控系统 ISCS、闭路电视系统 CCTV、资产管理信息系统	国内领先的轨道交通信号测控、运输指挥、通信技术开发和集成企业，是国家行业内首家上市的轨道交通通信、信号企业，拥有国家计算机系统集成一级资质

资料来源：公司公告，公司网站，宏源证券研究所

### （三）铁路智能

#### 铁路智能市场规模：

根据全国铁路“十二五”发展规划，到 2015 年，全国铁路营运里程将达 12 万公里，其中西部地区铁路 5 万公里，复线率和电化率分别达到 50% 和 60% 以上。基本建成快速铁路网，营运里程达 4 万公里，以高铁“四纵四横”为主骨架的快速客运网将连接 50 万人口以上大城市，覆盖 90% 以上人口。

基于中国铁路总公司 2013 年 6 月底的统计，预计到 2015 年底，建成里程将达 12.3 万公里，略有超出“十二五”规划。按照该规划，未来两三年内还将继续保持每年 6000 到 7000 公里左右的新线开通进度，每年新建铁路的投资规模将保持在 6000 亿元左右。

**表 10：中国铁路及高速铁路规划及投资额情况**

	2012 年 (公里)	2013 年新 增 (公里)	2013 年底存量 (公里)	2014-2015 年 新增 (公里)	2015 年目标存 量 (公里)
铁路营运里程	97600	5586	103186	16814	123000
其中：高速铁路	9356	1644	11000	5000	16000
复线里程	44000	2500	46500	13500	61500
复线率	0.45		0.451		0.5
电气化里程	50000	4024	54070	17930	73800
电气化率	0.51		0.524		0.6
投资额测算 (亿元)		<b>6600</b>		<b>14200</b>	

资料来源：中国铁路总公司，宏源证券研究所



图 13: 中国高速铁路在建线路示意图



资料来源:《综合运输》, 宏源证券研究所

铁路建设分为“站前工程”和“站后工程”,前者包括隧道、轨道、路基、桥涵等的建设,后者主要指信息化数字化系统建设,包括四电(通信、信号、电力、电气化)系统集成和信息系统,合计约占总投资比例的4%-6%。根据铁道总公司公布的数据,截至2013年11月,2013年铁路固定资产投资5114亿元,其中基本建设投资4483亿元,同比分别增长0.9%和3.8%。国内铁路信息化数字化行业的市场容量将随铁路建设的快速增长而迅速扩大。假定2014-2015年铁路固定资产投资每年为7000亿元,铁路信息化投资约占整体投资的4%-6%,那么未来两年铁路智能市场整体容量可能达到280-420亿元。

铁路信息化数字化对于铁路运营、管理、安全、服务等至关重要,其中,高速铁路由于路网复杂、列车运行速度高,对信息化系统的要求更高、投资更大。中国目前已经成为全世界高铁运营里程最长、在建规模最大的国家。未来几年,我国高速铁路建设的投资规模将持续增长。2014年1月中国铁路总公司第一次会议预计2015年高铁累计营运里程将超过2.6万公里,比“十二五”规划目标1.6万公里高出62.5%。今后几年是我国高速铁路建设的快速发展时期,将带动高速铁路信息化数字化系统解决方案的需求,使市场规模保持较快的增长。根据我国十二五期间高铁投资计划,假设高速铁路信息化系统在总投资中比重为6%(根据Frost & Sullivan的数据,欧洲发达国家的比例是15%),2013-2015年高铁信息化系统市场规模在200-300亿。

表 11: “十二五”期间高铁信息化市场规模测算

	高铁运营里程(公里)	新增高铁里程(公里)	投资规模(亿)	高铁信息化系统市场规模(亿)
2012	11053	3038	3303	198.18
2013	13720	2667	3650	219.00
2014E	18141	4421	5429	325.74
2015E	21988	3847	3434	206.05

资料来源: wind, 宏源证券研究所测算

### 铁路智能行业格局:

铁路智能化市场处于起步阶段, 竞争强度将逐渐提高, 目前建筑智能市场传统的国企向多类型企业开放。随着铁道部的市场化改革和中国铁路行业的进一步开放, 更多具备相应资质的非国有企业可以凭借良好的技术优势逐步进入铁路智能化市场, 但行业竞争将有所加剧, 使品牌优势溢价凸显。

**表 12: 铁路智能化领域主要竞争性供应商及业务说明**

企业名称	业务范围
同方股份	以计算机、信息系统、安防系统、数字电视系统、军工系统、互联网应用与服务、环保、建筑节能等为核心产业
中国通号	铁路和城市轨道交通的通信、信号、信息、电力、自动控制的设计与咨询监理, 产品研发与生产制造, 产品维护与配套服务
华为	全球领先的信息与通信解决方案供应商, 为智慧城市、政府、公共安全、教育、医疗、交通、工业、酒店、金融等多个行业提供解决方案, 铁路智能领域专注综合通信系统解决方案,
鼎汉技术	拥有完全自主知识产权的轨道交通电源产品, 已广泛应用于国有普通铁路、客运专线、城市轨道交通和地方铁路等轨道交通领域
远望谷	中国物联网产业的代表企业, 全球领先的 RFID 产品和解决方案供应商, 铁路智能化领域主要由铁路运输管理系统 (TMIS)
辉煌科技	国内轨道交通通信信号领域首家上市公司, 提供国铁系统解决方案和专用铁路系统解决方案
世纪瑞尔	通过在铁路、电信、电力等行业多年的技术积累和认识升华, 提炼开发出了以过程自动化监控和综合信息处理为两条技术主线的产品平台, 并形成以这些产品平台为依托的综合行业监控应用解决方案提供能力。主要产品服务有铁路防灾安全监控系统、铁路综合监控系统、铁路车站建筑自动化系统、铁路客运自动化系统和综合视频监控平台等

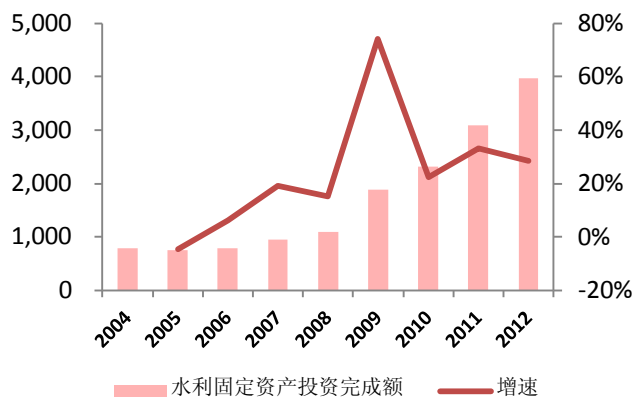
资料来源: 公司公告, 公司网站, 宏源证券研究所

## (四) 水利智能

### 水利智能行业规模:

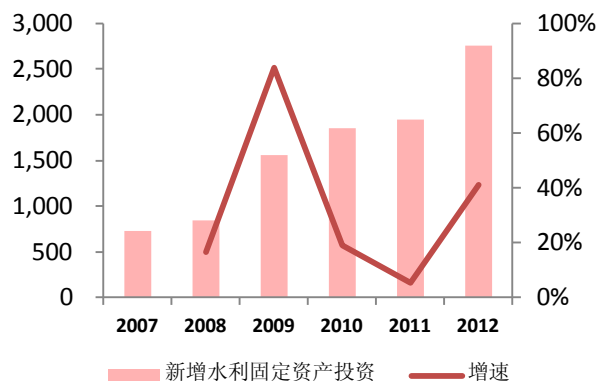
水资源是关系国计民生的基本资源, 而我国水资源总体比较紧缺、水污染较为严重、洪涝灾害频繁, 保护、开发和利用存在不足。国家一直重视水利基础设施的建设。2008 年以来, 水利固定资产投资增长较快, 2009 年增速达到高峰, 当年水利固定资产投资增长了 74%, 新增固定资产 1554.7 亿元同增 83%。2013 年 1-11 月水利固定资产投资已达 4233.9 亿元。根据《能源发展“十二五”规划》, “十二五”期间新开工水电项目 1.6 亿千瓦, 而 2011-12 年新开工不到 3000 万千瓦, 如果要完成该规划及 2020 年减排目标, 后续大型水电项目核准进度将加快, 水利固定资产投资将进一步增加。

图 14: 全国水利业固定资产投资额及同比增速



资料来源: WIND,宏源证券研究所

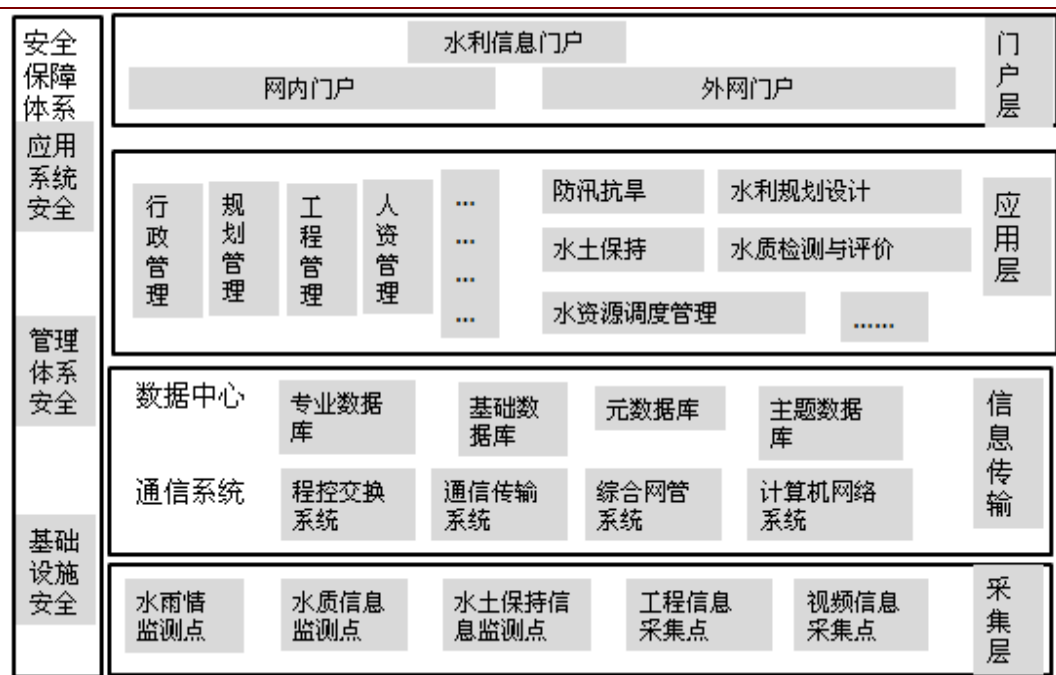
图 15: 全国水利新增固定资产投资及同比增速



资料来源: WIND,宏源证券研究所

水利基础设施建设是缓解水资源现状的条件,但还需要结合现代信息化技术优化管理、提高水资源利用效率和灾害预防能力。水利信息化建设是一个涵盖多行业、多层面、多系统的庞大系统工程,水利智能化是水利信息化新的概括性表述。进入“十二五”时期,国家加强了对水利水务自动化和信息化的投资和政策支持。自 2003 年水利部正式发布《全国水利信息化规划(“金水工程”规划)》并召开第一次全国水利信息化工作会议以来,水利信息化取得了良好成效。2009 年的《水利信息化顶层设计》和 2012 年颁布的《全国水利信息化发展“十二五”规划》,对十二五期间水利信息化建设提出了新的要求。2013 年工信部印发《信息化发展规划》,提出今后一个时期我国信息化发展的十项主要任务和发展重点,其中“加强水利信息化建设”是“促进重要领域基础设施智能化改造升级”的重要内容之一。国家对水利信息化的重视和支持,将加快水利智能化的建设,扩大水利智能化市场规模。

图 16: 智能水利系统规划体系



资料来源: 宏源证券研究所整理

2013 年水利管理业固定资产投资为 5318.2 亿元，同比增长 26.9%。预计 2013 年水利固定资产投资完成额约为 5193 亿元，增速在 31% 左右。国家对水利建设的重视和政策支持，以及水利部为建设民生水利和保障国家水安全实施的一批重大水利项目，将保持水利建设投资稳定增长。保守估计“十二五”期间最后两年固定资产投资年增速为 20%，那么 2014-2015 年水利固定资产投资将分别达到 6231.7 亿元和 7478 亿元。假定水利智能化投资占水利当年固定资产投资的 5%，则 2014-2015 年水利智能市场规模将分别为 311.6 亿元和 373.9 亿元。

**表 13：“十二五”期间水利智能市场规模测算**

	2012	2013E	2014E	2015E
水利管理业固定资产投资	4059.0	5318.2	6381.8	7658.2
水利固定资产投资完成额	3964.2	5193.1	6231.7	7478.0
水利智能市场规模	198.2	259.7	311.6	373.9
同比增长		31%	20%	20%

资料来源：宏源证券研究所测算

### 水利智能行业格局：

水利智能化市场属于新兴市场，目前业内企业数量较少，多数企业是在传统主营业务基础上向水利智能化处理拓展，行业生命周期整体处于成长阶段。目前尚未出现全面领先的企业，行业企业规模普遍偏小。多数企业通过将自身原有智能化优势应用于水利领域，积极开拓智能水利细分领域市场。目前提供比较全面的产品和智能水利解决方案的企业除了赛为智能外，主要还有东深电子、清远华程、中科怡海和武大吉奥等。

**表 14：水利智能市场主要竞争性供应商及业务范围**

企业名称	业务范围
赛为智能	智慧水利是公司主营业务之一，其产品和服务包括自动化调度系统、应用系统、计算机网络系统、通信系统、实体环境系统、城市水处理系统、农业精准灌溉系统和防自然灾害系统等
东深电子	致力于水利水务信息化管理、水电自动化控制管理、水资源水环境管理、水工安全监测管理、业务咨询与运维服务等，拥有系统集成一级资质、水文水资源调查评价资质等。产品和解决方案包括智慧水务、防灾减灾检测与管理、水资源监测与管理、水利工程建设与管理、城市水务监测与管理、水工安全监测与管理以及水利水电自动化
清远华程	公司智慧水利业务基于自主研发的物联网技术，提供八大子系统和二十一个应用系统、八大子系统分别是水资源管理系统、水利工程监测关联系统、水资源规划论证系统、农村水利监测管理系统、防汛抗旱监测系统、水环境综合检测系统和电子政务系统等。此外，公司还提供智慧城市和智慧能源等领域的服务
中科怡海	在智慧城市框架下，基于物联网技术提供智慧水利产品和服务，典型案例是其承建的无锡水利局“感知太湖智慧水利”物联网示范工程。其他智慧城市服务还包括智慧环保、智慧粮食、智慧城建、智慧教育等
武大吉奥	公司提供智慧城市、城管、测绘、国土、水利、电力等行业的智能应用产品和服务，智慧水利服务的特色是基于地理信息资源设计应用产品和服务，提高产品服务性能
大唐软件	公司主要服务于水利信息化和政府信息化领域，同时提供电信运营支撑和 IT 服务。公司提供了全面的水利行业解决方案，不仅涵盖了水资源实时信息的采集、传输，更主要的是开发了灌区信息化管理系统、水资源管理系统、农村水利管理系统等多种应用系统

资料来源：公司公告，公司网站，宏源证券研究所

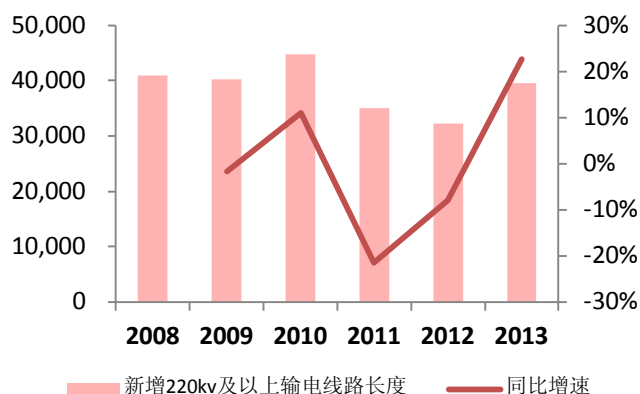


## (五) 智能电网

随着我国城镇化建设的发展、新能源和分布式电源的迅猛增加、节能减排和用电友好的要求，智能电网的规划与建设逐步提升至国家战略层面。智能电网是实施新的能源战略和优化能源资源配置的重要平台，涵盖发电、输电、变电、配电、用电、调度和通信信息平台等各个环节。

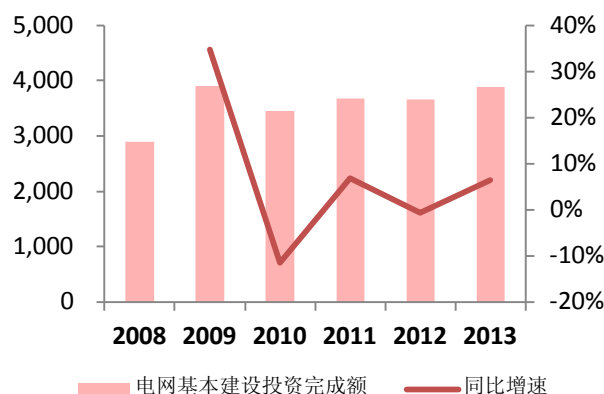
受经济增长预期下调影响，全社会用电量短期内增速较为平缓，电网基本建设投资将保持稳定。根据“电力工业“十二五”规划研究报告”：“十二五”期间我国电力总投资将达到5.3万亿元，较“十一五”增长68%左右，电网投资2.55万亿元，占比48%；电网投资向主网架和配电网倾斜，1,000千伏和750千伏工程投资约3,100亿元左右，占12.4%；110千伏及以下配电网投资约9,400亿元，占37.6%。参考国家电网公司2010年发布的“关于加快推进坚强智能电网建设的意见”：自2009年开始至2020年，我国智能电网将分为三个阶段发展：从初期的规划试点阶段到“十二五”期间的全面建设阶段，2011-2015年投资约2万亿元；“十三五”时期为引领提升阶段，智能电网建设总投资规模约4万亿元，2016-2020年智能电网基本建成阶段的投资约为1.7万亿元。

图 17：新增 220kv 及以上输电线路长度与增速



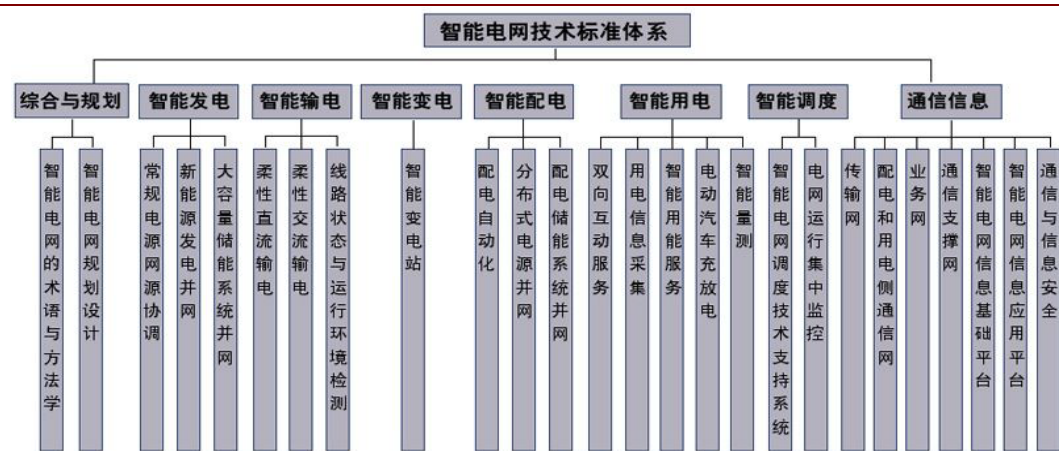
资料来源：WIND，宏源证券研究所

图 18：电网基本建设投资完成额及增速



资料来源：WIND，宏源证券研究所

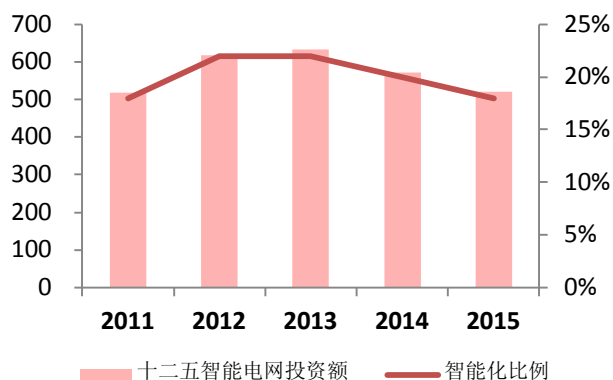
图 19：智能电网技术标准体系



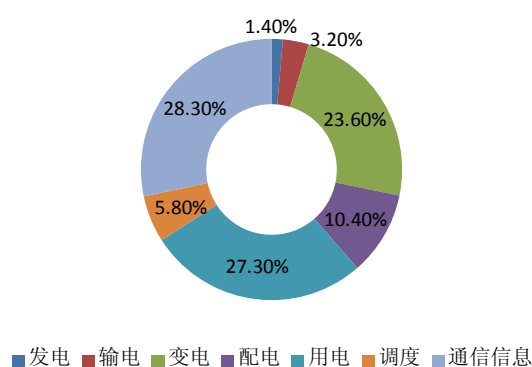
资料来源：国家电网，宏源证券研究所

根据国家电网与南方电网的“十二五规划”，该期间我国电网投资总规模接近3万亿，其中国网将累计投入2.55万亿，南网投入4000亿元。《国家电网智能化规划总报告》提出：

智能化投资占电网投资将由“十一五”的 6.19%提高至“十二五”的 11.67%，至“十三五”达到 12.5%左右。根据中国电力企业联合会 2013 年公布的数据：2007 年电力行业信息化市场规模 106 亿元，到 2013 年增长到 320 亿元，年增速 20%左右。

**图 20：国家电网“十二五”智能电网投资额及比例**


资料来源：国家电网,宏源证券研究所

**图 21：国家电网各环节智能化投资比例**


资料来源：国家电网,宏源证券研究所

以历年的电力基建投资完成额为基础，假定 2014-2020 年的投资额，随着智能电网的不断推进和相关设备技术逐渐成熟，智能化投资比例相应有所增加。我们同时假定“十二五”期间各子系统的投资比例同国家电网的规划数一致，而“十三五”期间的比例有所调整，则我们测算 2014-15 年市场规模分别为 369、495 亿元。“十三五”期间年均市场容量约为 463 亿元。用电智能、通信信息平台、变电智能和配电智能是最主要的细分市场。

**表 15：智能电网各子系统市场规模测算**

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
电网基建投资额 (亿元)	4100	4500	4000	3900	3800	3700	3600
智能化投资比例 (%)	9.00%	11.00%	12%	12%	12%	12%	13%
智能电网投资总额 (亿元)	369.00	495.00	480.00	468.00	456.00	444.00	468.00
其中：发电智能化市场	5.17	6.93	4.70	4.59	4.47	4.35	4.59
输电智能化市场	11.81	15.84	23.28	22.70	22.12	21.53	22.70
变电智能化市场	87.08	116.82	107.18	104.50	101.82	99.15	104.50
配电智能化市场	38.38	51.48	83.90	81.81	79.71	77.61	81.81
用电智能化市场	100.74	135.14	130.46	127.20	123.94	120.68	127.20
调度智能化市场	21.40	28.71	13.97	13.62	13.27	12.92	13.62
通信信息平台建设市场	104.43	140.09	116.50	113.58	110.67	107.76	113.58

资料来源：宏源证券研究所测算

智能电网市场需求方主要是国家电网、南方电网、地方供电局和一些地方电力公司，且集中于国家电网和南方电网等特大型企业。该市场目前能够提供较为全面的智能电网解决方案的供应商不多，较早进入的企业中大多数企业在某个或多个细分领域占有较大优势。

## （六）智能化市场总规模超万亿

公司业务覆盖的智能工程市场规模巨大，至 2018 年智能市场总规模将超万亿，达到 11948 亿元，2014-2018 年 CAGR 约为 13.89%。其中，建筑智能市场规模占比约为 86%，我们判断，智能电网和智能水利将成为公司新的盈利增长点。



**表 16: 公司业务领域智能化市场总规模**

	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
智能建筑	5982.13	6892.7	7948.76	9173	10591.64
其中: 新增部分	3262.72	3948.22	4752.65	5695.39	6798.91
改造部分	2719.4	2944.48	3196.11	3477.61	3792.73
智能轨交	100	100	150	150	150
智能铁路	350	350	350	350	350
其中: 智能高铁	325.74	206.05			
智能水利	311.6	373.9	400	400	400
智能电网	369.00	495.00	480.00	468.00	456.00
其中: 配电自动化	38.38	51.48	83.90	81.81	79.71
通信信息平台	104.43	140.09	116.50	113.58	110.67
智能化市场规模	<b>7112.73</b>	<b>8211.6</b>	<b>9328.76</b>	<b>10541</b>	<b>11947.64</b>
YOY %		<b>15.45%</b>	<b>13.60%</b>	<b>12.99%</b>	<b>13.34%</b>

资料来源: 宏源证券研究所测算

### 三、公司展望: 大智能全国化布局, 内外并举跨越增长

#### (一) 竞争优势: 资质、技术与业绩奠定智能领域扩张基础

##### 1、大智能业务布局: 智能建筑、智能交通与智能电网齐头并进

###### (1) 建筑智能先导者

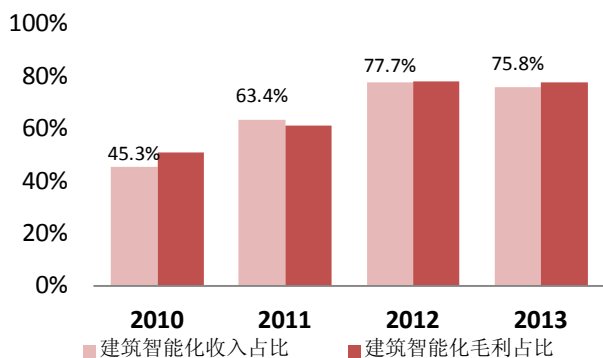
在品牌、资质、资金实力等要素逐渐向上市公司集中的背景下, 我们判断未来行业集中度将加速提升。低端市场的竞争将日趋激烈, 规模较小不具备核心能力的企业将被边缘化甚至淘汰出局, 高端市场竞争则将由具备全系统解决方案的设计工程公司主导。增速将大幅超越行业平均水平。银江股份、延华智能、赛为智能、达实智能、汉鼎股份等业内领先的建筑智能化企业相继完成 IPO 并参与在行业内颇具影响力和知名度的大型智能建筑项目, 强者恒强逻辑将持续在高端建筑智能市场演绎。

**表 17: 建筑智能领域公司主要竞争对手业务范围及经营特点**

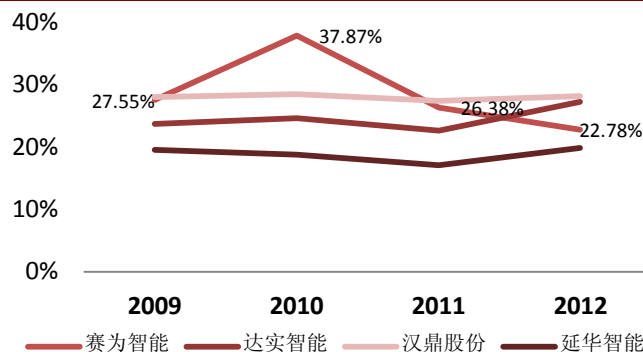
企业名称	智能化业务	主营业务特点	业务构成 (2012 年报)	业务区域
银江股份	建筑智能、交通智能、医疗智能	重点提供交通、医疗和楼宇智能服务	营收 14.57 亿元, 建筑智能收入占比 29.03%	浙江地区为主
延华智能	建筑节能、建筑智能	主要向社区、商务及事业机关办公楼宇提供智能化综合解决方案。	营收 6.02 亿元, 智能工程收入占比 80.77%	上海及华东地区
达实智能	建筑智能、建筑节能	重点提供建筑智能节能服务	营收 8.24 亿元, 建筑智能及节能收入占比 73.42%	华南地区
汉鼎股份	建筑智能、公共安全管理智能化	服务于建筑智能化和公共安全管理智能	营收 4.03 亿元, 建筑智能收入占比 75.87%	浙江地区为主
中程科技	建筑智能、建筑节能、医疗	提供智能建筑、绿色节能、数字医疗等解决方案	--	浙江、江苏地区为主

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

公司从建筑智能起家,建筑智能化是公司最核心的业务领域,是公司业务收入的主要来源;2010-2013年,建筑智能业务占主营收入比例总体上升,平均比重为66%,毛利比重与收入比重基本一致。2013年业务收入和毛利占比分别为75.80%和77.58%;业务毛利率总体高于同行业延华智能、达实智能等主要竞争对手。

**图 22: 2010-2013 年建筑智能化收入与毛利占比**


资料来源:公司公告,宏源证券研究所

**图 23: 2009-2012 年建筑智能企业毛利率比较**


资料来源:WIND,宏源证券研究所

**专注高端建筑智能化业务发展。**近年,公司着力于调整建筑智能化的业务结构,向毛利率较高的高端大型公共建筑智能化系统工程项目转移。2012年,公司相继中标“横琴岛澳门大学新校区发展项目弱电智能化专业承包工程(B部)”,“广州市电视台新址工程建筑智能化工程施工专业承包”等标志性工程项目,显示出公司在高端建筑智能领域所具有的较强竞争优势,随着高端工程项目案例的不断积累,公司未来有望继续拿到新订单。

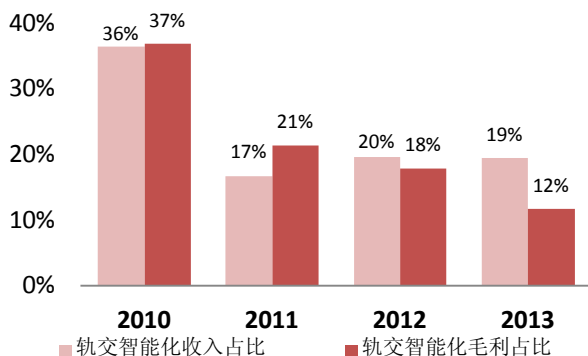
**借“智慧城市”东风,驱动建筑智能业务拓展。**目前国家大力推进智慧城市建设,2013年,住建部公布的国家智慧城市试点总数已达193个;智慧城市发展即将进入规模推广阶段,总投资规模预计超过1.1万亿。智能建筑是智慧城市的重要载体,政府的大规模投资,将为建筑智能行业打开广阔的市场,预计2015年智能建筑市场规模可超7000亿,市场成长空间巨大。公司在前海成立智慧城市分公司,凭借完备的资质优势,及长期积累的智能建筑品牌力与丰富的项目经验优势,将受益于行业市场规模的提升。

## (2) 轨道交通智能系统优势明显

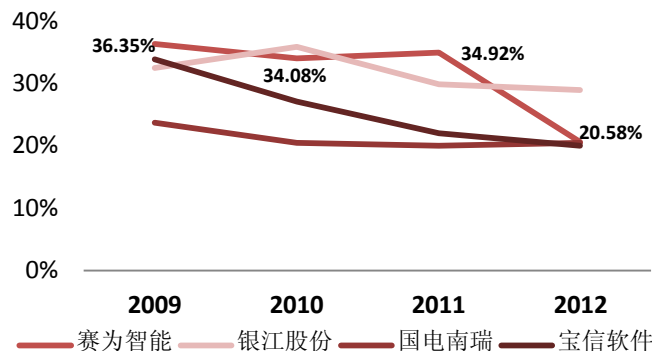
公司是我国较早从事城市轨道交通智能化系统工程建设的企业之一,多年来,致力于城市轨道交通领域的研究与应用,积累了大量的城市轨道交通乘客资讯系统和安防系统的工程业绩与经验;近年来,公司的城市轨道交通智能化业务已逐步由深圳向全国拓展,在广东、武汉、南京等地区均取得重大突破。

2013年,公司募投项目“城市轨道交通智能化系统解决方案技术开发及产业扩大化项目”已于7月31日全部完工并投入生产,年内实现收益6,038.58万元;此外,公司自主研发的轨道交通专用通信与指挥调度系统获得2013年度智能建筑优质产品;这都将进一步提升公司在轨道交通智能领域的竞争力。

城市轨道交通智能化是公司两大核心业务领域之一,2011年业务收入占比由2010年36.42%大幅下降至16.75%,12、13年收入占比稳中有升。2013年,轨道交通智能化业务收入和毛利占比分别为19.41%和11.63%。鉴于深圳、广州、合肥等公司重点跟踪的城市轨道交通14年起将陆续进入招标期,我们预计轨道交通业务14年营收规模将实现翻倍增长。

**图 24: 2010-2013 年轨道交通智能化收入与毛利占比**


资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

**图 25: 2009-2012 年轨道交通智能企业毛利率比较**


资料来源: WIND, 宏源证券研究所

城市轨道交通信息化系统是由信号系统、综合监控系统、自动售检票系统、综合安防系统、通信系统、乘客资讯系统 6 个子系统组成, 目前城市轨道交通智能化行业呈现“割据化”市场竞争格局, 各主要竞争主体在各子系统拥有相对优势, 没有一家企业在整个行业取得全面竞争优势。公司的竞争对手主要包括上海贝尔、上海华虹、卡斯柯、北京和利时、南京南瑞、北京世纪瑞尔、天津凯发、高新现代、国电南自、宝信软件、同方股份等, 各公司业务各有侧重。公司业务覆盖所有 6 个子系统, 且在“乘客资讯系统”和“综合安防系统”两个领域具有明显优势。

**表 18: 轨道交通智能工程领域主要公司业务开展情况**

公司名称	各细分市场业务开展情况					
	综合监控系统	综合安防系统	乘客资讯系统	自动售检票系统	通信系统	信号系统
赛为智能	○		○		○	
上海贝尔	○		○			○
卡斯柯				○		
上海华虹	○		○			○
北京和利时	○					
南京南瑞	○	○	○	✓	○	
天津凯发	○	✓				
高新现代				○		
国电南自	○	✓				
上海宝信	✓					
同方股份	○					
浙大网新				○		○
泰豪科技*	○	○				
达实智能*	○	○		○		
延华智能*	○					

资料来源: 公司招股说明书, 宏源证券研究所

### (3) 布局铁路、水利、海洋、电网与电子电源新兴智能领域

铁路建设回暖, 积极发展铁路数字化信息化系统业务。铁路基建自 2012 年下半年起开始回暖, 2013 年 8 月, 国务院发布《关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》加速了铁路项目建设的进度。公司借此良好契机积极发展铁路数字化信息化系统业务, 2014 年有望获得新订单。

**水利智能政策利好，公司先发优势明显。**2011 年中央发布一号文件《中共中央国务院关于加快水利改革发展的决定》，提出加大公共财政对水利的投入，未来 10 年水利投资将达到 4 万亿元，即“十二五”期间，我国水利投资每年约 4000 亿元，市场发展空间广阔。

**公司在业内率先提出水利智能化，先发优势明显，将显著受益于政策扶持。**2011 年 4 月，公司成功中标“南水北调中线干线京石段应急供水工程系统运行实体环境集成”项目，合同金额达 4285.48 万元，实现了在水利智能化领域的重大突破，也为后续项目竞标树立了良好的示范效应，预计公司未来在水利智能化领域将取得更大突破。

**收购智能电网配套公司，智慧城市细分领域再下一城。**公司 14 年 2 月收购深圳金宏威技术有限公司，标的公司在电网智能化业务、电子电源及信息系统集成业务等领域基础坚实，研发技术实力和技术人才积累深厚，同时拥有相对齐全和较高等级的行业资质，以及完整的电力行业营销网络和服务体系。

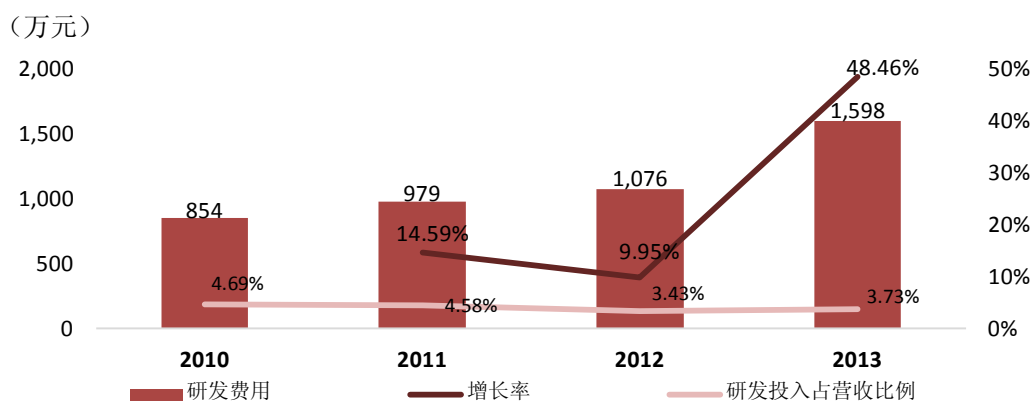
通过收购金宏威，公司将迅速切入电网智能化领域，并充分利用已经形成的技术、成本、品质、管理、品牌、市场等优势，进行产业整合，可充分增强赛为竞争优势和综合实力，丰富产品结构，拓展产品应用领域，拓宽产品市场空间，并快速进入电力行业市场。

## 2、技术储备完整，研发先导

公司是国家高新技术企业、深圳市首批自主创新行业龙头企业，公司拥有博士后创新实践基地、深圳市智能视频监控工程技术研究开发中心；公司正在建设研发、生产及销售为一体的合肥高新技术产业基地。

公司高度重视对产品研发的投入与自身研发综合实力的提升，针对行业发展趋势，开展新产品研发与技术储备工作；根据行业需求，自主创新，不断加强研发力量。经过多年培育，已形成了一支稳定和高效的研发团队以及大量的技术成果，为公司长期发展奠定了坚实基础。截止 2013 年末，公司及子公司已获得 12 个商标、2 项发明专利、14 项实用新型专利、2 项外观设计专利、18 项智能化系统解决方案鉴定、2 项科技成果鉴定、24 项软件产品登记、62 项著作权，另有 19 项专利申请已被国家知识产权局受理。

**图 26：2010-2013 年公司研发费用及增速**



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

## 3、资质完备，产业链扩展顺利

公司是国内为数不多的资质完备的智能化系统解决方案提供商之一，是智能化行业“三甲”企业，同时拥有建筑智能化系统设计专项甲级资质证书、计算机信息系统集成壹级资质证书、建筑智能化工程专业承包壹级资质证书。公司拥有目前从事智能化工程设计施工总承包

包所需的最高资质，具备承接大型建筑智能化系统工程和城市轨道交通智能化系统工程的能力，为公司的业务发展创造了良好条件。

**表 19：公司拥有的经营资质证书**

资质等级	颁发机构
建筑智能化系统设计专项甲级资质	中国住房和城乡建设部
计算机信息系统集成企业壹级资质	中国工业和信息化部
建筑智能化工程专业承包壹级资质	中国住房和城乡建设部
CMMI L3 认证	美国卡内基-梅隆大学软件工程研究所（SEI）
安全技术防范系统设计、施工、维修壹级资质	广东省公安厅
音视频集成工程企业壹级资质	中国音像协会音视频工程专业委员会
电力工程施工总承包三级资质（金宏威）	深圳市住房和建设局
机电设备安装工程专业承包三级资质（金宏威）	深圳市住房和建设局
计算机信息系统集成企业一级资质（金宏威）	中华人民共和国工业和信息化部

资料来源：公司网站，宏源证券研究所

#### 4、丰富历史业绩铸就品牌力

经过十几年的市场开拓和培育，公司的产品质量和服务得到了客户的广泛认可，“赛为智能”成为中国水利智能、城市轨道交通智能及建筑智能领域的知名品牌，在国内市场上建立起了良好的声誉。公司 2008-2012 连续 5 年荣膺全国智能建筑行业十大品牌企业、广东省守合同重信用企业；连续 7 年被评为全国智能建筑行业企业完成工程额前 50 名企业、广东省诚信示范企业。

十余年来，公司承接了近百个重大重点工程项目，承接大项目背景及期间积累的项目经验都构成公司的重要竞争要素。近年来，公司承接的“蔡屋围京基金融中心二期工程”、“京基 100 智能化系统工程”、“广州市属亚运场馆建设项目智能化系统工程”等创新优质的工程项目荣获多项业界大奖，为公司品牌力的提升打下坚实基础。

建筑智能工程领域内的品牌优势有助于公司业务不断向铁路、水利等智慧城市下的其他细分领域拓展，将拓宽公司增长空间，不断营造新的盈利增长点。

**表 20：近年公司承建工程获奖情况**

工程名称	获奖名称	颁发机构
蔡屋围京基金融中心二期项目	2012-2013 年度中国建设工程鲁班奖(国家优质工程)	中国住房和城乡建设部、中国建筑业协会
	2013 年度广东省建设工程优质奖	广东省建筑业协会
	2013 年度广东省建设工程金匠奖	广东省建筑业协会
深圳地铁一号线续建工程综合安防系统	智能建筑精品工程	建筑业协会智能建筑分会
成都地铁控制中心 A 栋楼宇智能化系统工程	智能建筑精品工程	建筑业协会智能建筑分会
深圳市第三人民医院常规智能化工程	智能建筑精品工程	建筑业协会智能建筑分会
广州市属亚运场馆建设项目智能化系统工程	2011 年度全国优秀工程勘察设计行业奖一等奖	勘察设计协会
	2011 年度建筑智能化工程优秀奖	勘察设计工程智能设计分会



京基金融中心写字楼智能化系统工程	2012 年度全国优秀工程勘察设计行业奖二等奖	中国勘察设计协会
中国进出口交易会琶洲展馆二期弱电系统工程	2013 年度全国优秀工程勘察设计行业奖三等奖	中国勘察设计协会
京基 100 智能化系统工程	2012 年度建筑智能化工程优秀奖	中国勘察设计协会工程智能设计分会

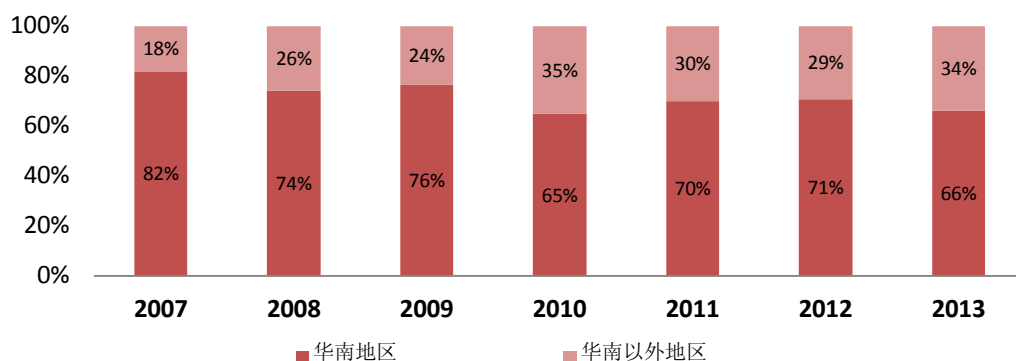
资料来源：公司网站，宏源证券研究所

## （二）成长驱动：大智能全国化布局，内生外延并举

### 1、驱动因素一：立足华南、布局全国，市占率快速提升

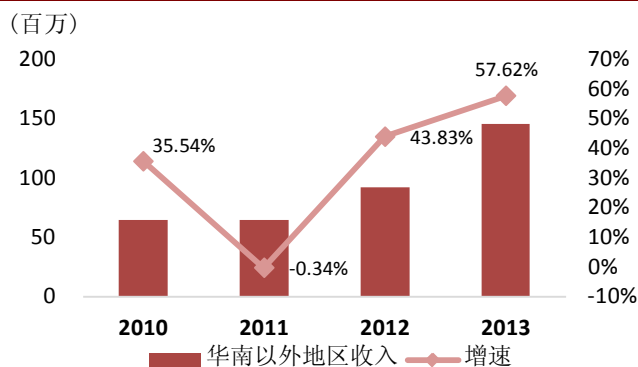
公司传统优势业务领域位于华南，2007-2013 年，华南区域收入占比总体呈下降趋势，但仍维持在 65% 以上。为突破华南地区的业务局限性，公司近几年来着力开拓华南以外市场，区域扩张初显成效。2007-2013 年，华南以外地区收入 CAGR 达 39.33%。2013 年，广东省外新签订单金额有显著增幅，达到 2.6 亿元。

图 27：2007-2013 年公司主营收入区域结构



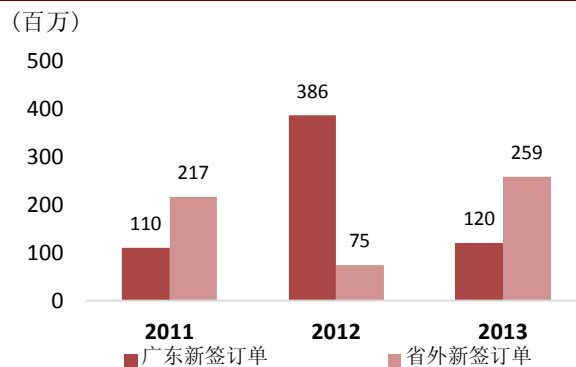
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 28：2010-2013 年华南以外地区收入及增速



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 29：2011-2013 年新签订单区域结构



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

全国营销网络骨干架构布局基本完成。截至 2013 年末，公司已基本完成全国性营销网络骨干架构的战略布局，在北京、上海、南京、广州、青岛、长沙、云南、成都、安徽、江西、重庆、海南等十二个省市设有分公司，逐步形成以华南为中心，以西南、华东和华北为重点市场的营销管理格局，进一步扩大公司的市场占有率。



**超募资金投资广东赛翼，巩固华南主战区。**华南区域历来是公司的主战场，是业绩保障的关键地域，而华南地区市场集中于深圳、广州两个核心地区。2013 年公司利用超募资金收购广东赛翼智能科技有限公司 38% 的股权，获得实际控制权，利用其本地化优势对公司在广州及广东二三线地区的业务进行有效补充，加大公司业务在广东的渗透，巩固和扩大公司在华南地区的市场份额与影响力，为业绩提升提供有力保障。

**合肥基地建设，重点开拓华东市场。**2012 年，公司拟投资 4.2 亿元建立合肥基地，以全资子公司形式运作，旨在重点开拓华东市场，并着重于皖、苏、浙、鲁、赣、闽等华东六省市场。其中，一期工程投资规模 1.8 亿元，预期 2014 年 7 月竣工，一期项目达产后预期实现销售收入 2.3 亿元，净利润 2600 万元。公司在合肥设立子公司作为研发及生产基地，有效降低研发成本，为华东地区整体运营创造更有利的市场环境，利于快速反应市场需求，降低经营成本，保障华东地区快速发展。

## 2、驱动因素二：外延式扩张助推跨越式增长

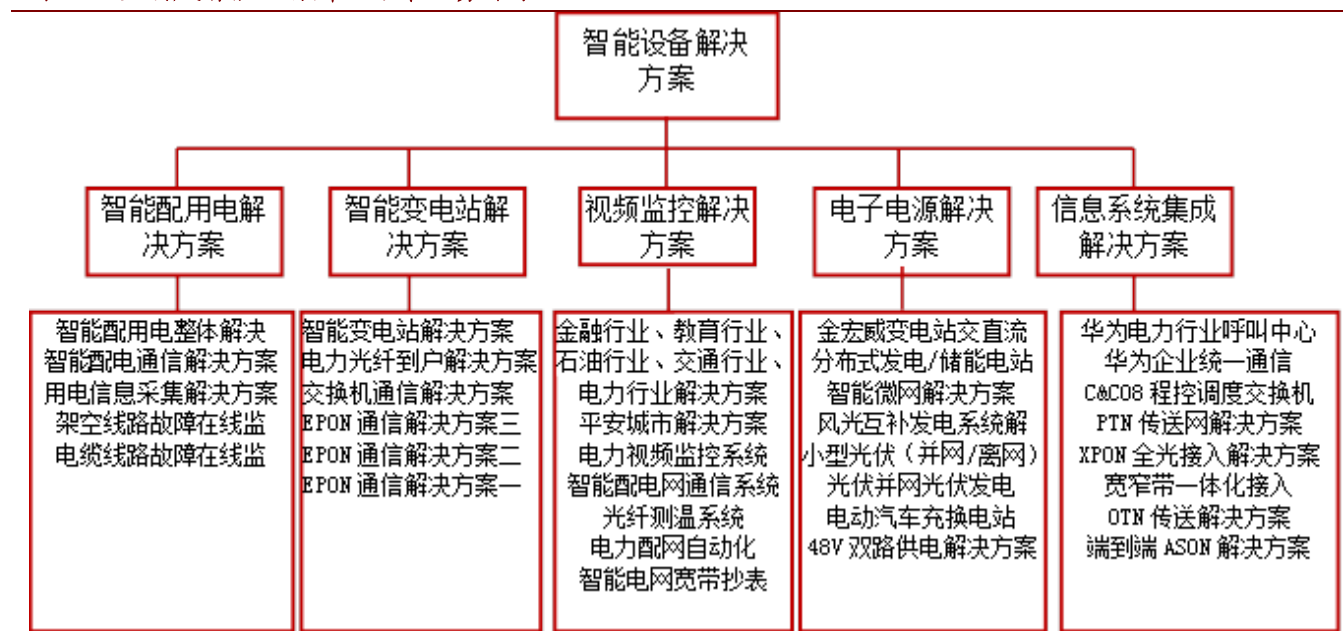
2010 年以来，公司相继收购成都中兢伟奇科技有限责任公司、广东赛翼智能科技有限公司与香港中创英泰国际贸易有限公司，通过外延式扩张驱动业绩加速增长。

2010 年 12 月，公司出资 816 万元收购成都中兢伟奇科技有限责任公司 51% 股权并对其增资 204 万元。中兢伟奇是专业的无线电监测测向设备、卫星地面站设备和监控管理开发生产制造商，拥有丰硕的自主创新科技成果，先进的系统设备，及丰富的工程实施和专业技术经验。收购完成后，通过整合资源与市场共享将丰富公司产品线，并能与公司轨道交通、铁路通信及信号系统业务形成协同效应，有助于公司快速扩大业务规模。

2013 年 11 月，公司投资 300 万元收购“香港中创英泰国际贸易有限公司”100% 股权。香港中创专营境外海洋智能产品进出口业务。收购立足于智能化业务，通过投资香港中创，设立对外窗口，开拓海外市场，公司将形成更全面的渠道。此次收购有利于引进国际先进技术，进一步拓展与深化公司智能化领域的专业化服务能力和水平，有利于进一步扩大服务范围，增强服务功能、客户基础和品牌影响，加快国际化目标的实现，进而巩固和提升公司在行业的市场领先地位。

2014 年 2 月，公司向李俊宝等十四名深圳市金宏威技术股份有限公司股东发行股份及支付现金收购其 100% 股权，交易价格为 9.9 亿元；其中，297,243,688 元以现金支付，以 8.76 元/股发行股份 79,081,771 股；同时，公司向公司控股股东周勇以及天堂硅谷发行股份 32,000,000 股，共计募集配套资金 28,032 万元。本次收购完成后，公司实际控制人未变更，标的公司原董事长李俊宝成为公司第二大股东，持股 14.59%。

金宏威是业内领先的智能电网建设解决方案提供商之一，主要从事电网智能化、电子电源以及信息系统集成三大业务，为电力行业提供电网信息化建设解决方案、配电自动化系统解决方案、用电信息采集系统、变电站辅助监控系统、10kV 智能化开关设备等电网智能化产品；拥有行业内相对齐全和较高等级的资质，研发与技术实力突出。

**图 30: 金宏威智能设备解决方案业务体系**


资料来源：公司网站，宏源证券研究所

通过本次收购，公司将迅速切入电网智能化领域，将业务领域拓展至电力行业，拓展业务覆盖范围；凭借金宏威在电力行业具有的较强的竞争优势，以及具备的配电自动化、电子电源等部分核心产品的研发和生产能力，双方将在研发、技术、客户等方面实现优势互补，公司的技术研发综合实力、产品实现能力及客户智能化解决方案的服务能力都将得到增强。

收购还有利于双方充分在对方的客户领域渗透，发挥业务、营销、采购等方面的协同作用，促进各自业务的增长，两者的整合将打造新的利润增长点，根据 2014 年度公司备考合并盈利预测，预计公司 2014 年度备考合并营业收入将达到 19.25 亿元。本次收购将有利于优化和完善公司战略布局和产品结构，拓宽市场空间，进一步增强公司竞争优势，提升公司的业务规模和盈利水平。

未来，公司将利用自身资金品牌优势继续进行行业整合，完善基于服务的系统集成能力；借助资本市场平台，寻求横向、纵向的产业投资并购机会，从而完善产业布局与区域布局。

**表 21: 近年收购并购公司**

时间	收购方式	公司名称	持股比例	收购目的
2010.12	现金	成都中兢伟奇科技有限责任公司	51%	拓展业务规模
2013.5	现金	广东赛翼智能科技有限公司	38%	巩固华南市场
2013.11	现金	香港中创英泰国际贸易有限公司	100%	拓展海外市场
2014.2	现金+定增	深圳市金宏威技术股份有限公司	100%	拓展业务领域

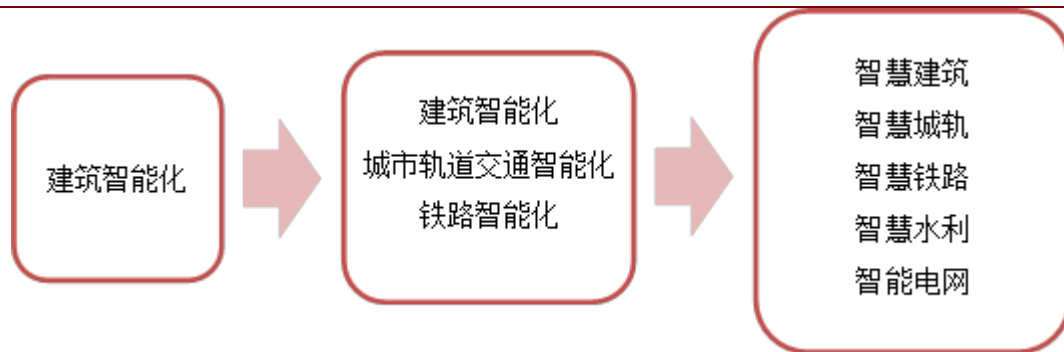
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

### 3、驱动因素三：布局大智能，产业链拓展奠基持续高增长

公司早期以建筑智能化为主，逐渐发展到资本与技术密集的城市轨道交通智能化领域，自 2007 年，轨道交通智能化业务经历高速发展，业务规模快速扩大；2009 年，公司拓展了铁路信息化数字化系统业务，使公司形成较为完整的智能化系统解决方案业务体系，业务范围覆盖城市轨道交通、铁路、建筑三大领域。公司上市后，将业务进一步延伸至水利

智能化领域，从而构建了当前建筑智能化、城市轨道交通智能化、铁路智能化、水利智能化四大产业体系结构。14年2月通过收购深圳金宏威进入智能电网领域，细分领域的不断渗透拓宽了公司的成长空间，也有助于公司业绩的长期平稳增长。

**图 31：公司主营业务演变**



资料来源：宏源证券研究所

**借智慧城市契机，拓宽业务范围。**目前国家正大力推进智慧城市建设，总投资超过万亿，公司借助智慧城市快速发展的契机，积极发展和拓宽自身产业链。2013年，公司在深圳市前海深港现代服务业合作区设立前海全资子公司，充分利用前海的各类先行政策，开创新的发展平台，迅速增强公司在智能化领域尤其是智慧城市的影响力和竞争力，为公司创造新的业绩增长点；同时此项目模式具有良好的示范效应，为今后公司其他领域的业务拓展提供了借鉴。

### （三）财务分析

公司整体盈利能力较强。2006年至今公司综合毛利率高于行业平均水平，得益于公司高端智能化领域的强大业务优势。随着行业竞争加剧，建筑智能、轨道交通智能行业和公司综合毛利率近年来有所下滑。

近年来，公司严控费用，全面进行成本控制，成效显著。2008-2012年，公司销售费用率与管理费用率逐年下降，2012年期间费用率仅为7.19%，显著低于可比公司，但公司净资产收益率偏低。

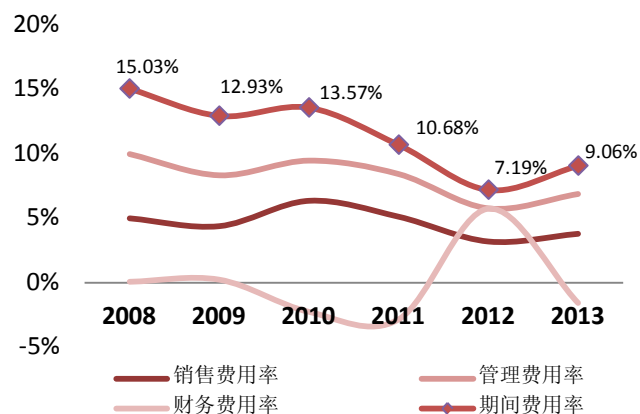
**表 22：可比上市公司盈利能力对比**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>综合毛利率</b>							
赛为智能	23.94%	28.40%	34.86%	33.78%	33.73%	27.43%	22.67%
延华智能	26.51%	26.27%	21.38%	18.36%	17.57%	16.85%	18.86%
达实智能	--	29.36%	25.96%	25.42%	26.63%	26.62%	29.98%
银江股份	21.81%	26.41%	25.41%	24.52%	28.46%	26.01%	26.19%
可比公司平均	24.16%	27.35%	24.25%	22.77%	24.22%	23.16%	25.01%
<b>销售净利率</b>							
赛为智能	5.12%	9.23%	15.45%	15.78%	14.08%	12.18%	12.11%
延华智能	10.30%	12.16%	6.06%	5.37%	4.04%	-0.98%	3.42%
达实智能	7.52%	10.25%	7.42%	9.25%	8.19%	8.48%	12.51%
银江股份	8.33%	10.77%	9.02%	9.43%	9.10%	8.07%	7.86%
可比公司平均	8.72%	11.06%	7.50%	8.02%	7.11%	5.19%	7.93%

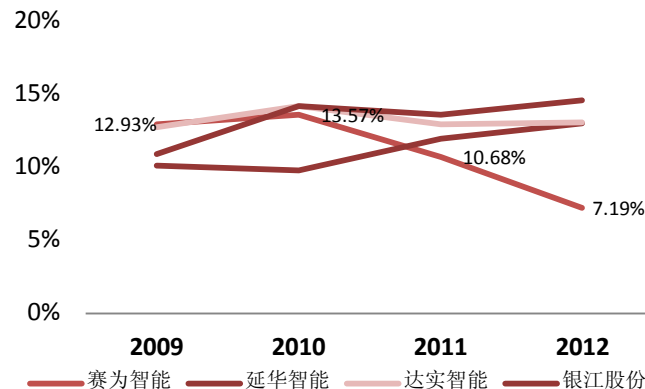
**净资产收益率**

赛为智能	16.21%	16.22%	28.59%	30.22%	5.30%	4.82%	6.70%
延华智能	31.24%	17.67%	4.79%	6%	5.24%	-3.07%	5.67%
达实智能	15.04%	25.24%	18.00%	22.52%	8.96%	7.68%	11.93%
银江股份	--	20.37%	19.34%	8.61%	10.83%	12.57%	15.62%
可比公司平均	23.14%	21.09%	14.04%	12.25%	8.34%	5.73%	11.07%

资料来源: WIND, 宏源证券研究所

**图 32: 2008-2013 年公司销售、管理、财务费用率**


资料来源: WIND, 宏源证券研究所

**图 33: 2009-2012 年可比公司期间费用率**


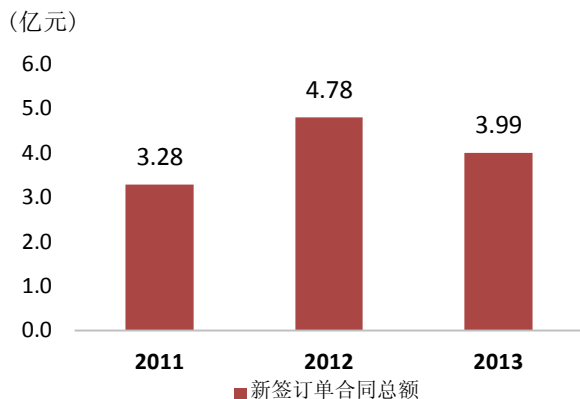
资料来源: WIND, 宏源证券研究所

## 四、盈利预测与估值

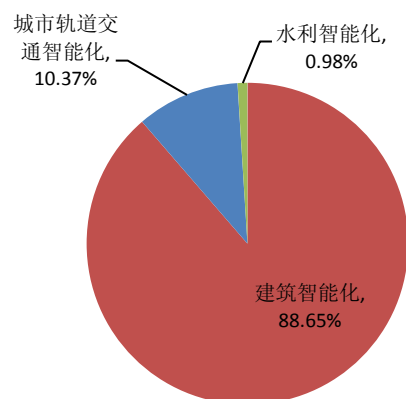
### (一) 盈利预测

#### 1、营业收入预测

近两年公司新签订单量快速增长, 2012 年公告新签订单总额达 4.78 亿元, 同比增速达 45.81%; 2013 年新签订单金额为 3.99 亿元, 其中建筑智能化订单占比 89%。公司在手订单充足, 未来业绩成长有保障。

**图 34: 2011-2013 年新签订单总额**


资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

**图 35: 2013 年新签订单业务结构**


资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

根据公司目前经营发展及在手订单情况,我们预计公司建筑智能化业务收入增长较快,城市轨道交通业务收入增长较为平稳,铁路智能化订单随着高铁投资持续,预计会重回增长轨道,其他业务增速保持平稳。分项业务收入预测如下表所示:

**表 23: 公司收入预测表 (百万元)**

业务	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>业务收入合计</b>	<b>213.71</b>	<b>313.73</b>	<b>428.29</b>	<b>1927.72</b>	<b>2357.49</b>	<b>2831.70</b>
增长率	17.48%	46.80%	36.52%	350.10%	22.29%	20.12%
<b>建筑智能化系统工程</b>	<b>135.43</b>	<b>243.83</b>	<b>324.63</b>	<b>435.00</b>	<b>565.51</b>	<b>735.16</b>
增长率	64.30%	80.04%	33.14%	34.00%	30.00%	30.00%
<b>城市轨道交通智能化系统</b>	<b>35.80</b>	<b>61.46</b>	<b>83.11</b>	<b>166.22</b>	<b>241.02</b>	<b>313.32</b>
增长率	-45.97%	71.68%	35.23%	100.00%	45.00%	30.00%
<b>铁路数字化信息化系统</b>	<b>16.73</b>	<b>2.92</b>	--	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
增长率	-49.09%	-82.55%	--	0.00%	0.00%	0.00%
<b>小型无线电监测站</b>	<b>7.60</b>	<b>0.88</b>	<b>14.10</b>	<b>18.75</b>	<b>23.44</b>	<b>28.13</b>
增长率	--	-88.42%	1502.27%	33.00%	25.00%	20.00%
<b>水利智能化系统</b>	<b>16.67</b>	<b>4.50</b>	<b>6.45</b>	<b>7.42</b>	<b>8.90</b>	<b>10.68</b>
增长率	--	-73.01%	43.33%	15.00%	20.00%	20.00%
<b>智能照明节电器及其他</b>	<b>1.48</b>	<b>0.14</b>	--	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
增长率	311.11%	-90.54%	--	0.00%	0.00%	0.00%
<b>海洋智能产品</b>	--	--	--	<b>76.90</b>	<b>92.28</b>	<b>110.73</b>
增长率	--	--	--	--	20.00%	20.00%
<b>电网智能化业务</b>	--	<b>472.88</b>	<b>637.84</b>	<b>685.68</b>	<b>781.67</b>	<b>867.66</b>
增长率	--	--	34.88%	7.50%	14.00%	11.00%
<b>信息系统集成业务</b>	--	<b>120.76</b>	<b>106.44</b>	<b>113.89</b>	<b>127.55</b>	<b>140.31</b>
增长率	--	--	-11.86%	7.00%	12.00%	10.00%
<b>电子电源业务</b>	--	<b>196.00</b>	<b>341.83</b>	<b>423.87</b>	<b>517.12</b>	<b>625.71</b>
增长率	--	--	74.40%	24.00%	22.00%	21.00%

资料来源:公司公告,宏源证券研究所预测

## 2、分项毛利率水平预测

我们预计,随着行业竞争逐步加剧,建筑智能、电子电源业务毛利率将略有下滑,而电网智能化、信息系统集成、轨道交通智能业务毛利率将有所回升,海洋智能产品、无线电监测站与水利智能化业务毛利率相对稳定。各项业务毛利率水平预测参见下表:

**表 24: 公司分项毛利率假设**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
建筑智能化系统工程	26.38%	22.78%	20.11%	20.00%	20.00%	20.00%
城市轨道交通智能化系统	34.92%	20.58%	11.77%	15.00%	14.00%	14.00%
铁路数字化信息化系统	16.21%	47.38%	--	25.00%	28.00%	28.00%
小型无线电监测站	54.20%	59.94%	57.69%	55.00%	55.00%	55.00%
水利智能化系统	17.51%	22.40%	14.72%	15.00%	15.00%	15.00%
智能照明节电器及其他	41.58%	8.21%	--	30.00%	30.00%	30.00%
海洋智能产品	--	--	--	26.85%	26.85%	26.85%
电网智能化业务	--	32.19%	28%	28.88%	29.50%	29.50%



信息系统集成业务	--	27.23%	25%	26.30%	26.30%	26.30%
电子电源业务	--	27.44%	25%	23.53%	23.60%	23.60%
<b>综合毛利率</b>	<b>27.43%</b>	<b>22.67%</b>	<b>19.65%</b>	<b>20.19%</b>	<b>19.78%</b>	<b>19.85%</b>

资料来源：公司公告，宏源证券研究所预测

### 3、期间费用率及税率预测

我们预计，随着公司 2014~2016 年营业收入规模逐步扩大，并购业务的整合和业务网点扩大将使公司销售与管理费用率水平有所提升。同时，我们判断公司融资规模将有所扩大，因此财务费用率在未来几年将有所提升。期间费用率及税率预测参见下表：

**表 25：公司期间费用率及税率情况及预测**

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售费用率	5.11%	3.16%	3.77%	5.80%	5.50%	5.20%
管理费用率	8.42%	5.75%	6.87%	7.30%	6.90%	6.60%
财务费用率	-2.85%	-1.72%	-1.58%	1.20%	1.10%	1.00%
实际所得税税率	13.88%	13.52%	16.60%	15.80%	15.20%	14.60%

资料来源：公司公告，宏源证券研究所预测

### 4、盈利预测结论

在上述假设下，经模型测算，公司 2014-16 年净利润分别为 1.45、1.89 和 2.45 亿元，复合增长率为 97.57%，2014/15/16 年 EPS 分别为 0.44/0.57/0.75 元。

## （二）估值及投资建议

公司主要从事建筑智能化、城市轨道交通智能化、铁路数字化系统化和水利智能化业务，业务相近的可比上市公司主要有：延华智能、达实智能、银江股份等。我们将上述公司作为估值参照对象，样本 2013 年 PE 均值为 56 倍，PEG 均值为 0.90。

**表 26：A 股可比公司估值情况**

代码	简称	收盘价	EPS (元)				PE				peg
			2012	2013E	2014E	2015E	2012	2013E	2014E	2015E	
002178.SZ	延华智能	20.35	0.10	0.23	0.35	0.47	159.2	89.3	58.4	43.0	1.59
002421.SZ	达实智能	18.72	0.37	0.51	0.71	1.00	49.9	37.0	26.4	18.8	0.50
300020.SZ	银江股份	27.89	0.48	0.69	0.97	1.35	60.2	40.7	28.7	20.7	0.60
平均			0.32	0.47	0.68	0.94	90	56	38	28	0.90

资料来源：公司公告，宏源证券研究所预测

我们预测公司 2014/15/16 年 EPS 分别为 0.44/0.57/0.75 元，2014~2016 年 CAGR 达 97.57%。当前股价为 9.13 元，对应 2014/15/16 年 20.8/16.0/12.2 倍 PE，首次覆盖给予“买入”评级，从可比行业平均估值可见，目前公司远低于行业平均水平，考虑到智能化行业景气度较高，同时公司业务较为多元稳定，我们认为给予公司 14 年 40 倍估值较为合理，目标价 17.6 元，较当前股价有翻倍空间，强烈推荐！

## 五、风险因素

公司新领域拓展与收购整合不达预期，智能化市场行业政策发生重大变化以及工程款无法及时收回等。



**资产负债表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	864	2346	2744	3212
现金	429	394	405	402
应收账款	149	679	788	947
其它应收款	18	80	98	117
预付账款	22	99	121	145
存货	246	1095	1332	1601
其他	1	0	0	0
<b>非流动资产</b>	141	160	174	191
长期投资	0	0	0	0
固定资产	19	16	13	11
无形资产	12	18	25	34
其他	110	126	135	146
<b>资产总计</b>	1005	2506	2917	3403
<b>流动负债</b>	360	1637	1859	2100
短期借款	143	755	785	837
应付账款	128	511	621	747
其他	89	371	453	516
<b>非流动负债</b>	5	6	6	6
长期借款	0	0	0	0
其他	5	6	6	6
<b>负债合计</b>	365	1643	1865	2106
少数股东权益	21	32	46	64
股本	225	304	304	304
资本公积	273	273	273	273
留存收益	121	255	430	657
归属母公司股东权益	619	832	1006	1233
<b>负债和股东权益</b>	1005	2506	2917	3403

**现金流量表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>	2	-703	26	-8
净利润	32	145	189	245
折旧摊销	6	7	8	9
财务费用	-7	13	31	33
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-38	-936	-215	-315
其它	9	69	13	20
<b>投资活动现金流</b>	-63	-10	-13	-15
资本支出	58	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	-4	-10	-13	-15
<b>筹资活动现金流</b>	163	678	-1	19
短期借款	143	612	30	52
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	125	79	0	0
资本公积增加	-104	0	0	0
其他	-1	-13	-31	-33
<b>现金净增加额</b>	102	-35	12	-4

**利润表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	428	1928	2358	2832
<b>营业成本</b>	344	1460	1776	2135
营业税金及附加	6	23	27	31
营业费用	16	112	130	147
管理费用	29	141	163	187
财务费用	(7)	13	31	33
资产减值损失	2	10	11	13
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	37	170	221	285
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	38	172	223	287
所得税	6	27	34	42
<b>净利润</b>	32	145	189	245
少数股东损益	2	11	14	18
<b>归属母公司净利润</b>	29	134	175	227
EBITDA	36	189	260	327
EPS (元)	0.13	0.44	0.57	0.75

**主要财务比率**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入	36.5%	350.1%	22.3%	20.1%
营业利润	-0.7%	358.4%	29.9%	29.1%
归属于母公司净利润	-22.2%	354.8%	30.5%	29.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	19.6%	24.3%	24.7%	24.6%
净利率	6.9%	6.9%	7.4%	8.0%
ROE	4.8%	16.1%	17.4%	18.4%
ROIC	7.0%	12.6%	14.9%	15.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.4%	65.6%	63.9%	61.9%
净负债比率	39.1%	46.0%	42.1%	39.7%
流动比率	2.40	1.43	1.48	1.53
速动比率	1.72	0.76	0.76	0.77
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.49	1.10	0.87	0.90
应收账款周转率	3	4	3	3
应付账款周转率	3.69	4.57	3.14	3.12
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.44	0.57	0.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.01	-2.31	0.09	-0.02
每股净资产(最新摊薄)	2.04	2.74	3.31	4.06
<b>估值比率</b>				
P/E	94.3	20.7	15.9	12.2
P/B	4.5	3.3	2.8	2.2
EV/EBITDA	49	9	7	5

资料来源：宏源证券研究所，单位：百万元

**作者简介:**

**鲍荣富:** 宏源证券研究所建筑工程行业研究员, 复旦大学经济学硕士。 五年房地产开发企业从业经历。2012 年《新财富》最佳分析师建筑工程行业第一名(团队成员), 2013 年水晶球第二名, 新财富建筑工程行业第六名。

**傅 盈:** 宏源证券研究所建筑工程行业研究员, 工科硕士, 四年建筑工程行业从业经历; 2013 年水晶球第二名, 新财富建筑工程行业第六名。

**机构销售团队**

公 募	北京片区	李 倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗 云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	李冠英		13918666009	liguanying@hysec.com
		奚 曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴 蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵 越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周 迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机 构	上海保险/私募	赵 佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李 岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张 瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本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任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。