

聚焦智慧绿色节能，二次腾飞在即

买入 维持

目标价格：24.00 元

报告摘要：

- **建筑智能节能新兴行业龙头。**公司业务规模已跻身建筑智能节能行业第一梯队。公司是全国仅有的几家地铁综合监控系统工程服务商之一，在高星级酒店智能系统工程市占率全国第一。建筑节能行业领先，以合同能源管理模式开展的建筑节能业务量位居全国前列，城市能源监测管理平台系业内首创，参与起草5项国家标准。
- **建筑智能节能市场规模超万亿且持续快速增长。**新型城镇化建设、节能减排政策、民生及消费需求共推行业快速增长。我们预计至2018年建筑智能市场规模将达1.05万亿，2014-2018年CAGR15%；其中医院/数据中心/轨道交通智能化市场至2020年将分别达479/205/294亿元。预计“十二五”期间节能改造年均投资约为4068亿元。“大行业、小公司”市场格局下，龙头上市公司市占率将持续快速提升。
- **聚焦智能节能主业，创新商业模式，内生外延并举，细分市场龙头地位初步确立，全国化区域布局日趋完善。**公司通过战略联盟、并购等方式，初步形成包括前端绿色建筑咨询、中端建筑智能化、节能（中央空调+强电）、后端投资运营等全产业链服务能力，并在轨道交通、酒店、大型公建、医院、数据中心等细分市场建立起龙头竞争地位。以“技术+金融”的业务模式，重点拓展智能建筑、建筑节能、智慧医疗、智慧数据中心等新兴细分市场。创新商业模式，工程+服务+运营，技术+金融，以合同能源管理开展的建筑节能业务居行业前列，设立深圳前海融资租赁公司，后续类似创新将驱动超常规发展。
- **增发助力公司二次腾飞，我们判断公司后续增长驱动力主要在于新业务拓展、商业模式创新及外延扩张。**（1）公司后续在轨道交通、智慧医疗、智慧数据中心、建筑节能等细分领域将快速增长。（2）公司深圳前海金融租赁公司可实现低成本高杠杆的融资，后续若通过投资带动，可实现规模能级的快速提升。（3）此次增发拟募集7.68亿元，成功实施后资金实力大大增强，公司在预案中表示将依托资本市场平台，从横向、纵向寻求产业投资并购整合机会，实现跨越式增长。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，应收账款风险等。
- **盈利预测和估值。**预测公司2014/15/16年EPS分别为0.60/0.90/1.30元，考虑增发摊薄后EPS分别为0.49/0.74/1.07元。考虑到公司龙头地位及高成长性，结合行业估值情况，我们给予公司24元目标价（对应14年40倍PE，1.5倍PEG），维持“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

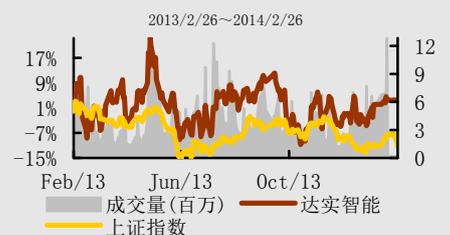
傅盈(S1180513100001)

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)	824.07	1011.89	1350.25	1827.44	2367.99
增长率(%)	55.32	22.79	33.44	35.34	29.58
归母净利润(百万)	77.80	82.29	124.53	187.84	271.17
增长率(%)	73.04	5.77	51.33	50.84	44.36
每股收益	0.37	0.39	0.60	0.90	1.30
市盈率	50	47	31	21	14

目录

一、公司概况	6
(一) 历史沿革	6
(二) 核心业务优势突出	6
1、股权架构	6
2、中国领军的建筑智能化及节能服务商	7
3、建筑智能化及节能主业突出	7
二、行业分析	9
(一) 行业需求：城镇化、节能、民生及消费升级合力驱动	9
1、新型城镇化：智慧城市、智慧绿色建筑迅猛发展	9
2、节能减排：政策自上而下及业主自下而上双重驱动建筑智能节能需求	9
3、民生需求：推动公共基础设施智能节能投资提速	10
4、消费升级：建筑智能节能需求层次越来越高端多元	10
(二) SCP 分析：大行业、小公司，龙头上市公司市占率快速提升	11
1、市场结构 (Structure)	11
2、市场行为 (Conduct)	12
3、市场绩效 (Performance)	13
(三) 市场容量测算	14
1、建筑智能	14
2、轨道交通智能	16
3、建筑节能	18
三、公司分析：聚焦智慧绿色节能，增发助二次腾飞	20
(一) 竞争优势：绿色智能节能细分龙头	20
1、聚焦建筑智能节能，细分市场优势突出	20
(1) 建筑智能先导者	20
(2) 建筑节能优势明显	23
(3) 基础设施智能化及节能：轨道交通为主，覆盖水利、机场自动化	25
(4) 中国门禁一卡通领军企业	26
2、研发技术体系完整，自主创新能力突出	26
3、资质齐全，拥有行业最高“三甲”资质	27
4、产业链完备，覆盖建筑全生命周期	27
(二) 成长驱动	27
1、驱动因素一：全国布局，稳步提升市占率	27
2、驱动因素二：细分市场拓展、产业链延伸不断打开新的成长空间	29
3、驱动因素三：商业模式创新突破成长边界、提升盈利能力	30
4、驱动因素四：外延式扩张助推跨越式增长	31
5、驱动因素五：非公开发行大幅提升资金实力，助力持续快速发展	32
(三) 财务分析	32
四、盈利预测与估值	33
(一) 盈利预测	33

1、营业收入预测.....	33
2、分项毛利率水平预测.....	34
3、期间费用率及税率预测.....	34
4、盈利预测结论.....	34
(二) 估值及投资建议.....	35

插图

图 1: 达实智能股权结构图 (定增前)	6
图 2: 达实智能股权结构图 (定增后)	7
图 3: 公司智能化及节能业务体系	7
图 4: 2009-2013 年公司营业收入和净利润及其增速	8
图 5: 2009-2013 年公司主营业务收入构成	8
图 6: 2013 年公司主营业务毛利构成	8
图 7: 2009-2013 年公司各项业务毛利率	8
图 8: 城镇人口比重比较	9
图 9: 智慧城市系统架构	9
图 10: 建筑能耗变动情况	10
图 11: 节能服务行业产值及 EPC 投资 (亿元)	10
图 12: 新增公共建筑面积	10
图 13: 民用建筑能耗情况 (kgce/m ²)	10
图 14: 高端住宅投资完成额	11
图 15: 星级酒店新开业数	11
图 16: 智能建筑群地区分布	12
图 17: 双备案公司地区分布	12
图 18: 建筑智能与建筑节能的交互关系	13
图 19: 2013Q3 建筑智能节能与建筑其他子板块盈利能力比较	13
图 20: 建筑业房屋竣工面积及同比增长	14
图 21: 建筑智能应用细分领域	14
图 22: 数字化医院架构图	15
图 23: 2009-2011 年数据中心基础设施分项目市场占比	16
图 24: 建筑节能主要业务领域	18
图 25: 2010-2011 年 874 家 EMCo 分领域投资比重	19
图 26: 2010-2011 年 874 家 EMCo 分技术投资比重	19
图 27: 深圳大梅沙京基喜来登度假酒店智能化项目	21
图 28: 雅居乐莱佛士度假酒店智能化系统设计项目	21
图 29: 公司全国性地产开发集团战略伙伴	22
图 30: 公司合同能源管理范围	23
图 31: 公司节能系统结构图	23
图 32: 深圳市民中心合同能源管理服务项目	24
图 33: 镇江益华广场能源站项目	24
图 34: 重庆医科大学门禁一卡通系统案例	26
图 35: 合肥万达威斯汀酒店门禁一卡通系统案例	26
图 36: 公司三级研发技术体系	27
图 37: 2007-2013 年公司主营收入区域结构	28
图 38: 2009-2013 年华南以外地区收入及增速	28
图 39: 2009-2013 年华东、华北地区收入增速	28
图 40: 公司控股公司及分公司地域分布	29
图 41: 公司重点拓展的细分业务领域	29
图 42: 2008-2013 年公司销售、管理、财务费用率	33

图 43: 2009-2013 年可比公司期间费用率33

表格

表 1: 达实智能发展历程.....6

表 2: 2013 年中国智能建筑细分领域品牌排名11

表 18: 中国建筑业协会智能建筑分会会员企业市场占有率情况12

表 4: 中国建筑智能市场总规模测算 (亿元)14

表 5: 医院智能化系统工程市场规模测算 (亿元)15

表 6: IDC 智能化市场规模情景测算16

表 7: “十二五”城市公共交通发展目标16

表 8: 城市轨道交通智能市场规模情景测算17

表 9: 城市轨道交通子系统智能工程市场规模测算 (亿元)17

表 10: “十二五”建筑节能主要目标18

表 11: 建筑节能市场容量测算19

表 12: 建筑 EMC 市场规模测算 (亿元)20

表 13: 公司在建筑智能及节能领域主要竞争对手业务范围及经营特点20

表 14: 近年公司住宅智能化代表性项目22

表 15: 近年公司建筑节能代表性项目23

表 16: 公司“能源站”代表项目24

表 17: 近年公司轨道交通智能化项目25

表 18: 公司拥有的经营资质证书27

表 19: 公司医院、数据中心、城市综合体智能化及节能服务历史业绩30

表 20: 近年收并购公司32

表 21: 可比上市公司盈利能力对比32

表 22: 公司收入预测表 (百万元)33

表 23: 公司分项毛利率假设34

表 24: 公司期间费用率及税率情况及预测34

表 25: A 股可比公司估值情况35

一、公司概况

(一) 历史沿革

深圳达实智能股份有限公司（简称“达实智能”）成立于1995年，2000年10月整体变更为股份有限公司，2010年6月3日达实智能首次公开发行A股股票并于深交所上市。

表 1：达实智能发展历程

时间	大事记
1995	创建：公司前身深圳达实自动化工程有限公司于广东深圳成立，注册资本130万元
2000	改制：整体变更为股份有限公司，注册资本3,700万元
2010	上市：以20.50元/股发行2000万股IPO，发行后注册资本变更为人民币7,800万元
2010.11	收购：以6815万元收购黎明网络有限公司100%股权
2012.3	收购：以1,350万元收购北京启迪德润能源科技有限公司45%股权
2012.7	收购：以20,114.4万元收购上海联欣科技发展有限公司51%股权

资料来源：公司招股说明书，宏源证券研究所

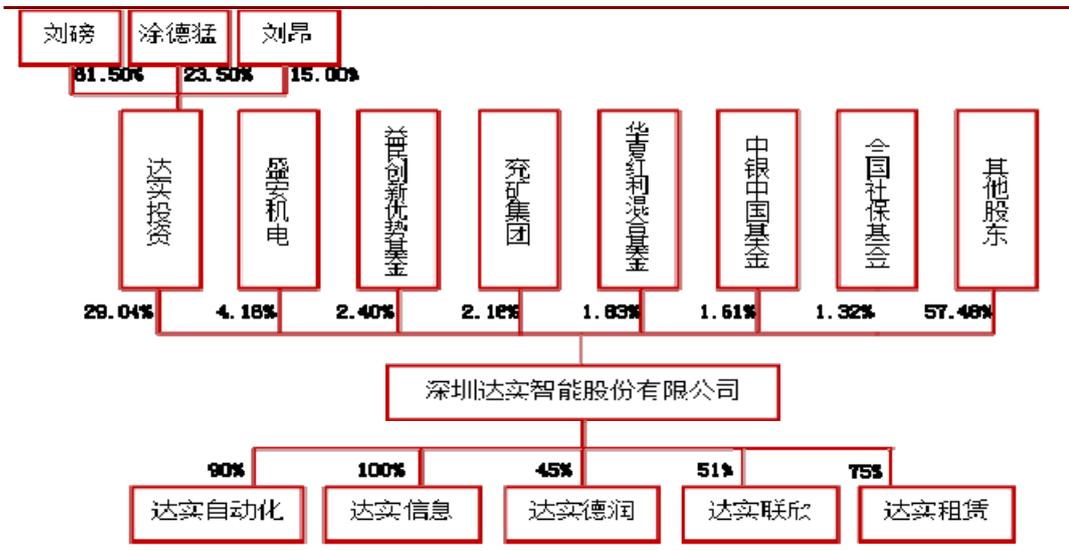
(二) 核心业务优势突出

1、股权架构

截至2013年年底，公司第一大股东、实际控制人为董事长兼总经理刘磅先生，通过达实投资间接持有公司17.86%股权；公司前十大股东合计持股45.46%。

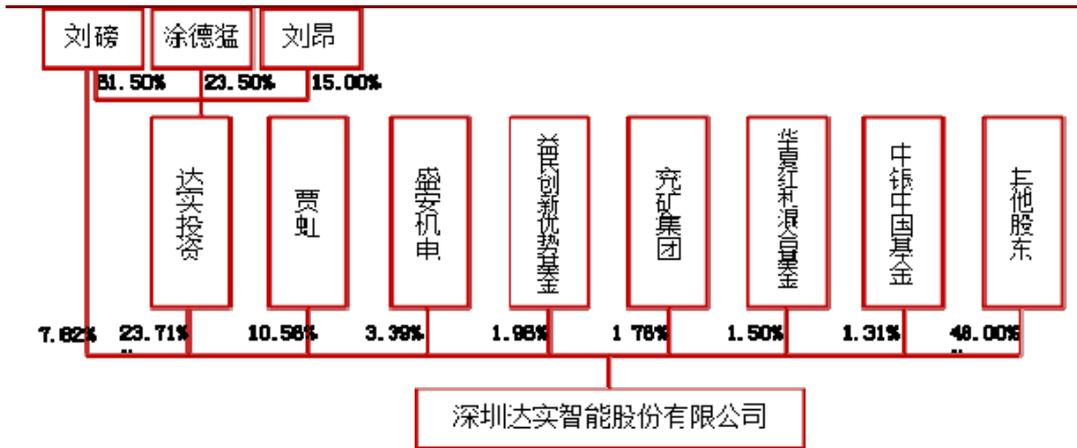
2014年3月13日，公司以16.33元/股非公开发行股票4,700万股，占发行后总股本18.37%。公司董事长刘磅先生和公司董事兼联欣常务副总裁贾虹女士以现金形式分别认购2,000万股和2,700万股，发行前后公司实际控制人未变更，刘磅先生直接及间接持股比例提高至22.40%；公司第二大股东变更为贾虹女士，直接持股10.56%。

图 1：达实智能股权结构图（定增前）



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 2：达实智能股权结构图（定增后）

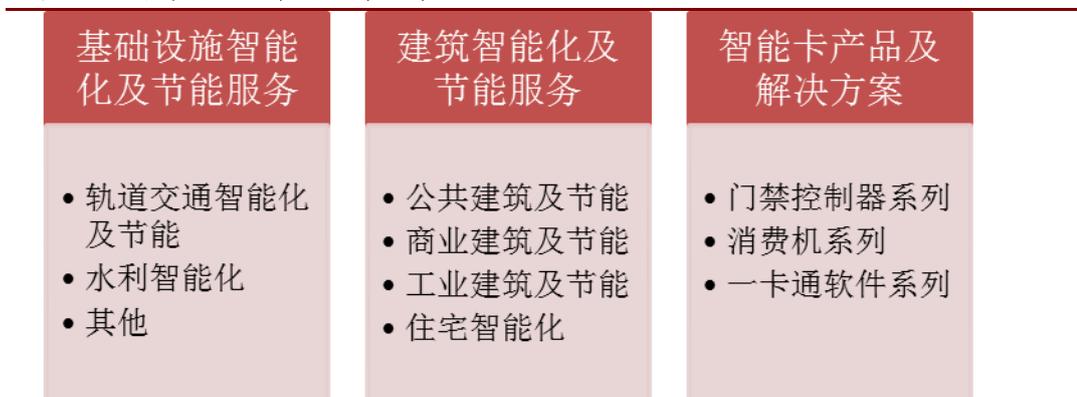


资料来源：公司公告，宏源证券研究所

2、中国领军建筑智能化及节能服务商

公司是国内领先的建筑智能化及节能服务商，是国家高新技术企业、国家火炬计划软件产业基地骨干企业。公司拥有优秀的自主创新能力，内设国家博士后科研工作站、深圳市自动化工程技术研究开发中心，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，拥有数十项国家发明专利和软件著作权；同时具备“建筑智能化工程专业承包壹级资质”、“建筑智能化系统集成专项工程设计甲级”和“计算机信息系统集成壹级资质”等智能化行业“三甲”资质。

图 3：公司智能化及节能业务体系



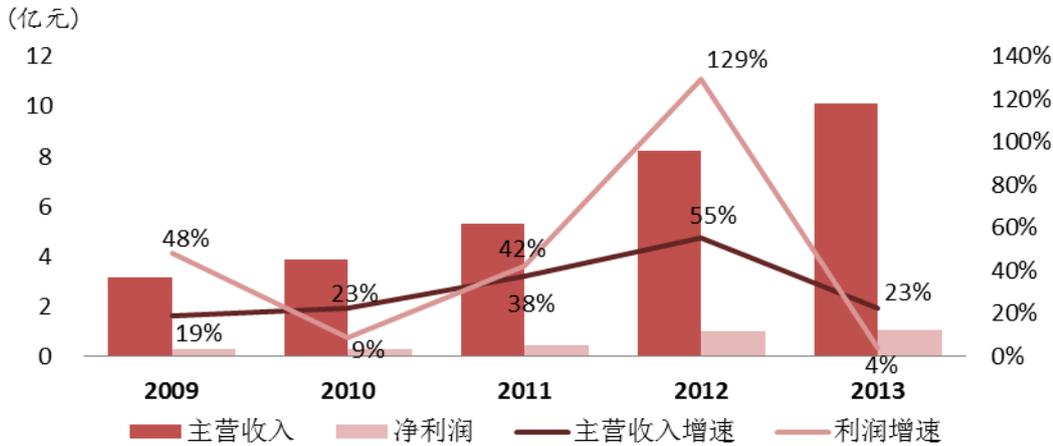
资料来源：公司网站，宏源证券研究所

3、建筑智能化及节能主业突出

公司主营业务涵盖建筑智能化及节能、绿色建筑公共工程、工业自动化、终端产品及其他，其中建筑智能及节能为公司核心业务，2007-11 年收入比重在 83%-93%，自 12 年公司收购联欣后，比重下降约 10%。13 年，建筑智能化及节能业务和绿色建筑公用工程业务收入占比分别为 73.98%和 16.60%。工业自动化与终端产品业务基数较小，且上市后比重逐步下降，13 年收入占比分别为 2.27%和 3.89%。

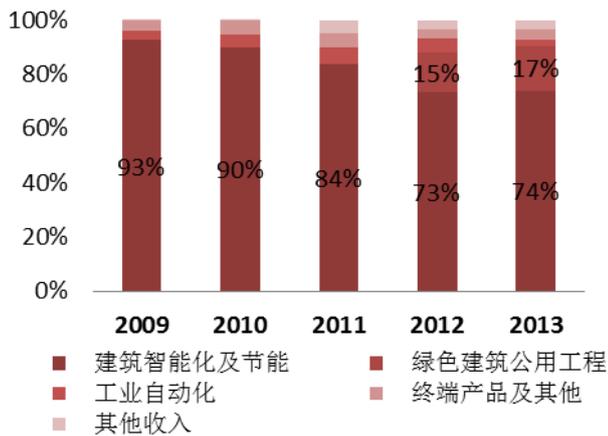
2009-13 年，公司整体业务规模与盈利能力快速提升，主营业务收入由 09 年的 3.15 亿元攀升至 13 年的 10.12 亿元，CAGR 为 33.91%；净利润增速较快，CAGR 达 38.52%，其中 12 年同比增速高达 129.23%。公司核心业务建筑智能化及节能业务平稳快速发展，收入 CAGR 为 26.61%，利润 CAGR 达 28.36%。

图 4：2009-2013 年公司营业收入和净利润及其增速



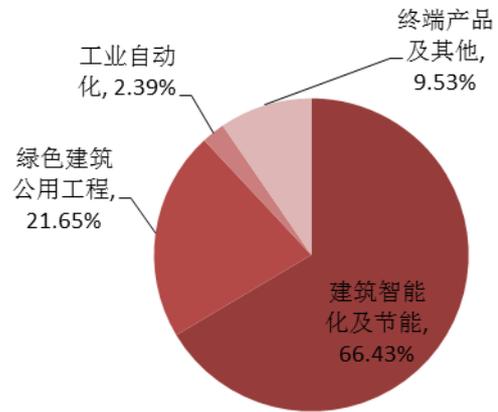
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 5：2009-2013 年公司主营业务收入构成



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

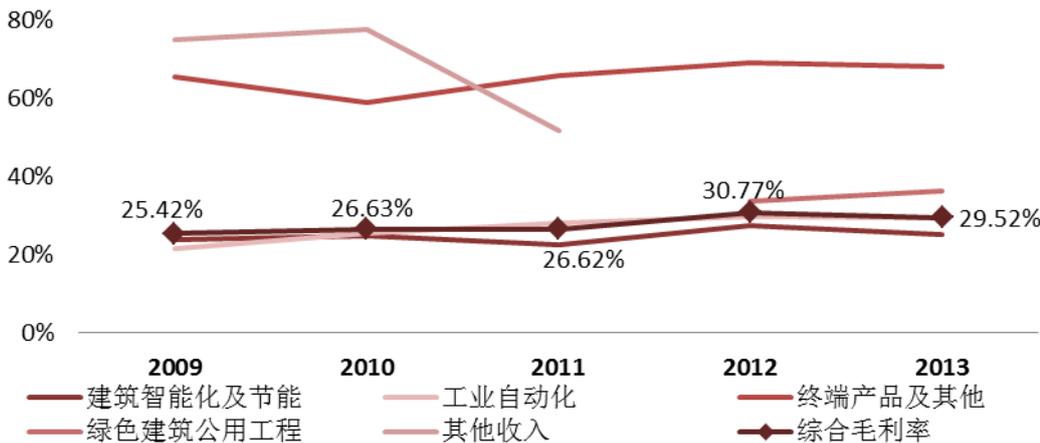
图 6：2013 年公司主营业务毛利构成



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

2009-13 年，公司综合毛利率稳中有升，其中 12 年增幅较大，主要归因于 12 年公司收购联欣科技带来的绿色建筑公用工程业务毛利率较高，拉高了综合毛利率；同时公司核心业务建筑智能化及节能 12 年毛利率同比增幅 21.07%，提振了整体毛利率；终端产品业务毛利率维持高位，在 60%~70%。

图 7：2009-2013 年公司各项业务毛利率



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

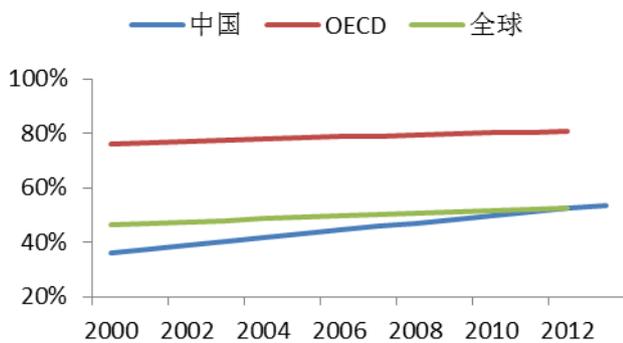
二、行业分析

(一) 行业需求：城镇化、节能、民生及消费升级合力驱动

1、新型城镇化：智慧城市、智慧绿色建筑迅猛发展

除了传统城镇化所承载的安居乐业、高效便捷、舒适健康等基本功能之外，“新型城镇化”之“新”主要在于城镇让生活更加智能、节能。近年来我国城镇化发展迅速，截至 2013 年年底，我国城镇人口比重达到 53.73%，与全球平均水平相当，但相比发达国家的城镇化率仍然较低，有较大提升空间。我们判断未来 5-10 年仍将是中国新型城镇化加速推进，进而成为智慧城市、绿色智能建筑迅速发展的阶段。

图 8：城镇人口比重比较



资料来源：WIND，宏源证券研究所

图 9：智慧城市系统架构



资料来源：公开资料，宏源证券研究所

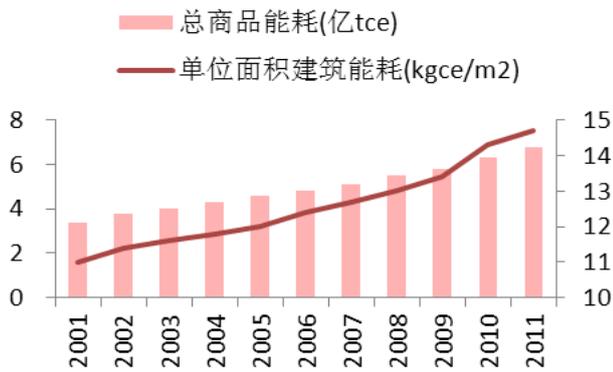
智慧城市、绿色城市作为新型城镇化发展的重要内容，将推动建筑智能节能行业的跨越式发展。建筑智能节能是智慧城市的基础，智慧城市是建筑智能节能的更高级阶段。目前国家住建部公布的智慧城市试点已达 193 个，预计未来 10 年相关投资或将达到 2 万亿元。

2、节能减排：政策自上而下及业主自下而上双重驱动建筑智能节能需求

自上而下看，国家节能减排的硬性约束指标将驱动建筑节能需求。中国能源资源相对不足，污染排放日益严重，在这种背景下，我们判断国家对于建筑节能的要求将趋严。目前中国节能减排形势非常严峻，我国建筑能耗已经超过工业能耗，单位面积能耗不断上升，建材生产、建筑建造和运维全生命周期的能耗约占社会终端总能耗 46.7%。“十一五”期间建筑节能实现了 1.1 亿 tce（吨标准煤）节能量，住建部 2012 年公布的《“十二五”建筑节能专项规划》，将建筑节能目标进一步提高到 1.16 亿 tce。

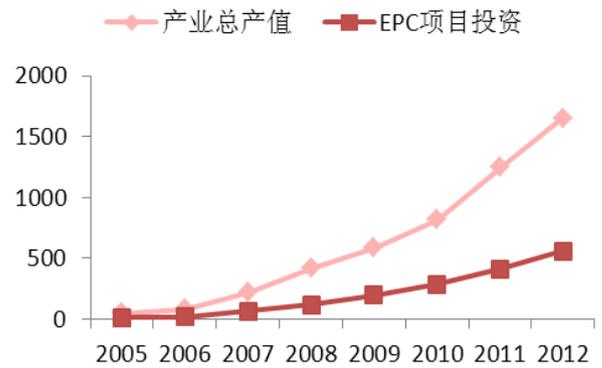
自下而上看，能源价格趋涨，大型公共建筑、住宅建筑等方面的节能改造投资将为业主带来实实在在的利益，从而驱动相关投资需求快速增长。以达实智能的经验数据看，公司为部分酒店、商业、办公、公共场所等方面的节能改造，可实现能耗 20-30% 的节约。

图 10: 建筑能耗变动情况



资料来源:《中国建筑节能年度发展研究报告2013》,宏源证券研究所

图 11: 节能服务行业产值及 EPC 投资 (亿元)

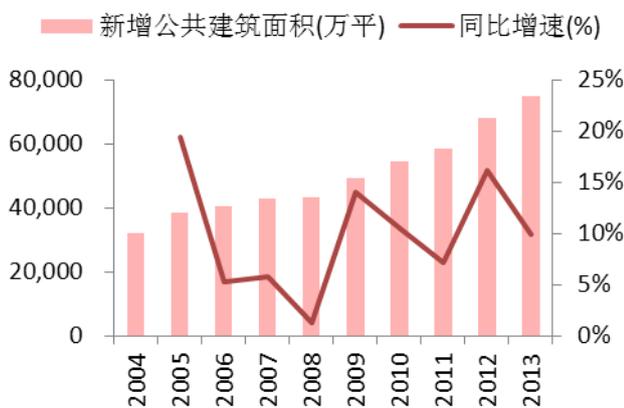


资料来源:EMCA,宏源证券研究所

3、民生需求: 推动公共基础设施智能节能投资提速

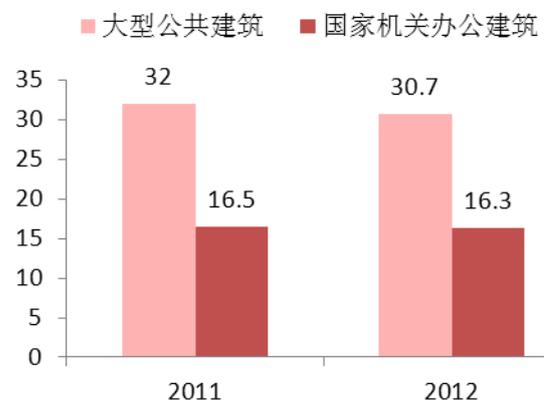
民生性公共基础设施投资成为新一届政府主要的重要政绩工程及投资领域。2013 年国务院发布《关于加强城市基础设施建设的意见》,要求加大基础设施投资,吸收民间资本参与,加快城市道路和轨道交通、污水处理等环保设施的建设。同时,住建部规定 2014 年政府投资的办公和公益性建筑及大型公共建筑,要全面执行绿色建筑标准。因此,公共建筑设施的智能节能投资将从量和质两个层面快速发展。

图 12: 新增公共建筑面积



资料来源:国家统计局,宏源证券研究所

图 13: 民用建筑能耗情况 (kgce/m²)

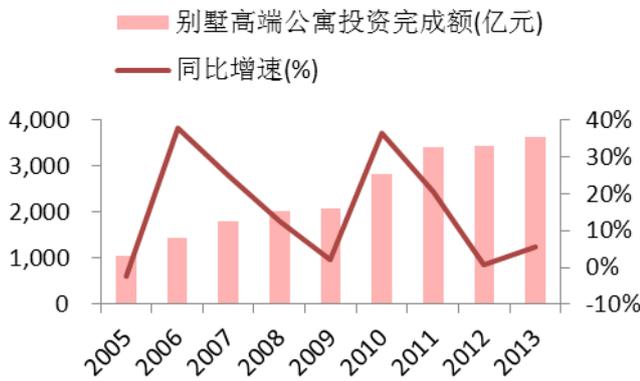


资料来源:《2012 年民用建筑能耗统计数据分析报告》,宏源证券研究所

4、消费升级: 建筑智能节能需求层次越来越高端多元

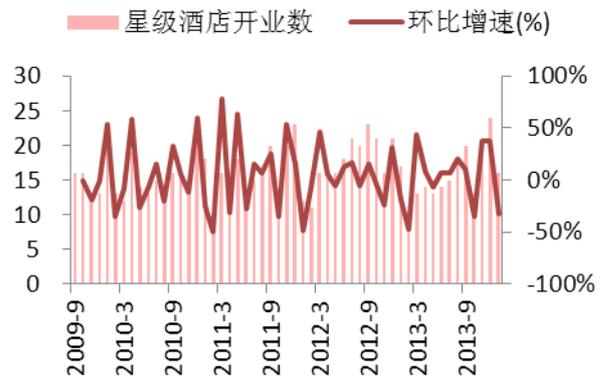
人均收入水平的稳步提高推动消费方式转向多元化和品质化,从而带动高端住宅和星级酒店、旅游、养老等建筑智能节能需求迅速增长。建筑智能节能在高端建筑中应用范围更广、层次档次更高,对建筑智能、节能的要求更高,从而促进建筑智能节能市场的持续较快发展。

图 14: 高端住宅投资完成额



资料来源: WIND, 宏源证券研究所

图 15: 星级酒店新开业数



资料来源: WIND, 宏源证券研究所

(二) SCP 分析: 大行业、小公司, 龙头上市公司市占率快速提升

1、市场结构 (Structure)

企业数量众多, 国内国外企业分别在系统集成及软硬件方面各具优势。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, 产品供应商也近 3000 家左右, 具备智能化工程承包资质的有 1100 家左右。

市场参与主体方面, 外资公司已逐渐由建筑智能节能工程领域转向纯粹的系统设备供应商和技术服务。国内公司主要由智能节能工程公司、软件系统集成企业和电气设备制造企业构成, 后两类企业已开始逐渐向工程领域渗透。

表 2: 2013 年中国智能建筑细分领域品牌排名

排名	楼宇自控	照明控制	综合布线	监控系统	楼宇对讲	出入口控制	智能家居	IBMS	智慧城市解决方案供应商
1	霍尼韦尔	施耐德电气	美国康普	霍尼韦尔	视得安罗格朗	达实信息	青岛海尔	TRIDIUM	同方数字城市
2	西门子	飞利浦	美国西蒙	海康威视	安居宝	捷顺	上海索博	新基点	中控信息
3	施耐德电气	ABB	施耐德电气	索尼	冠林	西门子	快思聪	中创立方	北大青鸟
4	同方泰德	松下电器	德特威勒	三星	慧锐通	立方	河东企业 HDL	同方泰德	太极计算机
5	加拿大 delta	中控仪表	美国泛达	大华股份	狄耐克	同方锐安	瑞迅科技	太极计算机	广东宏景
6	中控仪表	莱得圣	普天天纪	博世	麦驰	HID	霍尼韦尔		浙大网新
7	上海格瑞特	河东企业 HDL	罗格朗	汉邦高科	松本智能	富士智能	中讯威易		IBM
8	亚司艾	快思聪	德国罗森博格	英飞拓	佳乐	车安科技	KOTI		华为
9	德国倍福	合广测控	大唐电信	天地伟业	星光楼宇	科拓股份	波创		
10	研华科技	美国毅德	耐克森	科达科技	柔乐	瑞立德	Control4		

资料来源: 千家网, 宏源证券研究所

根据国家备案节能服务公司查询系统提供的数据, 截至 2014 年 1 月底, 工信部目前已经公布三批共计 192 家推荐节能服务公司, 发改委、财政部已经公布共计 3242 家节能服务公司备案, 获得双备案的节能服务公司一共有 138 家, 全国节能服务公司已备案率接近 80%。

建筑智能节能市场高度集中于经济发达地区。各地区经济发展水平不一，对建筑智能节能的需求也不同，目前建筑智能节能市场仍然主要集中于东部沿海城市和中部经济发展较好地区。双备案节能服务公司高度集中于沿海经济发达地区和节能任务重的地区，其中北京最高，达到40家，占29%。

图 16: 智能建筑群地区分布

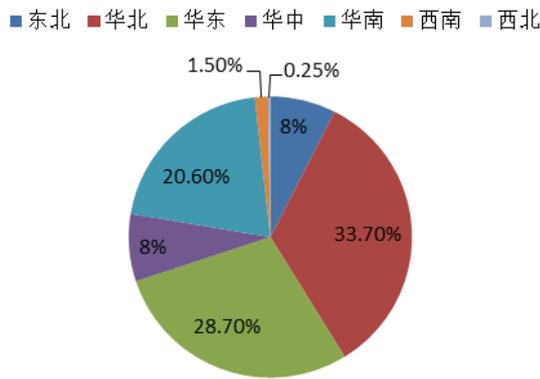
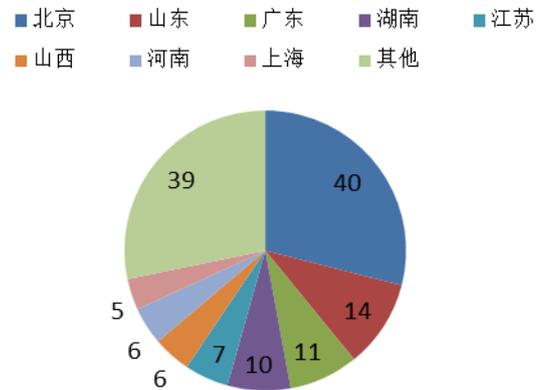


图 17: 双备案公司地区分布



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: 发改委, 财政部, 工信部, 宏源证券研究所

行业进入壁垒较高, 市场集中度趋于提高。建筑智能节能系统设计咨询和工程总承包业务必须具备相应的从业资质、专有技术、项目经验和资金实力, 整体属于中等偏上进入壁垒行业。受制于这些要求, 目前市场集中度并不高, 根据住建部网站信息统计, 截至 2011 年年底, 具备建筑智能化工程专业承包壹级资质企业超过 200 家, 具备建筑智能化系统设计专项甲级资质企业超过 340 家, 建筑业“三甲”企业仅为 40 家左右。建筑智能化企业(委员单位)前 50 名 2008~2011 年完成工程额分别为 137 亿元、164 亿元和 197 亿元, 2010 年前 50 名企业约占全国市场规模的 25%。随着市场整合和产业升级, 该行业龙头公司市场占有率将得到快速提高。

表 18: 中国建筑业协会智能建筑分会会员企业市场占有率情况

序号	企业名单	2008 年	2009 年	2010 年
1	泰豪科技 (600590.SH)	9.64%	8.80%	8.34%
2	银江股份 (600100.SH)	2.53%	3.18%	3.58%
3	达实智能 (002421.SZ)	1.61%	1.78%	1.76%
4	延华智能 (002178.SZ)	-	1.48%	1.58%
5	万安智能 (拟上市)	1.22%	1.15%	1.29%
6	赛为智能 (300044.SZ)	1.01%	1.20%	0.92%
7	汉鼎股份 (300300.SZ)	0.46%	0.56%	0.66%

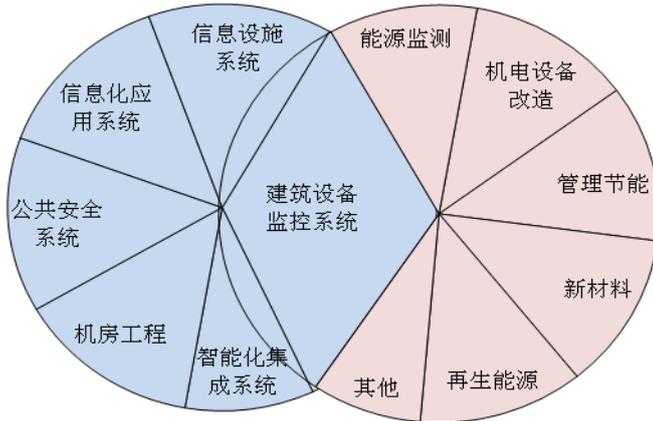
资料来源: 建筑业协会智能建筑分会, 宏源证券研究所

2、市场行为 (Conduct)

建筑智能节能工程兼具建筑工程和信息技术的部分产业特征, 业内企业竞争主要体现在服务、技术和品牌的竞争上。鉴于终端用户对建筑智能节能的要求更加高端及个性化, 市场更偏好能够提供综合解决方案的企业, 单独提供应用设备和软件开发的供应商的市场影响力将减弱。业内供应商的商业模式将逐步实现集成化, 向前整合个性化定制研发服务, 向后整合售后服务市场, 同时根据项目具体情况提供多样化融资合作形式, 形成“工程+服务”、“技术+金融”的新结构。

建筑智能与节能存在交互关系，可通过监控建筑设备监控系统的智能化提供建筑节能服务。智能是节能的基础，未来建筑智能化向节能方向发展是必然趋势，同时具备智能节能技术能力的企业将逐步扩大市场份额。国际大型建筑智能企业，如霍尼韦尔、西门子和江森自控同时也从事建筑节能服务。国内企业，除达实智能外，延华智能、赛为智能、泰豪科技、同方泰德、银江股份等企业也同时提供智能节能服务。因此，能够提供全生命周期和多样化智能节能服务的企业将更加得到市场青睐。

图 18：建筑智能与建筑节能的交互关系



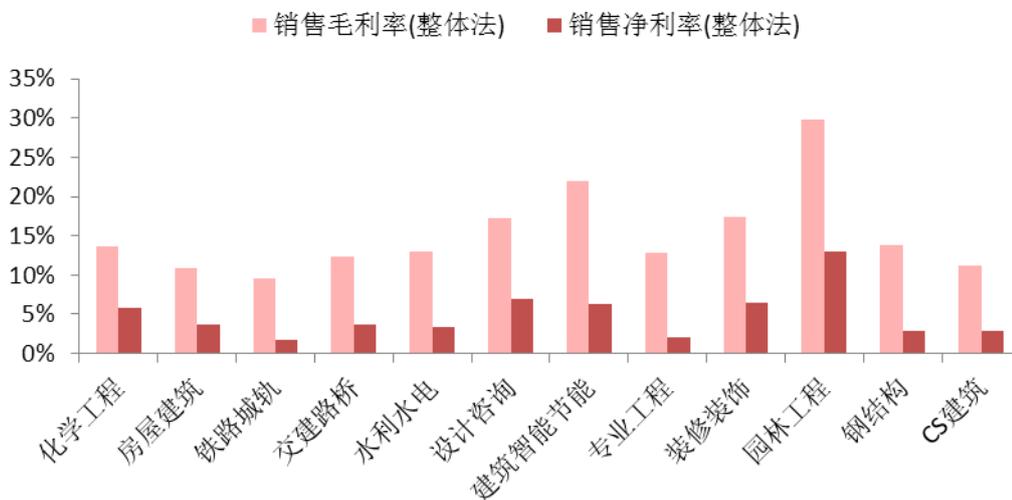
资料来源：达实公司招股说明书，宏源证券研究所

从区域布局来看，借助于全国化布局及外延扩张，建筑智能节能企业从地方走向全国是重要趋势。除全国化布局设点外，具备综合优势的企业尤其是上市公司近年来纷纷进行横向收购，或者沿产业链向上下游进行纵向并购，开拓新区域，扩大市场份额。

3、市场绩效 (Performance)

综合来看，建筑智能节能工程与传统建筑工程不同，附加价值更高，因此其毛利率和净利率也都更高。2013 年前三季度毛利率为 21.91%，仅次于园林 (29.88%)。销售净利率为 6.23%，仅次于园林工程 (12.94%)、设计咨询 (7.03%) 和装修装饰 (6.50%)。

图 2：2013Q3 建筑智能节能与建筑其他子板块盈利能力比较



资料来源：WIND，宏源证券研究所

(三) 市场容量测算

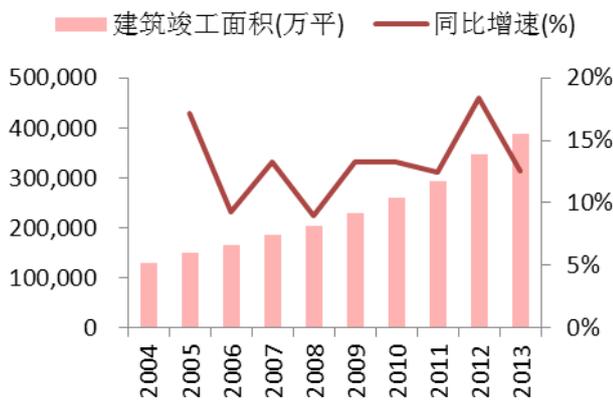
1、建筑智能

(1) 建筑智能行业总规模将超万亿

新型城镇化快速发展、建筑智能节能应用领域不断扩张、应用档次层次不断升级以及国家产业政策的自上而下推动，使建筑智能节能工程市场成为众企业掘金之地。

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 3：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 4：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"> 通信接入系统 电话交换系统 信息网络系统 综合布线系统 室内移动覆盖 卫星通信系统 有线电视系统 广播系统 会议系统 信息发布系统 	<ul style="list-style-type: none"> 办公业务系统 物业运营管理 公共服务管理 公众信息服务 智能卡应用 信息网络安全 其他应用系统 	<ul style="list-style-type: none"> 热力控制系统 制冷控制系统 电力系统控制 水电气收费 给排水控制 照明控制系统 电梯管理系统 空调控制系统 安全控制联动 	<ul style="list-style-type: none"> 火灾报警系统 安全综合管理 入侵报警系统 出入口控制 视频监控 停车场管理系统 电子巡查系统 其他安防系统 应急指挥系统 	<ul style="list-style-type: none"> 信息中心机房 电话交换机房 通信总配线机房 智能设备总控室 消防控制机房 安防控制机房 通信接入机房 有线电视机房 应急指挥中心 其他设备机房

资料来源：《中国智能建筑行业发展报告》，宏源证券研究所

我们分别对其进行测算，得到建筑智能节能市场的总规模（具体测算过程参见宏源证券 2014 年 2 月 25 日外发的赛为智能深度报告，因 2013 年建筑竣工面积已公布，因此数据有微调）。我们预计至 2018 年建筑智能化市场总规模将达 1.05 万亿，其中建筑智能增量规模占比约 64%，2014-2018 年 CAGR 为 15%。

表 4：中国建筑智能市场总规模测算（亿元）

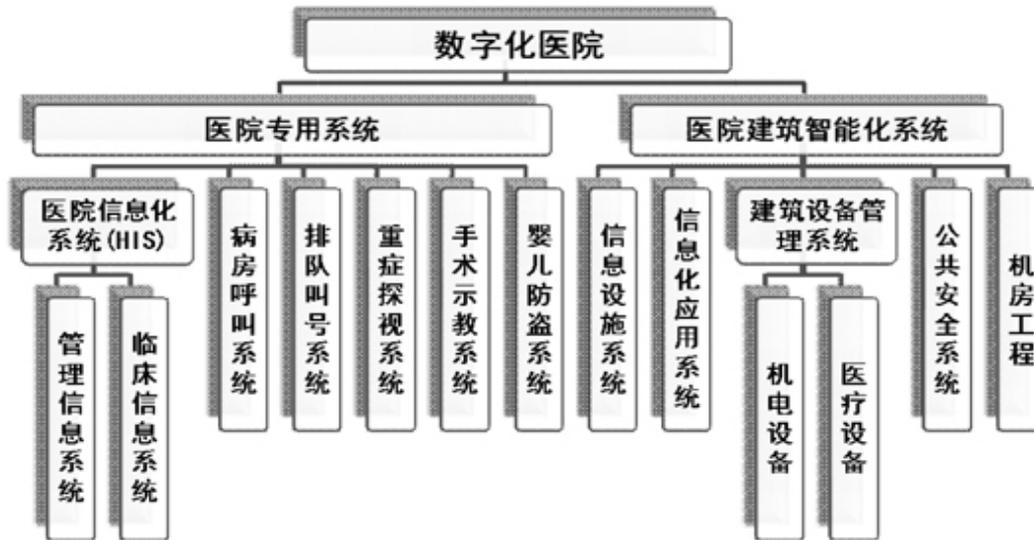
建筑类型	2013A		2014E		2015E		2016E		2017E		2018E	
	新增	存量	新增	存量								
居住建筑	1307.9	742.6	1581.5	813.7	1899.4	892.6	2268.1	980.2	2694.9	1077.4	3188.2	1185.3
工业建筑	460.4	932.7	541.7	1009.6	633.0	1097.9	735.4	1199.6	850.2	1316.4	978.7	1450.8
公共建筑	879.5	842.6	1093.2	896.1	1360.3	954.0	1682.9	1016.4	2071.6	1083.9	2539.1	1156.7
合计	2647.8	2518.0	3216.4	2719.4	3892.7	2944.5	4686.4	3196.1	5616.8	3477.6	6706.0	3792.7
市场总规模	5165.8		5935.8		6837.1		7882.5		9094.4		10498.7	

资料来源：国家统计局，宏源证券研究所测算

(2) 绿色智慧医院系统工程市场规模

医院智能化是医院信息化的基础，医院智能化系统主要包括医院专用系统和建筑智能化系统。医院数字化集成主要在于弱电智能化系统，包括楼宇设备管理系统、通信自动化系统、医院信息系统及医院专业系统等。医院基本建设投资是政府主导的民生工程，随着政府加强对民生事业发展的支持，未来几年内绿色智慧医院也将快速发展。

图 5：数字化医院架构图



资料来源：达实智能公司网站，宏源证券研究所

以延华智能于2012年12月与第二军医大学第三附属医院安亭院区签订的“绿色智慧医院”合同为参照，弱电分包施工工程占总体投资比重为3.4%（5858.06万元/169900万元），我们预计医院智能化系统工程占固定资产投资比重为8%。我们以卫生固定资产投资完成额（含新增和改扩建）作为医院基本建设投资，根据历史增长速度，假定新建投资年均增速为20%，改扩建投资年均增速3%，测算至2015年末医院智能化系统工程市场将超过200亿，至2020年末将达到479亿元，“十三五”期间CAGR预计可达16.7%。

表 5：医院智能化系统工程市场规模测算（亿元）

	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
卫生新建固定资产投资	1212	1455	1746	2095	2514	3017	3620	4344	5213
卫生扩建固定资产投资	425	437	450	464	478	492	507	522	538
卫生改建固定资产投资	187	193	199	205	211	217	224	230	237
合计	1824	2085	2395	2764	3203	3726	4351	5097	5988
医院智能化系统工程市场规模	146	167	192	221	256	298	348	408	479

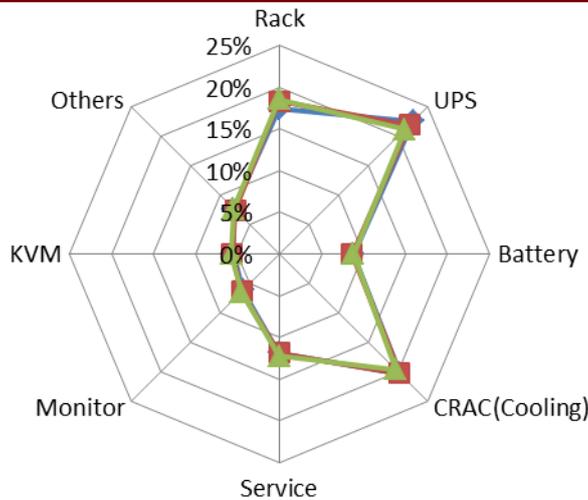
资料来源：WIND，宏源证券研究所测算

（3）数据中心智能化市场规模测算

“大数据”快速发展及应用，数据中心专业化托管渐成趋势，将促进数据中心爆发式增长。数据中心建筑本身的智能化系统、数据中心节能，甚至数据中心的整体建设及运营（EPC+BT/BOT）都将成为达实智能等专业化公司的目标市场。

数据中心是未来物联网、云计算和信息化的基础平台，也是智慧城市建设的主要内容之一。数据中心基础设施包括机架、不间断电源、电池、机房空调、服务监控和虚拟机等。各项目的投资比例比较稳定，不间断电源、机房空调（冷却单元）和机架是主要的投资项目，2011年三者合计占总投资约60%。

图 6：2009-2011 年数据中心基础设施分项目市场占比



资料来源：ICT Research，宏源证券研究所

如下我们测算数据中心基础设施智能化市场规模。根据历史数据，假定 2013-2015 年 IDC 本身业务规模年均增速为 25%，2016-2017 年年均增速为 20%（2005-2012 平均增速为 47.8%），那么至 2020 年或将超过千亿，达到 1023 亿。业务扩张增加对 IT 基础设施和智能系统工程的需求，我们分别估计占比为 10%-30%时候的基础设施市场规模。20%估计水平下，数据中心基础设施市场至 2017 年将超百亿。“十三五”期间进一步快速发展，预计至 2020 年将达到 205 亿规模。

表 6：IDC 智能化市场规模情景测算

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
IDC 基础业务规模			28.9	39.5	56	73.1	114.3	137.2
IDC 增值业务规模			5.7	9.2	16.8	29.1	26.5	73.3
合计	13.8	21.6	34.6	48.7	72.8	102.2	140.8	210.5
	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
IDC 业务规模预计	263.1	328.9	411.1	493.4	592.0	710.4	852.5	1023.0
IDC 基础设施市场规模（10%）	26	33	41	49	59	71	85	102
IDC 基础设施市场规模（20%）	53	66	82	99	118	142	171	205
IDC 基础设施市场规模（30%）	79	99	123	148	178	213	256	307

资料来源：《2012-2013 年中国 IDC 产业发展研究报告》，宏源证券研究所测算

2、轨道交通智能

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 7：“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、以城市公共汽电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	基本建成以公共汽电车为主体，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“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 6 亿元综合造价估算，“十二五”期间城市轨道交通投资额将达到 12000 亿，年均投资达 2400 亿。根据全国城市轨道交通建设的发展趋势，“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。根据国家发改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市轨道交通投资 1.3/1.8-2.0/2.0-2.3 万亿元。

轨道交通投资的大发展和信息化要求的双重促进，将推动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 2500~4500 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 125~360 亿元。

表 8：城市轨道交通智能市场规模情景测算

(亿元)	智能化系统应用比例				
	5%	6%	7%	8%	
轨道交通投资	2500	125	150	175	200
	3500	175	210	245	280
	4500	225	270	315	360

资料来源：宏源证券研究所测算

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%。根据发改委数据，截至 2013 年年底，我国累计有 19 个城市建成投运城轨线路 87 条，运营里程 2539 公里，完成估算投资 2860 亿元。截至 2014 年 1 月，全国共计有 36 个城市在建线路共计 63 条 24 段 2198 公里。同时，预计 2014 年将有 600 多公里的新建线路，到年底预计建设总规模达到 2800 公里。假定 2014-15 年智能化系统投资占比 5%，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年均增速 8%，则 2020 年轨道交通投资将达到 4900 亿元，智能化系统投资达到 294 亿，综合监控系统和信号系统投资将合计达到 144 亿。

表 9：城市轨道交通子系统智能工程市场规模测算（亿元）

	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
轨道交通年投资规模	2860.0	3088.8	3335.9	3602.8	3891.0	4202.3	4538.5	4901.5
智能化系统投资规模	143.0	154.4	166.8	216.2	233.5	252.1	272.3	294.1
其中：综合监控系统市场	28.6	30.9	33.4	43.2	46.7	50.4	54.5	58.8
乘客资讯系统市场	15.7	17.0	18.3	23.8	25.7	27.7	30.0	32.4
综合安防系统市场	18.6	20.1	21.7	28.1	30.3	32.8	35.4	38.2
通信系统市场	15.7	17.0	18.3	23.8	25.7	27.7	30.0	32.4
自动检售票系统市场	22.9	24.7	26.7	34.6	37.4	40.3	43.6	47.1
信号系统市场	41.5	44.8	48.4	62.7	67.7	73.1	79.0	85.3

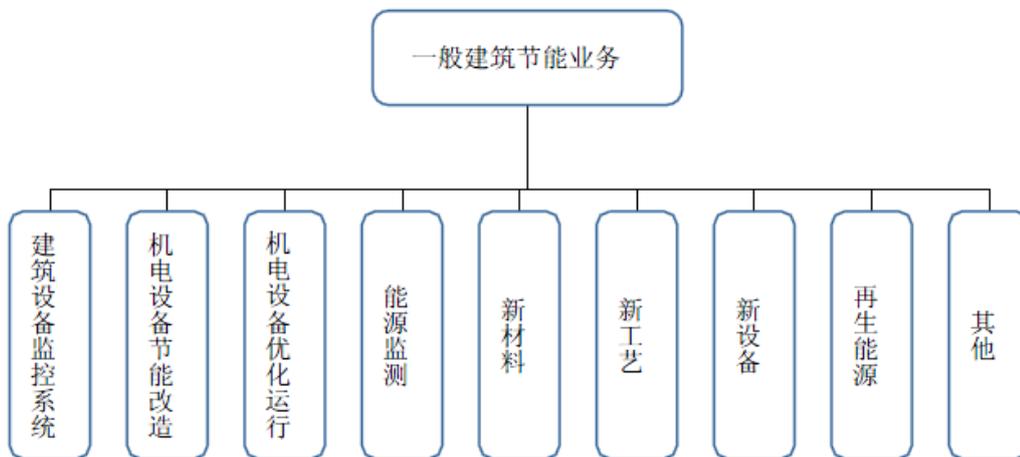
资料来源：国家发改委，宏源证券研究所测算

3、建筑节能

(1) 建筑节能服务市场规模

建筑节能包括建筑材料节能、新能源节能和建筑智能化节能，其中建筑智能化节能包括建筑设备监控系统、机电设备节能改造、机电设备优化运行和能源监测。《节能减排“十二五”规划》确定城镇新增建筑设计阶段 100% 达到节能标准，施工节能标准执行率 95% 以上，到 2015 年，累计完成北方采暖地区既有居住建筑供热计量和节能改造 4 亿平方米以上，夏热冬冷地区既有居住建筑节能改造 5000 万平方米，公共建筑节能改造 6000 万平方米，公共机构办公建筑节能改造 6000 万平方米。根据《“十二五”建筑节能专项规划》，我们分别测算新建建筑节能市场和既有建筑节能改造市场规模。

图 7：建筑节能主要业务领域



资料来源：达实智能招股说明书，宏源证券研究所

新建建筑节能投资：据国家住建部统计，2011 年全国城镇新建建筑设计阶段执行节能 50% 强制性标准基本达到 100%，施工阶段的执行比例为 95.5%，新增节能建筑面积 13.9 亿平方米，全国城镇节能建筑占既有建筑面积的比例为 24.6%。预计“十二五”期间全国每年新增节能城镇建筑面积 15 亿平方米，按照每平方米节能投资 200 元测算，每年建筑节能投资可达 3000 亿。绿色建筑和可再生能源建筑应用面积依据规划分别为 8 亿平和 25 亿平，按照 200 元/平和 100 元/平估算，“十二五”期间年均投资可达 820 亿元。新增建筑节能投资年均总投资约为 3820 亿元。

既有建筑节能投资：公共建筑节能改造成本按照西安市某大型公共建筑节能改造项目估算，预计“十二五”期间总投资约为 90 亿元。既有居住建筑改造单价参考中德技术合作“中国既有建筑节能改造项目”相关成本，预计“十二五”期间北方采暖地区既有居住建筑围护结构、供热计量、管网热平衡节能改造成本在 250 元/平左右，每年改造投资 200 亿元。农村危房节能改造以户均住房面积 125 平方米计算，预计过渡地区、南方地区和农村危房改造年均投资可达 30 亿。

表 10：“十二五”建筑节能主要目标

建筑节能领域	主要目标	属性
新建节能建筑	北方严寒及寒冷地区、夏热冬冷地区全面执行新颁布的节能设计标准，执行比例达到 95% 以上；北京、天津等特大城市执行更高水平节能标准；建设完成一批低能耗、超低能耗示范建筑	约束性

既有居住建筑节能改造	北方采暖地区	供热计量及节能改造4亿平方米以上	约束性
	过渡地区、南方地区	节能改造试点5000万平方米	约束性
	监管体系	加大能耗统计、审计和测评制度	预期性
大型公共建筑节能监管	监管平台	建设省级监测平台20个，实现省级监管平台全覆盖，节约型校园建设200所，动态监测建筑能耗5000栋	约束性
	节能运行和改造	实施10个以上公共建筑节能改造重点城市，实施高耗能公建节能改造6000万平方米，高校节能改造示范50所	约束性
		实现公共建筑单位面积能耗下降10%，其中大型公共建筑能耗降低15%	预期性
可再生能源建筑应用	新增可再生能源建筑应用面积25亿平方米，形成常规能源替代能力3000万吨标准煤		预期性
绿色建筑规模化推进	新建绿色建筑8亿平方米。规划期末，城镇新建建筑20%以上达到绿色建筑标准要求		预期性
农村建筑节能	农村危房改造建筑节能示范40万户		预期性
新型建筑节能材料推广	新型墙体材料产量占墙体材料总量的比例达到65%以上，建筑应用比例达到75%以上		预期性

资料来源：《“十二五”建筑节能专项规划》，宏源证券研究所

综合考虑新建建筑节能投资和既有建筑节能改造两部分，我们预计“十二五”期间节能改造年均投资约为4068亿元，其中，新建建筑节能投资是主要部分，约占94%。

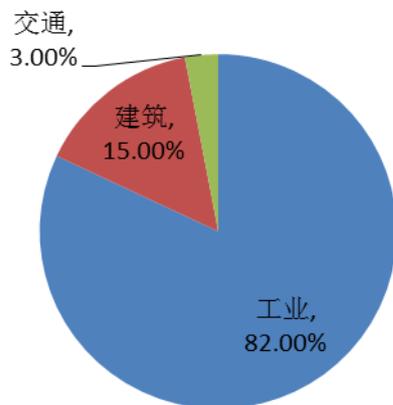
表 11：建筑节能市场容量测算

	面积 (亿平)	单价 (元/平)	节能改造总额 (亿元)	“十二五”年均投资额 (亿元)
新建节能建筑	75	200	15000	3000
新建绿色建筑	8	200	1600	320
新增可再生能源建筑	25	100	2500	500
既有公共建筑	0.6	150	90	18
既有居住建筑	北方采暖地区	4	250	200
	其他城镇地区	0.5	150	75
	农村危房改造	0.5	150	75
合计			20340	4068

资料来源：宏源证券研究所测算

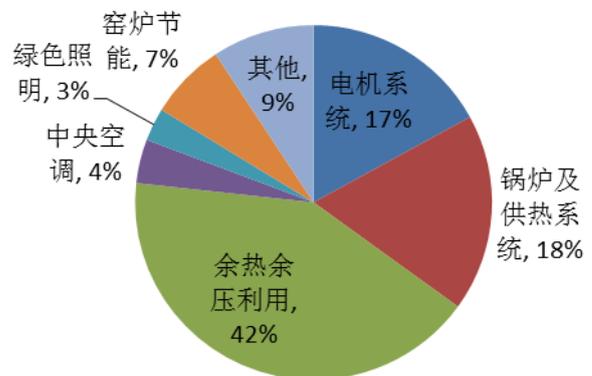
(2) 建筑 EMC/EPC 市场规模

图 8：2010-2011 年 874 家 EMCo 分领域投资比重



资料来源：EMCA, IFC, 宏源证券研究所

图 9：2010-2011 年 874 家 EMCo 分技术投资比重



资料来源：EMCA, IFC, 宏源证券研究所

目前能源合同管理 (EMC, Energy Management Contract) 已广泛应用于工业、建筑和

交通（含市政路灯）等领域。根据 IFC 于 2011 年进行的“中国 ESCO 市场调研项目”数据，2010-2011 年建筑领域占比约 15%，主要分布在政府机构、商业楼宇、学校医院和大型公建等，多针对中央空调、供热、照明及用电系统进行节能改造。

根据《节能减排“十二五”规划》，“十二五”节能重点工程计划投资 9820 亿元，减少 3 亿 tce，EMC 在“十二五”期间计划形成 0.6 亿 tce 节能能力。到 2015 年，建立比较完善的节能服务体系，节能服务公司发展到 2000 多家，其中龙头骨干企业达到 20 家，节能服务产业总产值达到 3000 亿元，从业人员达到 50 万人。根据《2012 年中国节能服务产业年度发展报告》，2012 年节能服务产业产值 1653 亿元，EMC 项目投资 557 亿元。根据节能产业及 EMC 市场历史数据，我们假定节能产业产值增速 14-15 年为 30%，16-17 年为 25%，18-20 年 20%，EMC 项目投资占产值比重为 30%，建筑 EMC 由“十二五”的 16% 提高到“十三五”的 17%，则 14-15 年建筑 EMC 项目投资合计可达 308 亿元，2014-2020 年 CAGR 为 37%。

表 12：建筑 EMC 市场规模测算（亿元）

	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
节能服务产业产值	1653	2149	2794	3632	4540	5674	6809	8171	9805
EMC 项目投资	557	645	838	1089	1362	1702	2043	2451	2942
建筑 EMC 占比	16%	16%	16%	16%	17%	17%	17%	17%	17%
建筑 EMC 投资规模	89.12	103.15	134.09	174.32	231.52	289.40	347.28	416.73	500.08

资料来源：EMCA，宏源证券研究所测算

三、公司分析：聚焦智慧绿色节能，增发助二次腾飞

（一）竞争优势：绿色智能节能细分龙头

1、聚焦建筑智能节能，细分市场优势突出

（1）建筑智能先行者

公司在建筑智能领域的国内主要竞争者包括延华智能、赛为智能、银江股份、汉鼎股份、同方股份、泰豪科技等，与竞争者相比，公司在研发与技术上具有较大优势，拥有建筑智能化工程所需的技术研发中心，可对客户的个性化集成需求自行组织定向开发，对于工程中所需的关键设备如 IC 卡读写设备、楼宇控制器、中央空调节能控制系统等自主研发生产；同时公司在华南地区具有较强的竞争力，在建筑智能化的酒店智能化、数字社区智能化等多个细分市场占有率位居全国第一。

表 13：公司在建筑智能及节能领域主要竞争对手业务范围及经营特点

企业名称	主营业务	建筑智能及节能业务的主要特点	总资产（2012 年报）	业务收入结构（2012 年报）
同方股份	计算机、安防、数字电视系统、数字通信与装备制造、互联网、环保、建筑节能	建筑智能专注公共基础设施领域；提供热泵、蓄能系列空调设备及相关节能工程	337.02 亿元	营收 223.43 亿元，数字城市（包括建筑智能、轨道交通信息化、热网综合监控等）收入占比 9.18%
泰豪科技	发电机组、电力电气、楼宇工程	侧重于楼宇工程中电气设备的销售	59.40 亿元	营收 24.78 亿元，建筑节能收入占比 37.72%

延华智能	建筑智能化、智能工程、多媒体展示工程	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;提供建筑节能整体解决方案	8.31 亿元	营收 6.02 亿元, 智能工程收入占比 80.56%
赛为智能	建筑智能、轨交智能、铁路智能、水利智能	核心业务为建筑智能和轨道交通智能	7.48 亿元	营收 3.14 亿元, 建筑智能收入占比 77.71%
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	21.27 亿元	营收 14.61 亿元, 智慧建筑收入占比 28.95%
汉鼎股份	建筑智能、公共安全管理智能化	核心业务为建筑智能化和公共安全管理智能	8.08 亿元	营收 4.03 亿元, 建筑智能收入占比 75.93%

资料来源: 公司招股说明书, 公司公告, 宏源证券研究所

公司建筑智能主要分为公共建筑、商业建筑、工业建筑、住宅四大业务板块, 公司专注于星级酒店、大型公共建筑等高端市场, 提供建筑智能咨询认证、设计、工程实施全生命周期服务。以“行业拓展”为发展战略, 2011 年公司率先在业内进行事业部编制, 设立轨道交通智能化、酒店智能化、数字社区、建筑智能化、建筑节能、工业智能化等 6 个事业部, 收效显著。

商业建筑智能化: 高端大型酒店智能为主, 酒店智能细分市场龙头

公司商业建筑智能业务以高端酒店智能化为核心, 将酒店单列出来成立酒店智能化事业部, 通过与酒店管理公司的战略合作扩展业务; 服务范围涵盖咨询顾问、设计、工程。公司紧抓近年国内商业地产及高端星级酒店爆发性增长的机会, 深耕行业, 与大型酒店投资商、高端国际连锁酒店管理集团形成了长期战略合作, 并随着战略走向深入, 专业化带来规模化, 使公司对行业上下游具有一定的影响力, 公司已成为国内酒店智能化细分行业龙头, 市占率约为 10%。

公司酒店智能化业务 10-12 连续 3 年保持高速增长态势, 2010、11 连续 2 年新签酒店智能化业务签约额较上年翻番; 2012 年, 公司新签酒店智能化集成及设计业务共 34 家, 承接了珠海长隆横琴湾酒店、深圳大梅沙京基喜来登度假酒店等多个业内标志性项目, 同时集成项目的单体合同额有较大幅度的提升。

图 27: 深圳大梅沙京基喜来登度假酒店智能化项目



资料来源: 公司网站, 宏源证券研究所

图 28: 雅居乐莱佛士度假酒店智能化系统设计项目



资料来源: 公司网站, 宏源证券研究所

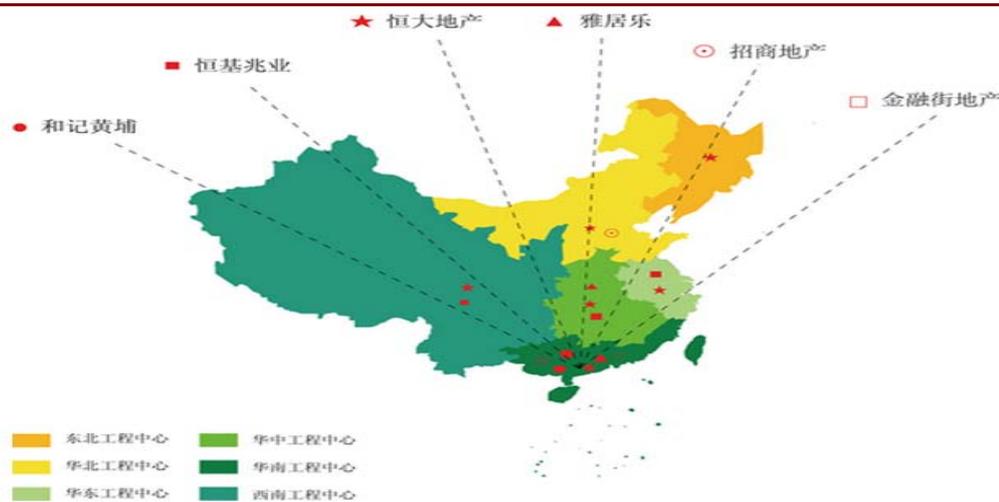
住宅智能化业务: 国内最大的住宅智能化整体解决方案供应商, 坚持大客户战略。

公司在住宅智能化领域坚持大客户战略, 迄今已与恒大、恒基、雅居乐等客户形成战略合

作伙伴关系，合作逐步深入，以具有性价比的产品与服务取得持续的订单；坚持低成本战略，通过用户需求的标准化提升解决方案的标准化，从方案设计、实施、售后等方面实现全方位的标准化操作，以适应全国性地产项目快速、高品质实施，通过可复制性降低解决方案的开发成本与实施成本。

公司住宅智能化业务涵盖住宅建筑设计咨询服务、高端社区智能化、多业态智能化、绿色生态智能化、地产集团标准化智能系统等；迄今，积累了包括北海天隆·三千海、和记黄埔、逸翠湾、长沙美林银谷、大连红星海世界观等智能化项目，丰富的项目经验有助于公司未来继续保持和巩固住宅智能化的龙头地位。

图 29：公司全国性地产开发集团战略伙伴



资料来源：公司网站，宏源证券研究所

表 14：近年公司住宅智能化代表性项目

时间	项目名称
高端社区智能化	北海天隆·三千海智能化项目
	珠海傲景峰智能化项目
	广州九龙湖社区智能化项目
多业态智能化	和记黄埔·逸翠湾智能化系统项目
	长沙美林银谷智能化项目
	清远世纪旅游城智能化项目
绿色生态智能化	赣州星洲湾智能化项目
	嘉州新城北欧印象智能化项目
	东莞森林 1 号智能化项目
设计咨询服务	州华标品峰智能化项目
	深圳阳光带海滨城智能化项目
	大连红星海世界观智能化项目

资料来源：公司网站，宏源证券研究所

公共建筑智能化：医院、场馆智能化

在公共建筑智能领域，公司目前主要有数字化医院和体育场馆智能化系统。承接了包括“深圳市滨海医院双向交互系统项目”（占地面积 19.2 万 m²，总建筑面积 35.2 万 m²）、“东莞康华医院智能化系统项目”（全国建筑规模最大的民营医院，占地 563 亩，建筑面积 32 万 m²）、“盐田区综合体育馆智能化系统项目”（建筑面积约 2.9 万 m²）等代表项目。

工业建筑智能化：传统工业自动化为主

在工业建筑智能化领域公司业务以传统的工业自动化控制系统为主，公司上市后工业自动化业务在主营业务中比重较上市前整体有所下降，近3年收入比重在4.5%-6.2%，毛利比重在4.3%-6.5%。公司承建了南玻集团共14条镀膜生产线的自动化控制系统等代表项目。

(2) 建筑节能优势明显

公司在国内建筑节能服务市场的主要竞争者包括同方股份、泰豪科技、延华智能等。与同类公司相比，公司在研发实力、资金、产业链、项目经验等多个方面均具有领先优势，拥有博士后科研工作站和深圳市自动化工程技术研究开发中心，建立业内首个城市能源监测管理平台，并自主研发中央空调群控、水蓄冷等多项产品；提供建筑咨询顾问、设计、工程实施、后续运维服务全生命周期节能服务；拥有15年丰富施工经验和丰富的EMC成功案例经验。2010年，公司入选国家发改委《首批节能服务公司备案名单》、工信部《工业和通信业节能服务公司推荐名单》，并被评为“2010中国节能服务产业年度品牌企业”。

合同能源管理模式先行者。自2006年起，公司就针对既有建筑开始提供基于EMC模式节能服务，同时参与了《合同能源管理技术通则》等四项国家节能标准的起草。公司按照合同能源管理模式，提供能耗设备的优化、节能控制系统、以及能源监测管理三层服务；服务范围覆盖老建筑和新建筑，老建筑金额较小，百万级，多采用效益分享型模式；新建筑金额比较大，千万级，以能效保障型、能源托管型模式为主。

图 30：公司合同能源管理范围

合同能源管理范围	
高效设备	通过优化设计、高效设备选型等方式提高设备性能。
节能控制	通过“达实中央空调节能控制系统（EMC007）”，实现对建筑中央空调系统的有效控制，保证在符合空调末端环境需求的前提下，设备均处于高效、稳定、经济的运营状态。
能效监测	通过“城市能源监测管理平台（CEMP）”，24小时在线监测、审计、控制、管理等服务，从管理角度使用能单位获得能效提升，同时，实时在线监测确保系统的无故障运行。

资料来源：公司网站，宏源证券研究所

图 31：公司节能系统结构图



资料来源：公司网站，宏源证券研究所

专注政府大型公共建筑、工业厂房、商业建筑等节能减排重点领域，聚焦中央空调整能服务。在传统的既有建筑中央空调整能改造方面，近年公司先后承接了深圳市南山区检察院、中山小榄人民医院、深圳市民中心等标志性项目，已在政府大型公共建筑领域树立起良好的标杆和示范效应；工业厂房方面，公司承建的天马微电子股份有限公司合同能源管理项目被评为“广东电网2009合同能源管理节能服务示范项目”。

表 15：近年公司建筑节能代表性项目

时间	项目名称	实现效益/合同金额
政府大型公共建筑	深圳市民中心合同能源管理项目	节电率达20%以上，每年节省空调运行费用240万元以上
	深圳市南山区人民检察院合同能源管理项目	节电率达24%，节约电费10万元/年

大型酒店	中山市小榄人民医院合同能源管理服务项目	节电率达 26%，节电量超 93 万度/年
	中山市古镇国贸大酒店节能服务项目	节电率达 21.6%，节约电费 90 万元/年
	中山雅居乐长江高尔夫酒店合同能源管理项目	节电率为 19.52%
	中山东升汇景酒店合同能源管理项目	节电率达 22.1%
	中山市国贸大酒店节能服务项目	节省电费约 92 万元/年
大型工业建筑	天马微电子股份有限公司合同能源管理项目	节电率 26.2%，节电约 118.8 万度/年
	比亚迪股份有限公司合同能源管理项目	节电费近 200 万元/年
	深圳南玻显示器件股份有限公司合同能源管理项目	节电率 20.02%
	华为南方工厂弱电系统工程	合同总金额 4,749.38 万元
	华为数据中心数据机房弱电工程（一期、二期）	合同总金额 3,053.76 万元
	山东滨阳炼化渣油综合利用项目	项目总投资近 8 亿元

资料来源：公司网站，宏源证券研究所

针对新建建筑，公司以“能源站”模式，面向大型建筑中央空调系统、采暖系统及热水供应系统，提供建筑能源站优化设计方案、项目融资、设备采购、工程施工、运营维护管理等一整套的节能服务。目前公司已推出面向商业建筑、工厂、医院等的行业解决方案，并成功签约中山阜沙国贸大酒店、镇江益华广场、长安标致雪铁龙等大型能源站项目，标志着公司 EMC 业务在新建建筑中央空调节能市场的进一步拓展。

表 16：公司“能源站”代表项目

时间	项目名称	实现效益/合同金额
2011 年	中山阜沙国贸大酒店能源站投资及节能服务项目	占地 30 亩，建筑面积 3.7 多万 m ³
	镇江益华广场能源站投资及节能合同能源管理服务	投资额 1627.02 万元，建筑面积为 1.03 万 m ³ ，设计用冷面积为 8.23 m ³
2012 年	长安标致雪铁龙中央空调水蓄冷节能服务项目	投资额 1880 万元，项目合同额为 3304 万元；节电率达 52.8%，节电 503 万元/年
	佛山和信商业广场能源站节能服务项目	--

资料来源：公司网站，宏源证券研究所

图 32：深圳市民中心合同能源管理服务项目



资料来源：公司网站，宏源证券研究所

图 33：镇江益华广场能源站项目



资料来源：公司网站，宏源证券研究所

多方战略合作，进一步拓展建筑节能服务业务。2010 年，公司陆续与开立空调、永旺永乐、三菱日联签订战略合作协议。开利是全球最大的暖通空调和冷冻设备供应商，将其高

效能空调主机设备，结合公司在中央空调系统节能控制领域的专利技术 & 能源监测系统，可加大公司合同能源管理业务的节能成效，扩大投资范围，拓展全方位的建筑节能投资服务。永旺集团为日本最大的零售商，三菱日联为日本三菱集团下属企业，提供多种融资及租赁服务；三方签订合作意向书后，有利于结合各方在技术、节能服务、融资筹划上的优势，对公司推广建筑节能投资服务业务，完善商业模式有积极作用。

未来，公司合同能源管理(EMC)项目业务将会做大做强，作为公司发展一大方向，与目前主营智能化业务并驾齐驱发展。而随着建筑节能市场整体需求不断扩张，公司建筑节能整体业绩有望持续攀升。

(3) 基础设施智能化及节能：轨道交通为主，覆盖水利、机场自动化

公司是行业领先的轨道交通智能化及节能解决方案供应商，专注于轨道交通综合监控系统这一优势领域，并在这一领域不断创新，自主研发了国内第一个集成 CCTV 系统的主控系统“ AIS 系统”。2010 年，公司荣获年度中国轨道交通创新力企业 50 强，以自主创新与专业化的服务持续提升在轨道交通领域的竞争力。

华南区域竞争力突出。目前公司在国内地铁综合监控领域的主要竞争者为同方股份、和利时、国电南瑞、宝信软件、浙大中控、达实智能等，且均具有国企或校企背景，仅公司为民营企业，公司竞争压力较大；但公司在华南地区具有明显优势，先后签约深圳地铁 1 号线（中央空调节能改造）、深圳地铁 3 号线（综合监控系统）、4 号线（自动售检票系统和门禁系统）、5 号线项目（综合监控系统及 MCC 系统），累计合同金额近 5 亿，在华南地区轨道交通智能市占率第一。

走出华南业务跨区域发展。2010 年，公司抓住有利的政策环境与市场机会走出华南，成功签约首个异地轨道交通智能项目“成都地铁二号线综合监控系统集成及施工总承包”，合同额超过 1.28 亿元，为大型异地项目的工程实施提供了有益经验；12 年，公司在整体市场投资放缓的情况下，成功中标长沙市轨道交通 2 号线综合监控系统、大连地铁工程环境与设备监控系统（BAS）总承包项目，使得公司轨道交通业务覆盖城市达到 4 个。

产品线的逐步完善为业务发展奠定基础。通过持续的研发投入和产品线整合，公司的轨道交通智能化及节能综合解决方案逐步完善，目前已包括轨道交通综合监控系统、自动售检票系统、智能卡产品、整体节能等；同时公司围绕“绿色地铁”，从咨询及认证、设计、建设、运营等全生命周期切入，引导用户需求，并对事业部内部的产品、人力等进一步整合。产品线的完善及“绿色地铁”的深化，为公司来来业务的持续发展奠定稳固基础。

表 17：近年公司轨道交通智能化项目

时间	项目名称	合同金额
2012	长沙市轨道交通 2 号线一期工程综合监控系统设备采购及集服务项目	1.38 亿元
	大连地铁工程环境与设备监控系统（BAS）总承包项目第二标段	0.59 亿元
2010	成都地铁 2 号线工程（一期及西延伸段）综合监控系统集成及施工总承包项目	1.28 亿元
2009	深圳地铁 5 号线（环中线）工程综合监控系统设备采购及服务项目	1.88 亿元
	深圳市地铁龙岗线工程西延线段 3254B 自动化集成系统工程	0.42 亿元
2008	深圳市轨道交通二期 3 号线工程自动化集成系统（3204B 标段）	0.85 亿元

资料来源：公司招股说明书，公司公告，宏源证券研究所

基础设施智能化业务面广泛，覆盖水利、机场行李处理。公司还拥有水处理系统、机场

行李处理系统等智能化解决方案；2010年以来，公司陆续签约了上海世博会重点项目“虹桥机场行李处理控制系统项目”、“深圳宝安国际机场扩建工程 T3 航站楼行李处理系统项目”、“成都国际机场扩建工程 T2 航站楼行李处理系统项目”等，在机场行李处理行业处于全国的领先地位。此外，公司承建了“横岭污水处理厂二期项目自控系统及仪表项目”、“珠海力合环保公司南区水质净化厂新建项目仪表和自控系统”等水利项目，业务覆盖深圳、珠海、东莞等省内多个地区。

(4) 中国门禁一卡通领军企业

公司智能卡自主产品包括建筑门禁控制器系列、消费机系列、一卡通软件系列等，部分产品运用于公司建筑智能化工程项目，部分销售给建筑智能化承包企业和其他用户，其中门禁一卡通为公司核心与优势产品。公司拥有安防门禁行业唯一自主知识产权的“智能卡一卡一密方法”技术发明专利、“基于 TCP/IP 的 C3 一卡通系统”、“基于以太网的楼宇控制器”等国家专利 27 项，科技成果 21 项、国家及省级新产品 4 项，18 项软件版权及软件产品登记；门禁控制器连续多年获得“智能建筑优质推介产品”、“智能建筑行业产品知名品牌”、中国“十大门禁品牌”、“中国智能建筑品牌奖”等荣誉。

公司智能卡产品广泛应用于政府公共建筑、工业园、商业建筑、大中医院、宾馆酒店等建筑领域；目前，公司已累计为深圳会展中心、华为公司、沃尔玛亚洲总部、海尔集团、上海宝钢、中钢国际广场、中南海、二汽、神龙汽车、东风康明斯、富士康集团等上千家大中型企业和建筑提供了门禁一卡通产品解决方案。

图 34：重庆医科大学门禁一卡通系统案例



资料来源：公司网站，宏源证券研究所

图 35：合肥万达威斯汀酒店门禁一卡通系统案例



资料来源：公司网站，宏源证券研究所

公司 IC 卡读写设备业务以“以规模要效益”为发展方向，近 3 年业务取得快速增长，2010-12 年业务收入 CAGR 达 32.69%，2012 年业务实现营收 2993 万元。IC 卡读写设备产品业务持续性强，毛利率较高，未来公司将继续以“量”为首要目标，先从规模上寻求突破。

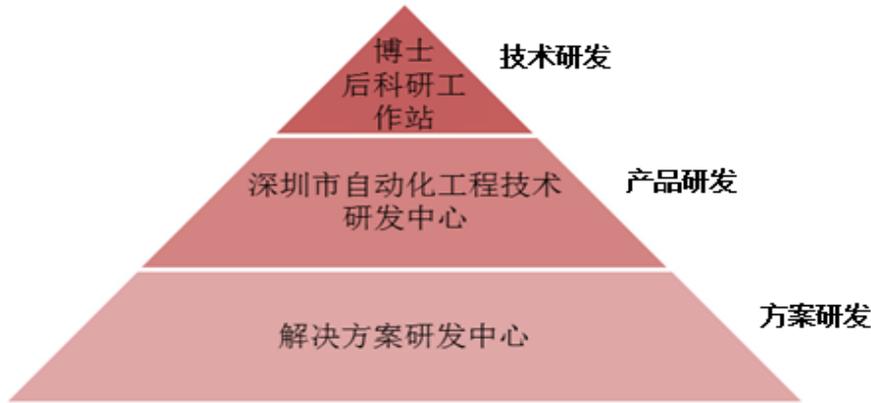
2、研发技术体系完整，自主创新能力突出

公司研发体系完整，内设国家博士后科研工作站、深圳市自动化工程技术研究开发中心、解决方案研发中心三级研发技术体系，博士后工作站将主要研究课题定位在中央空调系统运行仿真模型、建筑内无线传感与定位技术等尖端领域，工程中心则具备强大的工程化研究、开发的综合能力，能够迅速将研发成果产业化。强大的自主创新能力、快速研发系统产品及产业化推广能力，为公司智能化及节能产品和服务实现差异化奠定坚实基础，提升公司竞争力。

公司研发从基础做起，经过十多年的积累，已具备了长足的科研开发实力和技术领先优势。

截至 2013 年半年报，公司已获得了“智能卡一卡一密方法”等 38 项国家专利（其中发明专利 17 项）及 39 项软件著作权。

图 36：公司三级研发技术体系



资料来源：公司网站，宏源证券研究所

3、资质齐全，拥有行业最高“三甲”资质

公司同时拥有建设部“建筑智能化工程专业承包壹级”、住房和城乡建设部“建筑智能化系统设计专项甲级”和信息产业部“计算机信息系统集成壹级”智能化行业“三甲”资质。据住建部及工信部的统计数据显示，截至 2012 年 1 月末，全国拥有“三甲”资质的企业仅 42 家（拥有“三甲”资质的企业共 22 家，拥有效力等同于“三甲”资质的“建筑智能化工程设计与施工一级资质”和“计算机信息系统集成壹级资质证书”的企业共 20 家）。公司拥有目前从事智能化工程设计施工总承包所需的最高资质，为公司全面开展建筑智能化及节能服务提供了坚实的基础。

表 18：公司拥有的经营资质证书

资质等级	颁发机构
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
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
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、视频集成工程企业特级资质	中国录音师协会

资料来源：公司网站，宏源证券研究所

4、产业链完备，覆盖建筑全生命周期

公司提供从建筑咨询认证、设计、到工程实施、后续运维服务建筑全生命周期服务，以“让建筑更节能”为经营宗旨，以用户需求为中心，以最大幅度的提升建筑形象和功能的、降低建设和日常运营成本为目标，以物联网及智能技术为基础，满足用户全生命周期的建筑机电节能需求。公司业务涵盖绿色建筑认证咨询服务，智能化系统专项设计及工程服务，供配电系统专项设计及工程服务，中央空调系统设计、工程及投资运营服务（合同能源管理），以及智能卡产品等。

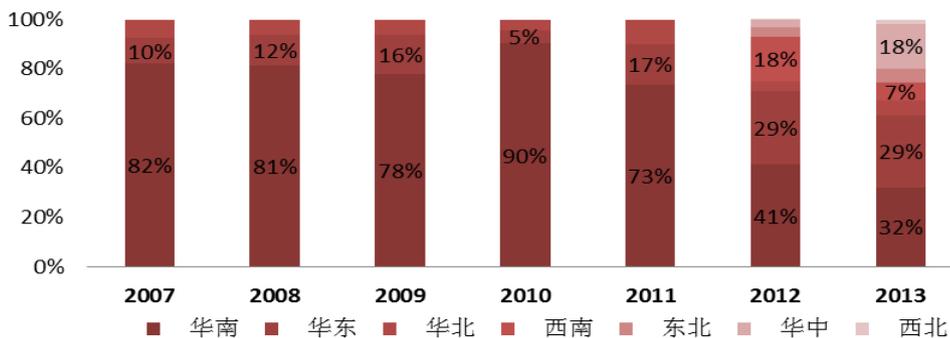
（二）成长驱动

1、驱动因素一：全国布局，稳步提升市占率

公司传统优势业务领域位于华南，华东、华北地区均有业务覆盖，但规模较小。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，华南区域收入占比总体呈下降趋势，华南以外地区收入CAGR达60.45%，其中11年和12年增速较快，分别达到280.27%和231.05%。

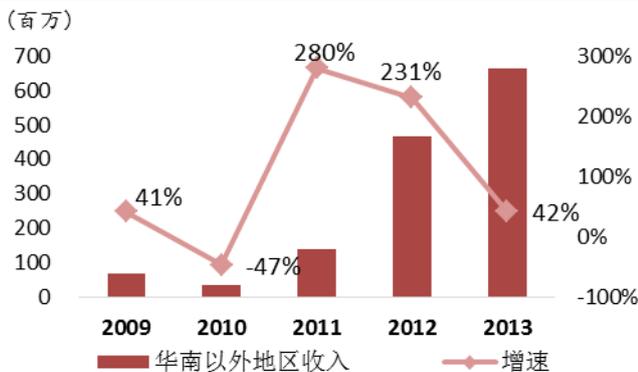
2012年，由于收购联欣并表，华东地区收入大幅提升，公司华南区域收入首次降至50%以下；同时西南、东北、华中和西北市场均实现收入的零突破，其中西南地区取得重大进展，实现收入1.45亿元，收入比重达18.15%。13年，华南区域收入比重进一步下降至32.15%；其中华中地区收入同比增速高达672.07%，收入比重由12年的2.89%大幅提升至18.16%。更广的区域收入来源使公司业务抗波动性增强。

图 37：2007-2013 年公司主营收入区域结构



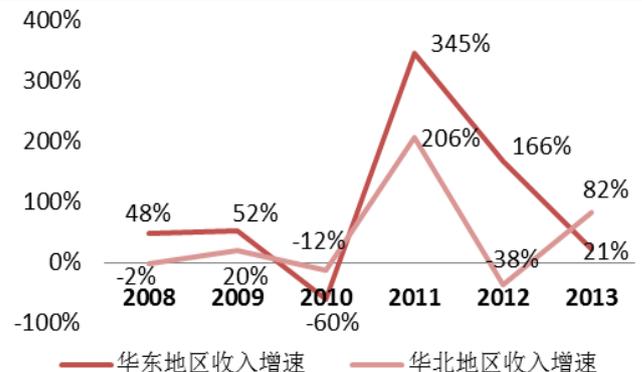
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 38：2009-2013 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 39：2009-2013 年华东、华北地区收入增速



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

公司沿行业进行异地扩张，在酒店、轨道交通、建筑节能等细分领域已建立起强势竞争地位。公司专注于高端星级酒店、大型连锁酒店，客户具有重复购买的特性，品牌化连锁化，带来异地业务；住宅智能化领域，公司主要客户为恒大、绿地等全国性大型地产商，公司紧跟客户步伐进行全国范围的业务扩张；在轨道交通智能化领域，公司通过承接多个深圳地铁项目积累了丰富的经验，2010年签订首个异地项目“成都地铁2号线工程综合监控系统集成及施工总承包”走出华南，目前公司轨道交通业务已覆盖深圳、成都、大连、长沙4个城市。迄今，公司的用户已遍及全国各地，包括深圳地铁、华为、长安标致雪铁龙、沃尔玛、大连万达、恒大地产等。

全国布局日益完善，区域市占率稳步提升。目前，公司已在北京、广州、成都、长沙、昆明、郑州、南宁、佛山等地区设立共8个分公司；同时拥有包括北京、上海等地区在内的4家子公司——达实信息、达实自动化、达实德润及达实联欣。公司计划重点拓展以上海

为中心的华东市场（以联欣为运营平台）、以北京为中心的华北市场（以德润为运营平台），以及以成都为中心的西南市场。

图 40：公司控股公司及分公司地域分布

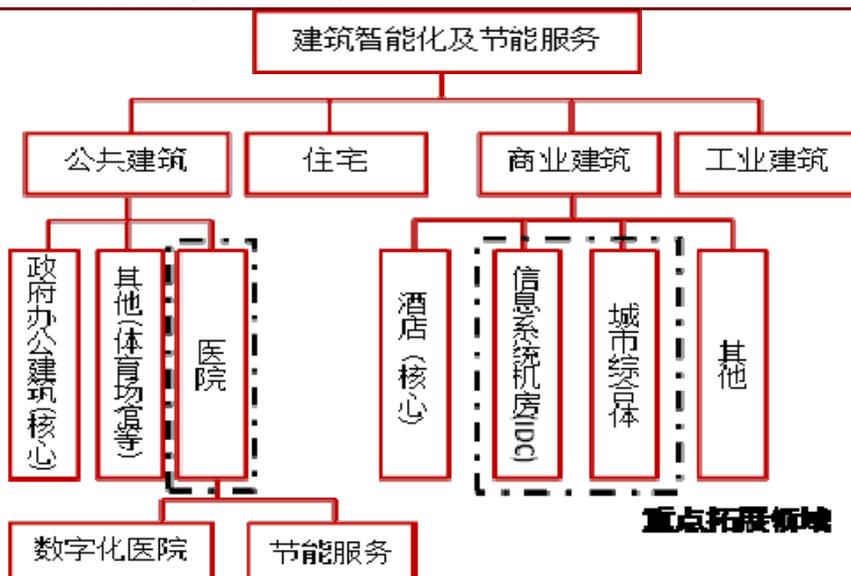


资料来源：公司网站，宏源证券研究所

2、驱动因素二：细分市场拓展、产业链延伸不断打开新的成长空间

深耕智慧绿色节能，细分市场不断拓展。公司以“行业拓展”为发展思路，现已形成“以大型政府建筑为主的公共建筑智能及节能，以高星酒店为核心的商业建筑智能及节能、以高端住宅为主的住宅建筑智能化、以大型工业厂房为主的工业建筑智能机节能、以轨道交通为主的基础设施智能及节能”业务体系；同时在各个建筑类型内已覆盖多个细分市场：医院、体育场馆（公共建筑）；城市综合体、信息系统机房智能化、大型商场等（商业建筑）；多业态商用住宅、绿色生态社区等（住宅）；机场、水厂等（基础设施）。

图 41：公司重点拓展的细分业务领域



资料来源：公司网站，公司公告，宏源证券研究所

重点布局绿色智慧医院、绿色数据中心等高增长细分行业。2012 年以来，针对轨道交通、绿色智慧医院、绿色数据中心、智慧城市等增速较快的细分行业，公司将技术与金融相结

合，推出了多种业务模式与产品，全生命周期节能服务的范围得以拓展；同时敏锐把握数据中心（IDC）、大型公共建筑带来的新增市场机会，加大拓展力度，以期未来成为新的利润来源。

绿色智慧医院方面，公司从智能化与节能两方面切入，已积累了“深圳市滨海医院双向交互系统项目”、“中山市小榄人民医院中央空调系统节能改造服务（合同能源管理）项目”等案例。2013年，公司在建筑节能行业率先推出全生命周期医院建筑机电节能服务，即在医院建筑的全生命周期内，为绿色医院建设提供认证咨询、暖通中央空调系统（包含净化系统）、智能化控制系统及供配电系统等方面的规划、设计和融资服务，实现全方位的节能。与传统的节能改造模式相比，有着重大突破，投资规模更大，一般在5000万以上；节能范围更广泛，包括弱电、强电、以及中央空调系统；节能效果更显著，和传统医院相比，可实现30%以上的整体能源节约。

数据中心（IDC）业务是公司计划长期培育的业务，合同额相对较大，公司已有过“华为南方工厂IT机房建设项目”、“生命人寿龙岗后援中心机房建设项目”等案例经验；2012年，公司成功签约实施了佛山世纪互联IDC项目。城市综合体方面，公司具有“深圳华侨城欢乐海岸智能化项目”、“益田假日广场智能化项目”等项目业绩，有利于公司未来获得新订单。

表 19：公司医院、数据中心、城市综合体智能化及节能服务历史业绩

时间	项目名称	项目具体信息
绿色智慧医院	深圳市滨海医院双向交互系统项目	项目中标金额 1991.71 万元；进行医院资讯、服务的多样化显示与播放，集成 HIS、PACS、EMR、IC 智能卡等多个系统
	东莞康华医院智能化系统项目	项目包含楼宇设备自控系统、综合布线系统、数字会议系统及网络中心机房工程等 16 个弱电子系统
	中山市小榄人民医院合同能源管理项目	节电率为 26%，每年为医院节约电量超过 93 万度
数据中心（IDC）	华为南方工厂 IT 机房建设项目	工程包括 IT 数据机房、UPS 机房的基础设施建设及机房设备供给安装等
	生命人寿龙岗后援中心机房建设项目	总投资 2500 万元；项目包括土建改造和装饰工程、供配电系统、综合布线工程、机房动力环境监控系统及门禁安全系统、空调新风系统等
城市综合体（HOPSCA）	深圳华侨城欢乐海岸智能化项目	智能化系统包含综合布线系、计算机网络系统、语音程控交换系统等 12 个子系统的智能化解决方案和服务
	益田假日广场智能化项目	包含楼宇设备自控系统、综合布线系统、闭路监控系统、保安门禁系统、网络中心机房工程等 12 个安防子系统

资料来源：公司网站，宏源证券研究所

并购进入细分领域，延伸产业链。2010年，公司通过收购黎明网络进入轨道交通的自动售检票系统（AFC）和地铁信息化系统领域，与公司原有的综合监控传统优势业务协同，增强了公司轨道交通业务的整体解决方案能力。2012年，公司通过收购启迪润德，将业务链延伸至前端绿色建筑咨询及认证领域，打造集咨询、设计、实施、投资、服务的节能完整产业链；同年收购联欣科技，将业务范围拓展至强电领域，与现有弱电工程为主的业务形成互补和协同，强弱电结合，丰富了公司的业务范围。

3、驱动因素三：商业模式创新突破成长边界、提升盈利能力

公司是 EMC 模式先行者，创新“能源站”商业模式，拓展全生命周期节能服务范围。公司是合同能源管理模式的先行者，早在 2006 年就开始为既有建筑提供基于 EMC 模式的节能服务。2010 年，公司创新“能源站”商业模式，将建筑节能服务范围由既有建筑拓展至新建建筑领域，面向大型建筑中央空调系统、采暖系统及热水供应系统，以合同能源管理模式为用户提供建筑能源站优化设计方案、项目融资、设备采购、工程施工、运营维护管理等一整套的节能服务，使新建建筑在设计、规划阶段就导入节能要素，从而与公司的既有建筑节能改造业务一起，形成建筑物全生命周期的节能管理与服务。合同能源管理与传统的专业承包、BT 等多种模式相结合，有助于公司更好地满足不同用户的需求。公司合同能源管理摘得“2012 中国商业模式最具增长潜力奖”。

产融结合，低成本、高杠杆融资，可快速扩大节能业务规模。2013 年，公司出资 7500 万元与东兴企业澳门离岸商业服务有限公司组建融资租赁公司，持股比例 75%。通过设立融资租赁公司，公司构建了合同能源管理的融资平台，推出不同的融资工具及产品，产业与资本融合，利于节能产业链的打造，助推 EMC 业务拓展。此外，融资租赁与公司合同能源管理业务相结合，可衍生灵活多样的商业模式；同时，引入将融资租赁引入，有助于控制风险。

4、驱动因素四：外延式扩张助推跨越式增长

2010 年以来，公司相继收购黎明网络有限公司、北京启迪德润能源科技有限公司、上海联欣科技发展有限公司，通过外延式扩张驱动业绩加速增长。

收购黎明网络，拓展轨道交通智能化细分领域。2010 年 11 月，公司以 6815 万元收购黎明网络 100% 股权，通过收购公司进入轨道交通的自动售检票系统（AFC）与地铁信息化系统领域，且黎明网络在这两个子系统上具有优势，能与公司原有的综合监控传统优势业务产生协同效应，增强公司轨道交通业务的整体解决方案能力。同时，黎明网络的主要固定资产黎明网络大厦也解决了长期以来制约公司发展的办公场地瓶颈。

收购北京启迪德润，业务链向前端绿色建筑咨询环节延伸。2012 年 3 月，公司使用超募资金 1,350 万元收购启迪德润 45% 股权。启迪德润是国内领先的绿色建筑设计咨询，LEED 认证咨询，建筑节能改造，绿色建筑项目全生命周期过程管理服务商，在国内绿色建筑 LEED 认证市场份额超过 20%。收购启迪使公司业务链延伸至向前端绿色建筑咨询及认证领域，可与公司建筑智能节能业务形成协同，提升公司在绿色建筑领域服务于高端用户的咨询顾问能力，延伸节能服务范围，打造咨询、设计、实施、投资、服务的节能完整产业链；实现客户共享，并借由其产业链前端优势增强客户需求把握及客户粘性。

收购联欣科技，进入强电及节能领域，并拓展华东市场。2012 年 7 月，公司以 2 亿元收购联欣科技 51% 股权，联欣科技主要从事绿色建筑供电（强电）系统优化咨询、工程及节能服务、建筑智能化集成及服务、建筑节能工程及节能服务。通过收购联欣，公司业务范围拓展至强电领域，与现有弱电工程为主的业务形成互补和协同，强弱电结合利于公司进一步的市场开拓。同时，联欣有 10% 业务是智能化，公司可依托其拓展华东市场；12 年公司在华南地区收入比重首次降至 50% 以下，为 41.36%，同比下降 43.65%；13 年，联欣全年并表，华东地区收入达到 2.84 亿元，较 12 年增长 20.95%。

收购完成后，公司业务规模出现大幅跃升，12 年合并报表绿色建筑领域贡献收入 1.2 亿元，占总营收 14.64%；绿色建筑毛利率较高，增厚了整体毛利率，12 年公司综合毛利率达 30.77%，同比增长 15.56%；13 年全年并表，收购对收入和利润贡献进一步显现，绿色建筑业务收入比重为 16.60%，增幅 13.39%，毛利率达 36.40%。

通过收购联欣和德润，公司初步形成了涵盖咨询、设计、投资、实施、运营的完整的建筑全生命周期节能产业链，能够向客户提供强电、弱电、机电系统的整体解决方案。

并购是公司的长期战略，公司在增发预案中明确表示，未来公司将继续在发展上借助资本市场平台，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 20：近年收并购公司

时间	收购方式	公司名称	持股比例	收购目的
2010.11	现金	黎明网络有限公司	100%	拓展轨交业务范围
2012.3	现金	北京启迪德润能源科技有限公司	45%	拓展业务领域
2012.7	现金	上海联欣科技发展有限公司	51%	拓展业务领域+拓展华东市场

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

5、驱动因素五：非公开发行大幅提升资金实力，助力持续快速发展

2014年3月13日，公司以16.33元/股非公开发行股票4,700万股，占发行后总股本18.37%；公司董事长刘磅先生和公司董事兼联欣常务副总裁贾虹女士，以现金形式，分别认购2,000万股和2,700万股。

公司此次发行所募集资金全部用于补充流动资金，将有效地缓解公司日趋紧张的营运资金压力；募集资金到位后，将明显改善公司的短期偿债能力，模拟资产负债率预计将下降至26.90%，较13年末下降34.29%，模拟流动比率预计将由1.86上升至3.24，有利于降低偿债风险，使公司财务结构更趋合理，从而为公司未来业务的持续稳定快速发展奠定资金基础。同时，建筑智能化及建筑节能服务提供商的规模和资金实力是业主选择服务提供商时重点考虑的因素之一，通过此次发行，公司的资本实力将得到有效增强，将进一步提升公司在优质大型工程项目中的竞争力，提升公司的业务开拓能力。

此外，公司此次发行的战略投资者之一贾虹女士长期从事建筑行业，尤其是绿色建筑行业，是联欣科技的创始人之一，具有丰富的专业知识与专业经验。贾虹女士认购后，将直接持有公司10.56%股权，有利于优化公司的股权结构，促进公司长远发展。

（三）财务分析

公司与赛为智能、延华智能、银江股份等主要竞争者相比，整体盈利能力突出。综合毛利率与销售净利率12年起均有显著提升，已超过赛为智能位居第一；净资产收益率显著高于可比公司平均。

2013年，公司营业收入较12年增长22.79%，营业成本同比增长25.01%，营业收入增幅低于营业成本增幅，毛利率较同比下降1.25%，主要原因是建筑智能化业务因市场竞争原因导致毛利率较上年有所下降。

13年，公司期间费用有较大幅度增长，销售费用和管理费用分别同比增长32.63%和48.61%。主要原因是近年公司加大市场和业务拓展力度，人员扩张导致薪酬支出增加，以及2家子公司因纳入合并报表的期间不同导致本报告期并入的金额增加所致。

表 21：可比上市公司盈利能力对比

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
综合毛利率							

达实智能	29.36%	25.96%	25.42%	26.63%	26.62%	30.77%	29.52%
赛为智能	28.40%	34.86%	33.78%	33.73%	27.43%	22.67%	19.65%
延华智能	26.27%	21.38%	18.36%	17.57%	16.85%	18.91%	18.97%
银江股份	26.41%	25.41%	24.52%	28.46%	26.01%	26.19%	--
可比公司平均	27.03%	27.22%	25.55%	26.59%	23.43%	22.59%	19.31%
销售净利率							
达实智能	10.25%	7.42%	9.25%	8.19%	8.48%	12.51%	10.59%
赛为智能	9.23%	15.45%	15.78%	14.08%	12.18%	12.11%	7.44%
延华智能	12.16%	6.06%	5.37%	4.04%	-0.98%	3.41%	5.73%
银江股份	10.77%	9.02%	9.43%	9.10%	8.07%	7.86%	--
可比公司平均	10.72%	10.18%	10.19%	9.07%	6.42%	7.79%	6.59%
净资产收益率							
达实智能	25.24%	18.00%	22.52%	8.96%	7.68%	12.05%	11.20%
赛为智能	16.22%	28.59%	30.22%	5.30%	4.82%	6.71%	5.00%
延华智能	17.67%	4.79%	6%	5.24%	-3.07%	5.67%	8.53%
银江股份	20.37%	19.34%	8.61%	10.83%	12.60%	15.70%	--
可比公司平均	18.09%	17.57%	14.94%	7.12%	4.77%	9.36%	6.77%

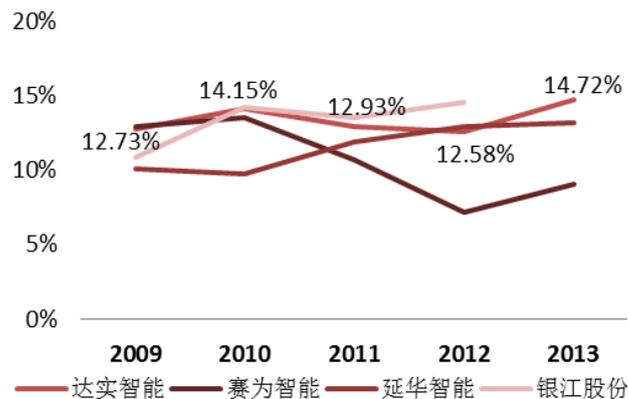
资料来源: WIND, 宏源证券研究所

图 42: 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 43: 2009-2013 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

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及节能和绿色建筑公用工程两项业务收入增长较快;工业自动化和终端产品业务增速保持平稳。分项业务收入预测如下表所示:

表 22: 公司收入预测表 (百万元)

业务	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
业务收入合计	530.56	824.07	1011.89	1350.25	1827.44	2367.99

增长率	37.51%	55.32%	22.79%	33.44%	35.34%	29.58%
建筑智能化及节能	444.42	605.06	748.60	1010.61	1344.11	1733.90
增长率	27.84%	36.15%	23.72%	35%	33%	29%
绿色建筑公用工程	--	120.66	168.00	268.80	403.20	544.32
增长率	--	--	39.23%	60%	50%	35%
工业自动化	32.56	41.09	22.97	27.56	32.53	37.40
增长率	87.77%	26.20%	-44.09%	20%	18%	15%
终端产品及其他	28.51	29.93	39.34	43.27	47.60	52.36
增长率	37.86%	4.98%	31.46%	10%	10%	10%
其他	25.07	27.34	32.98	37.93	42.48	46.73
增长率	13827.78%	9.05%	20.63%	15%	12%	10%

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，公司建筑智能化及节能、绿色建筑公用工程及工业自动化业务未来毛利率均有小幅上升；而终端产品及其他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 23：公司分项毛利率假设

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
建筑智能化及节能	22.56%	27.32%	25.07%	26.50%	27.50%	27.60%
绿色建筑公用工程	--	33.59%	36.40%	36.00%	35.00%	35.00%
工业自动化	28.22%	29.89%	29.47%	28.00%	28.50%	29.00%
终端产品及其他	65.87%	69.30%	68.38%	62.00%	62.00%	62.00%
其他	51.85%	53.73%	49.06%	50.00%	50.00%	50.00%
综合毛利率	26.62%	30.77%	29.52%	29.56%	30.07%	30.08%

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，公司销售与管理费用率水平将有所下降；同时，我们判断未来公司融资规模将有所扩大，使得财务费用率在未来几年有所上升。期间费用率及税率预测参见下表：

表 24：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	8.18%	6.85%	7.40%	7.00%	6.70%	6.60%
管理费用率	5.41%	6.18%	7.48%	6.20%	6.10%	6.00%
财务费用率	-0.66%	-0.47%	-0.15%	0.10%	0.00%	-0.03%
实际所得税率	11.41%	15.20%	14.50%	15.00%	15.00%	15.00%

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 1.25、1.88 和 2.71 亿元，复合增长率为 48.81%，2014/15/16 年 EPS 分别为 0.60/0.90/1.30 元。

（二）估值及投资建议

公司主要从事建筑智能化及节能、绿色建筑公用工程、工业自动化、终端产品等业务，业务相近的可比上市公司主要有：延华智能、赛为智能、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 76.98 倍，PEG 均值为 1.4。

表 25：A 股可比公司估值情况

代码	简称	收盘价	EPS（元）				PE				peg
			2013	2014E	2015E	2016E	2013	2014E	2015E	2016E	
002178.SZ	延华智能	17.66	0.22	0.35	0.50	0.70	80.27	50.46	35.32	25.23	1.7
300044.SZ	赛为智能	13.68	0.13	0.44	0.57	0.78	105.23	31.09	24.00	17.54	1.3
300020.SZ	银江股份	29.53	0.65	0.96	1.28	--	45.43	30.76	23.07	--	1.1
平均			0.33	0.58	0.78	0.74	76.98	37.44	27.46	21.38	1.4

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 0.60/0.90/1.30 元，2014~2016 年 CAGR 达 48.81%。当前股价为 18.72 元，对应 2014/15/16 年 31/21/14 倍 PE。考虑到智能化行业景气度较高，公司和其他三家智能化企业相比业务相对稳健，并考虑到公司在行业中的地位及成长的确定性，我们采用 1.5 倍的 PEG 给予公司估值，得出公司合理价值为 24.00 元（对应 14 年 40 倍 PE），维持“买入”评级。

利润表						资产负债表					
(百万元)						(百万元)					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E	指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	824	1,012	1,350	1,827	2,368	货币资金	232	225	135	183	256
营业成本	571	713	951	1,278	1,656	存货	121	188	200	310	384
毛利率	30.8%	29.5%	29.6%	30.1%	30.1%	应收账款	382	524	629	842	1,080
营业税金及附加	23	27	38	51	66	其他流动资产	47	99	84	114	147
营业费用	56	75	95	122	156	流动资产	782	1,036	1,048	1,448	1,866
营业费用率	6.85%	7.40%	7.00%	6.70%	6.60%	固定资产	79	91	124	147	172
管理费用	51	76	84	111	142	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	6.18%	7.48%	6.20%	6.10%	6.00%	无形资产	2	2	2	3	3
财务费用	-4	-2	1	0	-1	其他长期资产	355	342	335	328	320
财务费用率	-0.45%	-0.15%	0.10%	0.00%	-0.03%	非流动资产	436	434	462	477	494
投资收益	0	0	0	0	0	资产总计	1,219	1,471	1,509	1,925	2,361
营业利润	137	127	173	264	341	短期借款	0	50	21	3	0
营业利润率	16.60%	12.56%	12.83%	14.47%	14.38%	应付账款	261	345	219	383	497
营业外收入	9	9	10	12	14	其他流动负债	142	162	231	312	404
营业外支出	0	0	0	0	0	流动负债	403	557	471	699	901
利润总额	146	136	183	276	354	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	22	20	27	41	53	其他长期负债	46	45	45	45	45
所得税率	15.2%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%	非流动性负债	46	45	45	45	45
少数股东损益	25	25	31	47	30	负债合计	449	602	516	744	946
归属于母公司股东的净利润	78	82	125	188	271	股本	209	209	209	209	209
净利率	9.44%	8.13%	9.22%	10.28%	11.45%	资本公积	283	289	289	289	289
每股收益(元)(摊薄)	0.37	0.39	0.60	0.90	1.30	股东权益合计	696	774	867	1,008	1,211
						少数股东权益	74	95	126	173	203
						负债股东权益总计	1,219	1,471	1,509	1,925	2,361
现金流量表						主要财务指标					
(百万元)						(百万元)					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E	指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	78	82	125	188	271	增长率					
少数股东损益	25	25	31	47	30	营业收入	55.32	22.79	33.44	35.34	29.58
折旧和摊销	21	30	11	15	17	营业利润	113.89	(7.04)	36.27	52.59	28.85
营运资金变动	-35	-142	-167	-114	-148	净利润	73.04	5.77	51.33	50.84	44.36
其他	15	10	10	7	7	利润率(%)					
经营现金流	104	5	10	143	177	毛利率(%)	30.77	29.52	29.56	30.07	30.08
资本支出	-24	-28	-38	-30	-33	EBIT Margin(%)	14.90	12.00	13.56	14.47	14.68
投资收益	0	0	0	0	0	EBITDA Margin(%)	17.44	14.95	14.39	15.28	15.38
资产变卖	0	0	0	0	0	净利率(%)	9.44	8.13	9.22	10.28	11.45
其他	-151	-15	0	0	0	回报率(%)					
投资现金流	-175	-43	-38	-30	-33	净资产收益率(%)	11.18	11.20	15.18	20.03	24.43
发行股票	26	8	0	0	0	总资产收益率(%)	6.80	6.53	9.03	11.98	13.87
负债变化	0	50	-29	-18	-3	其他(%)					
股息支出	-30	-22	-31	-47	-68	资产负债率(%)	36.80	40.94	34.21	38.66	40.09
其他	-1	0	-1	0	1	所得税率(%)	15.20	14.48	15.00	15.00	15.00
融资现金流	-6	35	-61	-65	-70	股利支付率(%)	0.00	0.00	25.00	25.00	25.00
现金净增加额	-77	-3	-90	48	73						

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

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

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	zhouidi@hysec.com
机 构	上海保险/私募	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。