

绿色智慧节能优势突出， 路径清晰百亿市值可期

核心观点：

1. 事件

5月19日公司发布公告称，近日公司与遵义市城乡规划局、遵义市新区建投集团签订了《遵义市城市规划科技馆布展及绿色建筑公用工程（绿色节能）BT建设项目合同》，金额上限1.5亿元。项目计划建设工期最长不得超过180日，主场馆将于2014年6月30日前完成。

2. 我们的分析与判断

（一）项目可贡献可观利润，绿色智慧节能综合竞争优势突出

该项目预计可为14年贡献可观利润，属于建设周期短、回购期短的短平快项目，且安全性有保障。项目直接投资上限为15,000万元，占公司2013年营业收入的14.82%。项目执行周期小于6个月，2014年可完全结算完毕。若按照30%的保守毛利率，10%净利率算，可贡献1500万元净利润，占公司13年净利润的18%。与一般BT项目不同，项目回购期为工程竣工验收合格后一个月内，预计年前即可收回垫款。政府提供位于遵义市汇川区珠海路新区建安大厦作为本项目回购价款的抵押。

该项目的获取表明公司通过建筑智能、节能（强电+弱电）、机电等协同发展，“智慧绿色节能”已形成较强的综合竞争力。遵义市城市规划科技馆将建设成为“智慧、绿色、节能”的新型智慧展馆，项目建设内容包括展馆及学术交流中心的布展和装饰及建筑智能化系统、空调主机系统级末端、各楼层二级低压配电箱出线、办公楼智能化、展览馆综合节能系统等。公司依托建筑智能，向机电（中央空调、电梯、照明等安装）拓展，且打造节能差异化优势，在中央空调节能改造方面曾获得国家重大科技成果支撑计划，且在节能咨询认证、冰蓄冷、水蓄冷、集约化供能（电/燃气）供水、照明节能、外围护结构节能方面均有突出业绩。

（二）公司成长路径清晰，持续高成长确定，百亿市值可期

公司上市以后增长模式为沿轨道交通、酒店、住宅、大型公建等细分领域进行全国化拓展，基本确立了在上述细分领域的龙头地位。我们判断公司后续增长模式为“全国化布局+产业链拓展+商业模式创新”，成长路径上为“内生+外延”，现有的商业模式及管理架构可支撑公司维持3-5年的持续高增长，未来两年百亿市值可期。公司聚焦智能节能主业，

达实智能（002421.SZ）

推荐 首次评级

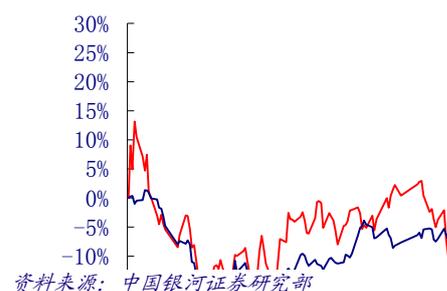
分析师

鲍荣富
建筑工程行业首席分析师
☎：021-20252629
✉：baorongfu@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130514050003

市场数据 时间 2014.05.19

A股收盘价(元)	21.37
A股一年内最高价(元)	24.65
A股一年内最低价(元)	14.97
上证指数	2115.14
市净率	5.77
总股本(万股)	20880.00
实际流通A股(万股)	20158.92
限售的流通A股(万股)	721.08
流通A股市值(亿元)	43.08

相对指数表现图



相关研究



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设计咨询、中端建筑智能、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,鉴于今年轨道交通将陆续进入招标高峰期,医院、数据中心等新领域有望实现全新突破,我们判断公司全年订单有望实现翻番左右的增长。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,注册资本2亿元,预计可撬动20亿元融资,后续类似创新将驱动超常规发展。

(三) 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。

3. 投资建议

预测公司2014/15/16年EPS分别为0.60/0.90/1.30元(未考虑增发摊薄)。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30元目标价(对应14年50倍PE),首次给予“推荐”评级。

4. 风险提示

宏观经济波动风险,应收账款风险等。

利润表(百万元)					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	824	1,012	1,333	1,752	2,230
营业成本	571	713	937	1,230	1,553
毛利率	30.8%	29.5%	29.7%	29.8%	30.4%
营业税金及附加	23	27	37	49	62
营业费用	56	75	93	117	143
营业费用率	6.85%	7.40%	7.00%	6.70%	6.40%
管理费用	51	76	83	107	134
管理费用率	6.18%	7.48%	6.20%	6.10%	6.00%
财务费用	-4	-2	1	0	-1
财务费用率	-0.45%	-0.15%	0.07%	-0.03%	-0.05%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	137	127	174	249	332
营业利润率	16.60%	12.56%	13.02%	14.21%	14.90%
营业外收入	9	9	10	12	14
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	146	136	183	261	346
所得税	22	20	28	39	52
所得税率	15.2%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	25	25	31	33	24
归属于母公司股东的净利润	78	82	125	188	271
净利率	9.44%	8.13%	9.36%	10.75%	12.14%
EPS (元)	0.37	0.39	0.60	0.90	1.30
现金流量表 (百万元)					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	78	82	125	188	271
少数股东权益	25	25	31	33	24
折旧和摊销	21	30	11	15	17
营运资金变动	-35	-142	-160	-93	-126
其他	15	10	9	6	6
经营现金流	104	5	17	149	191
资本支出	-24	-28	-38	-30	-33
投资收益	0	0	0	0	0
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	-151	-15	0	0	0
投资现金流	-175	-43	-38	-30	-33
发行股票	26	8	0	0	0
负债变化	0	50	-38	-12	0
股息支出	-30	-22	-31	-47	-68
其他	-1	0	-1	0	1
融资现金流	-6	35	-70	-59	-66
现金及现金等价物	-77	-3	-91	60	91

资产负债表(百万元)					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	232	225	133	193	284
存货	121	188	197	298	360
应收账款	382	524	621	807	1,017
其他流动资产	47	99	83	109	138
流动资产	782	1,036	1,034	1,407	1,799
固定资产	79	91	124	147	172
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	2	2	2	3	3
其他长期资产	355	342	335	328	320
非流动资产	436	434	462	477	494
资产总计	1,219	1,471	1,496	1,885	2,293
短期借款	0	50	12	0	0
应付账款	261	345	216	369	466
其他流动负债	142	162	229	302	388
流动负债	403	557	457	671	854
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	46	45	45	45	45
非流动性负债	46	45	45	45	45
负债合计	449	602	502	717	899
股本	209	209	209	209	209
资本公积	283	289	289	289	289
股东权益合计	696	774	867	1,009	1,212
少数股东权益	74	95	126	159	183
负债股东权益总计	1,219	1,471	1,496	1,885	2,293
主要财务指标					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	55.32	22.79	31.78	31.38	27.31
营业利润	113.89	(7.04)	36.55	43.36	33.55
净利润	73.04	5.77	51.63	50.99	43.72
利润率 (%)					
毛利率	30.77	29.52	29.71	29.78	30.36
EBIT Margin	14.90	12.00	13.71	14.18	15.16
EBITDA Margin	17.44	14.95	14.54	15.02	15.90
净利率	9.44	8.13	9.36	10.75	12.14
回报率 (%)					
净资产收益率	11.18	11.20	15.20	20.08	24.39
总资产收益率	6.80	6.53	9.09	12.17	14.12
其他 (%)					
资产负债率	36.80	40.94	33.59	38.04	39.20
所得税率	15.20	14.48	15.00	15.00	15.00
股利支付率	0.00	0.00	25.00	25.00	25.00

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

鲍荣富，建筑与工程行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。（本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利）。

覆盖股票范围：

港股：中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）

A 股：中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏交科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、国海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（600237.SZ）、普邦园林（002663.SZ）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn