

收购久信做强智慧医疗，深耕智城百亿市值再启程

核心观点：

- 拟 8.7 亿元收购久信医疗 100% 股权，做大做强智慧医疗业务。久信医疗 2015-2017 年承诺净利润不低于 6000/7200/8640 万元，收购价格对应 2015-2017 年 PE 14.5/12.1/10.1 倍。久信医疗以数字化手术室为先导（市占率领先）、洁净手术室为主体（市占率前三），此外还涉足医疗物流传输系统、医疗信息化业务，洁净室施工及验收国家标准主要起草单位之一，已为全国 330 多家医院建设了 4000 多间洁净手术室和重症监护室，其中 70% 以上为三甲医院。收购完成后公司将快速切入医疗净化系统及数字化手术室建设领域，利用买方信贷、PPP 和融资租赁等金融手段，开展医院整体建设业务。未来公司还将加快拓展医疗信息化、移动医疗等新领域。
- 医疗健康黄金十年开启，轨道交通渐入投资高峰。我们预计医院建设未来两年增速不低于 15%，2015 年医院建安投资约 1900 亿。医疗专业工程市场未来三年增速 18%，2015 年规模超 200 亿。医疗 IT 2015 年市场规模超 300 亿，大健康产业 2020 年市场规模超 6 万亿。2015 年 60 个在建轨道交通项目总投资额超 8000 亿元。
- “基建智能化+政府管理信息化+能源集约化”三大主线，聚焦医疗/交通/节能三大领域，内生外延并举助力公司全力冲刺 300 亿市值新征程。2014 年公司参编《智慧城市系列标准》，并主编《智慧城市总体规划指南》；公司布局的智慧城市整体架构包括交通/商业/公共/住宅/工业建筑等基础设施智能化，并已在轨道交通综合监控系统、酒店、住宅、医院、数据中心等细分领域建立起领先优势；政府管理信息化包括区域医疗平台、电子政务、智慧停车、社区 O2O 等；能源集约化将借助能源互联网及电改浪潮加速发展。通过内生外延并举，每个新领域的拓展均将带来裂变式跨越式增长。
- “工程+服务”、“技术+金融”新型业务模式主推跨越式发展，充分激励保驾护航。公司充分利用自身融资与资本平台优势，在传统专业工程承包基础上，辅以合同能源管理、买方信贷、BT、融资租赁等创新商业模式。2014 年相继签订遵义规划馆 BT、若干医院买方信贷及融资租赁项目，技术创新与金融创新已实现双轮驱动。公司参股 75% 的融资租赁公司注册资本 2 亿元，预计可撬动 20 亿元业务规模。2012/2014 年公司先后实施 300/580 万股限制性股票，增强了中高层及核心骨干队伍的稳定性。此次收购久信医疗公司拟向实际控制人刘磅以及 5 名高管发行 945 万股募资 2.47 亿元，锁定期三年，进一步把高管层利益与公司中长期发展深度绑定。
- 风险提示：宏观经济波动风险、资产重组风险等。
- 盈利预测与估值。我们预测公司 2015-2017 年 EPS0.87/1.20/1.60 元（考虑本次收购发行股份后 EPS0.78/1.09/1.45 元），归母净利润 CAGR54%。综合考虑公司成长性 & 行业估值，我们认为可给予公司 16 年 50-55 倍 PE，对应目标价 60-66 元，维持“推荐”评级。

项目/年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	1012	1263	1654	2105	2645
增长率 YoY%	22.8	24.8	30.97	27.27	25.62
净利润(百万)	82	112.17	153.81	199.90	253.03
增长率 YoY%	5.8	36.3	37.12	29.97	26.57
EPS (元)	0.32	0.44	0.87	1.20	1.60
PE	92	68	34	25	19

资料来源：中国银河证券研究部，股价为 2015 年 1 月 9 日收盘价

达实智能 (002421.SZ)

推荐 维持评级

目标价： 60-66 元

分析师

鲍荣富

☎: 021-20252629

✉: baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514050003

特此鸣谢

周松

☎: 021-68596786

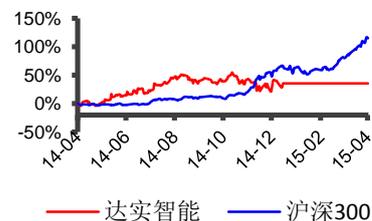
✉: zhousong_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130114120010

市场数据 时间 2015.05.04

A 股收盘价(元)	29.68
A 股一年内最高价(元)	34.28
A 股一年内最低价(元)	20.56
上证指数	4393.69
市净率	4.54
总股本(万股)	26160.00
实际流通 A 股(万股)	20414.94
限售的流通 A 股(万股)	5475.06
流通 A 股市值(亿元)	75.92

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

目录

一、智慧城市聚焦交通医疗及节能，收购久信做强医疗	2
（一）智慧城市建设国内领先.....	2
（二）主营业务分析：聚焦智慧交通、医疗及节能三大领域.....	2
（三）财务分析：成长性及盈利能力行业领先.....	9
二、行业分析：医疗黄金十年开启，轨交渐入投资高峰	15
（一）医疗健康服务黄金十年开启.....	15
（二）轨道交通渐入投资高峰.....	25
三、内外并举深耕智慧城市，百亿市值再启程	28
（一）智慧城市产业链拓展不断打开成长新空间.....	28
（二）“工程+服务、技术+金融”商业模式创新不断突破成长边界.....	28
（三）外延式扩张助推跨越式增长，充分激励保驾护航.....	29

一、智慧城市聚焦交通医疗及节能，收购久信做强医疗

(一) 智慧城市建设国内领先

公司是国内领先的智慧城市综合服务商，参与编制智慧城市国家标准。公司拥有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，主编全国首部由中国智慧城市专家委员会牵头的《智慧城市总体建设规划指南》，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 1: 公司智能化及节能业务体系

基础设施智能化及节能服务	建筑智能化及节能服务	智能卡产品及解决方案
<ul style="list-style-type: none"> • 轨道交通智能化及节能 • 水利智能化 • 其他 	<ul style="list-style-type: none"> • 公共建筑及节能 • 商业建筑及节能 • 工业建筑及节能 • 住宅智能化 	<ul style="list-style-type: none"> • 门禁控制器系列 • 消费机系列 • 一卡通软件系列

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 1: 公司自主化产品体系

系统产品	软件产品	终端产品
达实中央空调管理节能系统 (EMC003)	城市能源监测管理平台 (CEMP)	智能家居产品 DHC 系列智能家居布线箱
达实中央空调节能控制系统 (EMC007)	达实地铁综合监控软件平台	智能门禁及配套产品
达实一卡通系统 C3	达实社区综合管理平台	智能消费及考勤产品

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

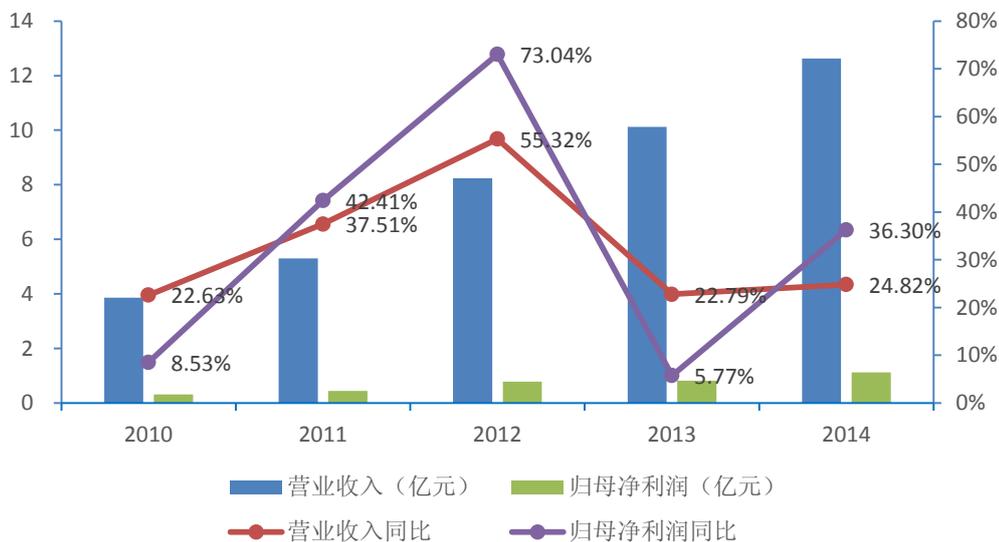
(二) 主营业务分析：聚焦智慧交通、医疗及节能三

大领域

公司目前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、融资租赁等。其中建筑智能及节能为公司核心业务，2010-2014 年收入比重在 70.43%-90.09%，2014 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 70.43%和 18.74%。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，2014 年收入占比分别为 3.36%和 4.40%。2014 年公司首次实现融资租赁收入达 0.048 亿元，占比 0.38%。

2010-2014 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 2010 年的 3.86 亿元攀升至 2014 年的 12.63 亿元，CAGR 达 26.75%；归母净利润增速较快，由 2010 年的 0.32 亿元增长到 2014 年的 1.21 亿元，CAGR 达 30.47%。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 20.66%，毛利 CAGR 达 22.27%。

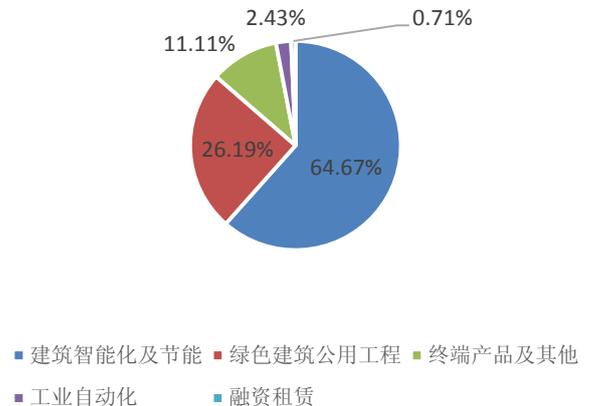
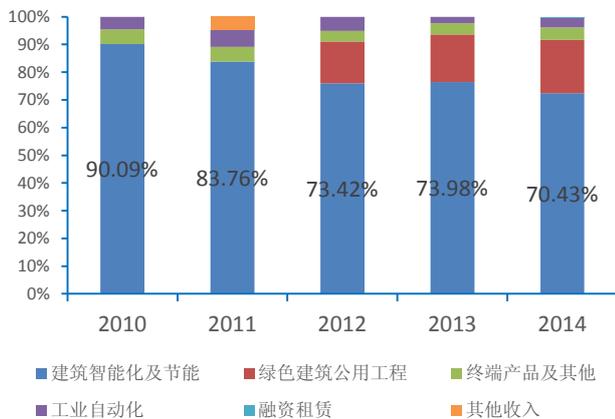
图 2：2009-2014 年公司营业收入和净利润及其增速



资料来源：wind，中国银河证券研究部

图 3：2010-2014 年公司主营业务收入构成

图 4：2014 年公司主营业务毛利构成

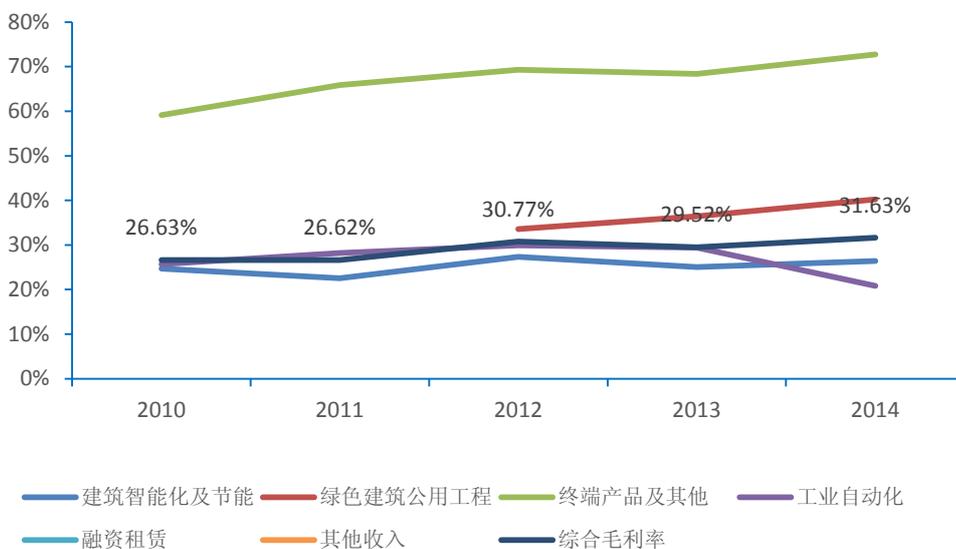


资料来源: wind, 中国银河证券研究部

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

2010-2014年, 公司综合毛利率稳中有升, 其中2012年增幅较大, 主要是由于2012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。同时公司核心业务建筑智能化及节能2012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在60%~70%的高位。

图 5: 2010-2014 年公司各项业务毛利率



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

1、传统建筑智能业务聚焦公共建筑、商业建筑、工业建筑、住宅四大板块

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, 公司专注于高星级酒店、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。

(1) **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, 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, 国内酒店智能化市占率约为10%。公司14年公司相继与珠海长隆横琴湾酒店、珠海长隆企鹅酒店、珠海长隆国际马戏酒店签订酒店智能化合约, 进一步巩固公司酒店智能化细分行

业地位。

图 6: 达实智能打造珠海长隆横琴湾酒店的智能化及节能系统



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

图 7: 珠海长隆国际马戏酒店



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

(2) 住宅智能化业务: 坚持大客户战略, 业务规模已做到国内最大。公司迄今已与恒大、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, 通过复制性降低解决方案的开发成本与实施成本。

表 2: 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
多业态智能化	广州九龙湖社区智能化项目
	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: 公司公告, 中国银河证券研究部

(3) 公共建筑智能化: 聚焦绿色智慧医院,相继承接了全国建筑规模最大的民营医院——东莞康华医院、深圳市滨海医院、广西钦州中医院、香港大学深圳医院、洛阳市中心医院、合肥市滨湖医院、中山市小榄人民医院等代表项目。

表 3: 公司参与的绿色智慧医院代表性项目

项目名称	项目占地面积 (万 m ²)	建筑面积 (万 m ²)
深圳市滨海医院双向交互系统	19.2	35.2
东莞康华医院智能化系统	37.5	32

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(4) 工业建筑智能化：传统工业自动化为主。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：能源互联网模式受益电改，联手三菱仲利开拓外资业务

(1) 合同能源管理模式先行者，能源互联网模式充分受益电改

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，单体规模百万级，多采用效益分享型模式；新建筑金额比较大，单体规模千万级，以能效保障型、能源托管型模式为主。

(2) 联手三菱日联及仲利国际，开拓外资业务。

2015年3月公司与日本三菱日联租赁株式会社及仲利国际租赁有限公司合资设立联智节能环保(深圳)有限公司，公司持股40%，三菱日联、仲利国际分别持股40%、20%。

三菱日联是日本国内最大的节能服务及融资租赁企业，管理资产总规模超过2400亿元人民币，在日本本土已服务累计超过400个EMC项目。仲利国际是台湾租赁业龙头中租控股股份有限公司的全资子公司，是中国大陆地区获批成立的第一家外资租赁公司，成立以来已累计业务投放额近300亿，服务企业超过10000家。

合资公司将以合同能源管理为主营业务，并为用户提供节能环保领域的相关技术服务，此外还将从日本、台湾等地引入更先进的节能技术，重点开拓中国大陆的日资和台资业务。

图 8：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：公司公告，中国银河证券研究部

图 9：公司节能系统结构图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

专注政府大型公建、工业厂房、商业建筑等重点领域，聚焦中央空调节能改造服务。在传统的既有建筑中央空调节能改造方面，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，公司承建的国内最大高新园区之一——深圳华星光电工业园节能项目，天马微

电子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”，此外还承接长安标致雪铁龙、海尔、华为、比亚迪、天马等大型工业园区项目。

表 4: 近年公司建筑节能代表性项目

领域	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
	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
大型酒店	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%，节约约 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
	深圳华星光电工业园区	项目投资额达 245 亿元

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

创新“能源站”模式，针对新建建筑，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。

表 5: 公司“能源站”代表项目

项目名称	实现效益/合同金额
中山卓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
长安标致雪铁龙中央空调水蓄冷节能服务合同	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：公司公告，中国银河证券研究部

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

公司是专注于轨道交通综合监控系统这一优势领域，自主研发了国内第一个集成 CCTV 系统的主控系统“**AIS 系统**”。2010 年荣获年度中国轨道交通创新力企业 50 强。**目前产品线逐步至包括综合监控、综合安防、自动检售票、节能在内的完整产业链。**通过持续的研发投入和产品线整合，公司轨道交通智能化业务已涵盖轨道交通综合监控系统、综合安防系统、自动售检票系统、智能卡产品、整体节能等，同时围绕“绿色地铁”，从咨询及认证、设计、建设、运营等全生命周期切入。

表 6: 近年公司轨道交通智能化项目

时间	项目名称	合同金额 (亿元)
2014	深圳地铁三期工程 7 号线综合安防系统设备采购项目	0.55
	福州市轨道交通 1 号线工程 (一期) 综合监控系统集成采购项目	0.89
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
	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
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
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
	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
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
合计		7.84

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

基础设施智能化业务面广泛, 覆盖水利、机场行李处理系统。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、智能卡产品: 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。

图 10: 重庆医科大学门禁一卡通系统案例

图 11: 合肥万达威斯汀酒店门禁一卡通系统案例



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

(三) 财务分析: 成长性及盈利能力行业领先

2014 年公司实现营业总收入 12.63 亿元, YOY+24.82%; 营业利润 1.65 亿元, YOY+39.31%; 归属于上市公司股东的净利润 1.12 亿元, YOY+36.30%。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, 2014 年在可比公司中毛利率、净利率均为第一。

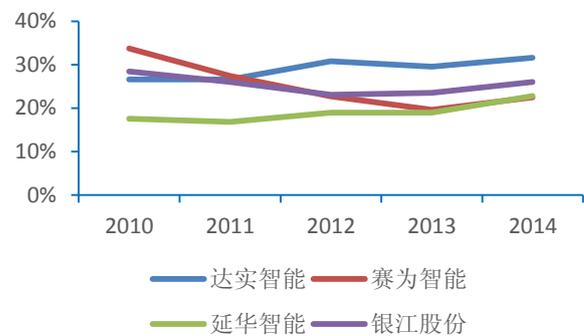
图 12: 可比公司营业收入 (亿元)



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

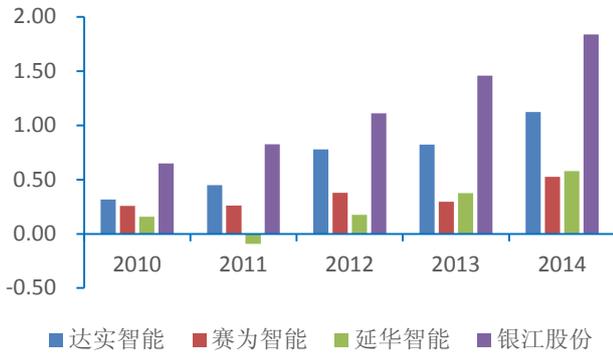
图 14: 可比公司归母净利润 (亿元)

图 13: 可比公司毛利率

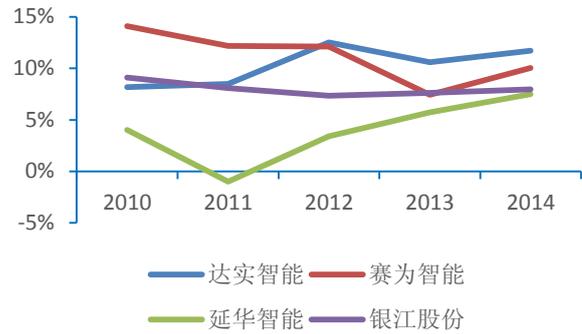


资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

图 15: 可比公司销售净利率



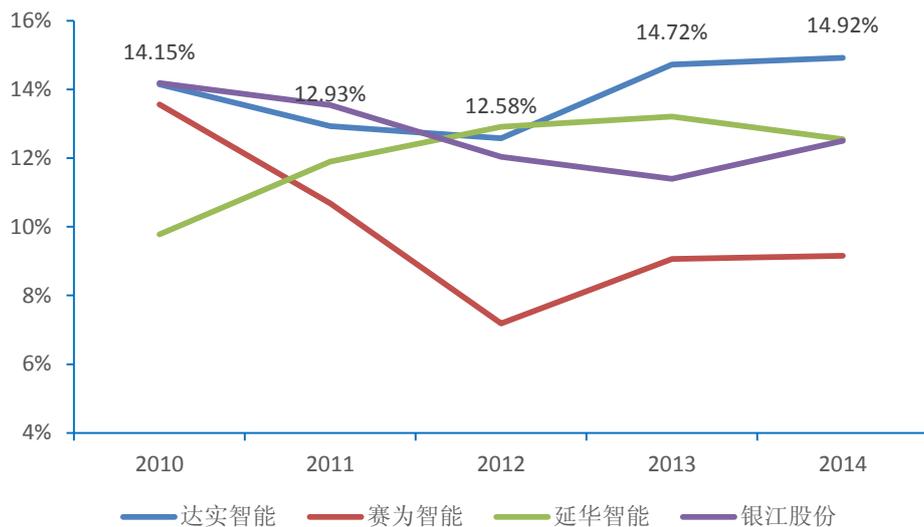
资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部



资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

2014 年公司管理费用和销售费用仍有较大增长。其中销售费用同比增长 23.90%，管理费用同比增长 20.47%，主要原因是报告期内员工人数增加导致薪酬支出增加所致；财务费用同比增长 389.65%，主要原因是本报告期公司支付短期银行借款利息所致。

图 16: 可比公司期间费用率

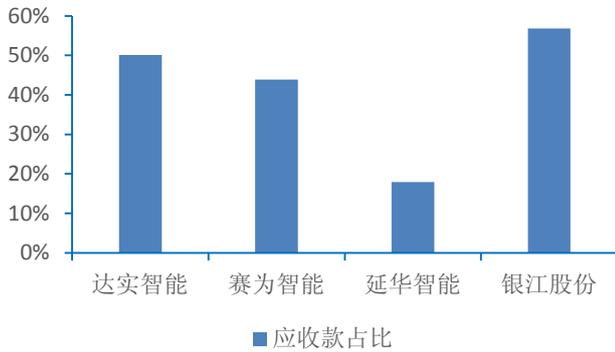


资料来源:公司公告, 中国银河证券研究部

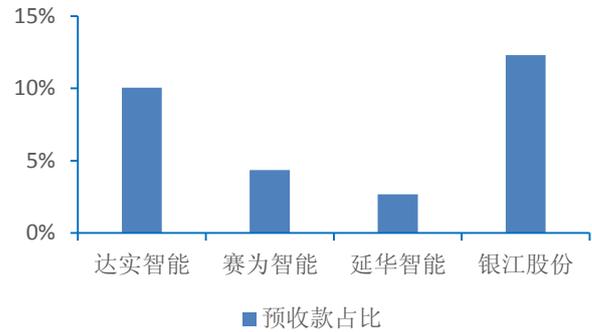
预收款占比较高，应收款占比略高于平均水平。2014 年末公司应收账款占比约 50.12%，高于可比上市公司平均水平 42.20%。公司预收款项占比约为 10.05%，高于可比上市公司平均水平 7.34%。公司议价能力良好。

图 17: 可比公司应收款占比

图 18: 可比公司预收款占比



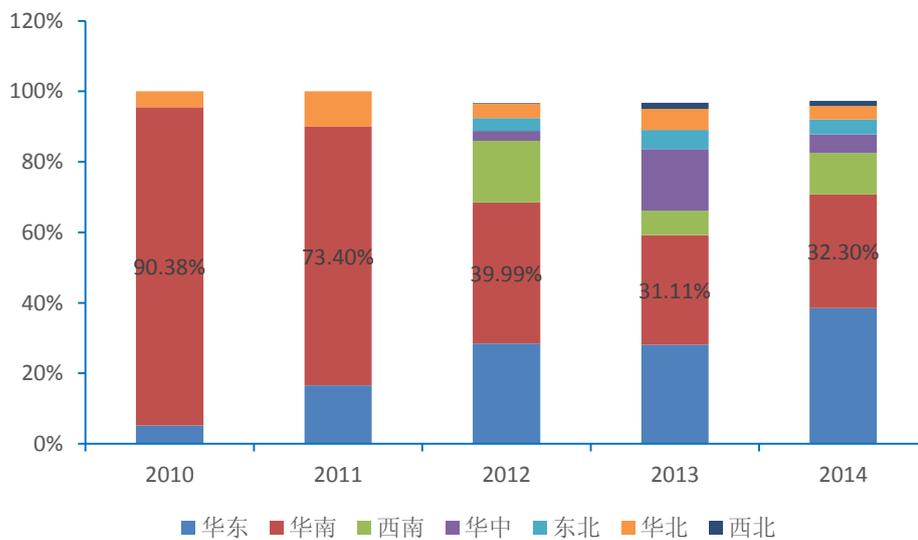
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

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。公司近几年来着力开拓华南以外市场, 区域扩张初显成效。2010-2014年, 华南区域收入占比总体呈下降趋势, 公司由2012年开拓西南、华中、东北、西北市场, 2012-2014年四地总共营收达1.99亿元、3.20亿元、2.87亿元。更广的区域收入来源使公司业务抗波动性增强。

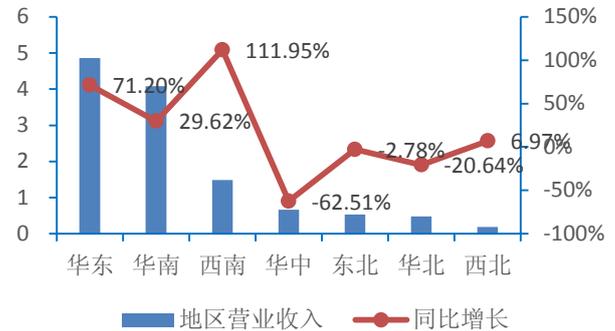
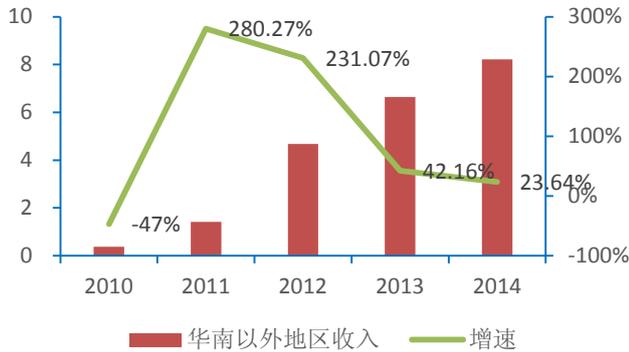
图 19: 2010-2014 年公司主营收入区域结构



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

图 20: 2010-2014 年华南以外地区收入 (亿元) 及增速

图 21: 2014 年公司各区域主营收入情况图 (亿元)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

2014 年公司继续在细分行业精耕细作，在轨道交通、酒店智能化、智慧医院等细分行业都精密布局，建立强势竞争力，为公司进一步拓展智慧城市、智慧医疗等业务奠定基础。

表 7: 达实智能 2014 年主要领域新签合同情况

轨道交通	开辟了广州、福州、石家庄、南宁 4 个城市市场，中标地铁线路数在国内综合监控市场位居行业第一
酒店智能化	签订了珠海长隆企鹅酒店、珠海长隆国际马戏酒店
智慧医院	签约洛阳市中心医院、钦州中医院、仁怀人民医院项目

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

全国布局日益完善，区城市占率稳步提升。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。

（四）收购久信做强智慧医疗业务

公司于 2015 年 5 月 4 日晚公告拟收购江苏久信医疗科技股份有限公司（以下简称“久信医疗”）100% 股权，其中现金支付 3.25 亿元、发行股份支付 5.47 亿元，发行股份价格 26.18 元/股。其中，向公司实际控制人刘磅以及高管程朋胜、苏俊锋、吕枫、林雨斌、黄天朗非公开发行股份募集配套资金总额为 2.47 亿元。本次交易完成前后公司的股权结构如下：

表 8: 本次收购前后股权结构变化

股东名称	本次交易之前		本次交易完成后	
	持股数量 (股)	持股比例	持股数量 (股)	持股比例
达实投资	60,639,626	23.18%	60,639,626	20.77%
贾虹	27,000,000	10.32%	27,000,000	9.25%
刘磅	20,000,000	7.65%	26,453,542	9.06%
房志刚等 12 名交易对方	-	-	20,881,784	7.15%

其中：房志刚	-	-	14,748,386	5.05%
常州瑞信	-	-	1,026,340	0.35%
程朋胜、苏俊锋、 吕枫、林雨斌、 黄天朗	4,119,394	1.57%	7,119,394	2.44%
	149,840,980	57.28%	149,840,980	51.33%
合计	261,600,000	100.00%	291,935,326	100.00%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

本次交易完成后公司总资产规模、净资产规模、收入规模、净利润水平均明显增加，收购前后公司主要财务数据比较如下：

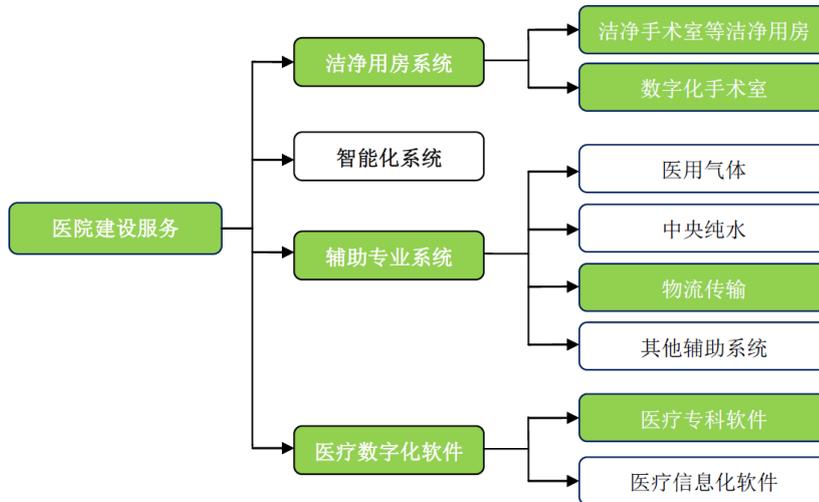
表 9：本次收购发行股票前后主要财务数据影响

项目	2014年末/2014年度 实现数（收购前）	2014年末/2014年度 备考数（收购后）	增幅
总资产	260,038.54	375,737.44	44.49%
归属于母公司所有者权益	161,766.95	216,435.45	33.79%
营业收入	126,306.23	169,240.19	33.99%
营业利润	16,493.35	19,805.82	20.08%
利润总额	17,509.89	21,202.24	21.09%
归属于母公司所有者的净利润	11,216.79	13,874.24	23.69%
基本每股收益（元/股）	0.51	0.57	11.76%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

久信医疗主营业务以数字化手术室为先导、以洁净手术室为主体，具有医院洁净用房系统（主要包括整体数字化手术部、数字化专科手术室、洁净手术室）、重症监护病房（ICU、CCU、NICU 等）、层流洁净病房、中心供应室等体现医院医疗水平的核心业务单元，其业务是构成数字医院建设乃至智慧医疗产业链的重要环节，此外还提供医疗物流传输系统解决方案并从事医疗信息化软件开发业务。在医院洁净手术室建设领域的市场占有率排名前三，在数字化手术室建设领域市场占有率排名领先。久信医疗成立 20 年来已成功为全国 330 多家医院建设了 4000 多间高标准的洁净手术室和重症监护室，医院客户中 70%以上为三甲医院。

图 22：2010-2014 年公司主营收入区域结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部；注：绿色为久信医疗目前已涉足部分

表 10: 久信医疗主要业绩情况

项目	主要成绩
重点高新企业	久信医疗为国家火炬计划重点高新技术企业
完成案例多	久信医疗已成功为国内 330 多家医院承建了 4,000 多间高标准数字化手术室、洁净手术室、ICU 病房等
客户优质	久信医疗医院客户中 70%以上为国内三甲医院 卫生部北京医院、北京协和医院、北京大学第三附属医院、解放军海军总院、复旦大学附属中山医院、上海华山医院、中山大学附属第三医院、华中科技大学同济医院、中南大学湘雅医院均为久信医疗客户
行业规范起草单位	久信医疗最早参与国内净化领域标准制定，是《GB50591-2010 国家洁净室施工及验收规范》主要起草单位之一
技术研发实力强	久信医疗及子公司已获授权发明专利 3 项，实用新型专利 30 项，软件著作权 20 项
品牌知名度高	久信医疗荣获中国驰名商标，在业界具有较高知名度与品牌影响力

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

表 11: 久信医疗主要业务产品及优势

主要业务	主要产品	技术优势	主要客户
整体数字化手术室	数字化微创外科手术室	<ul style="list-style-type: none"> 先进的数字医学影像编码技术； HL7、DCOM 及 XML 接口集成插件技术； 多年医学临床数据积累； 	<ul style="list-style-type: none"> 北京医院 北京协和医院 北京大学第三附属医院 解放军海军总院 复旦大学附属中山医院
	数字化骨科手术室		
	数字化心胸外科手术室		
	神经外科和脑外科手术室		
	其他常规化数字手术室		

医用净化工程	洁净手术室 单间 ICU DSA 层流病房 护士监控中心等	<ul style="list-style-type: none"> • 拼装式净化手术室主体结构专利证书; • 手术室景观体发明专利; • 完成第一代具有导航和手术机器人数字手术室系统自主研发 (2011年江苏省科技成果转化项目) 	<ul style="list-style-type: none"> • 上海华山医院 • 中山大学附属第三医院 • 华中科技大学同济医院 • 中南大学湘雅医院
医院信息化软件	手术麻醉临床信息系统 ICU 重症监护管理系统		<ul style="list-style-type: none"> • 第二军医大学附属东方肝胆医院 • 常州第一人民医院

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

久信医疗 2013/2014 年分别实现营业收入 3.87/4.29 亿元，净利润分别为 2812.71/3756.01 万元；2015-2017 年承诺净利润分别不低于 6000/7200/8640 万元，YOY+74.8%/20%/20%。本次收购价格对应 2015-2017 年 PE 分别为 14.5/12.1/10.1 倍。

本次收购对于公司做大做强智慧医疗业务具有重要意义：(1) **收购完成后公司将快速切入医疗专业净化系统建设及数字化手术室领域，积极将买方信贷、PPP 和融资租赁等金融手段适当向久信医疗倾斜，尝试医院整体建设业务**，进而推动公司成为国内绿色智慧医院建设领域龙头企业。(2) 未来公司将围绕智慧医疗产业链继续布局，**加大力度发展医疗信息化业务，积极探索移动医疗等商业模式**，实现智慧医疗战略的更大协同。

二、行业分析：医疗黄金十年开启，轨交渐入投资高峰

(一) 医疗健康服务黄金十年开启

随着我国医疗卫生体制改革不断深化，医疗服务行业快速发展，市场前景广阔。医院整体建设包括从医院建设咨询与设计、融资、医院修建、装饰工程、医疗专业工程、医疗设备与器械配置、智能化与信息化、运行维护等环节。医院整体建设示意图如下：

图 23: 医院整体建设示意图



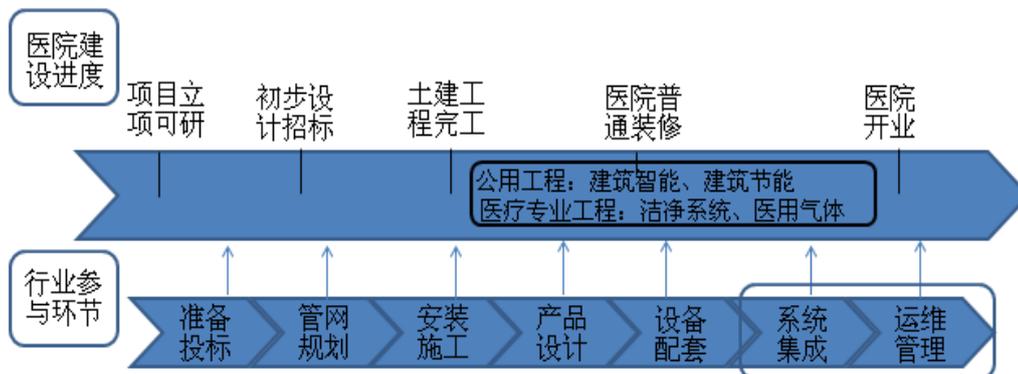
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

医院建设产业链长, 覆盖环节多。从功能属性看, 医院建筑具有医疗和建筑的双重属性:

(1)从公共建筑属性看, 医院建设包括土建施工、机电设备、智能节能和普通装修四个环节, 建设期一般在 2 年左右; (2)从医疗属性看, 医院建设重点突出医疗专业工程建设, 包括洁净手术部工程、医用气体工程、ICU 整体配套工程、消毒供应中心等十多个子行业, 其中洁净净化系统和气体工程是最主要的两个部分。

另一方面, 从医院运行管理看, 我们重点关注信息化投资和运维管理, 前者包括医院信息化和医疗信息化, 后者主要是医院的托管运营和管理, 是产业链的纵向延伸。

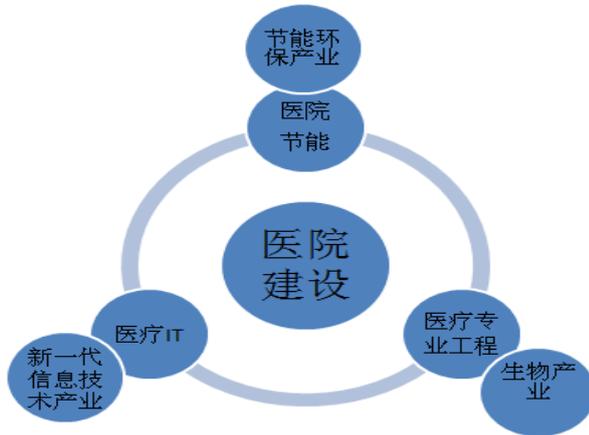
图 24: 医院建设产业链



资料来源: 中国银河证券研究部

与新兴战略性产业交叉的医院建设板块具有十分良好的市场前景。 医院管理建设与战略新兴产业交融领域主要是节能环保、信息技术和生物工程，产生医院智能节能、医疗 IT 和医疗专业工程等新兴子行业。

图 25: 医院建设与战略新兴产业交叉行业



资料来源：中国银河证券研究部

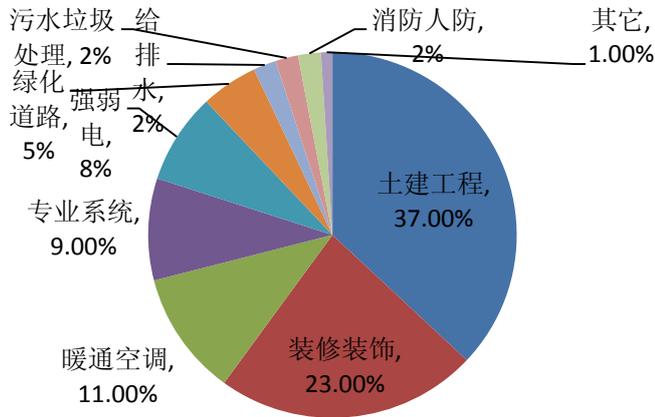
1、医院建设市场规模：未来两年增速不低于 15%，2015 年医院建安投资约 1900 亿

医院建设是现代建筑业在医院这种特定类型建筑中的应用，由于医院等级类型多样、设备采购差异化强，不同地区、不同等级医院投资的可比性较差，但由经验数据得出，卫生建安投资一般是设备购置投资的 3-5 倍，是其它费用的 8-9 倍。因此我们在本报告先主要分析和测算医院建筑安装工程市场规模（即医院可研报告中的建安工程费用，不包括医疗设备及工器具购置费、建设管理监理费等其它费用和预备费等）。

固定资产投资比例法：我们通过比较北京、上海、江西、湖南和广西共 20 个医院建设项目的历史数据，分析医院建安投资各环节的比例：土建和装饰占医院建安工程整体费用的 60% 左右，医院装修因普通装修、精装、二次装修等差异在 15%-30% 之间变动。暖通空调因南北地区差异浮动较大，浮动区间 8%-15%。医疗专业系统和强弱电投资比例相近，在 8%-9%。绿化、水务、道路和消防等其它公用辅助工程投资比例合计在 10% 左右。

图 26: 医院建筑安装市场投资构成

图 27: 医院固定资产及占比



资料来源: 医院可研报告, 中国银河证券研究部

资料来源: wind, 中国银河证券研究部

由于缺少医院固定资产投资数据, 我们以卫生机构总固定资产投资比例估算。医院固定资产占卫生机构总固定资产在 80% 左右, 因此我们推算医院建筑安装工程投资占卫生建安投资的 80%。假定未来卫生投资增速不低于 15%, 那么我们就能够得到未来五年医院建安工程市场的规模, 2015 年医院建筑安装工程市场约为 1906.18 亿元, 设备购置投资约为 476.54 亿元, 我们重点关注的医院建筑节能市场和建筑智能市场合计约为 362.17 亿元 (以暖通空调和强弱电系统两项合计)。

表 12: 医院建设市场规模测算 (亿元)

	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
卫生建安投资	1566.68	1801.68	2071.93	2382.72	2740.13	3151.15	3623.83	4167.40	4792.51
医院建安投资	1253.34	1441.35	1657.55	1906.18	2192.11	2520.92	2899.06	3333.92	3834.01
其中: 土建投资	463.74	533.30	613.29	705.29	811.08	932.74	1072.65	1233.55	1418.58
装修装饰	288.27	331.51	381.24	438.42	504.18	579.81	666.78	766.80	881.82
暖通空调	137.87	158.55	182.33	209.68	219.21	252.09	289.91	333.39	383.40
医疗专业系统	112.80	129.72	149.18	171.56	197.29	226.88	260.92	300.05	345.06
强弱电系统	100.27	115.31	132.60	152.49	175.37	201.67	231.92	266.71	306.72
绿化道路	62.67	72.07	82.88	95.31	109.61	126.05	144.95	166.70	191.70
给排水系统	25.07	28.83	33.15	38.12	43.84	50.42	57.98	66.68	76.68
污水垃圾处理	25.07	28.83	33.15	38.12	43.84	50.42	57.98	66.68	76.68
消防人防	25.07	28.83	33.15	38.12	43.84	50.42	57.98	66.68	76.68
医院设备购置投资	313.34	360.34	414.39	476.54	548.03	630.23	724.77	833.48	958.50

资料来源: 中国银河证券研究部测算

2、医疗专业工程市场规模: 未来三年增速 18%, 2015 年规模超 200 亿元

医院床位比例法: 为了消除医院建设投资比例法可能存在的误差和更清晰的说明医疗专业工程市场的构成, 我们进一步利用床位比例法测算医疗专业工程市场。医疗专业工程市场本质上是医疗器械行业与建筑工程行业的融合, 医疗专业系统通常包括洁净系统、医用气体系统、医院污水处理、气动物流传输系统、轨道式物流系统、天轨移位系统、机械停车系统等多个子

系统，其中洁净系统和气体系统是必备系统。医疗专业工程市场规模与医院规模（尤其是医院床位数）紧密相关，我们重点测算医疗洁净（净化）工程和医用气体工程市场的具体规模。

➤ **洁净手术部工程市场规模假设**

根据《中华人民共和国卫生部综合医院建筑设计规范》（实行）要求，医院手术间数按外科病床计算，每 25-30 床设置一间手术室；教学医院和以外科为重点的医院，每 20-25 床设置一间手术室。根据尚荣医疗等业内公司的行业经验，中医医院及专科医院每 30-40 床设置一间手术室。我们假定综合医院每 25 床设置一间手术室，中医医院及专科医院每 40 床设置一间手术室。且医院病床数 2014-15 年年均增长 20%，‘十三五’期间增速 15%，洁净手术部普及率由 2012 年的 77% 逐年提高 1pct，工程造价 60 万元/间。更新周期 10 年一次，洁净手术部将逐步取代现有全部手术部。

这样，每年新建投资=(当年新增综合医院病床数/25+(当年新增中医医院病床数+当年新增专科医院病床数)/40)*平均普及率*工程造价，改扩建投资=当年需要改扩建洁净手术部数量*工程造价。按照该方法测算得到，2015 年洁净手术部市场规模大约为 187 亿元，未来两年 CAGR17.76%，其中新建投资约 130 亿。由于我国绝大多数洁净手术部都是 2003 年之后新建的，因此未来十年改扩建市场也将迎来更新周期。

➤ **医用气体工程市场规模假设**

医用气体系统也称为医院生命支持系统，是医院建设不可缺少的另一子系统。假定医院病床数增长同前假设，年均增长 20%/15%；医用气体平均普及率由 2012 年的 77% 逐年提高 1pct，工程造价 4500 元/床。更新周期 10 年一次，改扩建的医院将全部采用新的医用气体工程。

这样，每年新建投资=当年医院全部新增病床数*平均普及率*工程造价，改扩建投资=当年改扩建病床数*工程造价。按照该方法测算得到，2015 年医用气体工程市场规模大约为 38 亿元，未来两年 CAGR19.35%，其中新建投资约 27 亿，改扩建投资约 11 亿。

综合来看，2015 年两项必需医疗专业工程市场规模将突破 200 亿元，合计达到 225 亿元，未来两年年均增速 18.03%。

图 28: 洁净手术部工程市场规模测算 (亿元)



图 29: 医用气体工程市场规模测算 (亿元)



资料来源: 中国银河证券研究部测算

资料来源: 中国银河证券研究部测算

3、医疗信息化市场规模: 医疗 IT 2015 年市场规模超 300 亿, 医疗信息化产业超千亿

医院收入比例法: 固定资产比例法不能够表现医疗 IT 市场发展的最新进展, 因此我们进一步通过收入比例法测算医疗 IT 行业的市场规模。医疗 IT 行业是计算机服务业与建筑工程行业的交叉。由于此轮医疗 IT 投资主要推动力在于政策推动, 因此我们以公立医院、基层卫生机构和公共卫生机构为主体测算医疗 IT 市场规模。

假定随着新型城镇化和智慧城市建设, 医疗机构高端化 (三级医院信息化建设进一步提升) 和网络下沉 (政策向基层医疗卫生机构倾斜) 同时发生, 那么三级医院 2020 年之前收入增速将维持在 15%-20%, 二级医院 10%-15%, 一级医院 10%, 基层医疗卫生机构收入增速 15%, 专业公共卫生机构 10%-13%。且三级医院 IT 投资占总收入比例由 1% 逐渐提高到 2020 年的 2%, 二级医院占比由 0.8% 提升至 1.6%, 一级医院比重由 0.6% 提升至 1.4%。基层和专业卫生机构由 0.4% 提升至 0.6%, 那么这一假定下 2015 年医疗 IT 市场规模将达到 354 亿元。未来两年市场增速有望保持在 30% 以上, “十三五” 期间增速将维持在 20% 以上。

表 13: 医疗 IT 市场规模测算 (亿元)

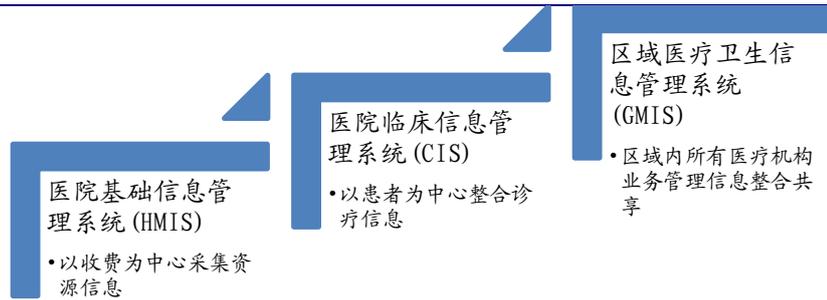
	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
医疗机构收入预测									
三级医院	8546.9	10256.3	12307.6	14769.1	16984.5	19532.2	22462.0	25831.3	29706.0
二级医院	4968.5	5713.7	6570.8	7556.4	8312.0	9143.2	10057.6	11063.3	12169.7
一级医院	273.7	301.1	331.2	364.3	400.7	440.8	484.9	533.4	586.7
基层卫生医疗机构	3138.5	3609.3	4150.7	4773.3	5489.2	6312.6	7259.5	8348.5	9600.7
专业公共卫生机构	1356.0	1532.3	1731.5	1956.6	2152.3	2367.5	2604.3	2864.7	3151.2
医疗 IT 投资估算									
三级医院	85.47	123.08	172.31	236.31	288.74	351.58	426.78	516.63	623.83
二级医院	39.75	51.42	65.71	83.12	99.74	118.86	140.81	165.95	194.71
一级医院	1.64	2.11	2.65	3.28	4.01	4.85	5.82	6.93	8.21
基层卫生医疗机构	12.55	15.16	18.26	21.96	26.35	31.56	37.75	45.08	53.76
专业公共卫生机构	5.42	6.44	7.62	9.00	10.33	11.84	13.54	15.47	17.65
医疗 IT 投资额	144.84	198.20	266.55	353.66	429.17	518.69	624.69	750.06	898.16
YOY%		36.84%	34.48%	32.68%	21.35%	20.86%	20.44%	20.07%	19.75%

资料来源: 中国银河证券研究部测算

医疗信息化产业的发展途径有三个阶段: 医院管理信息化阶段(HMIS)、医院临床管理信息化阶段(CIS)和区域公共医疗管理信息化阶段(GMIS)。

我国目前正处于由 HMIS 向 CIS 和 GMIS 过渡阶段。HMIS 在一线城市占有率达 90%, 且有大量公司做 HMIS; 而 CIS 一线城市占有率 30%, 属于深化阶段, 市场空间大, 行业目前集中度较低, 未来 3-5 年集中度将逐渐提升, CIS 系统未来将向专业分工更细致的科室级信息管理发展。

图 30: 医疗信息化经历的技术路径

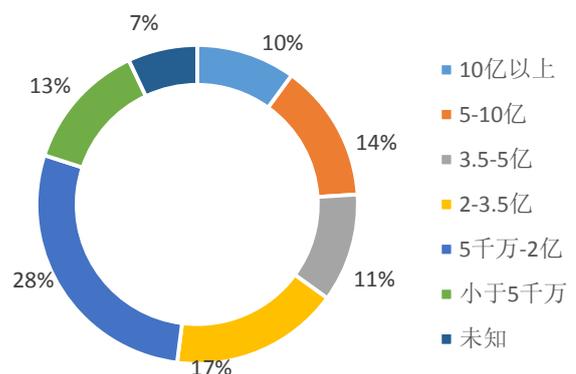
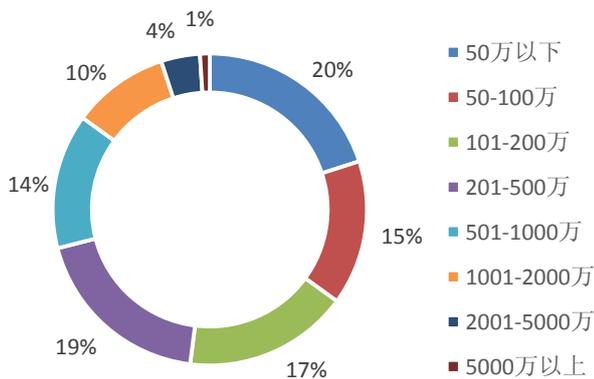


资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

我国医疗机构的信息化采购比重仍以硬件为主，美国等发达国家医疗信息化采购以软件、服务为主。我国目前医院医疗信息化与发达国家差距较大。2013 年我国医疗卫生支出占财政支出的比例仅为美国的四分之一。目前我国大多数医院都已经制定了部分或全面信息化规划，我国医疗信息化产业将进入持续快速发展期。

图 31：2013 年我国医院医疗信息化投入规模比例

图 32：2013 年美国医院医疗信息化投入规模比例



资料来源：埃森哲，中国银河证券研究部

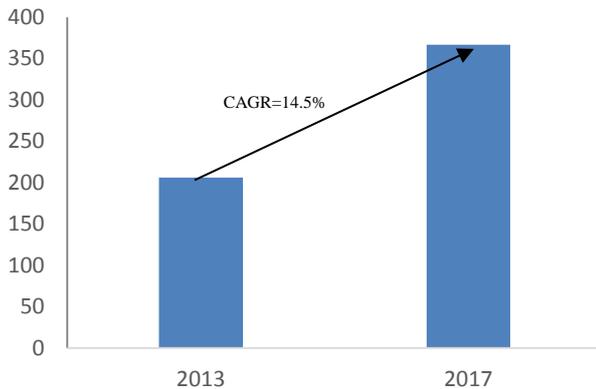
资料来源：埃森哲，中国银河证券研究部

根据 IDC 统计，我国医疗信息化市场容量 2013 年为 206 亿元，到 2017 年将实现 336.5 亿元，CAGR 预计为 14.5%。医疗信息化市场的投资规模持续扩大，已连续 5 年保持 20% 以上的增长率，远高于全球市场 5.1% 的年均复合增长率。

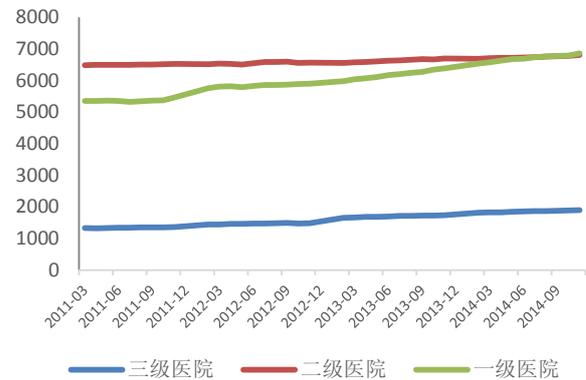
根据卫生部发布的《健康中国 2020 战略研究报告》，未来五年我国将在全民电子健康系统工程方面将投入 611 亿元预算，包括大型综合医院信息化系统标准化建设、建立全民电子健康档案和区域医疗信息化平台等工作，若考虑地方政府配套资金，整体医疗信息化建设投入预算将超千亿元。

图 33：医疗信息化市场容量预测（亿元）

图 34：2011-2014 年医疗机构数量（所）



资料来源: IDC, 中国银河证券研究部



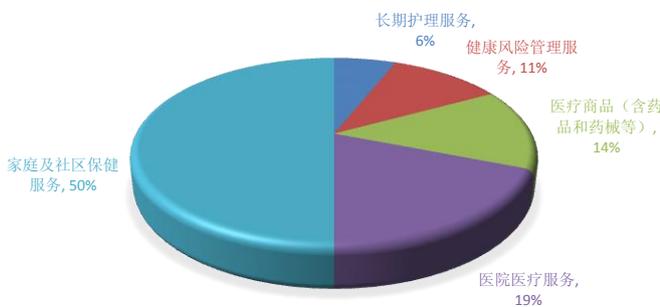
资料来源: 国家统计年鉴, 中国银河证券研究部

4、大健康黄金十年启动, 预计 2020 年市场规模超 6 万亿

大健康产业是提供预防、诊断、治疗、康复和缓和性医疗商品和服务的总称, 通常包括医药工业、医药商业、医疗服务、保健品、健康保健服务等领域。大健康产业是世界上最大和增长最快的产业之一。大健康产业可分为以产品为主导(健康消费品、消费类医疗器械、高端创新药)和以服务为主导(智慧医疗、民营医院、诊断及研发外包)两大类。

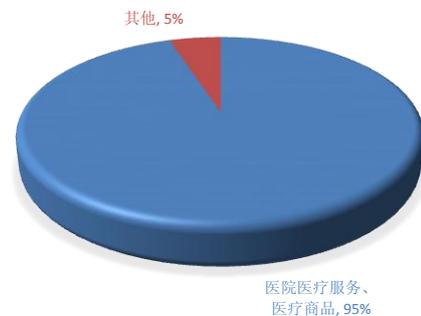
从国际大健康产业结构来看, 中国的大健康产业仍处于初创期, 在产业细分以及结构合理化方面需要更大的提升和完善。

图 35: 美国大健康产业结构图



资料来源: 前瞻网 中国银河证券研究部

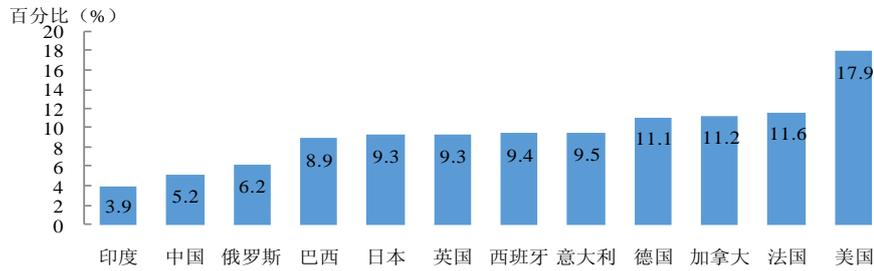
图 36: 中国大健康产业结构图



资料来源: 前瞻网 中国银河证券研究部

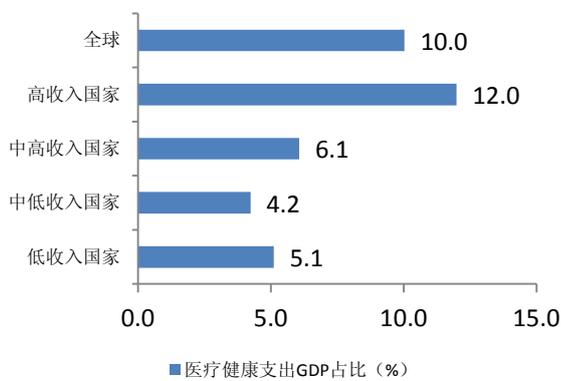
同世界其他国家相比, 我国医药卫生开支占 GDP 比重仍然较低, 目前发达国家这一比重基本维持在 10%左右, 美国更是达到了 17.9%, 从健康支出占 GDP 的比重来看, 中低收入国家人均健康支出比例明显低下。

图 37: 中国健康卫生支出占 GDP 比例较低



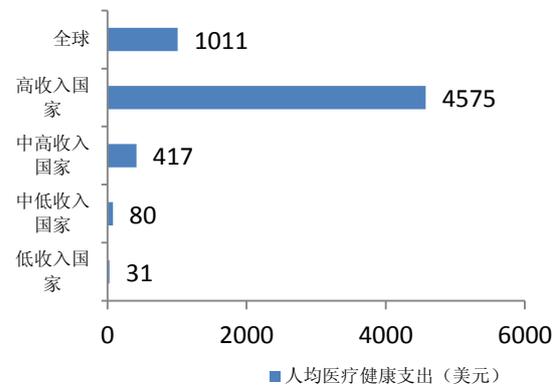
资料来源：世界卫生组织，中国银河证券研究部

图 38: 医疗健康支出占 GDP 比例



资料来源：世界卫生组织，中国银河证券研究部

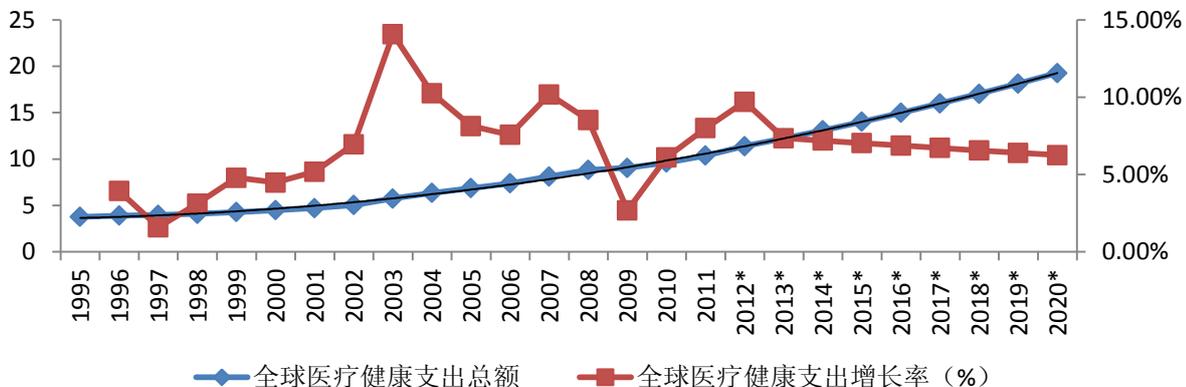
图 39: 人均医疗健康支出金额 (美元)



资料来源：世界卫生组织，中国银河证券研究部

作为全球最大的产业之一，全球健康年支出总额占 GDP 总额的 1/10 左右，是全球经济发展的新引擎。在目前全球股票市值中，健康产业相关股票市值约占总市值的 13%。进入 21 世纪后，医疗健康开始进入快速增长阶段，新一轮增长主要来自于中低收入国家和中高收入国家人口增长，人均健康需求的持续释放，以及科技进步带来的新一轮产业升级为发达国家的健康产业发展带来的增长动力。**预计 2020 年健康产业全球总产值将达到 13.39 万亿美元，为 2011 年的 1.9 倍左右。**

图 40: 全球健康支出总额及其增长率



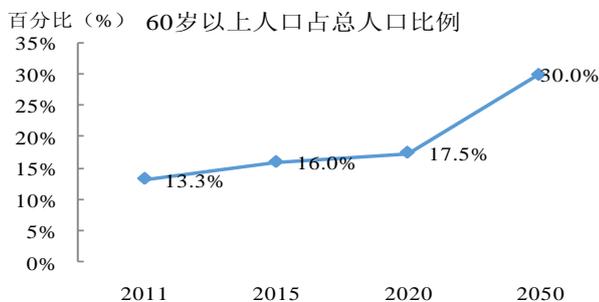
资料来源：世界卫生组织，中国银河证券研究部

中国医药卫生总开支将继续保持较高增速，主要驱动因素来自：人口老龄化加剧、慢性病发病率上升以及城镇化进程带来的消费需求升级。

人口老龄化加剧。2013 年我国总人口为 13.6 亿人，其中 60 岁以上人口总数已经超过 2 亿人，占总人口的 14.9%。到 2015 年，全国 60 岁以上老年人将增加到 2.21 亿，到 2030 年全国老年人口规模将会翻一番。老龄化的日益加剧在持续推动我国医药总费用的增长，据统计：老年人平均消耗的卫生资源是全部人口平均值的 1.9 倍；老年人慢性病患者率是全部人口的 3.2 倍，伤残率是全部人口的 3.6 倍；大于 65 岁老年人口有 66% 的使用处方药或非处方药。老龄化加剧将是驱动我国卫生总支出增长的主要因素之一。

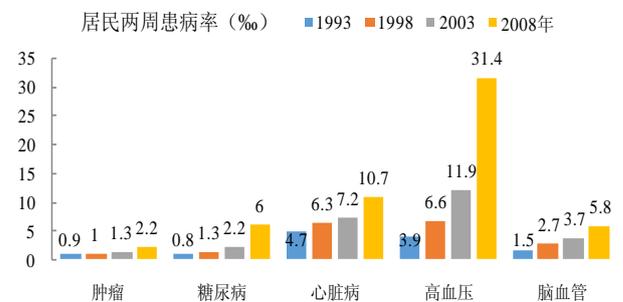
慢性病发病率直线攀升。伴随着工业化、城镇化、老龄化进程加快，我国慢性病发病人数迅速增加，肿瘤、糖尿病、心脑血管疾病等主要慢性病的发病率都直线攀升，现有确诊患者 2.6 亿人，是重大的公共卫生问题。慢性病由于病程长、流行广、致残致死率高，因此给我国医疗卫生体系造成巨大负担。目前慢性病导致的死亡已经占到我国总死亡的 85%，导致的疾病负担已占总疾病负担的 70%。

图 41: 我国老龄化程度将日益加剧



资料来源：《中国老龄事业发展十二五规划》，中国银河证券研究部

图 42: 慢性病发病率不断升高

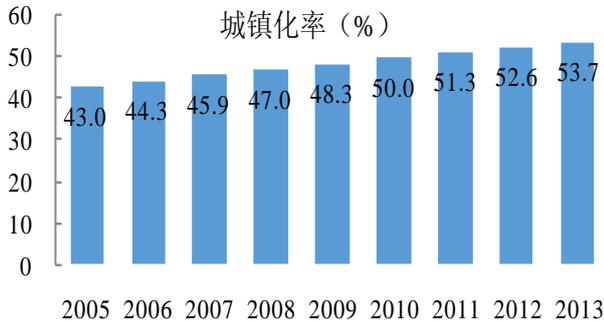


资料来源：中国卫生统计年鉴，中国银河证券研究部

城镇化进程带来的消费需求升级。近几年，我国城镇化率不断提升，2013 年达到 53.7%。城镇化推进也带动了居民医疗卫生消费需求的升级。据统计，城镇居民人均医疗保健支出是农村居民的 1.8 倍。

图 43: 我国城镇化率不断提升

图 1: 城镇居民医疗支出显著高于农村居民



资料来源：国家统计局年鉴，中国银河证券研究部

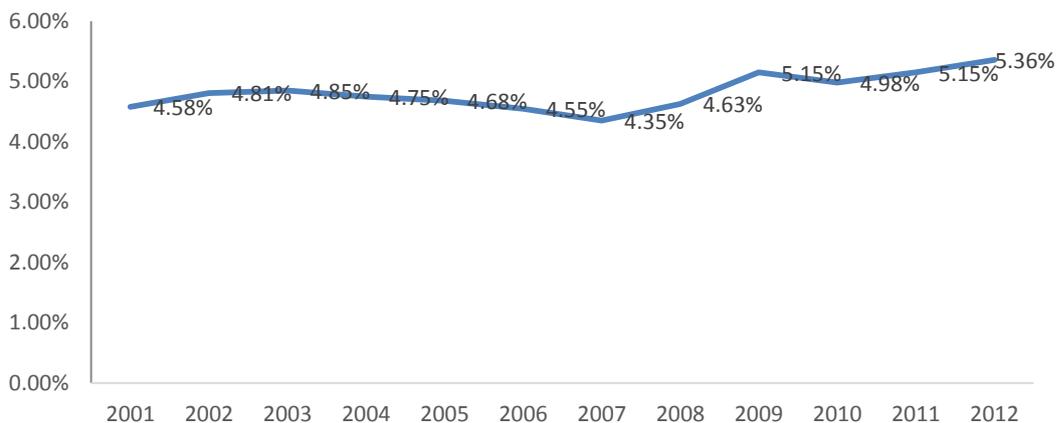


资料来源：中国卫生统计年鉴，中国银河证券研究部

我们认为，在人口老龄化加剧、慢性病发病率迅速攀升以及城镇化进程带来的消费需求升级等多因素推动下，我国医药卫生总开支将继续保持较高增速。

从总量来看，中国医药卫生总开支 2013 年已经达到 3.2 万亿，占 GDP 百分比为 5.57%，08-13 年复合增长率为 16.8%，高于 12.4% 的 GDP 复合增速。假设 2014-2020 年我国 GDP 复合增速为 6.8%，到 2020 年医药卫生支出占 GDP 比重为 7%，则 2020 年医药卫生总支出为 6.3 万亿。

图 44: 2001-2013 年我国卫生费用占 GDP 的比重



资料来源：国家统计局年鉴，中国银河证券研究部

(二) 轨道交通渐入投资高峰

由于城市轨道交通具有运量大、速度快、安全、准点、保护环境、节约能源和用地等特点，

其被作为改善交通拥堵的有效措施正在全国范围内大力推行，即将迎来投资建设高峰。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。

截止 2014 年末，我国累计有 22 个城市建成投运城轨线路 101 条，运营线路长度 3155 公里，其中，2014 年新增 9 条运营线路，409 公里运营线路长度。2015 年我国城市轨道交通建设步伐继续加快，据 BHI 中国拟在建项目网统计数据显示，截至目前全国拟开工城市轨道交通项目 60 个，规划线路长度超过 1500 公里，总投资规模超 8000 亿元，其中 9 个项目已明确采用 PPP 模式来建设运营。

截至 2014 年底，国内已有 38 个城市经国家批准建设轨道交通，规划总里程超过 6880 公里。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 14: 2015 年全国城市轨道交通拟开工项目列表

城市	拟开工程项目名称	建设规模			
		线路长度 (公里)	车站 (座)	投资额 (亿元)	项目类型
华东地区					
上海	上海市轨道交通8号线三期	6.6	6	32.93	地铁
	上海市轨道交通10号线二期	10.09	6		地铁
	上海市轨道交通13号线三期工程	5.254	3		地铁
	上海市轨道交通14号线	35.514	31	32	地铁
	上海市轨道交通15号线	40.1	29	300	地铁
	上海市轨道交通18号线	36.8	26	459.37	地铁
宁波	宁波市轨道交通2号线(二期)工程	10.062	6	70	地铁
	宁波市轨道交通4号线36.11 25 220 地铁	36.11	25	220	地铁
	鄞州现代有轨电车实验线1号线一期工程	8.16	12	10.9	有轨电车
济南	济南市城市轨道交通R1线	26.4	9	119.6	地铁
	济南市城市轨道交通R2线一期	35.2	14	199.3	地铁
合肥	合肥市轨道交通4号线	36	28	242.89	地铁
	合肥市轨道交通5号线	40.3	34	284.24	地铁
南昌	南昌市轨道交通3号线(PPP)	26.5	22		地铁
	南昌市轨道交通4号线一期工程	38.2	29		地铁
南通	南通市轨道交通1号线一期(PPP)	39.15	25	257.92	地铁
	南通市轨道交通2号线一期(PPP)	20.4	16	139.21	地铁
厦门	厦门地铁3号线一期工程(PPP)	18.6	16	123.6	地铁
	厦门地铁4号线	40.4	4	31	地铁
南京	南京南京地铁5号线(PPP)	37.2	30	313	地铁
苏州	苏州苏州高新区有轨电车3号线	8.95	10	15.21	有轨电车
无锡	无锡无锡地铁3号线一期	28.8	21	222.43	地铁
徐州	徐州徐州市轨道交通1号线一期(PPP)	20.869	17	150.14	地铁
福州	福州福州地铁6号线40.5 20 300 地铁	40.5	20	300	地铁
南平	武夷新区旅游观光轨道交通武夷山至武夷山景区线项目	23.94	8	26.08	有轨电车
华北地区					
北京	北京地铁新机场线(PPP)	52.1		410	地铁
	北京地铁3号线(PPP)	37.9	27	200	地铁
	北京机场线西延工程	2	1	10	地铁
	北京地铁17号线(PPP)	49.7	21	290	地铁
	北京地铁7号线东延	17.2			地铁
天津	天津地铁10号线工程	21	20	193	地铁
	滨海新区轨道交通B1线(一期)工程	23	15	197	地铁
	滨海新区轨道Z4线(一期)工程	43.72	22	267.8	地铁
	滨海新区轨道交通Z2线滨海机场至北塘段项目	38.8	12	210	地铁
太原	太原地铁1号线	32	28		地铁
华南地区					
珠海	珠海现代有轨电车2号线工程	11		19.8	有轨电车
	珠海现代有轨电车3号线工程	4.9		8.82	有轨电车
	珠海有轨电车1号线二期工程	10.215	13	19.5	有轨电车
佛山	高明区现代有轨电车示范线	17.2			有轨电车
	佛山地铁3号线	71.3	36	447.39	地铁
广州	广州市轨道交通11号线工程	43.2	32	420.58	地铁
南宁	南宁轨道交通3号线工程	27.9	23	191.09	地铁
西南地区					
昆明	昆明市轨道交通1线西北延工程	7.558	7	66.22	地铁
	昆明市轨道交通4号线	43.5	26	215.64	地铁
贵阳	贵阳市轨道交通2号线工程	39.5		239.72	地铁
华中地区					
郑州	郑州市轨道交通5号线工程	40.2	15	281.3	地铁
	郑州市轨道交通3号线一期工程	25.5	21	185.34	地铁
	郑州市轨道交通1号线二期工程	15.4	10	83.8	地铁
长沙	长沙地铁5号线一期工程22.7 18 165	22.7	18	165	地铁
株洲	株洲有轨电车1号线	24.5	36		有轨电车
东北地区					
沈阳	沈阳地铁四号线一期工程	32	22	166.32	地铁
	沈阳地铁2号线南延线工程	16.5	7		地铁
大连	大连地铁5号线	23.8	18		地铁
	大连地铁7号线	16.5	17		地铁
西北地区					
西安	西安地铁5号线一期	25.7	20	159	地铁
兰州	兰州市城市轨道交通2号线一期工程	8.8	9	60	地铁

资

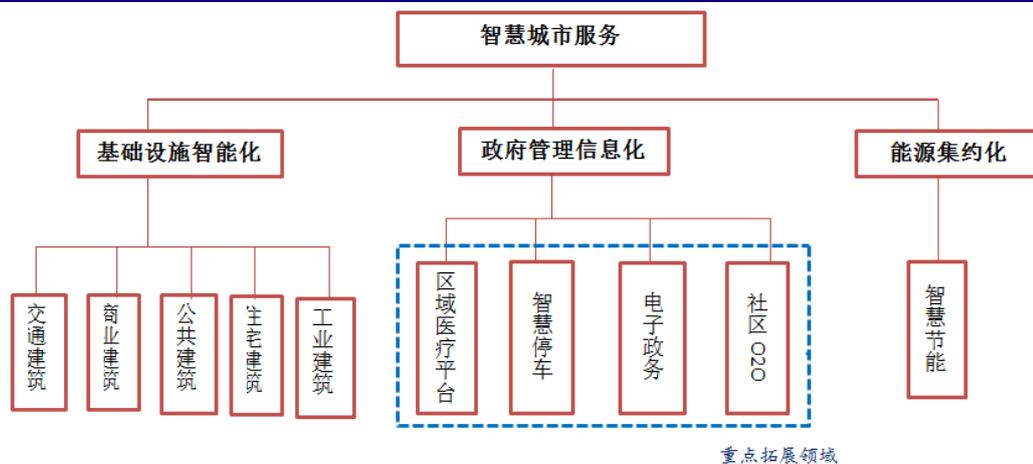
料来源: BHI 中国拟在建项目网, 中国银河证券研究部

三、内外并举深耕智慧城市，百亿市值再启程

(一) 智慧城市产业链拓展不断打开成长新空间

公司智慧城市业务已形成“基础设施智能化（交通建筑、商业建筑、公共建筑、住宅建筑、工业建筑等）、政府管理信息化（区域医疗平台、智慧停车、电子政务、社区 O2O 等）、能源集约化（智慧节能）”三条逻辑主线，聚焦智慧医疗/交通/节能三大领域，建立起领先于同行的显著竞争优势。

图 45：公司智慧城市重点拓展的细分业务领域



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

传统领域深耕智慧绿色节能，现已覆盖以大型政府建筑为主的公共建筑，以高星级酒店为主的商业建筑，以高端住宅为主的住宅建筑，以大型工业厂房为主的工业建筑，以轨道交通为主的基础设施在内的完整业务领域。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、数据中心智能化、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）；轨道交通、机场、水厂等（基础设施）。

立足传统智能节能业务，基于公司历史积累及行业发展趋势，我们判断公司未来还可能拓展包括区域医疗平台、智慧停车、社区 O2O 服务、电子政务在内的政府管理信息化，结合电改浪潮拓展能源互联网等新业务，每一个领域的拓展将带来全新的裂变式跨越式增长。

(二) “工程+服务、技术+金融” 商业模式创新不断突破成长边界

鉴于智慧城市建设已成大潮，国家及地方力推 PPP 的背景下，公司“技术+金融”商业模式有望推动公司实现跨越式发展。公司充分利用专业能力和上市公司融资与资本平台的优势，在传统的专业工程承包基础上，辅以合同能源管理、买方信贷、BT、融资租赁等创新商业模式，形成“工程+服务”、“技术+金融”的新型业务模式。2014 年相继签订遵义规划馆 BT、若干医院

买方信贷及融资租赁项目，技术创新与金融创新已实现了双轮驱动。公司参股 75% 的融资租赁公司注册资本已达 2 亿元，预计可撬动 20 亿元的融资租赁业务。我们判断公司后续在智慧城市整体建设、医院建设等领域继续实现类似的商业模式创新。

表 15: 公司近期创新商业模式创新项目情况

项目名称	签约金额
遵义市城市规划科技馆布展及绿色建筑公用工程 BT 建设项目	1.5 亿元
广西钦州市中医医院节能改造项目买方信贷	0.84 亿元
四川大行宏业融资租赁项目	2 亿元
世纪互联数据中心融资租赁项目	1 亿元

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

节能服务领域，公司是 EMC 模式先行者，摘得“2012 中国商业模式最具增长潜力奖”。创新针对新建筑的“能源站”商业模式。收购腾龙变配电进入电力服务领域，未来可结合电改及能源监测管理平台拓展能源互联网新模式。公司是合同能源管理模式的先行者，2006 年即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，形成建筑物全生命周期的节能管理与服务。

(三) 外延式扩张助推跨越式增长，充分激励保驾护航

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、上海腾隆变配电设备管理有限公司，通过外延式扩张驱动业绩加速增长。

表 16: 近年收并购公司

时间	收购方式	收购金额	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
2014.04	现金		上海腾隆变配电设备管理有限公司	100%	变配电管理市场
2015.5	现金+换股		江苏久信医疗	100%	拓展业务领域

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 2: 公司控股公司及分公司地域分布



资料来源: 公司网站, 中国银河证券研究部

在 2012 年第一期 300 万股限制性股票激励计划实施后, 无一名激励对象离职。2014 年 11 月, 公司推出了第二期限限制性股票激励计划, 193 人获授 580 万股股份。员工与公司的利益再次紧密绑定, 在激发员工责任感和创造性的同时, 保持了队伍的稳定性。

表 17: 2012 年第一期限限制性股票激励计划

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例 (%)	占授予时公司总股本的比例 (%)
程朋胜	董事、副总经理	9	3.00	0.09
苏俊锋	副总经理	9	3.00	0.09
吕枫	副总经理	9	3.00	0.09
林雨斌	副总经理、董事会秘书	9	3.00	0.09
黄天朗	财务总监	9	3.00	0.09
中层管理人员、核心技术(业务)人员 71 人		255	85.00	2.54
合计		300	100.00	2.99

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

表 18: 2014 年第二期限限制性股票激励计划

姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例 (%)	占授予时公司总股本的比例 (%)
程朋胜	董事、副总经理	30	4.62	0.12

苏俊锋	副总经理	25	3.85	0.10
吕枫	副总经理	25	3.85	0.10
林雨斌	副总经理、董事会 秘书	25	3.85	0.10
陆启惠	副总经理	25	3.85	0.10
黄天朗	财务总监	20	3.08	0.08
中层管理人员、核心技术(业务) 人员 187 人		435	66.92	1.70
预留		65	10	0.25
合计		650	100.00	2.54

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

四、风险提示

宏观经济波动风险。宏观经济的波动将会影响公司继续实施医院整体建设计划及区域扩张战略，大量的资金无法回笼会造成应收账款高企，资金链上的问题，对公司的发展不利。

公司规模扩大引致的管理风险。公司规模扩大对管理提出了更高要求，如果公司不能及时调整、完善管理体制及做好对子公司的监督和管控以满足规模增长产生的人员增加和业务整合的需要，将给公司生产经营带来一定的管理风险。。

医疗信息化行业市场竞争加剧风险。医疗信息化产业行业技术发展及产品创新变更较快，在新医改等多项政策的推动之下医疗信息化产业竞争将出现白热化。如果成电医星不能适应未来的市场变化，不能及时根据市场环境调整发展策略，将会使公司处于不利地位。

五、盈利预测及估值

我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.87/1.20/1.60 元（考虑本次发行股份后 EPS 分别为 0.78/1.09/1.45 元），未来 3 年归母净利润 CAGR 达 54%。综合考虑公司行业属性、业绩成长性及可比公司估值，我们认为可给予公司 16 年 50-55 倍 PE，对应目标价 60-66 元，维持“推荐”评级。

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E	指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,012	1,263	1,931	2,595	3,360	货币资金	225	470	483	649	840
营业成本	713	864	1,257	1,683	2,175	存货	188	254	323	433	559
毛利率	29.5%	31.6%	34.9%	35.1%	35.3%	应收账款	524	633	913	1,227	1,589
营业税金及附加	27	36	55	74	95	其他流动资产	99	694	813	938	1,076
营业费用	75	93	135	176	222	流动资产	1,036	2,051	2,532	3,246	4,064
营业费用率	7.40%	7.35%	7.00%	6.80%	6.60%	固定资产	91	93	116	137	163
管理费用	76	91	135	176	222	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	7.48%	7.21%	7.00%	6.80%	6.60%	无形资产	2	2	5	4	4
财务费用	-2	5	0	2	3	其他长期资产	342	454	454	456	460
财务费用率	-0.15%	0.36%	0.02%	0.09%	0.10%	非流动资产	434	550	575	598	627
投资收益	0	0	0	0	0	资产总计	1,471	2,600	3,106	3,844	4,691
营业利润	118	165	337	470	628	短期借款	50	27	36	139	186
营业利润率	11.70%	13.06%	17.46%	18.12%	18.71%	应付账款	345	444	646	865	1,118
营业外收入	9	11	11	11	11	其他流动负债	162	282	376	468	579
营业外支出	0	0	0	1	1	流动负债	557	753	1,058	1,472	1,882
利润总额	127	175	347	480	639	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	20	27	54	75	100	其他长期负债	45	100	0	0	0
所得税率	15.5%	15.6%	15.6%	15.6%	15.6%	非流动性负债	45	100	0	0	0
少数股东损益	25	36	70	97	129	负债合计	602	853	1,058	1,472	1,882
归母净利润	82	112	223	308	409	股本	209	256	256	256	256
净利率	8.13%	8.88%	11.53%	11.87%	12.19%	资本公积	289	995	965	965	965
EPS (元)	0.32	0.44	0.87	1.20	1.60	股东权益合计	774	1,618	1,766	2,012	2,340
						少数股东权益	95	130	200	297	427
						负债权益总计	9,420	1,471	2,600	3,106	3,844
现金流量表 (百万元)						主要财务指标					
指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
净利润	82	112	223	308	409	增长率 (%)					
少数股东权益	25	36	70	97	129	营业收入	22.79	24.82	52.92	34.36	29.46
折旧和摊销	30	32	47	77	76	营业利润	1.84	39.31	104.47	39.45	33.64
营运资金变动	-142	-83	-152	-221	-248	净利润	5.77	36.30	98.58	38.29	32.93
其他	10	18	3	10	12	利润率 (%)					
经营现金流	5	114	191	271	378	毛利率	29.52	31.63	34.91	35.13	35.25
资本支出	-28	-170	-67	-95	-100	EBIT Margin	11.99	14.23	18.07	18.69	19.21
投资收益	0	1	0	0	0	EBITDA Margin	14.95	16.77	20.49	21.65	21.46
资产变卖	0	-500	-3	-3	-3	净利率	8.13	8.88	11.53	11.87	12.19
其他	-15	-1	0	0	0	回报率 (%)					
投资现金流	-43	-670	-70	-98	-103	净资产收益率	10.63	9.38	13.17	16.31	18.82
发行股票	82	770	-30	0	0	总资产收益率	5.98	5.83	8.29	9.55	10.49
负债变化	16	-139	-33	56	1	其他 (%)					
股息支出	12	18	-45	-62	-82	资产负债率	40.94	32.80	34.05	38.29	40.13
其他	-75	150	0	-2	-3	所得税率	15.48	15.62	15.62	15.62	15.62
融资现金流	35	800	-108	-8	-85	股利支付率	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00
现金及等价物	-3	244	12	166	191						

插图目录

图 1: 公司智能化及节能业务体系	2
图 2: 2009-2014 年公司营业收入和净利润及其增速	3
图 3: 2010-2014 年公司主营业务收入构成	3
图 4: 2014 年公司主营业务毛利构成	3
图 5: 2010-2014 年公司各项业务毛利率	4
图 6: 达实智能打造珠海长隆横琴湾酒店的智能化及节能系统	5
图 7: 珠海长隆国际马戏酒店	5
图 8: 公司合同能源管理范围	6
图 9: 公司节能系统结构图	6
图 10: 重庆医科大学门禁一卡通系统案例	8
图 11: 合肥万达威斯汀酒店门禁一卡通系统案例	8
图 12: 可比公司营业收入 (亿元)	9
图 13: 可比公司毛利率	9
图 14: 可比公司归母净利润 (亿元)	9
图 15: 可比公司销售净利率	9
图 16: 可比公司期间费用率	10
图 17: 可比公司应收款占比	10
图 18: 可比公司预收款占比	10
图 19: 2010-2014 年公司主营收入区域结构	11
图 20: 2010-2014 年华南以外地区收入 (亿元) 及增速	11
图 21: 2014 年公司各区域主营收入情况图 (亿元)	11
图 22: 2010-2014 年公司主营收入区域结构	13
图 23: 医院整体建设示意图	16
图 24: 医院建设产业链	16
图 25: 医院建设与战略新兴产业交叉行业	17
图 26: 医院建筑安装市场投资构成	17
图 27: 医院固定资产及占比	17
图 28: 洁净手术部工程市场规模测算 (亿元)	19
图 29: 医用气体工程市场规模测算 (亿元)	19
图 30: 医疗信息化经历的技术路径	20
图 31: 2013 年我国医院医疗信息化投入规模比例	21
图 32: 2013 年美国医院医疗信息化投入规模比例	21
图 33: 医疗信息化市场容量预测 (亿元)	21
图 34: 2011-2014 年医疗机构数量 (所)	21
图 35: 美国大健康产业结构图	22
图 36: 中国大健康产业结构图	22
图 37: 中国健康卫生支出占 GDP 比例较低	22
图 38: 医疗健康支出占 GDP 比例	23
图 39: 人均医疗健康支出金额 (美元)	23

图 40: 全球健康支出总额及其增长率	23
图 41: 我国老龄化程度将日益加剧	24
图 42: 慢性病发病率不断升高	24
图 43: 我国城镇化率不断提升	24
图 44: 2001-2013 年我国卫生费用占 GDP 的比重	25
图 45: 公司智慧城市重点拓展的细分业务领域	28

表格目录

表 1: 公司自主化产品体系	2
表 2: 近年公司住宅智能化代表性项目	5
表 3: 公司参与的绿色智慧医院代表性项目	5
表 4: 近年公司建筑节能代表性项目	7
表 5: 公司“能源站”代表项目	7
表 6: 近年公司轨道交通智能化项目	8
表 7: 达实智能 2014 年主要领域新签合同情况	12
表 8: 本次收购前后股权结构变化	12
表 9: 本次收购发行股票前后主要财务数据影响	13
表 10: 久信医疗主要业绩情况	14
表 11: 久信医疗主要业务产品及优势	14
表 12: 医院建设市场规模测算 (亿元)	18
表 13: 医疗 IT 市场规模测算 (亿元)	20
表 14: 2015 年全国城市轨道交通拟开工项目列表	26
表 15: 公司近期创新商业模式创新项目情况	29
表 16: 近年收并购公司	29
表 17: 2012 年第一期限限制性股票激励计划	30
表 18: 2014 年第二期限限制性股票激励计划	30

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）、围海股份（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。

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 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：

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
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn