

智慧城市迎 PPP 东风，新龙头加速成长

——智慧城市系列深度之二暨天夏智慧深度研究报告

投资要点：

- **收购天夏科技，智慧城市新龙头浮出水面**
定增收购天夏科技，转型智慧城市。增速快，体量大，利润率高，现金流好，公司已成为智慧城市新龙头。继天夏科技后，公司收购中裕智慧，继续加码智慧城市业务。置换现有化妆和医药流通业务，坚定产业转型发展的战略，预计原业务将逐渐剥离。
- **“1+N”解决方案，PPP 整合多方资源经验丰富，公司总包能力强**
天夏科技具备“1+N”总包能力，利于政府进行大订单的投放，而且“1+N”系列产品，可复制与拓展，保障了公司的高利润率。
天夏智慧大力整合中国 PPP 研究院、中财嘉丞集团及北京城云投资等多方资源，使资金方、标准方、建设方、运营方在智慧城市 PPP 项目建设中形成合力。涉足行业时间长，ppp 项目经验优势明显。
- **具备人才、集团、区位、渠道等多重优势**
人才优势，董事长为行业领军人物。天夏科技是联合睿康旗下智慧城市建设实施企业，有着得天独厚的集团资源。最大的分公司地处西南，辐射贵州、成都、重庆等西南片区，区位优势明显。业务渠道体系完善，具备良好市场拓展基础。
- **激励高要求开启发展新阶段，内生外延加快扩张步伐**
限制性股票期权计划解锁条件高，承诺业绩高增长，彰显公司长期信心。出资 6.9 亿参设基金，及公司实施“走出去战略”，积极开拓印度、土耳其等国际市场的智慧城市业务保障公司长期业绩高速增长。未来，天夏智慧还将进入城市物联网和政府大数据领域，构建产业协同的生态链，为公司成长打开新的空间。
- **预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.54、0.95 和 1.32 元，考虑公司的高成长性和综合竞争力，维持“推荐”评级。**
- **主要风险因素：(1) 智慧城市业务不及预期。(2) 竞争加剧。**

主要财务指标

项目/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	446	1912	3165	4329
增长率(%)	-10.70%	328.71%	65.53%	36.78%
归属母公司股东净利润(百万元)	(3)	450	801	1,110
增长率(%)	126.40%	17823.48%	78.00%	38.58%
每股收益(元)	(0.00)	0.54	0.95	1.32
PE	-	48.22	27.09	19.55

资料来源：wind，中国银河证券研究部

天夏智慧 (000662.SZ)

推荐 维持评级

分析师

沈海兵

☎：(8621) 20252609

✉：shenhaibing@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514060002

特此鸣谢：

邹文倩

☎：(8621) 20252605

✉：zouwenqian@chinastock.com.cn

感谢实习生 刘启祥 为本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2016.09.23

A 股收盘价(元)	25.80
A 股一年内最高价(元)	28.00
A 股一年内最低价(元)	8.78
上证指数	3033.90
市净率	4.58
总股本(亿股)	8.41
实际流通 A 股(亿股)	2.88
总市值(亿元)	217

相关研究

智慧城市系列深度报告之一：智慧城市进入 PPP 时间-160912

天夏智慧(000662.SZ)事件点评：拟签署战略合作协议共建 30 亿智慧城市项目，助力公司未来业绩高速增长-160913

天夏智慧(000662.SZ)事件点评：签订永川区智慧商圈项目 11.5 亿合同，智慧城市新龙头再拿总包大单-160922

投资概要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

1、收购天夏科技，智慧城市新龙头浮出水面

定增收购天夏科技，转型智慧城市。增速快，体量大，利润率高，现金流好，公司已成为智慧城市新龙头。继天夏科技后，公司收购中裕智慧，继续加码智慧城市业务。置换现有化妆和医药流通业务，坚定产业转型发展的战略，预计原业务将逐渐剥离。

2、公司总包能力强，多重优势突出

天夏科技具备“1+N”总包能力，利于政府进行大订单的投放，而且“1+N”系列产品，可复制与拓展，保障了公司的高利润率。天夏智慧大力整合中国 PPP 研究院、中财嘉丞集团及北京城云投资等多方资源，使资金方、标准方、建设方、运营方在智慧城市 PPP 项目建设中形成合力。涉足行业时间长，ppp 项目经验优势明显。

3、具备人才、集团、区位、渠道等多重优势

人才优势，董事长为行业领军人物。天夏科技是联合睿康旗下智慧城市建设实施企业，有着得天独厚的集团资源。最大的分公司地处西南，辐射贵州、成都、重庆等西南片区，区位优势明显。业务渠道体系完善，具备良好市场拓展基础。

4、激励高要求开启发展新阶段，内生外延加快扩张步伐

限制性股票期权计划解锁条件高，承诺业绩高增长，彰显公司长期信心。出资 6.9 亿参设基金，及公司实施“走出去战略”，积极开拓印度、土耳其等国际市场的智慧城市业务保障公司长期业绩高增长。未来，天夏智慧还将通过自有研发和外延的方式进入城市物联网和政府大数据领域，构建产业协同的生态链，为公司成长打开新的空间。

我们与市场不同的观点：

市场担心智慧城市订单的落地进程和收入的确认进度低于预期，担心公司的高利润率不可持续。我们认为，PPP 模式唤醒智慧城市新活力，解决智慧城市资金来源、项目回款等问题；新型智慧城市强调互联互通，政府大数据潜力巨大，智慧城市 PPP 成主流模式，企业新一轮圈地不容错过，企业对智慧城市 PPP 的积极性明显提高。公司“1+N”模式利于总包项目获取，公司整合资金、运营、建设等各方资源推动 ppp 项目经验丰富，同时，公司有显著的人才优势、集团全方位支持以及西南区位优势，强大竞争力支撑持续获取优质项目，高利润率有望维持。

估值与投资建议：

公司近期相继与重庆联通、永川区智慧商圈签署合作项目，再次印证智慧城市新龙头的拿单能力。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.54、0.95 和 1.32 元，维持“推荐”评级。

股价表现的催化剂：

订单不断落地，外延扩张，业绩高速增长

主要风险因素：

(1) 智慧城市业务不及预期。(2) 竞争加剧。

目 录

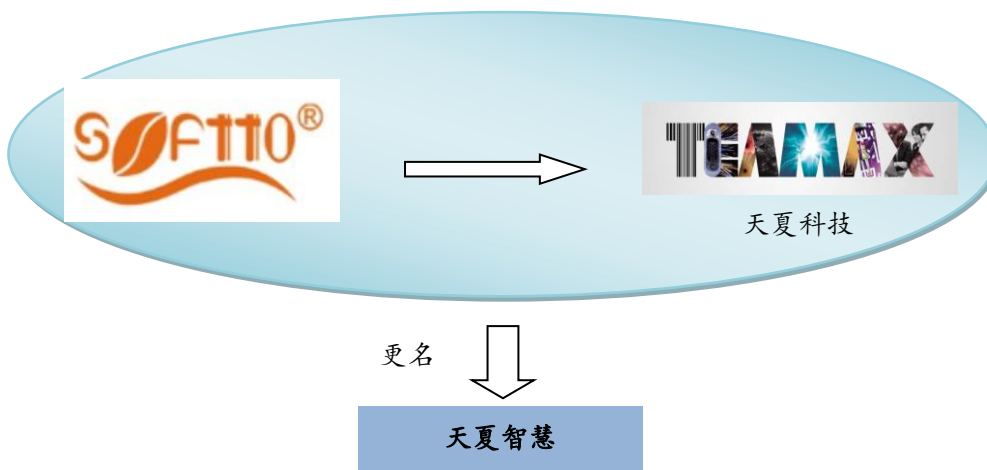
一、收购天夏科技，逐步剥离原业务，智慧城市新龙头浮出水面	3
(一) 收购兼并，进军智慧城市	3
(二) 出售子公司，逐步剥离原有业务	4
二、智慧城市进入 PPP 时间	5
(一) PPP 大行其道	5
(二) PPP 模式唤醒智慧城市新活力	7
(三) 企业对智慧城市 PPP 的积极性明显提高	9
(四) 智慧城市 PPP 项目加速落地	11
三、公司总包能力强，多重优势突出	13
(一) “1+N”智慧城市解决方案，总包能力强	13
(二) 整合多方资源，PPP 模式经验丰富	15
(三) 具备人才、集团、区位、渠道等多重优势	16
四、增速快，激励开启发展新阶段	17
(一) 历史增速快	17
(二) 股权激励彰显长期增长信心	18
(三) 开启扩张步伐	18
五、盈利预测与投资建议	19
六、主要风险因素	19
插图目录	20
表格目录	20

一、收购天夏科技，逐步剥离原业务，智慧城市新龙头浮出水面

(一) 收购兼并，进军智慧城市

定增收购天夏科技，转型智慧城市。公司定向发行 552,855,245 股，募集资金净额 4,112,844,709.33 元，购买杭州天夏科技集团有限公司 100% 股权。定增收购方案已于 2016 年 4 月 7 日实施完毕，杭州天夏科技集团有限公司成为公司的全资子公司，随后公司由原来的“索芙特股份有限公司”更名为“天夏智慧城市科技股份有限公司”。

图 1: 索芙特收购天夏科技

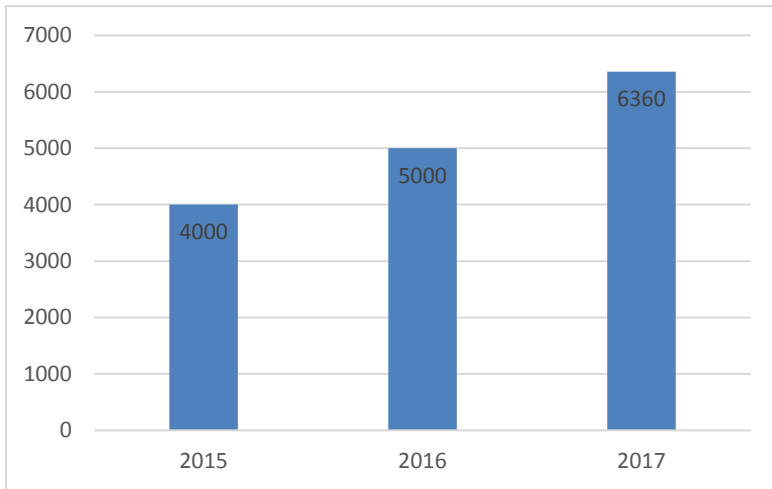


资料来源：公司公告，官方网站，中国银河证券研究部

增速快，体量大，利润率高，现金流好，公司已成为智慧城市新龙头。天夏科技自 2013 年以来，营业收入年均复合增长率 224%，2015 年营业收入达到 10.45 亿元。在营收规模突破十亿的同时，公司的毛利率为 42.32%，净利率为 31.28%，远高于同业竞争公司（如：同期，银江股份毛利率 24.99%，净利率 5.61%，易华录毛利率 33.55%，净利率 9.22%，数字政通毛利率 39.44%，净利率 18.53%）。PPP 总包模式保障了公司项目优秀的回款能力，2015 年经营性现金流量净额 2.44 亿元，相比之下也远优于同业竞争公司（如：同期，银江股份 0.99 亿元，易华录 -4.17 亿元，数字政通 1.25 亿元）。

继天夏科技后，公司收购中裕智慧，继续加码智慧城市业务。除了天夏科技之外，索芙特还于 2015 年 9 月公告了 2.45 亿收购中裕智慧的并购方案，继续加码智慧城市业务。中裕智慧长期股权投资的亚安科技（持股比例 41.37%），系一家从事安防视频监控信息采集及配套设备的研发、生产、销售及相关服务的企业，亚安科技预计 2015 年至 2017 年利润分别不低于 4000 万元、5000 万元和 6360 万元。

图 2：亚安科技利润预测(单位：万元)



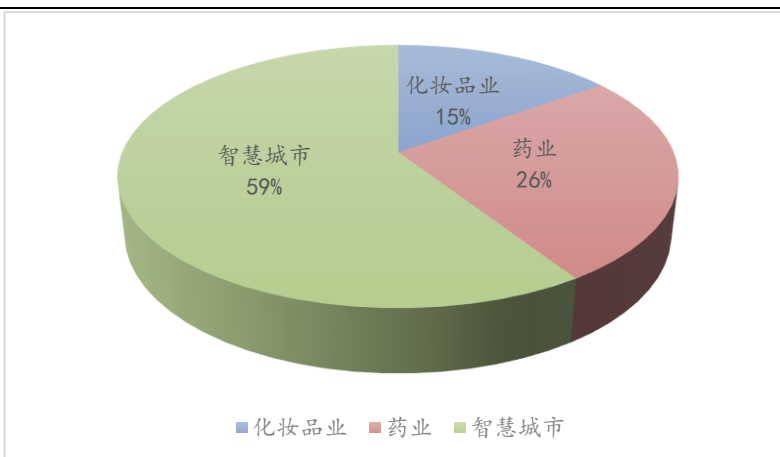
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

(二) 出售子公司，逐步剥离原有业务

置换现有化妆和医药流通业务，坚定产业转型发展的战略。公司为逐步把现有的化妆品业务和医药流通业务置换出去，争取早日实现产业转型发展的战略，与广州东盟长升商贸有限公司签订了《股权转让协议书》。协议约定公司以人民币总价 6,482.0702 万元向广州东盟出售公司部分子公司股权，包括：2,890.62 万元出售广西红日娇吻洁肤用品有限公司 75%股权，3,591.45 万元出售梧州索芙特化妆品销售有限公司 100%股权及其控股子公司陕西集琦康尔医药有限公司 51%股权，1.00 元出售广东传奇置业有限公司 100%股权，1.00 元出售索芙特香港贸易有限公司 100%股权。

随着智慧城市业务的快速成长以及原有业务的剥离，目前天夏智慧的智慧城市业务比重即将近 60%。

图 3:天夏智慧主营业务构成 (2016 年 1-6 月)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

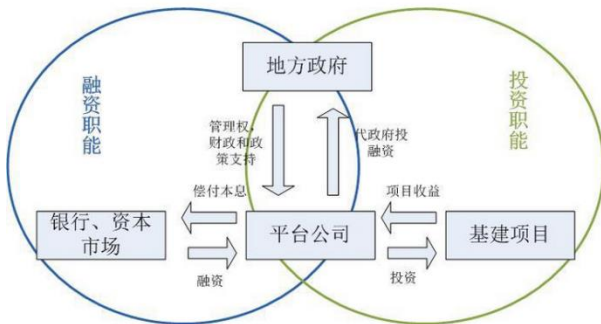
二、智慧城市进入 PPP 时间

(一) PPP 大行其道

政府传统融资渠道受限，PPP 模式得到大力推广。传统地方政府融资的重要渠道—融资平台被剥离政府融资职能。2014 年国务院出台《国务院关于加强地方性债务管理的意见》，明确提出剥离融资平台公司政府融资职能。国家相继出台一系列政策规范地方政府举债融资机制。《国务院关于加强地方性债务管理的意见》《新预算法》等对地方政府的举债权限、方式、偿还渠道等做出了详细规定。

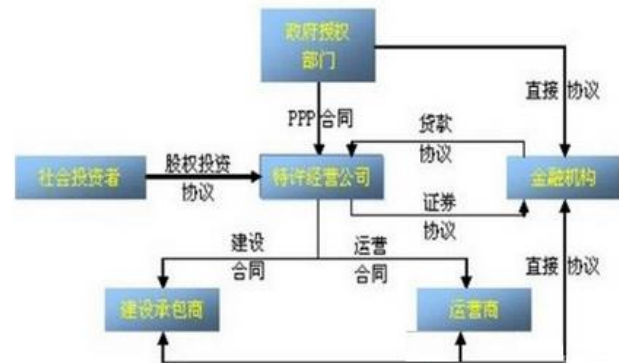
PPP(Public-Private Partnership) 是政府项目融资的一种模式，目前在城市基础设施建设领域被国家大力推广。一般来说，公共部门通过政府采购程序选择私人部门（企业）签订特许经营合同，明确彼此的权利与义务，从而组建利益共享、风险共担的特别目的公司，由特别目的公司负责项目的筹资、建设以及经营。从广义的层面看，PPP 包含的融资模式非常广泛，包括 BT、BOT、PFI 等，涵盖了项目运作的各个阶段；同时，根据协议中规定的权利、承担的风险不同，PPP 模式可基本分为外包类、特许经营类和私有化类三种。

图 4：传统政府融资模式



资料来源：大公国际，中国银河证券研究部

图 5：PPP 融资模式



资料来源：点绿中国，中国银河证券研究部

表 1：国家积极推介 PPP 的政策

年份 政策

2014 《国务院关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》

2014 《国务院办公厅关于推行环境污染第三方治理的意见》

2015 《国务院办公厅关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见》

2015 《国务院关于推进海绵城市建设的指导意见》

2015 《政府和社会资本合作综合信息平台运行规程》

2016 《国务院办公厅关于促进和规范健康医疗大数据应用发展的指导意见》

2016 《国务院办公厅关于进一步做好民间投资有关工作的通知》

2016 《国家信息化发展纲要》

资料来源：财政部 PPP 中心, 中国银河证券研究部

利率下行，金融机构投资 PPP 项目意愿增强。我国目前正处于利率下行周期，在资产预期收益率下降的背景下，金融机构加大了对 PPP 项目的投资意愿。在利率下行的大背景下，金融机构增大投资意愿主要有以下三个原因。第一，PPP 项目将会为企业带来稳定的现金流，在无风险利率下降的背景下项目未来现金流的现值将会提高，客观上提高了 PPP 项目对于企业的价值。第二，利率下降反映了资产预期收益率的下降，而在资产预期收益率下降的背景下，有政府信用保障的优质 PPP 项目对于资金的吸引力将会增强。第三是利率下降意味着企业融资成本降低，PPP 项目的利润空间增大，项目的吸引力与价值进一步上升。以前 PPP 项目的贷款人主要是地方农商行和政策性银行，现在四大行对 PPP 项目贷款意愿明显上升，优质 PPP 项目成为资金的追捧对象。

图 6：10 年期国债收益率走势图

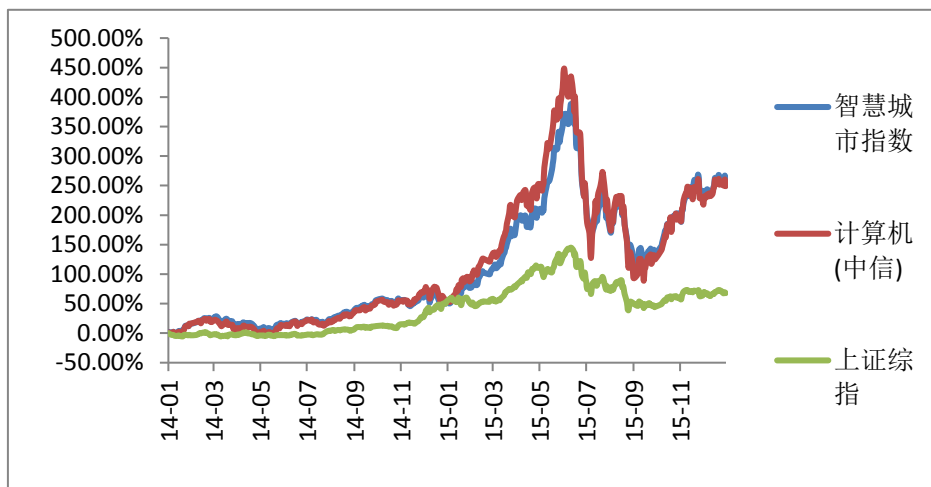


资料来源：INVESTING.COM，中国银河证券研究部

（二）PPP 模式唤醒智慧城市新活力

智慧城市过去几年落地进度低于预期。智慧城市标的企业表现不佳，项目实际运营遭遇瓶颈。智慧城市主题过去两年在整个计算机行业中表现欠佳，市场质疑智慧城市的项目落地和回款进展，而智慧城市相关标的业绩屡屡低于预期也恰恰验证了市场的担忧。**智慧城市建设是个庞大复杂的工程，需要大量的资金投入，融资问题是智慧城市推进面临的最大挑战之一。**智慧城市建设同时涉及政府与民间资本，其不仅仅有庞大的项目资金需求，如何协调投资方、建设方、运营维护管理方等诸多利益方也成为了智慧城市建设必须考虑的问题。**智慧城市传统项目制模式并不利于企业长期可持续发展。**传统项目制模式尽管可以帮助企业快速做大规模，但周期长、投资大、回款慢等问题会制约企业长期成长性。而 PPP 模式能有效提高项目服务质量和运营效率，降低建设成本。有业内人士表示，PPP 模式可以帮助政府节省 5%-20% 的费用，且项目质量显著上升。

图 7：智慧城市板块、计算机板块（中信）与上证综指走势图（过去两年）



资料来源：WIND，中国银河证券研究部

PPP 模式为智慧城市提供强大资金动力。国家政策推广 PPP 模式引入社会资本服务公共领域，智慧城市建设受益。2015 年 5 月，国务院通过并转发了财政部牵头制定的《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》，将 PPP 模式适用领域拓宽至能源、交通运输、水利、环保、农业、林业、科技、保障性安居工程、医疗、卫生、养老、教育、文化等公共服务领域，2015 年 12 月财政部发布《政府和社会资本合作综合信息平台运行规程》，建立全国 PPP 综合信息平台项目库，所有的 PPP 项目必须列入标准库。PPP 综合信息平台把项目划分成 19 个一级行业以及其下属二级行业。目前，智慧城市项目大部分划归在市政工程-其他、科技-智慧城市类别，少数项目归属于片区开发、以及其他-其他类别。

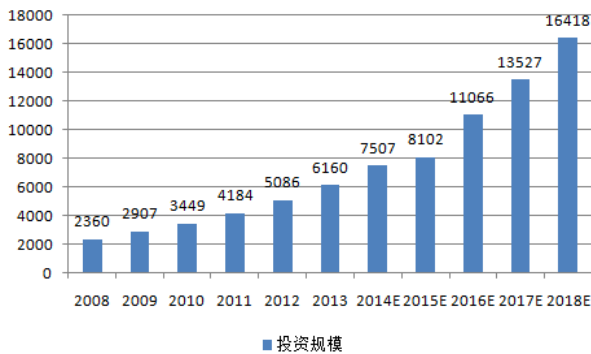
表 2：政策促进智慧城市发展

时间	政策	具体内容
2012	《关于展开国家智慧城市试点工作的通知》	提出建设智慧城市;提出开展申报国家智慧城市试点工作
2013	《智慧城市时空信息云平台建设试点技术指南》	提出完善云平台建设;加快建设智慧城市
2014	《国家新型城镇化规划(2014—2020)》	提出智慧城市建设方向,将建设智慧城市纳入国家级战略规划
2015	《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》	提出“互联网+”益民服务、便捷交通、绿色生态,是智慧城市建设的重要内容
2015	《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》	鼓励政府在公共服务领域推行政府和社会资本合作模式,创新智慧城市融资模式
2015	工信部	启动“智慧城市专项技术人才培养考试认证项目”

资料来源：中国银河证券研究部

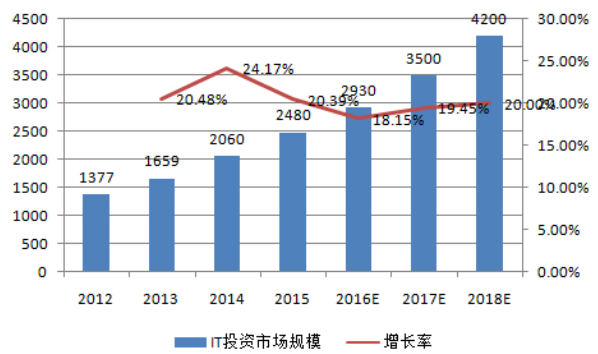
PPP 模式缓解智慧城市发展资金压力，资金增量有望达超千亿。“十三五”智慧城市投资总规模将超过 5000 亿元。根据 IDC 预测，未来 10 年与智慧城市建设相关投资将超过 2 万亿元人民币。智慧城市建设耗资巨大，单靠财政补贴无法顺利完成。发改委《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》指出可以以 TOT、ROT 模式对存量项目积极进行改造，在新建项目中逐步增加使用 PPP 模式（BOT、BOO 等）的比例。根据赛迪智库的统计，截止 2014 年底，全国在建的智慧城市投资规模已突破 8000 亿元。存量项目的改造能够化解政府债务，新增 PPP 项目能够减轻政府财政投入负担，其实质让政府当期的大额一次性投入变成小额的多期支付，增强了政府的短期投资能力，扩大了政府财政支出的乘数效应。

图 8 我国智慧城市市场规模变化情况 (单位: 亿元)



资料来源: 前瞻网, 中国银河证券研究部

图 9: 中国智慧城市建设 IT 投资规模情况 (单位: 亿元)



资料来源: 赛迪方略, 中国银河证券研究部

(三) 企业对智慧城市 PPP 的积极性明显提高

新型智慧城市建设注重互联互通。迄今为止, 智慧城市试点建设活动已经在几百个城市开展, 在相关项目的实际推进过程中, 智慧城市面临多重难题。根据城市样本数为 151 的《2015 年智慧城市发展水平评估报告》, 以满分 105 分为前提, 国内 2015 年智慧城市的平均得分仅为 40.05。刨开时间因素, 参差不齐的智慧城市生态现状依然被摆在了台面: 缺位的顶层设计、信息孤岛与行业的碎片化生态持续阻碍着智慧城市建设的快速发展。国家互联网信息办在全面调查和摸清全国智慧城市建设情况的基础上, 面对智慧城市建设遇到的新挑战和新要求, 提出了新型智慧城市的概念。**新型智慧城市从顶层设计出发注重互联互通, 解决信息孤岛、碎片化等问题。**新型智慧城市建设的方式是: 分类分级、标杆引领和标准建设, 在以往建设模式不能满足新型智慧城市建设的背景下, PPP 模式有望异军突起, 为行业带来巨大的标杆效应。

图 10: 2015 年智慧城市总体得分趋势图

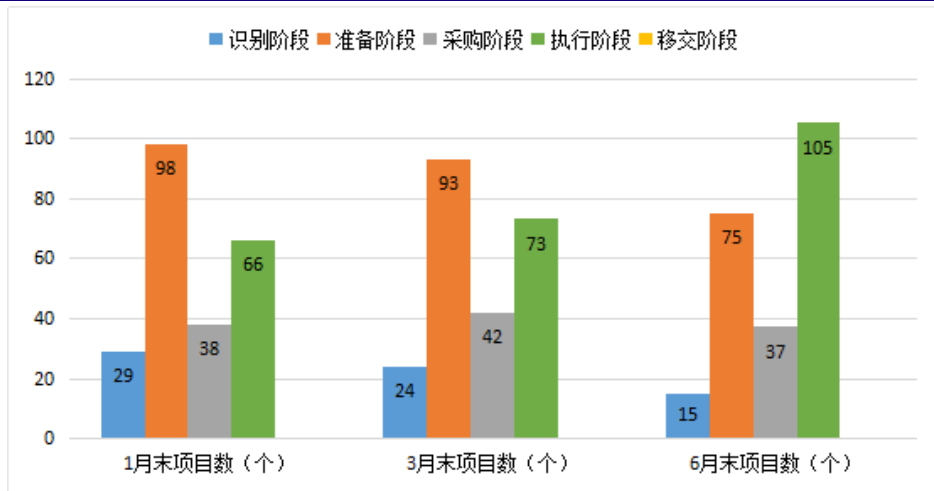


资料来源：国脉互联，中国银河证券研究部

PPP 卡位数据金矿，政府大数据潜力巨大。PPP 企业长期受益于项目运营，政府大数据开发前景也十分广阔。PPP 项目对于企业而言，除了项目建设的稳定收入外，SPV 公司对智慧城市项目的运营也会让公司持续的收益。所以 PPP 项目运营的收益主要分为两类：第一类是通过智慧城市平台搭建的准经营和经营项目实现收益；第二类是通过获得的政府大数据变现获得收益。目前 PPP 企业的数据变现模式主要是通过与数据运营商的合作，以用合作伙伴的技术优势将原始数据进行整理与脱敏从而形成大数据产品。企业通过 PPP 模式与政府合作，在智慧城市大力推行的背景下，政府大数据的广阔前景使得 PPP 项目对企业更具吸引力。**政府大数据步入黄金年代，PPP 卡位优势明显。**对于政府治理来说，大数据蕴藏大价值，主要体现在通过打造大数据施政平台，将原本分散存储在不同部门、行业的数据，作为整体进行统一管理、整合共享。运用大数据施政，政府可以准确判别不同群体、不同市场主体的各种需求，提升政府部门行政审批的效率和公共服务的质量。通过 PPP 模式，企业能够自然参与到政府大数据的运营中来，数据的后续增值服务能够为企业带来更大的收益。

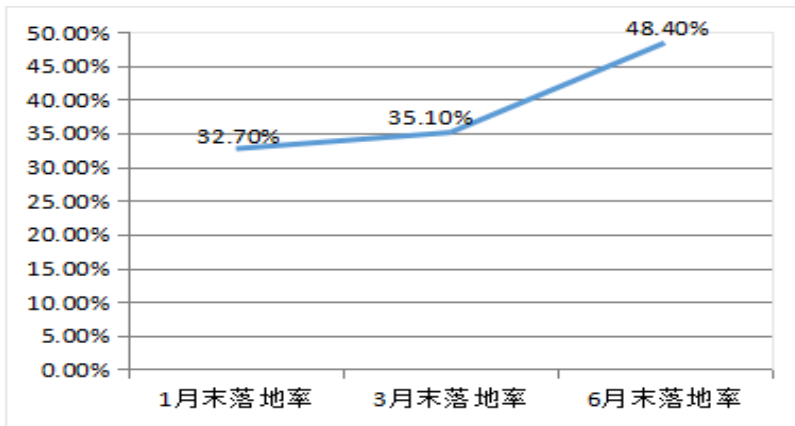
智慧城市 PPP 成主流模式，企业新一轮圈地不容错过。根据目前的情况，PPP 落地呈加速趋势而且项目落地率显著提高。PPP 项目全生命周期管理包括识别、准备、采购、执行和移交 5 个阶段。根据全国 PPP 综合信息平台项目库季报显示，已进入执行阶段的示范项目，1 月末共 66 个，投资额 2,146 亿元；3 月末 73 个，2,267 亿元；6 月末 105 个，3,078 亿元。一季度后两个月比 1 月末新增 7 个签约落地，增长 10.6%，二季度比一季度末新增 32 个，增长 43.8%，增速大幅提高，表明示范项目落地呈加速趋势。**智慧城市建设 PPP 模式已经成为市场主流，企业如果想在智慧城市中有所作为必须大力拥抱 PPP 模式。**自 2013 年底全面推进 PPP 改革以来，中国 PPP 市场焕然一新，无论是在规模和质量上都得到全面提升。其中核心原因是 PPP 模式释放了活力，竞争提高了效率，让市场在公共资源的配置中发挥了更大作用。

图 11：1 月末、3 月末、6 月末各阶段示范项目数对比



资料来源：全国 PPP 综合信息平台项目库季报，中国银河证券研究部

图 12：两批示范项目落地率变化



资料来源：全国 PPP 综合信息平台项目库季报，中国银河证券研究部

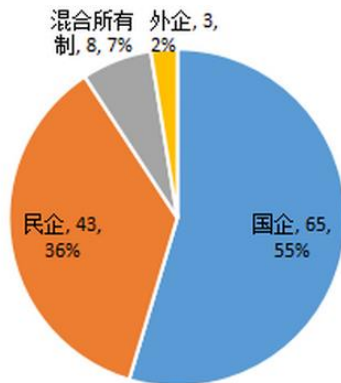
（四）智慧城市 PPP 项目加速落地

资产荒已成银行业共识，PPP 项目或成为一条明路。目前各大商业银行面临利率市场化改革、金融脱媒加速、国家鼓励直接融资的不利环境。商业银行宣布进入大资管时代，然而机构投资回报率持续下降出现资产配置荒，大量资金找不到优质的项目投放。与此同时，国家政策大力推广 PPP 项目，鼓励金融资本、社会资本合作。政府项目大多是基础设施建设，地方总需求高达 10.6 万亿，由于投入使用之后能产生稳定的现金流，又有政府信用加持，PPP 项目受到各大金融机构青睐。2016 年 7 月保监会批准保险资金参与 PPP 项目，进一步拓展了 PPP 项目的资金来源。

PPP 项目支出纳入预算管理，政府挑选项目更加谨慎。随着《新预算法》、《国务院关于加强地方性债务管理的意见》等一系列完善地方财务管理的政策出台，地方政府的传统融资渠道受限，投资项目需要录入 PPP 综合信息平台接受省级财政部门审核、编制项目实施方案开展物有所值论证、财政可承受能力论证，与项目相关的政府收支应统一纳入年度预算、中期财政规划，并上报本级人大或其常委会。《政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引》明确规定每一年度全部 PPP 项目需要从预算中安排的支出责任，占一般公共预算支出比例应当不超过 10%。

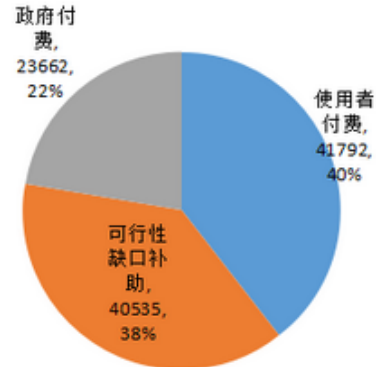
最终落地 PPP 项目质量有保障，是被政府、企业、金融机构同时选择的优质项目。政府和社会资本合作项目一般由地方行业主管部门根据经济社会发展规划及专项规划发起，在接受完财政部门筛选后通过财政承受能力测试、物有所值测试即可编制实施方案，实施方案审核通过后面向社会资本招标。社会资本按照市场规律投标项目，金融机构独立决策是否提供贷款支持，如此根据双向选择控制风险，提高了资源配置效率。目前，105 个落地示范项目中，82 个已录入签约社会资本信息，签约社会资本 119 家，非国企参与率超过四成，市场的积极性高。从三种回报机制来看，6 月末使用者付费类项目达到 4315 个，占比 46%，投资额度 4.2 万亿元，占比 40%，不会出现系统性 PPP 项目破产或违约风险。

图 13: 财政部示范性项目 119 家社会资本的分类及占比



资料来源: 财政部 PPP 中心, 中国银河证券研究部

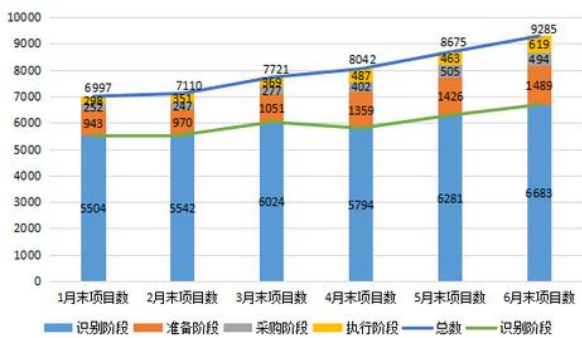
图 14: 使用者付费项目达到四成



资料来源: 财政部 PPP 中心, 中国银河证券研究部

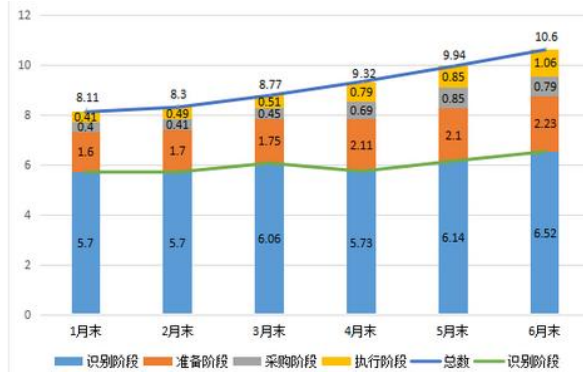
智慧城市 PPP 项目增多, PPP 项目迎来落地高峰期, 市政工程类独占鳌头。根据财政部建立的全国政府和社会资本合作 (PPP) 综合信息平台统计, 截至 2016 年 6 月 30 日, 财政部两批示范项目 232 个, 其中执行阶段项目 105 个, 总投资额 3,078 亿元, 落地率达 48.4%; 全部入库项目 9,285 个, 总投资额 10.6 万亿元, 已进入执行阶段项目 619 个, 总投资额 1 万亿元。落地项目中, 市政工程类项目占比超过 50%。2016 年 6 月末, 包含了部分智慧城市项目的其他项目类别约占市政工程项目数的 7%, 投资额与 3 月末相比, 增长 839 亿元。

图 15: 各阶段项目数变化



资料来源: 财政部 PPP 中心, 中国银河证券研究部

图 16: 各阶段项目投资额变化



资料来源: 财政部 PPP 中心, 中国银河证券研究部

图 17：市政工程类项目落地数独占鳌头

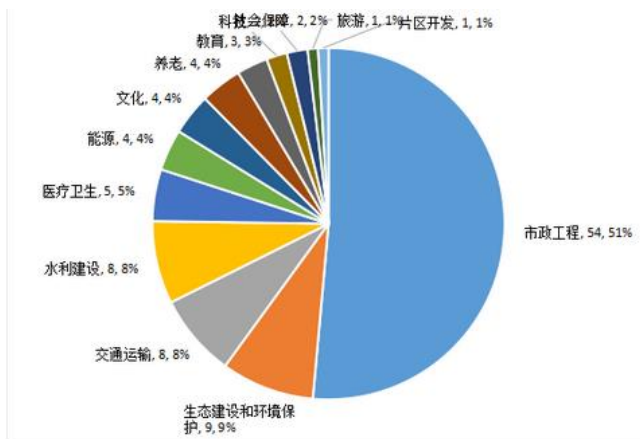
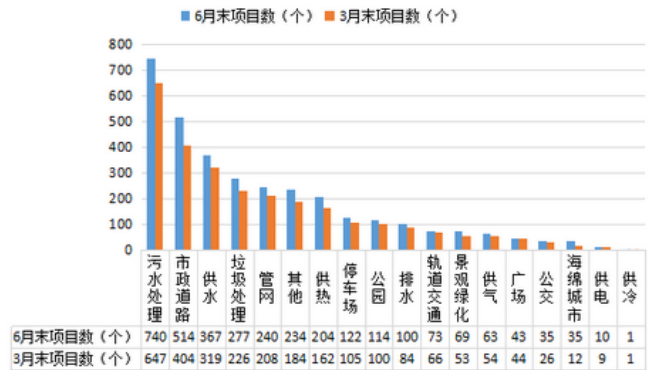


图 18：市政工程二级分类情况

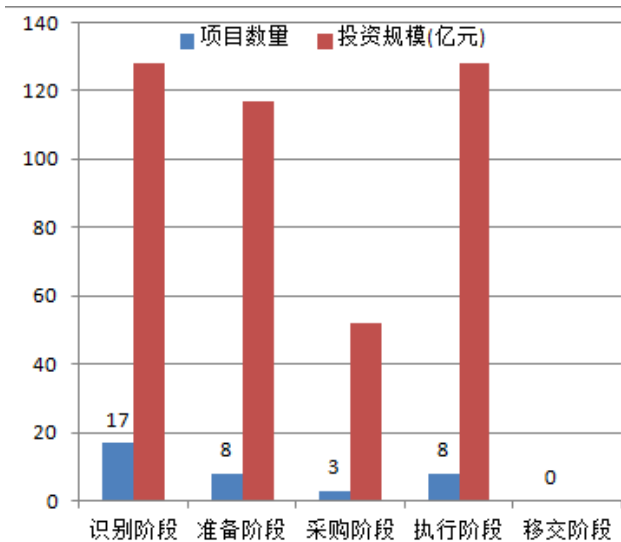


资料来源：财政部 PPP 中心，中国银河证券研究部

资料来源：财政部 PPP 中心，中国银河证券研究部

上市公司积极响应，加速智慧城市 PPP 项目落地。上市公司积极响应，加速智慧城市 PPP 项目落地。智慧城市投资规模大、投资回报周期长的特性，决定了 PPP 模式建设智慧城市是大势所趋。目前，财政部示范项目中含有智慧城市识别阶段项目 17 个、准备阶段项目 9 个、采购阶段项目 3 个，投资规模接近 300 亿。

图 19：财政部示范智慧城市 PPP 项目



资料来源：中国 ppp 服务平台，中国银河证券研究部

三、公司总包能力强，多重优势突出

(一) “1+N” 智慧城市解决方案，总包能力强

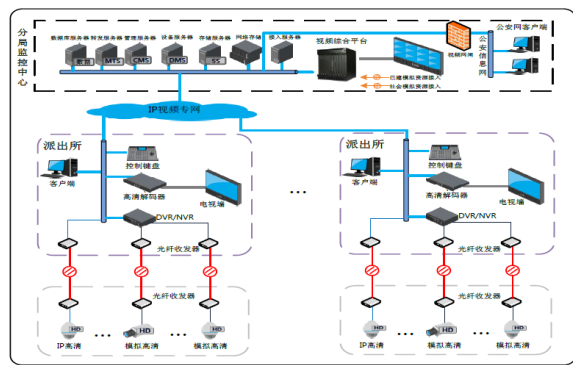
天夏科技具备“1+N”总包能力，利于政府进行大订单的投放。2013 年以来天夏科技顺应

图 22: 智慧交通系统



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 23: 平安城市



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

智慧城市“1+N”系列产品, 可复制与拓展。天夏科技研发的地理信息基础平台软件 XGIS 和信息共享平台软件, 以及基于 XGIS 开发的智慧城市决策平台, 为政府、各行业的应用开发组织和个人提供开发平台和数据处理软件。在平台软件基础上, 天夏科技针对同一行业用户类似需求, 研发应用平台软件, 达到可复制的目的, 可以较快地建设应用系统, 从而获得稳定的利润率。同时, 公司研发的多个应用平台软件, 包括数字城管系列、规划管理系列、平安城市系列、指挥交通系列等应用平台软件。这些应用平台软件是在深入行业用户需求分析的基础上所设计和开发的成套软件, 具有较高的可拓展性。

公司智慧城市业务具有高利润率和毛利率。天夏科技的智慧城市“1+N”系列产品可复制和拓展, 同时将基于共享平台基础之下的部分行业应用分包给第三方供应商进行开发, 获取差价, 因此智慧城市业务具有很高的利润率。近三年, 天夏科技平均毛利率 52.52%, 平均净利率 35.55, 远高于同行业公司, 如: 银江股份 (毛利率 24.83%, 平均净利率 6.95%)、易华录 (毛利率 32.14%, 平均净利率 10.36%)、数字政通 (毛利率 41.04%, 平均净利率 21.60%)。

图 24: 同行业公司毛利率 (%) 对比

	2015	2014	2013	平均值
天夏科技	42.32	48.73	54.36	48.47
银江股份	24.99	25.98	23.52	24.83
易华录	33.55	29.46	33.41	32.14
数字政通	39.44	44.35	39.32	41.04

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

图 25: 同行业公司净利率 (%) 对比

	2015	2014	2013	平均值
天夏科技	31.28	33.55	31.85	32.23
银江股份	5.61	7.61	7.62	6.95
易华录	9.22	9.87	11.98	10.36
数字政通	18.53	23.26	23.01	21.60

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(二) 整合多方资源, PPP 模式经验丰富

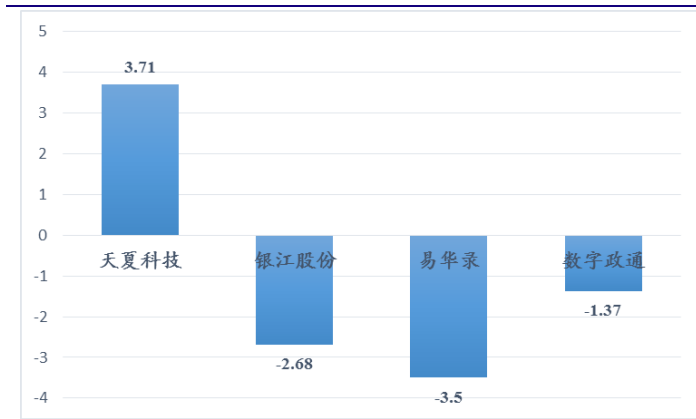
天夏智慧大力整合多方资源, 使资金方、标准方、建设方、运营方在智慧城市 PPP 项目建设中形成合力。2015 年 11 月, 公司全资子公司天夏科技与中国 PPP 研究院、中财嘉丞集团及北京城云投资签署紧密战略合作协议, 将在智慧城市为重点的 PPP 项目的投资、运营、专业基金管理以及基础设施、新能源等方面在全国范围内的智慧城市投资建设和运营等领域进行合作。“中国 PPP 研究院”是由财政部下属中财嘉丞集团联合国家信息中心等机构共同打造, 在全国财政系统推广政府与社会资本合作 (PPP) 的业务单位, 负责“国家 PPP 综合服务平台”和“国家 PPP 资产交易平台”的运营工作, 为政府提供项目评价标准。城云投资是中国目前唯一以智慧城市为核心投资业务的国内投资机构, 在全国范围内从事着较大规模的城市基础设施

建设、智慧城市建设和新能源等项目的投资运营。而天夏科技本身是中国领先的智慧城市技术供应商和集成服务商，在全国范围拥有多个智慧城市建设与实施的成功案例。三方之前在贵州安顺、四川德阳等城市已经进行了先期的试点合作，取得了很好的经验和合作效果。

涉足行业时间长，ppp 项目经验优势明显。 智慧城市建设全面铺开开来后，行业经验与项目经验已成为隐形壁垒。天夏科技自 2002 年面向中国大陆提供数字城市技术服务，经历了国内数字城市发展启动阶段、试点阶段、推广阶段，再到智慧城市建设的启动和试点，从业历史悠久，其 XGIS 解决方案应用覆盖中国大陆多个城市。公司在过去 3 年，做过多个 10 亿级别的 ppp 项目，经验优势明显。

智慧城市采用 ppp 模式回款有保障，公司经营性现金流远优于同业公司。 PPP 投资项目需要录入 PPP 综合信息平台接受省级财政部门审核、编制项目实施方案开展物有所值论证、财政可承受能力论证，与项目相关的政府收支应统一纳入年度预算、中期财政规划，并上报本级人大或其常委会。《政府和社会资本合作项目财政承受能力论证指引》明确规定每一年度全部 PPP 项目需要从预算中安排的支出责任，占一般公共预算支出比例应当不超过 10%。因此，采用 PPP 模式的智慧城市项目，回款有保障。公司上半年经营性现金流量净额为 3.71 亿元，表现出公司独特商业模式下优异的项目回款能力。相比之下，同业竞争对手上半年经营性现金流量净额多为负数，如银江股份为-2.68 亿元、易华录为-3.5 亿元、数字政通为-1.37 亿元。

图 26：同业公司 2016 上半年经营现金流净额对比（单位：亿元）



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

（三）具备人才、集团、区位、渠道等多重优势

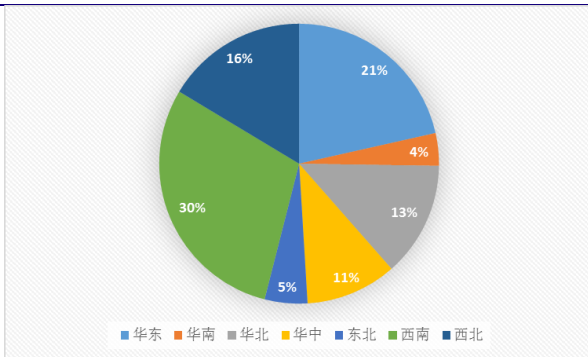
人才优势，董事长为行业领军人物。 天夏科技现任董事长夏建统系哈佛大学设计学博士。毕业后注册成立 XWHO 设计集团中国机构及天夏科技，2009 年入选首批国家千人计划，成为在信息工程领域创新创业的 5 名领军人物之一，是中组部、住建部全国市长研修学院授课教授、国家特聘专家，曾任住建部城乡建设和人居委员会专家。先后受聘国内南京、杭州、昆明等十多个大城市的城市建设市长顾问。

背靠联合睿康，集团优势明显。 联合睿康是第二经济（智慧经济）产业实践者，集团旗下包括智慧城市及信息产业、智慧农业和健康产业、智慧交通物流和新能源产业、智慧旅游和文化产业、设计和工程产业、创新金融产业 6 大完整产业平台。业务遍布全球，有多达 22 个

独立品牌公司，覆盖了中国 500 多个城市和 1/3 以上的城市人口，累计完成 5000 多个大中项目，包括 400 多个城市的新城规划和智慧城市建设。天夏科技是联合睿康旗下智慧城市建设实施企业，有着得天独厚的集团资源。

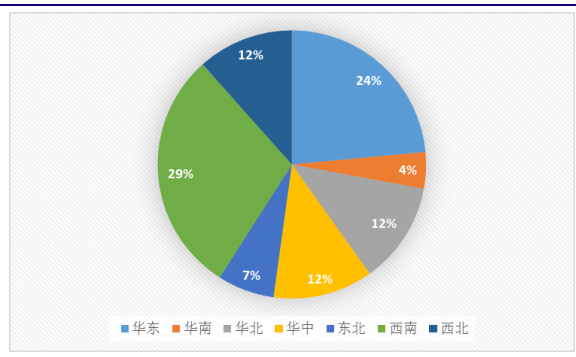
最大的分公司地处西南，具有区位优势。天夏智慧在成都的分公司是天夏智慧最大的分公司，辐射贵州、成都、重庆等西南片区。而西南地区是 PPP 入库项目最多而且投资额最大的片区。公司的在手订单所属区域亦多属西南，这也反映出公司在西南具有明显的区位优势(如：签署的四川省成都市平安城市监控项目工程建设、物资采购和运营维护框架协议（8 亿）、四川省成都市公安天网项目合作框架协议（10 亿）、重庆锴泽智慧社区建设项目（1.39 亿）以及与重庆联通拟签署战略合作协议（涉 30 亿）。

图 27: PPP 入库项目数按区域分布



资料来源：财政部，中国银河证券研究部

图 28: PPP 入库项目投资额按区域分布



资料来源：财政部，中国银河证券研究部

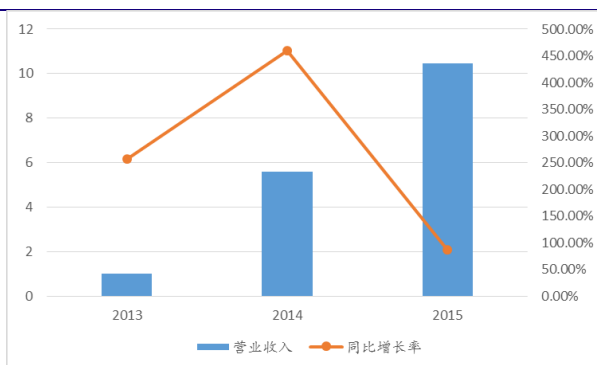
业务渠道体系完善，具备良好市场拓展基础。天夏科技通过已有的大量应用示范“点”，建立具有辐射带动作用的用户网络，推动以省为单位的“面”状市场营销；天夏科技已实施数字化城市管理项目近百个，已有客户资源已经成为重要的示范应用“点”，这些示范“点”在全国逐步形成了广泛覆盖的用户网络，并发挥了辐射带动作用，潜在客户在这些“点”的参观学习能够形成对天夏科技的良好印象。同时充分利用合作伙伴如通信运营商及其所属地方的细分营销网络，强强合作，扩大业务营销范围，共同开发各区域市场。

四、增速快，激励开启发展新阶段

(一) 历史增速快

近三年来，天夏科技业绩增长迅速，营业收入复合增长率达到 223%。2013 年以前，天夏科技以自主研发的核心技术 XGIS 为基础，主要在智慧城市的数字化城市管理系统、智慧交通系统，平安城市等单一子行业开展业务。从 2013 年开始，智慧城市行业运作模式发生转变，各地政府倾向于智慧城市总体规划并设计，以建设开放平台为目标，打造多行业数据共享及综合应用的统一平台。天夏科技顺应行业发展趋势，及时调整业务模式，在原有单一行业应用的业务模式基础上，开始研发及应用智慧城市“1+N”系列产品，并在全国范围内进行系统集成及总包业务模式推广。近三年来，天夏科技业绩增长迅速，复合增长率为 223%。

图 29：天夏科技营业收入（单位：亿元）及增长率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

（二）股权激励彰显长期增长信心

限制性股票期权计划解锁条件高，承诺业绩高增长，彰显公司长期信心。8月23日晚公司发布2016年限制性股票激励计划草案。本激励计划拟授予的限制性股票数量4200万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额84084.44万股的4.99%。此次股权激励计划，首次授予部分的每期解锁的业绩条件为：2016-2018年归母净利润不低于3.5亿元、6亿元、7.8亿元，相对于公司2015年归母净利润-253.9万元来说，对公司未来三年的业绩提出高要求，不但扭亏为盈，承诺业绩高增长的决心更大。2016年上半年，公司已实现净利润4520万，实现扭亏为盈，主要系天夏科技4-6月份并表，而天夏科技2016上半年的净利润为17,120万元，同比增长66%。公司未来三年业绩高增长可期！并且，首次授予部分的解锁期为：授予日起满12个月后，在未来48个月内按20%、30%、50%的比例解锁。解锁期长，而且前两年解锁实现比例小，彰显公司长期信心。

股权激励数量占比大，激励面广。本激励计划拟授予的限制性股票数量4200万股，占草案公告时公司股本总额84084.44万股的4.99%，而通常同类激励计划授予的限制性股票占股本总额的比例多为1%-2%，公司此次激励计划限制性股票数量占比大。此外，本次激励方案涵盖了公司董事、中高层管理人员和核心骨干在内的45人，管理层与上市公司利益高度绑定，激励效果到位，提供充足动力，公司未来发展可期。

（三）开启扩张步伐

联合亦庄投资设立10亿并购基金。天夏智慧与北京亦庄共同发起设立中科睿德信息技术股权投资基金，基金规模10亿元，其中天夏智慧出资6.9亿，北京亦庄出资3亿。基金投资方向重点关注集成电路产业链关键环节及以集成电路为基础或应用的信息技术产业中其他领域的投资及并购机会。参与信息技术领域的投资，将会对公司以系统集成特色的智慧城市业务的长远发展产生协同效应，有利于实现以智慧城市运营产业布局的战略发展方向。

公司实施“走出去战略”，积极开拓印度、土耳其等国际市场的智慧城市业务可保证公司业绩高增。智慧城市总包业务天然对接物联网和政府大数据，未来，天夏智慧将通过自有研发和外延的方式进入城市物联网和政府大数据领域，构建产业协同的生态链，为公司成长打开新的空间。

五、盈利预测与投资建议

公司“1+N”模式利于总包项目获取，公司整合资金、运营、建设等各方资源，推动 PPP 项目经验丰富，同时，公司有显著的人才优势、集团优势、以及西南区位优势。公司近期相继与重庆联通、永川区智慧商圈签署合作项目，再次印证智慧城市新龙头的拿单能力。我们预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.54、0.95 和 1.32 元，维持“推荐”评级。

六、主要风险因素

(1) 智慧城市业务不及预期。(2) 竞争加剧。

插图目录

图 1:索美特收购天夏科技	3
图 2: 亚安科技利润预测(单位: 万元)	4
图 3:天夏智慧主营业务构成 (2016 年 1-6 月)	4
图 4: 传统政府融资模式	5
图 5: PPP 融资模式	5
图 6: 10 年期国债收益率走势图	6
图 7: 智慧城市板块、计算机板块 (中信) 与上证综指走势图 (过去两年)	7
图 8 我国智慧城市市场规模变化情况 (单位: 亿元)	9
图 9: 中国智慧城市建设 IT 投资规模情况 (单位: 亿元)	9
图 10: 2015 年智慧城市总体得分趋势图	9
图 11: 1 月末、3 月末、6 月末各阶段示范项目数对比	10
图 12: 两批示范项目落地率变化	11
图 13: 财政部示范性项目 119 家社会资本的分类及占比	12
图 14: 使用者付费项目达到四成	12
图 15: 各阶段项目数变化	12
图 16: 各阶段项目投资额变化	12
图 17: 市政工程类项目落地数独占鳌头	13
图 18: 市政工程二级分类情况	13
图 19: 财政部示范智慧城市 PPP 项目	13
图 20: 智慧城市信息共享平台	14
图 21: 智慧城市规划决策平台	14
图 22: 智慧交通系统	15
图 23: 平安城市	15
图 24: 同业公司毛利率 (%) 对比	15
图 25: 同业公司净利率 (%) 对比	15
图 26: 同业公司 2016 上半年经营现金流净额对比 (单位: 亿元)	16
图 27: PPP 入库项目数按区域分布	17
图 28: PPP 入库项目投资额按区域分布	17
图 29: 天夏科技营业收入 (单位: 亿元) 及增长率	18

表格目录

表 1: 国家积极推介 PPP 的政策	5
表 2: 政策促进智慧城市发展	8

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。

沈海兵，计算机行业证券分析师。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。

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

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

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

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@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

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn