

谨慎推荐（首次）

达实智能（002421）调研报告

风险评级：一般风险

智慧交通和智慧医疗有望成为增长新驱动

2017年1月16日

投资要点：

冯显权

SAC 执业证书编号：

S0340514100001

电话：0769-22115935

研究助理

包冬青

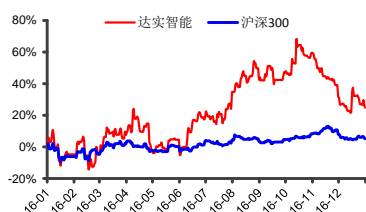
S0340115120100

电话：0769-22110619

主要数据 2016年1月15日

收盘价(元)	6.24
总市值(亿元)	120.23
总股本(百万股)	1,926.73
流通股本(百万股)	1,404.85
ROE (TTM)	8.31%
12月最高价(元)	8.36
12月最低价(元)	4.03

股价走势



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

相关报告

- **业绩增长稳定，交通和医疗领域成为未来发力重点。**公司主营业务定位于智慧建筑、智慧交通及智慧医疗三大领域。2013-2015年营业收入及净利润三年复合增速分别为27.58%、25.19%，保持稳定增长。2016年前三季度，归属净利润增长73.84%，主要受益于子公司久信医疗的并表效益。为优化业务结构，公司将未来战略重点放在增长较快的交通和医疗领域。
- **智慧建筑：**中投顾问预计2015国内新建建筑中智能建筑占新建建筑比例30%，对标美国的70%，我们保守估计未来三年提高到40%，则行业增速在10%左右。目前行业前五名的营收规模差距较小，竞争相对分散，地域性划分显著。该业务2015年公司营收69.65%，2015年增速8.95%。未来公司将立足华南市场，聚焦高端客户、大型公共建筑等的智能化建设。
- **智慧交通：**发改委规划未来三年城市轨交投资1.6万亿元，其中综合监控系统占比2%，预计未来三年约320亿元市场规模。目前在综合监控系统领域竞争者主要有六家，各有相对优势地域，公司的优势地区在华南，已遍布9个城市。2015年该业务占公司营收的15.85%，增速高达170.83%。当前公司产品有综合监控、自动售检票、综合安防系统等，2016年12月与西班牙信号公司CAF集团签署了战略合作协议，有望进入附加价值较高的信号系统，进一步完善产品线，公司期待2017年获批落地。
- **智慧医疗：**IDC预计医疗行业IT信息化未来三年复合增速为12.20%，细分市场中的医院临床和区域医疗管理信息化将成为建设重点。2015年，公司作价8.71亿元收购久信医疗100%股权（洁净手术室及数字化手术室解决方案提供商），其2015-2017年业绩承诺分别不低于6000万（完成率103.53%）、7200万、8640万；参股小鹿医疗40%股权（区域性云医院平台）。2015年该业务营收占比8.74%，未来将重点放在智慧医院临床（久信医疗），并持续布局区域医疗平台PPP项目，后续有望探索数据运营。
- **盈利预测与投资建议。**预计16-18年的EPS分别为0.14/0.19/0.25元，对应PE为45/33/25倍。首次给予“谨慎推荐”评级。
- **风险提示。**新业务客户推广不及预期；项目招标不及预期；系统性风险。

主要财务指标预测表

单位（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万）	1,711	2,738	3,560	4,556
增长率（%）	35.49%	60.00%	30.00%	28.00%
净利润（百万）	153	266	367	477
增长率（%）	36.08%	74.40%	37.82%	29.94%
净利率（%）	8.9%	9.7%	10.3%	10.5%
PE	78.39	44.95	32.61	25.10

资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

目录

1.公司简介.....	3
1.1 经营分析	3
1.2 战略布局	5
2.智能建筑.....	6
2.1 预计未来三年智能建筑市场规模增速维持在 10%左右	6
2.2 竞争格局：相对分散，地域性划分显著	6
2.3 公司立足华南市场	7
3.轨道交通.....	7
3.1 预计未来三年平均每年 100 亿的轨道交通综合监控投资	7
3.2 竞争格局：相对分散，地域性划分显著	8
3.3 公司将与西班牙 CAF 合作，进入高附加信号领域	8
4.智慧医疗.....	9
4.1 预计未来三年复合增速为 12.20%	9
4.2 医院临床和区域医疗管理信息化或成为建设重点	9
4.3 收购久信医疗，并布局区域医疗平台 PPP 项目	10
5.投资建议.....	11
6.风险提示.....	11

插图目录

图 1：公司 2013-2015 年营业收入及净利润（百万元）	4
图 2：公司 2013-2015 年毛利率及三项费用率（%）	4
图 3：公司主营业务结构占比趋势	5
图 4：公司三大板块战略布局	5
图 5：城市轨交综合监控及安防市场容量预测（亿元、%）	8
图 6：国内医疗行业 IT 市场规模预测（亿元，%）	9
图 7：国内医疗行业 IT 细分市场规模（亿元）	10

表目录

表 1：公司主营业务简介	3
表 2：公司上市以来主要资本运作	4
表 3：国内智能建筑系统集成市场规模测算	6
表 4：国内可比公司对比	7
表 5：公司智慧建筑业务类型	7

1. 公司简介

1.1 经营分析

主营业务：定位建筑、交通及医疗三大板块，交通和医疗板块增长较快。

公司成立于 1995 年，于 2010 年登陆中小板，以“让城市更智慧，让建筑能节能”为经营宗旨，通过技术+金融的模式，目前主营业务定位于智慧建筑、智慧交通及智慧医疗三大领域。

（1）智慧建筑领域：2015 年营收占比 69.65%，2015 年收入增速为 8.95%，保持平稳，为公司主营收入来源。主要在住宅、五星级酒店、大型商业综合体以及政府公建等领域提供智能化及节能解决方案；

（2）智慧交通领域：2015 年营收占比 15.85%，2015 年收入增速高达 170.83%，是公司未来重点发力领域。提供城市轨道交通的智能化整体解决方案，包括轨道交通综合监控系统、自动售检票系统、综合安防系统、乘客资讯系统以及门禁出入口管理系统，已遍布深圳、成都、长沙、大连、福州、广州、石家庄、南宁、重庆 9 个城市；

（3）智慧医疗领域：2015 年收购久信医疗 100% 股权，参股小鹿医疗 40% 股权进入智慧医疗领域。2015 年营收占比 8.74%，是公司未来重点发力领域。定位于向医院客户提供“智慧医院”解决方案，通过智能化、医疗净化、机电三大系统解决方案提供医院基础设施与环境建设专业集成与服务，向医院提供信息化与互联网云医院服务。

表 1：公司主营业务简介

主营业务	2015 营收占比	2015 收入增速	简介
智慧建筑	69.65%	8.95%	住宅、五星级酒店、大型商业以及政府公建等的智能化及节能解决方案
智慧交通	15.85%	170.83%	城市轨道交通的智能化解决方案：综合监控、自动售检票、综合安防等
智慧医疗	8.74%	2015 收购久信医疗	向医院提供“智慧医院”解决方案

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

资本运作：2015 年以外延并购方式进入智慧医疗领域。

公司上市以来，陆续完成对黎明网络 100% 股权收购（提供行业应用解决方案和平台运营、系统集成、IT 培训等网络综合服务）、启迪德润 45% 股权收购（绿色建筑评估与节能生态设计解决方案供应商）、联欣科技 51% 股权收购（综合节能和建筑智能解决方案提供商，华东区域的重要支撑平台）。形成了涵盖咨询、设计、投资、实施、运营等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。

2015 年，公司以外延并购方式进入智慧医疗领域，作价 8.71 亿元收购久信医疗 100% 股权（洁净手术室及数字化手术室整体解决方案提供商），久信医疗 2015-2017 年业绩承诺分别不低于 6000 万（完成率 103.53%）、7200 万、8640 万；同年参股小鹿医疗 40% 股权（区域性云医院平台、互联网医院系统、社区居民健康档案管理平台）。

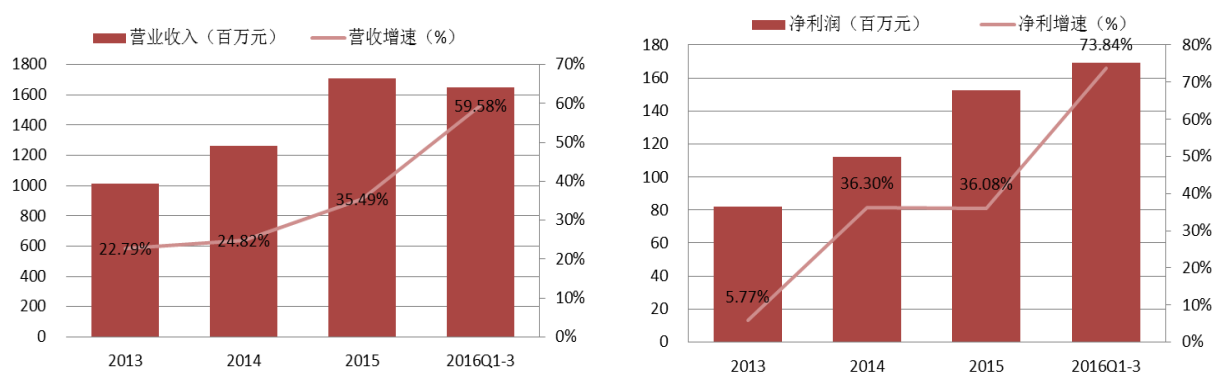
表 2：公司上市以来主要资本运作

年份	对象	简介
2010	6815 万收购黎明网络 100% 股权	提供行业应用解决方案和平台运营、系统集成、IT 培训等网络综合服务
2012	2.01 亿收购联欣科技 45% 股权	综合节能和建筑智能解决方案提供商，华东区域的重要支撑平台
	1350 万收购启迪德润 51% 股权	绿色建筑评估与节能生态设计解决方案供应商
2015	8.71 亿收购久信医疗 100% 股权	洁净手术室及数字化手术室整体解决方案提供商
	1600 万参股小鹿医疗 40% 股权	区域性云医院平台、互联网医院系统、社区居民健康档案管理平台

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

公司 2013-2015 年营业收入及净利润三年复合增速分别为 27.58%、25.19%，保持稳定增长。2016 年前三季度，公司营业收入增长 59.58%，归属净利润增长 73.84%，主要受益于子公司久信医疗的并表效益，公司预计 2016 年度实现归属净利润 2.29-2.90 亿元，变动幅度在 50-90%。

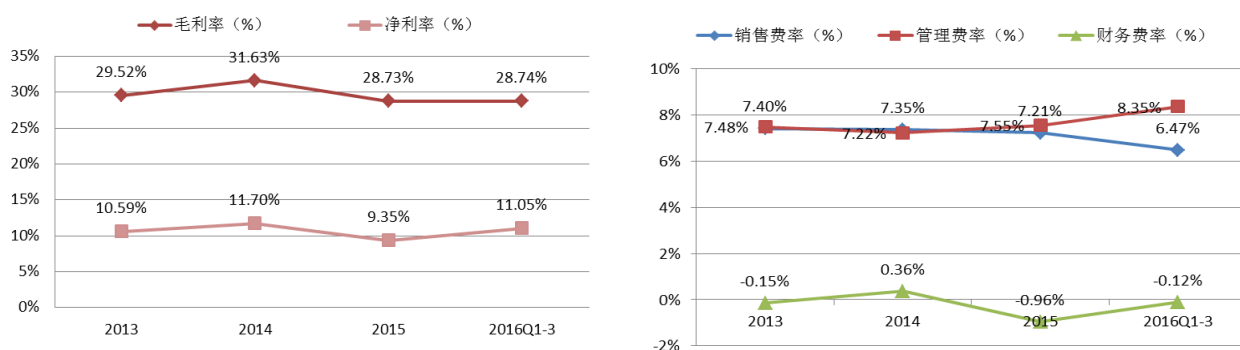
图 1：公司 2013-2015 年营业收入及净利润（百万元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

公司 2013-2015 年毛利率、净利率保持相对稳定水平，2014 年达到高点后呈现小幅下行态势，三年平均水平分别为 29.7%、10.7%。2016 年前三季度公司毛利率为 28.74%，相对于 2015 年基本持平，净利率回升至 11.05%，受益于公司销售费率下滑 1.08%。

图 2：公司 2013-2015 年毛利率及三项费用率（%）

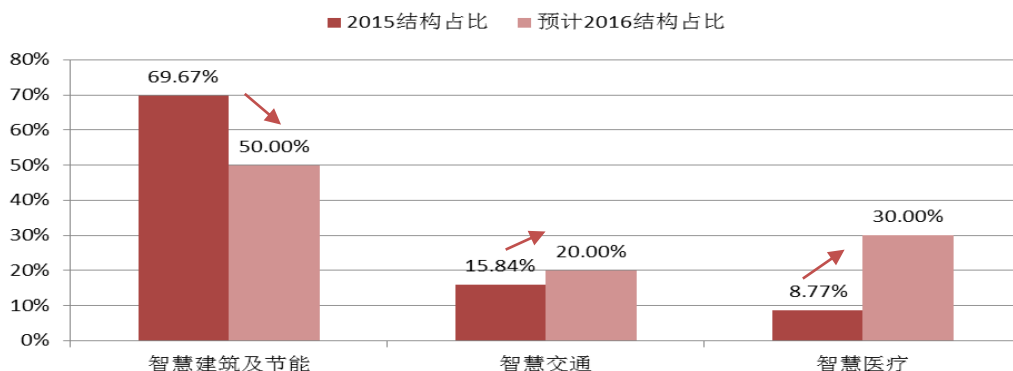


资料来源：wind，东莞证券研究所

1.2 战略布局

公司根据行业周期特点，进一步优化了业务结构，公司预计 2016 年收入结构会更加平衡，其中来自医疗板块的收入会有所提高。预计建筑占比从 2015 年的 69.65% 下滑至 50%，医疗由 2015 年的 8.74% 上升至 30%，交通收入由 2015 年的 15.85% 提升至 20%。

图 3：公司主营业务结构占比趋势



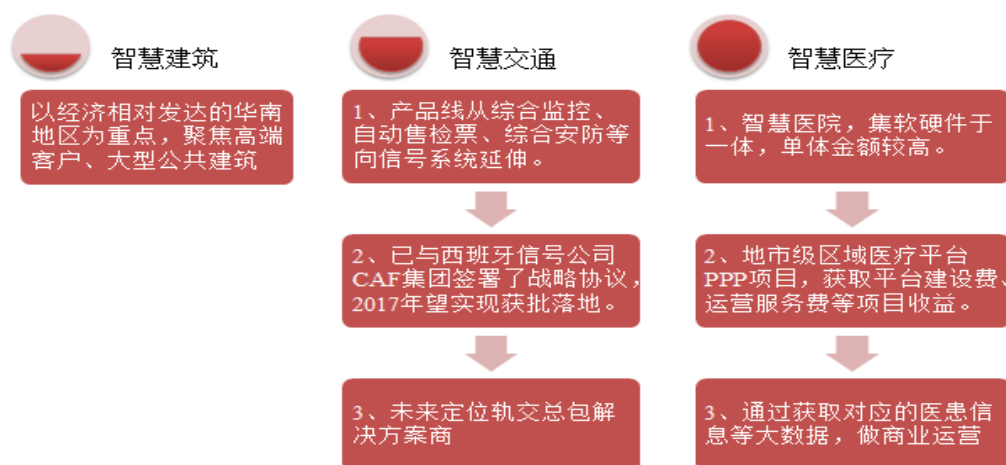
资料来源：公司公告，东莞证券研究所

未来战略重点放在交通和医疗领域。

智慧交通战略布局：第一、目前产品有轨道交通综合监控系统、自动售检票系统、综合安防系统等，目前与西班牙信号公司 CAF 集团签署了战略合作协议，进入附加值较高的信号系统，公司期望今年获批落地；第二、为进入轨交总包解决方案商做储备。

智慧医疗战略布局：第一、做智慧医院（久信医疗），需求明确，集软硬件于一体，单体金额较高，可利用销售方面的优势，叠加相关产品做组合销售；第二、关注地市级区域医疗平台 PPP 项目，获得平台建设费、运营服务费等项目收益。（例如淮南项目，金额 2.39 亿元，包含一个大平台及多达 21 个子系统）；第三、后续可通过获取对应的医患信息等大数据，实现数据运营。

图 4：公司三大板块战略布局



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

2. 智能建筑

2.1 预计未来三年智能建筑市场规模增速维持在 10%左右

据中投顾问发布的《2016-2020 年中国智能建筑行业深度调研及投资前景预测报告》显示，我国每年新开工建筑面积约 20 亿平方米，其中公共建筑和商业地产建筑约 4 亿平方米，政府保障房、经济适用房和住宅地产约 16 亿平方米。目前大型公共建筑，无论宾馆饭店、办公大楼、金融保险、医疗教育、车站机场等等，基本都是智能建筑，只是根据实际需求，智能化程度有所不同而已。据此测算，前者工程总投资大约 3200 亿元，后者大约 800 亿元，2014 年国内智能建筑系统集成市场两项总合我国智能建筑市场规模大约为 4000 亿元。

当前以物联网、云计算等为代表的信息技术快速发展，对建筑行业的发展产生了深远影响，绿色建筑、节能楼宇成为大势所趋。政策方面，为规范和推动智慧城市的健康发展，住房城乡建设部启动了国家智慧城市试点工作，截止 2015 年，国内智慧城市试点已达 290 个。当前智慧城市在我国所处阶段属于建设向运营转型阶段，相关产业正处于高速发展阶段，预计自 2019 年后，进入为智慧城市数据管理阶段，主要通过软件平台、物联网、大数据和云计算对智慧城市运行中相关城市数据进行平台整合和系统的实时交互，提高城市管理效率。

据《2013-2017 年中国智能建筑行业发展前景与投资战略规划分析报告》推算，2012 年中国新建建筑中智能建筑的比例仅为 26%左右，远低于美国的 70%、日本的 60%，按照 2015 国内新建建筑中智能建筑占新建建筑比例 30%计算，保守估计未来三年该比例提高到 40%，则未来三年智能建筑市场规模增速维持在 10%左右。

表 3：国内智能建筑系统集成市场规模测算

	类别	年新增面积	智能建筑系统集成	2015 年渗透率	2016-2018 增速
新开工建筑面积	公共、商业地产	4 亿平方米	投资 3200 亿元	30%	10%
	政府保障房、经济适用房和住宅	16 亿平方米	投资 800 亿元		

资料来源：中投顾问，《2013-2017 年中国智能建筑行业发展前景与投资战略规划分析报告》，东莞证券研究所

2.2 竞争格局：相对分散，地域性划分显著

目前国内智能建筑系统集成商已超过 5000 多家，市场竞争格局相对分散，地域性划分较为显著。根据《2014 年中国十大智能建筑公司排行榜》，排名前五的分别为：同方股份有限公司、泰豪科技股份有限公司、浙江浙大中控信息技术有限公司、汉鼎信息科技股份有限公司、深圳达实智能股份有限公司。

根据 2015 年可比公司营业收入规模来看，排名第一的同方股份在 2015 年营业收入为 284.5 亿元，但其细分的智能建筑和节能业务板块营业收入仅为 27 亿元。目前排名前五的几家营业收入规模均在十几亿元，规模上的差距相对较小。且其地域性划分显著，竞争格局短期难以打破，如同方股份聚焦华北市场，其智能楼宇工程量连续 8 年全国第一；中控信息、延华智能等聚焦华东市场；公司等聚焦华南市场。

表 4：国内可比公司对比

	2015 营收（亿）	净利润（亿）	布局
同方股份	284.5	12.6	智能楼宇工程连续 8 年全国第一；17 城市的 38 条地铁线路
泰豪科技	34.9	0.9	军工装备、电力行业智能系统解决方案商
中控信息	——	——	交通、水务、建筑、医疗等、遍布全国 30 个省（市）
达实智能	17.1	1.5	
延华智能	11.2	1.0	上海市 400 余栋建筑的分项计量项目占据 1/3 市场，能源管理占 11% 市场

资料来源：公开信息，东莞证券研究所

2.3 公司立足华南市场

公司智慧建筑业务主要为住宅、五星级酒店、大型商业综合体以及政府公建等领域提供智能化及节能解决方案，具体分为新建建筑和既有建筑。

（1）新建建筑：承建建筑智能化系统工程（具体包括信息设施系统（ITSI）、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（EEEE）和智能化集成系统（IIS）等工程），通过承建 BMS 中的建筑设备监控系统（BAS）实现建筑节能服务。按照工程承包模式，公开招投标后的合同约定，对建筑智能化系统工程进行规划设计、定制开发、设备采购、自主产品生产、施工、系统集成调试、试运行、竣工验收、客户培训、售后服务等全过程的服务。建筑智能化业务是个性化的工程项目，招投标是获取建筑智能化工程项目的重要手段，公司以经济相对发达的华南地区为重点，聚焦高端客户、大型公共建筑。

（2）既有建筑：提供建筑节能服务，具体内容为实施能源监测、中央空调管理节能、中央空调节能改造等服务。既有建筑节能改造服务以“节能效益分享型”及“节能效益保证型”盈利模式。公司全额出资进行节能改造及服务，在合同期内，公司拥有节能设备所有权，与用户按照合同约定的比例分享节能项目实施后产生的节能效益（节能效益按照节能量来确定），回收投资和实现盈利，在合同结束后，设备所有权和全部节能效益归客户所有，公司聚焦政府建筑、酒店、写字楼、大型工业厂房等。

表 5：公司智慧建筑业务类型

	业务	盈利模式	客户定位
新建建筑	承建建筑智能化系统工程	工程承包模式	华南为重点，聚焦高端客户、大型公共建筑
既有建筑	提供建筑节能服务	节能效益保证模式	聚焦政府、酒店、工业厂房等

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

3. 轨道交通

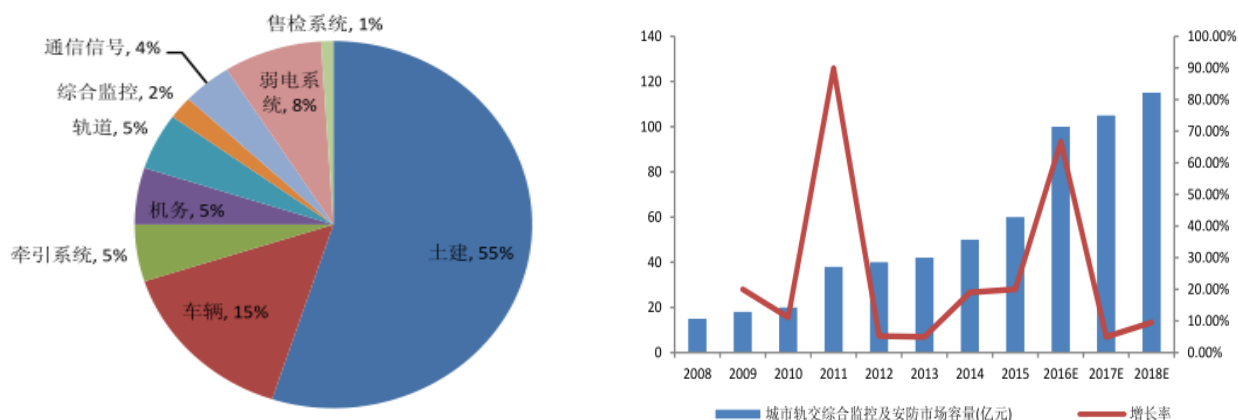
3.1 预计未来三年平均每年 100 亿的轨道交通综合监控投资

截止 2015 年，我国累计有 26 个城市建成投运城轨线路 116 条，运营里程达到 361 公里。我国轨道交通投资力度大，2016 年国家发改委、交通运输部印发《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》，指出未来三年，我国将新建扩建铁路线路约 2 万公里，

涉及投资约 2 万亿；新建城市轨道交通 2000 公里以上，涉及投资 1.6 万亿。根据发改委预测，十三五期间，国务院批准修建城市轨道交通的城市数字将增至 50 个，城市轨道交通总里程将达到 6000 公里，高端技术和国产化率将成为该行业发展的显著特征。

根据智研咨询发布的《2017-2022 年中国城市轨道交通智能化市场运行态势及投资战略研究报告》数据，城市轨道交通自动化系统投资约占城市轨交投资总额的 10%，而城市轨道交通综合监控及安防系统投资约占城市轨道交通自动化系统的 20%，所以城市轨道交通综合监控投资约占城市轨交投资的 2%。根据未来三年 1.6 万亿的城市轨交投资，将产生 1600 亿的轨交自动化投资，及 320 亿左右的城市轨道交通综合监控投资，平均每年 100 亿的城市轨道交通综合监控投资。

图 5：城市轨交综合监控及安防市场容量预测（亿元、%）



资料来源：智研咨询，东莞证券研究所

3.2 竞争格局：相对分散，地域性划分显著

目前国内轨道交通综合监控系统领域竞争者主要有六家公司，各有其相对优势的地域，其中和利时、同方股份（17 城市的 38 条地铁线路）在北京有相对优势，国电南瑞（轨道交通综合监控产品年中标率 30% 以上，居同业首位）在南京、苏州有优势，而公司的优势地区在华南。当前正在建设中的线路约有 40 多条，多数城市集中在二线，客户资源上尚未有根基优势，竞争相对公平。

公司提供城市轨道交通的智能化整体解决方案，包括轨道交通综合监控系统、自动售检票系统、综合安防系统、乘客资讯系统以及门禁出入口管理系统的解决方案，业务已遍布深圳、成都、长沙、大连、福州、广州、石家庄、南宁、重庆 9 个城市。

3.3 公司将与西班牙 CAF 合作，进入高附加信号领域

根据智研咨询数据，根据未来三年 1.6 万亿的城市轨交投资，将产生 1600 亿的轨交自动化投资。其中城市轨道交通综合监控系统占比 2%（未来三年 320 亿元市场规模）；自动售检票系统占比 1%（未来三年 160 亿元市场规模）；通信信号系统占比 4%（未来三年 640 亿元市场规模）。

公司目前在城市轨道交通自动化系统的业务主要集中在综合监控、自动售检票、综合安

防等。而通信信号系统（未来三年 640 亿元市场规模）因产品附加价值较高，技术壁垒较高而主要由外资公司或合资公司占据。

公司为进入信号领域，于 2016 年 12 月，与西班牙 CAF 集团签署谅解备忘录。CAF 集团诞生于 1917 年，是铁路行业交钥匙解决方案设计和供应的全球领先者，已在 30 多个国家开发业务和项目，主要设计和制造城市地铁及轻轨车辆、高速动车组及轨道交通信号系统，既是欧洲最大的地铁车辆制造商，也是世界第五大铁道车辆制造商，其 2015 年实现销售收入 1200 亿元人民币以上。未来，双方将发挥各自技术、渠道及经验优势，共同协作开拓公共交通信号项目，并以合资等多种形式展开深度合作，共同推进深圳市城市轨道交通发展。信号系统的准入需要获得发改委的审批，公司希望 2017 年能够获批，将项目落地。

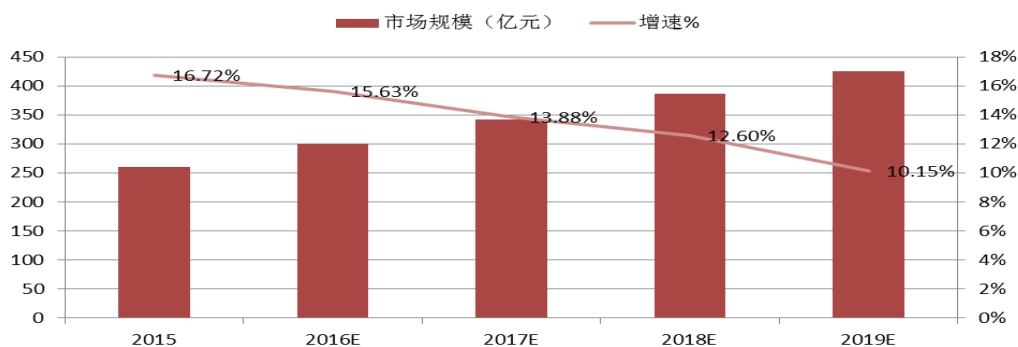
4. 智慧医疗

4.1 预计未来三年复合增速为 12.20%

2015 年 3 月，国务院发布了《关于印发全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015-2020 年）通知》，再次强调要加强医疗系统信息化建设工作，提出推动惠及全民的健康信息服务和智慧医疗服务，推动健康大数据的应用。到 2020 年，实现全员人口信息、电子健康档案和电子病历三大数据库基本覆盖全国人口并信息动态更新。

IDC 在《中国医疗行业 IT 解决方案市场 2015-2019 预测与分析》中预计，到 2016 年医疗行业 IT 花费市场的规模将超过 300 亿元，未来三年复合增速为 12.20%，增速高于中国 IT 市场的平均增速。

图 6：国内医疗行业 IT 市场规模预测（亿元，%）

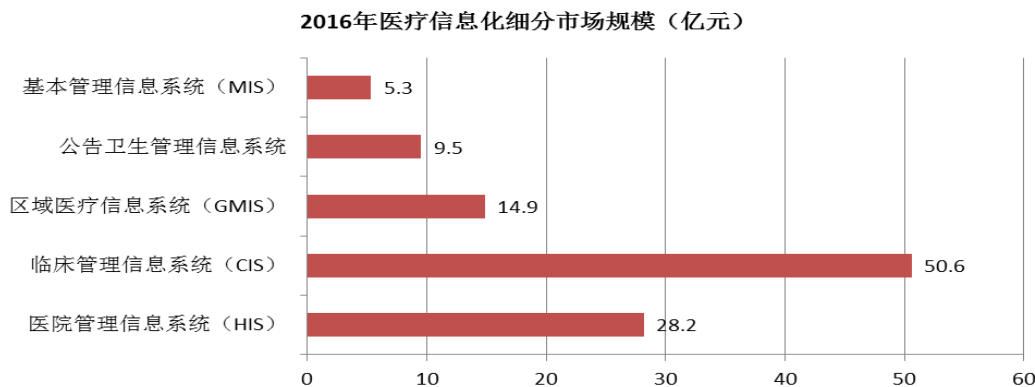


资料来源：IDC，东莞证券研究所

4.2 医院临床和区域医疗管理信息化或成为建设重点

中国医疗信息化经过近二十年的发展，初步建成了支持基本医疗服务的信息系统。医疗信息化产业发展途径经历了三个阶段：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）。我国目前正处于由医院管理信息化 HMIS 向医院临床管理信息化 CIS 和区域公共医疗管理信息化 GMIS 过渡阶段。

图 7：国内医疗行业 IT 细分市场规模（亿元）



资料来源：IDC，东莞证券研究所

国家规划的“46312”工程规划中，建立人口健康信息平台已经成为既定不变的政策，而实现这一目标的手段将是建立从下至上的区域医疗卫生信息平台。从各省市卫生机构的工作规划来看，区域医疗信息化将成为未来几年各地医疗信息化建设的重点，具体内容主要包括既有平台的完善、高级别平台的建立、以及不同级别平台的相互打通等。预计新兴医疗服务模式的崛起将会为区域卫生信息系统注入新的内容和动力，而政府的 PPP 项目建设模式则有助于推动区域卫生信息的快速发展。目前医院管理信息化阶段 HMIS 在一线城市占有率达 90%，且有大量公司做 HMIS；而 CIS 及 GMIS 一线城市占有率尚低，处于较快发展阶段。

4.3 收购久信医疗，并布局区域医疗平台 PPP 项目

公司 2015 年收购久信医疗 100% 股权，参股小鹿医疗 40% 股权进入智慧医疗领域。定位于向医院客户提供“智慧医院”解决方案，通过智能化、医疗净化、机电三大系统解决方案提供医院基础设施与环境建设专业集成与服务，向医院提供信息化与互联网云医院服务。公司未来 3-5 年在医疗领域会着重聚焦以下几个方面：一是做智慧医院，需求明确，集软硬件于一体，单体金额较高，公司可利用销售方面的优势，叠加相关产品做组合销售；二是关注地市级区域医疗平台 PPP 项目（如淮南项目，中标金额 2.385 亿，包含一个大平台及多达 21 个子系统，收取平台建设费、运营服务费等项目收益，同时可以通过获取对应的医患信息等大数据，做数据运营。

智慧医院—久信医疗：致力于为国内大中型医院的洁净手术室与整体数字化手术室提供整体解决方案，以洁净手术室及数字化手术室为核心产品，围绕医疗手术领域提供包括医疗洁净用房、数字化手术平台、手术临床信息化软件等整体解决方案，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。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。

区域医疗平台 PPP 项目：2016 年 1 月，公司中标的 2.358 亿元淮南市智慧医疗建设 PPP 项目，是公司首个区域医疗平台项目。将以“项目投资、开发和运营一体化+政府购买服务”的运作方式实施。具体方式为：公司与当地政府合资设立项目公司，项目公司作为业主将项目交付不同公司去实施，其中建设期加上运营期共 10 年，政府分 10 年

支付建设费用，此类业务收入将阶段性在母公司收入中体现，而后续的运营收入将体现在项目公司。计划分三期完成，其中硬件部分包含卫生数据中心、医疗专网等，2016 年底一期工程已完成验收；平台开发部分包含 20 多个子系统，将分期按进度完成；数据接入服务根据医院级别每年完成相应的接入数要求。同时，将覆盖区域内千家医疗机构，公司将通过医疗机构以及市级卫生信息平台向患者端（C 端延伸），在十年的经营期内，公司将基于医疗信息平台获取数据信息，开发针对居民和第三方机构的运营项目并与政府进行效益分成，公司有望将淮南模式向国内其他地区推广。2016 年 12 月，公司与汕头市人民政府签订战略合作框架协议，以 PPP 模式参与汕头市新建医院建设及健康医疗大数据平台建设，具体相关项目须依法合规履行相应程序并就具体项目签订合同后方可生效。

5.投资建议

预计 16-18 年的 EPS 分别为 0.14/0.19/0.25 元，对应 PE 为 45/33/25 倍。首次给予“谨慎推荐”评级。

6.风险提示

新业务客户推广不及预期；项目招标不及预期；系统性风险。

利润表

项目(百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1,711	2,738	3,560	4,556
营业成本	1,220	1,889	2,442	3,121
营业税金及附加	42	68	88	113
销售费用	123	181	242	310
管理费用	129	227	285	360
财务费用	-16	6	6	8
资产减值损失	36	55	64	82
其他经营收益	-1	0	0	0
营业利润	176	312	433	563
利润总额	191	327	447	578
减 所得税	31	54	74	95
净利润	160	273	374	484
减 少数股东损益	7	7	7	7
归母公司净利润	153	266	367	477

资产负债表

项目(百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,090	562	614	615
应收账款	1,229	1,479	1,922	2,460
预付账款	78	100	122	156
存货	294	302	391	499
其它	163	599	642	711
流动资产合计	2,855	3,042	3,691	4,442
长期股权投资	19	36	36	36
固定资产合计	135	181	179	175
长期待摊费用	13	13	13	13
其它	1,782	1,373	1,360	1,347
非流动资产合计	1,949	1,604	1,589	1,572
资产总计	4,805	4,645	5,279	6,013
短期借款	224	200	220	300
应付账款	765	680	879	1,124
预收款项	159	90	117	150
其它	805	620	726	715
流动负债合计	1,953	1,590	1,942	2,289
长期借款	100	66	66	66
其它	0	134	38	38
非流动负债合计	100	200	104	104
负债合计	2,153	1,694	2,046	2,393
实收资本	642	642	642	642
资本公积	1,492	1,492	1,492	1,492
留存收益及其它	630	879	1,220	1,661
所有者权益合计	2,764	3,014	3,355	3,795
负债和权益总计	4,918	4,708	5,401	6,188

现金流量表

项目(百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	160	273	374	484
折旧与摊销	69	114	138	154
财务支出	-11	17	19	21
投资损失	1	0	0	0
净营运资本变动	-96	-1,052	-265	-483
经营活动现金流	137	-648	266	176
资本支出	-1,540	170	-123	-137
其它投资	1,501	0	0	0
投资活动现金流	-40	170	-123	-137
股权融资	350	0	0	0
债券融资	275	-59	20	80
股利分配及其它	-58	-41	-52	-64
筹资活动现金流	566	-101	-32	16
货币资金净变动	664	-578	110	55

主要财务比率

项目	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(YOY)				
营业收入	35.5%	60.0%	30.0%	28.0%
营业利润	7.0%	77.1%	38.4%	30.1%
归母公司净利润	36.1%	74.4%	37.8%	29.9%
盈利能力				
销售毛利率	28.7%	31.0%	31.4%	31.5%
销售净利率	8.9%	9.7%	10.3%	10.5%
ROE	5.8%	9.1%	11.1%	12.7%
ROIC	10.1%	6.4%	11.4%	13.8%
偿债能力				
资产负债率	44.8%	36.5%	38.8%	39.8%
流动比率	1.46	1.91	1.90	1.94
速动比率	1.23	1.35	1.37	1.41
营运能力				
资产周转率	0.47	0.58	0.72	0.81
存货周转率	4.45	6.33	7.05	7.01
应收账款周转率	1.84	2.02	2.09	2.08
每股指标				
每股收益	0.08	0.14	0.19	0.25
每股经营现金流	0.07	-0.34	0.14	0.09
每股净资产	1.31	1.46	1.60	1.80
每股股利	0.05	0.01	0.02	0.02
估值指标				
PE	78.39	44.95	32.61	25.10
PB	4.76	4.26	3.88	3.46
EV/EBITDA	43.86	23.95	18.18	14.45

资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn