

日期: 2010 年 9 月 17 日

行业: IT-软件与服务



陈启书

021-53519888-1918



mymailno@hotmail.com

执业证书编号: S0870209090159

基础数据(10H1)

报告日股价(元)	34.25
12mth A 股价格区间 (元)	41.50/28.00
总股本 (百万股)	78.00
无限售 A 股/总股本	25.64%
流通市值 (百万元)	685.00
每股净资产 (元)	6.89
PBR (X)	4.97
DPS(Y09,元)	

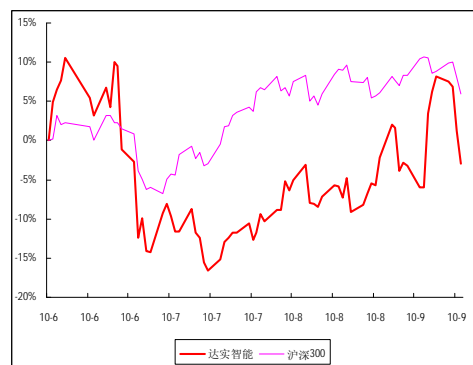
主要股东(10H1)

深圳市达实投资发展有限公司	29.90%
盛安机电设备(深圳)有限公司	15.29%
中国机电出口产品投资有限公	7.04%
深圳市创新投资集团有限公司	2.55%
全国社会保障基金理事会转持	2.43%

收入结构(10H1)

建筑智能化及节能	85.35%
IC 卡读写设备及其它	5.11%
工业自动化	9.42%
其他收入	0.12%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



首次报告日期: 2010 年 9 月 17 日

具备一定的技术和资金优势

■ 主要观点:

国内节能服务产业将迎来重大的发展机遇

合同能源管理 (EPC) 是一种新型的市场化节能机制。其实质就是以减少的能源费用来支付节能项目全部成本的节能业务方式。

《关于加快推行合同能源管理的意见》的出台, 将通过财政、税收、会计和信贷等优惠措施, 有效地激励了节能服务企业和用能企业以合同能源管理项目形式进行节能减排的能动性, 撬动了整个节能服务产业的发展。

公司具备主业集中、市场明确和资金充足等优势

与同类企业相比, 公司具备明显的主业优势。在节能服务方面, 公司通过前期多种行业标杆节能项目服务的经验积累, 公司节能服务主要目标市场锁定为大型建筑, 尤其是生产环境要求高的电子和医疗类工业生产企业, 其主要的能耗设备是中央空调。

公司主持完成了 2 项国家节能标准, 尤其是公司近期还参与了《合同能源管理技术通则》标准的起草。

EPC 业务易于大量推广和复制, 而大量推广和复制的核心壁垒是节能投入的资金, 公司今年 6 月份成功市场 IPO, 募集资金 4.1 个亿, 超募资金达 2 亿多, 这在突然释放的基于 EPC 模式的智能建筑及节能服务市场发展中对公司十分有利。

■ 投资建议

节能服务行业未来将出现快速成长, 公司也存在着一定技术和资金优势, 但公司股价自上市以来已经较充分反映了这些预期。所以, 未来 6 个月内首次评级为 “大市同步”, 合理估值为 32.66-39.19 元/股。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	314.65	398.55	532.75	814.58
年增长率 (%)	19.00	26.66	33.67	52.90
归属于母公司所有者的净利润	29.09	42.45	67.09	115.41
年增长率 (%)	48.63	45.93	58.03	72.02
基本每股收益 (元)	0.37	0.54	0.86	1.48
PER (X)	92	63	40	23

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所 (对应股价为 2010-09-16 日收盘价)

1. 国内节能服务产业将迎来重大的发展机遇

合同能源管理（EPC）是一种新型的市场化节能机制。其实质就是以减少的能源费用来支付节能项目全部成本的节能业务方式。

自从 1997 年以来，我国通过从国外引进项目的方式推动了 EPC 产业的发展。但是，我国合同能源管理产业还存在着节能服务企业融资困难、所受的财税扶持政策少以及规模偏小、发展不规范；用能单位对节能不够重视、开展合同能源管理业务模式的动力不足和会计处理制度不明确等突出问题。

2010 年 4 月，国家发改委、财政部、人民银行和税务总局共同颁布《关于加快推行合同能源管理的意见》，该《意见》确定了节能服务产业在财政补贴、税收优惠、会计处理和信贷服务等方面的优惠和鼓励政策。

2010 年 6 月，财政部会同国家发改委出台了《合同能源管理项目财政奖励资金管理暂行办法》，具体规定了中央和地方政府财政补贴的方案。此次补贴力度较大，对合同能源管理项目按年节能量和规定标准给予一次性奖励，其中中央财政每吨煤补贴 240 元，地方财政补贴不低于 60 元的标准，补贴力度相当于标准煤煤价(960 元)的 30%。

在税收优惠方面，未来具备优惠将涉及到营业税、增值税和所得税等方面，这将明显提高未来节能服务项目的净利润收益率，具备影响程度需要等税收优惠的细则出台；

在会计处理方面，也明确了政府及企事业用能单位在合同能源管理项目中的支出处理方式，如原合同能源管理费用没有对应项目可以列支，使得各级政府机构有所顾虑，而明确列支将化解此技术障碍，EPC 正式进入了政府采购目录，有效启动 EPC 产业的政府需求；

在信贷方面，鼓励银行等金融机构创新信贷产品，拓宽担保品范围，如节能服务公司实施合同能源管理项目投入的固定资产可按有关规定向银行申请抵押贷款。

总之，《关于加快推行合同能源管理的意见》的出台，将通过财政、税收、会计和信贷等优惠措施，有效地激励了节能服务企业和用能企业以合同能源管理项目形式进行节能减排的能动性，撬动了整个节能服务产业的发展。

2. 公司具备主业集中、市场明确和资金充足等优势

2010 年 9 月 17 日

与同类企业相比，公司具备明显的主业优势。2009 年，公司主

营业务收入中有 92.6% 来自建筑智能化及节能服务。2010 年中期，这一比例仍高达 85.35%，显著高于同类企业。例如泰豪科技，2010 年中期，其智能节能业务仅占主营业务收入的 55.73%，而另一家 EPC 领域领先的公司同方股份这一比例更低，仅 16.75%。

目前公司智能建筑的目标细分市场主要面向轨道交通、商业建筑（含酒店）和工业建筑等；而节能服务方面，通过前期多种行业标杆节能项目服务的经验积累，公司节能服务主要目标市场锁定为大型建筑，尤其是生产环境要求高的电子和医疗类工业生产企业，主要的能耗设备是中央空调。这些目标市场的特征是，中央空调耗能占比大（约 40%-50%），节能效率高（约 15%-30%），对环境的洁净度和温湿度要求高，进行节能服务改造的需求意愿强。

在技术方面，达实智能属于高新技术企业，拥有国家博士后科研工作站、深圳市自动化工程技术研究中心，是国家火炬计划软件产业基地骨干企业，已获得 20 项国家专利（6 项发明专利）和 12 项软件著作权，主持完成了 2 项国家节能标准，尤其是公司近期还参与了《合同能源管理技术通则》标准的起草。

除了主业优势，公司还具备区域优势。公司是深圳地区建筑节能行业龙头公司，凭借多年来形成的良好品牌效应和客户关系，公司具备较明显的优势。目前公司依托深圳，正逐步向华东和华北地区扩张。

由于 EPC 业务易于大量推广和复制，而大量推广和复制的核心壁垒是前期节能投入的资金，公司今年 6 月份成功市场 IPO，募集资金 4.1 个亿，超募资金达 2 亿多，这在突然释放的基于 EPC 模式的智能建筑及节能服务市场发展中对公司十分有利。

3. 首次评级为“大手同步”

节能减排将是未来经济结构调整的主要着力点，在国家政策的有力的推动和鼓励下，国内节能服务产业将加快发展，同时，由于税收和财政补贴等优惠行业的经营效益存在不断提升的趋向；所以，未来随着节能服务业务的快速发展，公司收入和毛利率将都有着一个较快的成长性。

国内智能建筑及建筑节能领域市场竞争激烈，行业集中度较低，前 10 名的企业完成总产值尚不足建筑智能化工程市场总规模的 5%，未来市场竞争格局可能发生演变。尽管公司依据核心技术优势连续多年排入行业前 50 名，并曾在 2007 年排名行业第 8，但行业产品更新换代速度较快。公司未来能否继续保持核心技术优势，保持行业领先地位，仍具备一定的不确定性。

初步预计 2010-2012 年公司可分别实现营业收入 398.55 百万元、532.75 百万元和 814.58 百万元, 同比增长 26.66%、33.67%和 52.90%; 分别实现归属于母公司所有者的净利润 42.45 百万元、67.09 百万元和 115.41 百万元, 同比增长 45.93%、58.03%和 72.02%; 分别实现每股收益(按最新股本摊薄) 0.54 元、0.86 元和 1.48 元。

预计未来 3 年公司归属母公司净利润的年复合增长率可达 58.30%, 目前股价对应 2009-2012 年的市盈率分别为 91.83、62.93、39.82 和 23.15 倍, 预期未来 6 个月内其对应 2010 年动态市盈率可达 60-72 倍, 对应合理估值为 32.66-39.19 元/股。

所以, 首次对公司未来 6 个月内评级为“大市同步”。

附表1 公司盈利预测

项目(单位: 百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	314.65	398.55	532.75	814.58
增长率	19.00%	26.66%	33.67%	52.90%
毛利率	25.42%	25.33%	26.98%	30.52%
二、营业总成本	285.27	354.98	462.00	690.58
营业成本	234.68	297.59	389.01	565.95
营业税金及附加	8.84	7.97	10.65	16.29
销售费用	24.45	35.87	47.95	73.31
管理费用	11.84	16.34	21.84	33.40
财务费用	3.77	-5.18	-10.65	-3.26
资产减值损失	1.69	2.39	3.20	4.89
三、主营业务利润	29.39	43.57	70.74	124.01
增长率	40.16%	48.28%	62.36%	75.29%
收入比	9.34%	10.93%	13.28%	15.22%
公允价值变动净收益				
投资净收益				
汇兑净收益				
四、营业利润	29.39	43.57	70.74	124.01
营业外净收益	4.76	3.60	3.80	4.22
五、利润总额	34.14	47.17	74.54	128.23
减: 所得税	5.03	4.72	7.45	12.82
六、净利润	29.11	42.45	67.09	115.41
少数股东损益	0.02			
归属于母公司所有者的净利润	29.09	42.45	67.09	115.41
增长率	48.63%	45.93%	58.03%	72.02%
收入比	9.25%	10.65%	12.59%	14.17%
七、每股收益:				
调整后的加权平均股本(百万股)	58.00	68.00	78.00	78.00

2010 年 9 月 17 日

按加权平均股本计算的每股收益（元）	0.50	0.62	0.86	1.48
增长率	48.62%	24.47%	37.77%	72.02%
PER(X)	68.28	54.86	39.82	23.15
按最新股本摊薄后的每股收益（元）	0.37	0.54	0.86	1.48
增长率	48.63%	45.93%	58.03%	72.02%
PER(X)	91.83	62.93	39.82	23.15

数据来源：公司公告，上海证券研究所（对应股价为2010-09-16日收盘价）

分析师承诺

分析师 陈启书

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。