


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

 华泰联合证券
2010-09-18


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES


华泰联合
HUATAI UNITED S

建筑业/线路、管道和设备安装

公司研究 / 深度研究

延华智能 (002178)

业务多元化的建筑智能区域龙头

—延华智能深度研究报告

中性/首次评级

股价: RMB19.23

分析师

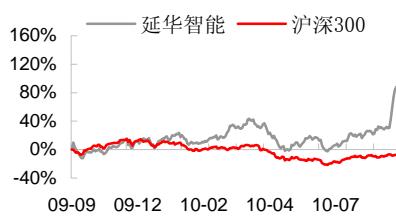
周焕

SAC 执业证书编号:S1000206090080
+755-82492072 zhouhuan@lhzq.com

- 我们认为，建筑智能化的主要驱动因素来自于节能减排、房地产市场的快速发展和居民消费升级，根据我国建筑业协会智能建筑专业委员会的预测，我国智能建筑行业未来3年将保持20%以上的增速，到2012年，智能建筑在新建建筑中的比例将达到32.61%，市场容量将达到861亿元。
- 公司是上海建筑智能行业的区域龙头，也是上海建筑智能行业唯一一家上市公司，在品牌、技术力量和融资能力等方面都具有优势。我们认为，公司的区域优势和承接的业务形成的良性循环将是公司业务在上海地区持续稳定增长的关键。
- 公司在立足上海的同时，布局全国，今年上半年武汉运营中心项目已经投入使用，预计未来3年在上海业务得到快速增长的同时，上海以外地区的业务下滑的趋势也会得到缓解。
- 公司2010年中报营业收入、毛利和净利分别同比增长35.65%、29.10%和22.32%，毛利率和净利率分别为18.81%和5.13%，与2009年报相比基本持平。
- 公司积极发展多元化业务，不仅向上游延伸产业链，根据实际需要，凭借资金实力和产业背景的优势，进行电子产品的代理，还加大了对节能咨询和售后维保业务的投入，并向毛利率较高的智能交通和医疗信息化领域扩展业务。我们认为，公司业务的多元化可以使公司获得新的利润增长点，有助于稳定公司的毛利率。
- 9月8日发改委公布了首批节能服务备案名单，公司及其子公司东方延华节能技术有限公司获得申请“合同能源管理财政奖励资金”的资格。我们认为，由于合同能源管理奖励细则并未出台，本次公司入选备案名单未来1年内不会对基本面造成影响，对未来2-3年影响的大小则有待奖励实施细则的出台。
- 我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.22元、0.24元和0.27元，净利润复合增长率17.5%，对应PE分别为87.4倍、80.9倍和70.7倍，目前估值偏高，我们首次给予中性评级。

相关研究**基础数据**

总股本 (百万股)	96
流通A股 (百万股)	45
流通B股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通A股市值 (百万元)	874

最近52周与沪深300对比股份走势图

资料来源: 华泰联合证券

	经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)		299.3	168.2	400.0	523.8	696.2
(+/-%)		39.5	35.7	33.6	30.9	32.9
归属母公司净利润(百万元)		16.1	8.6	21.1	22.8	26.1
(+/-%)		23.1	22.3	31.1	8.1	14.5
EPS(元)		0.17	0.09	0.22	0.24	0.27
P/E(倍)		114.7	214.1	87.4	80.9	70.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

公司介绍	4
建筑智能化简介.....	4
公司主营业务	4
控股子公司情况.....	4
公司资质情况	5
建筑智能化：节能减排和消费升级带来的快速增长	5
需求面：未来 3 年将快速增长.....	5
节能减排政策，智能建筑发展的长期支撑.....	5
房地产市场的快速发展和居民消费升级是智能建筑市场发展的直接刺激因素	6
供给面：行业集中度低，竞争较为激烈.....	7
业务多元化发展的建筑智能化区域龙头	9
承接项目与竞争优势的良性循环是企业持续稳定增长的关键.....	9
业务发展和盈利、营运能力分析.....	9
立足上海，布局全国	9
营业收入和毛利快速增长	10
三项费用和应收帐款周转率	11
业务多元化带来新的利润增长点.....	12
电子产品的代理	12
节能咨询和售后维保增值服务	12
智能交通与医疗信息化业务	13
事件点评：入围首批节能服务公司备案名单.....	13
盈利预测	14
风险提示	14

图表目录

图 1 公司 2007-2009 主营业务收入分布	4
图 2 合同能源管理业务模式	5
图 3 智能建筑需求分布	6
图 4 施工、竣工和商品房新开发面积	6
图 5 智能建筑占我国新建建筑比例	6
图 6 人均可支配收入	6
图 7 人均居住消费性支出	6
图 8 智能建筑市场规模预测	7
图 9 智能建筑业务毛利率变化	8
图 10 公司分地区营业收入及增幅	10
图 11 上海竣工面积及公司营业收入增幅比较	10
图 12 公司营业收入	10
图 13 公司净利和毛利	10
图 14 公司毛利率和净利率	11
图 15 公司分产品毛利率变化	11
图 16 建筑智能行业上市公司应收帐款周转率比较	11
图 17 公司电子产品营业收入及增幅	12
图 18 智能交通市场规模预测	13
图 19 医疗信息系统市场规模预测	13
表 1 公司控股子公司情况	4
表 2 2005 年以来建筑智能化方面主要政策	5
表 3 建筑智能行业资质情况	7
表 4 2006-2008 智能建筑行业前 10 份额	7
表 5 我国主要地区 2008 年房屋竣工面积同比增幅	9
表 6 区域中心辐射区域	10
表 7 公司三项费率	12
表 8 银江股份 2009 年分业务毛利率水平	13
表 9 《合同能源管理财政奖励资金管理暂行办法》主要内容	13
表 10 建筑智能行业上市公司估值	14

公司介绍

建筑智能化简介

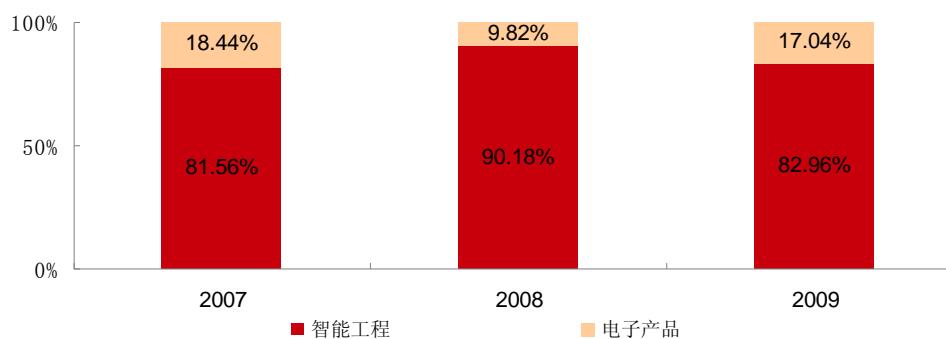
建筑智能化工程主要包括通讯自动化(CA)、楼宇自动化(BA)、办公自动化(OA)、消防自动化(FA)和安防自动化(SA)等五项主要内容，合称5A。建筑智能化是建筑节能减排的重要手段，它通过对照明系统、电梯系统、供水系统、供暖系统和空调系统等的自动控制和优化设计，有效地调节控制能源的使用、降低建筑物各类设备的能耗、延长其使用寿命、提高效率。

据美国楼宇协会统计，一般建筑通过物业管理系统的合理运行可以节能约15%，国外的楼宇自动化系统节能效果一般可达30%，国内专家通过总结工程经验，通过楼宇自动化可以节能15%—25%。

公司主营业务

公司主营业务是建筑智能化的规划咨询、工程设计、系统设备采购、工程施工、集成调试、项目管理以及运维增值服务。2007-2009年，公司智能建筑工程营业收入占公司总营业收入的比例分别达到81.56%、90.18%和82.96%，其他为与公司智能建筑配套的电子商品的销售，2007-2009年分别占到主营业务的18.44%、9.82%和17.04%。

图1 公司2007-2009主营业务收入分布



资料来源：延华智能2007-2009年报，华泰联合证券研究所

控股子公司情况

公司旗下主要有3家控股子公司，其中上海东方延华节能技术服务有限公司和上海多昂电子科技有限公司对公司净利润贡献较大，2009年净利润分别为330.09万元和103.16万元，分别占公司2009年净利润的20.5%和6.4%，而上海业智电子科技有限公司2009年则出现亏损。

表1 公司控股子公司情况

子公司名称	持股比例	2009年净利润(万元)
上海多昂电子科技有限公司	直接持股90%，间接持股10%	103.16
上海业智电子科技有限公司	90%	-27.25
上海东方延华节能技术服务有限公司	100%	330.09

资料来源：延华智能2009年报

公司资质情况

公司同时拥有建设部智能化系统集成专项工程设计甲级资质、建设部智能化工程专业承包一级资质和计算机信息系统集成一级资质，均为智能建筑行业所需的最高资质。

建筑智能化：节能减排和消费升级带来的快速增长

需求面：未来3年将快速增长

节能减排政策，智能建筑发展的长期支撑

2006年，国家在《“十一五”十大重点节能工程实施意见》中再次强调各个地区政府必须严格执行新建建筑按1980年标准节能50%，4个直辖市和北方严寒、寒冷地区按65%节能的规定，为了实现这一目标，2005年以来国家制定颁布了一系列的措施支持建筑智能化的发展。

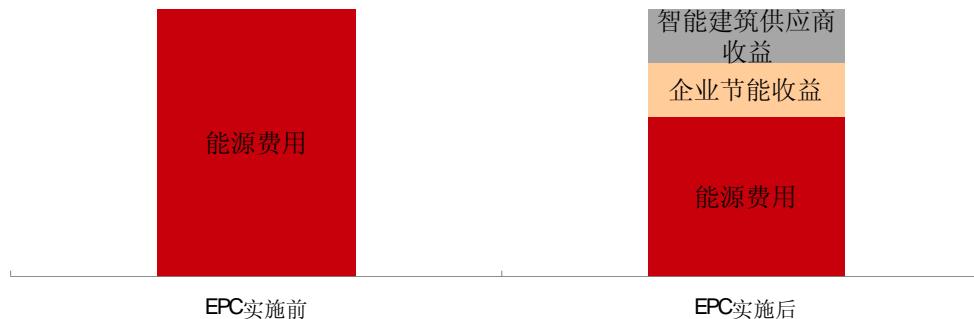
表2 2005年以来建筑智能化方面主要政策

时间	政策	相关内容
2005年	《产业结构调整目录》	将建筑智能化相关的技术开发和建设列为“鼓励类”项目
2007年	《关于加快发展节能服务产业的指导意见》	要求加快推行EMC
2008年	《公共机构节能条例》	明确了公共机构可以采用合同能源管理的方式，委托节能服务机构进行节能诊断
2010年	《关于加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展意见的通知》	明确在税收、资金、金融服务等方面要促进节能服务产业的发展
2010年	《合同能源管理项目财政奖励资金管理办法》	2010年20亿资金支持合同能源管理

资料来源：华泰联合证券研究所

据联合国统计，全球能源消耗有1/3与建筑有关，我们认为，建筑智能化不仅符合居民消费升级带来的对生活品质的要求，还能推动建筑节能减排的发展，未来必将长期受到国家政策的支持，最近颁布的《合同能源管理项目财政奖励资金管理办法》彰显国家加快推动建筑智能化的决心。所谓合同能源管理（EPC），就是用减少的能源费用来支付节能项目费用的一种节能业务模式，它要求节能服务公司提供包括能源诊断、改善方案评估、工程设计和施工以及资金与财务计划等一系列的全面安排，它对于客户来说具有风险低、投入少等特点，而对智能建筑供应商的资金和融资能力提出了更高的要求。

图2 合同能源管理业务模式

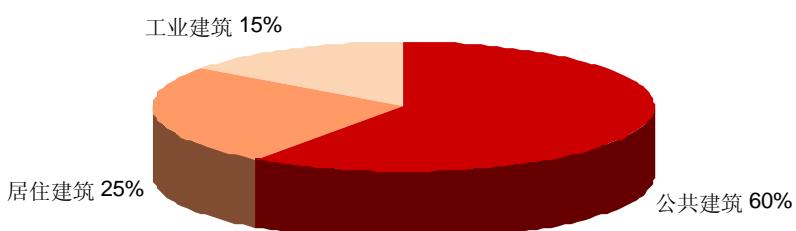


资料来源：华泰联合证券研究所

房地产市场的快速发展和居民消费升级是智能建筑市场发展的直接刺激因素

目前，我国的智能建筑市场以公共建筑为主，约占整个智能建筑市场的 60%，其次是住宅建筑，为 25%，剩下的是工业建筑，占 15%。

图 3 智能建筑需求分布



资料来源：中国国家住宅与城乡建设部科技司，汉鼎咨询

我们认为，节能减排下的长期政策利好将形成未来我国智能建筑发展的长期支撑，而未来 3 年我国智能建筑发展的直接驱动因素来自于我国房地产市场的快速发展和居民消费升级带来需求。房地产市场的快速发展带来的基数的增长，而随着我国居民的消费升级，居民对于办公、家居、安防等自动控制的要求越来越高，智能建筑在我国新建建筑中的比例也将迅速提升。

目前，智能建筑占新建建筑的比例，美国为 70%，日本为 60%，而我国在 2009 年仅为 16%，远低于发达国家的水平。根据建筑业协会智能建筑专业委员会的预测，到 2012 年我国智能建筑在新建建筑中的比例将达到 32.61%，如果房地产竣工面积未来 3 年按照 20% 的增速，智能建筑投入按照 200 元/平方米计算，到 2012 年，光新增建筑中智能建筑的市场容量就将达到 258 亿。

图 4 施工、竣工和商品房新开发面积

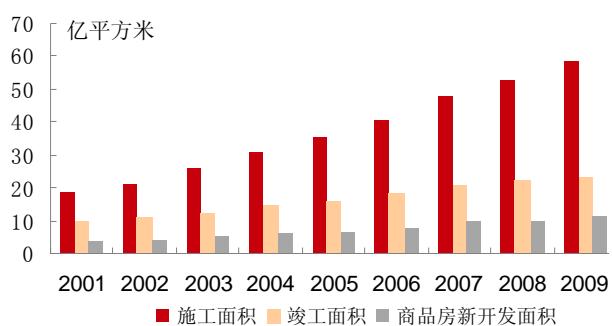
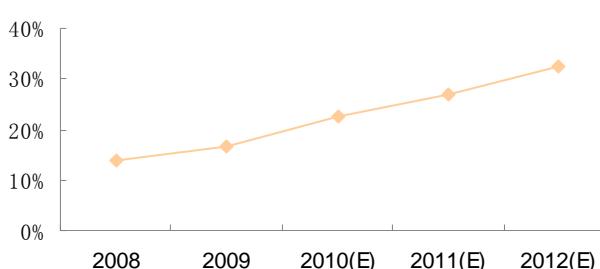


图 5 智能建筑占我国新建建筑比例

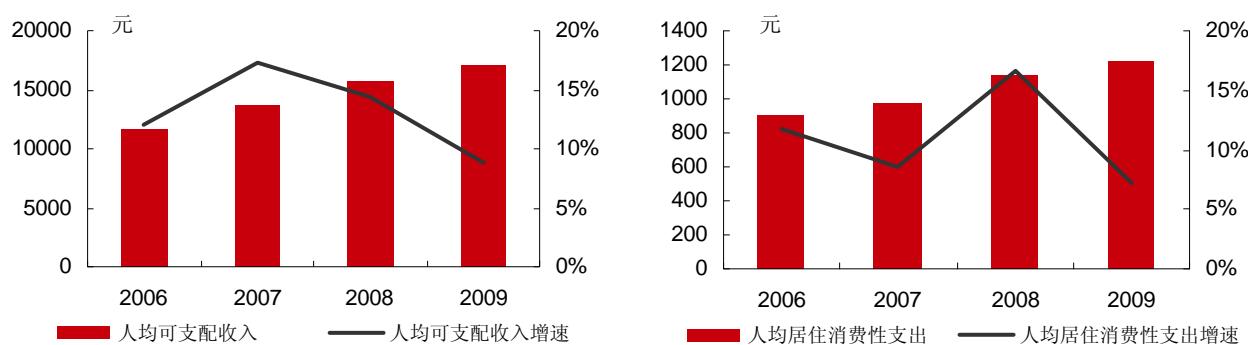


资料来源：Wind 资，华泰联合证券研究所

资料来源：中国智能建筑信息网，华泰联合证券研究所

图 6 人均可支配收入

图 7 人均居住消费性支出

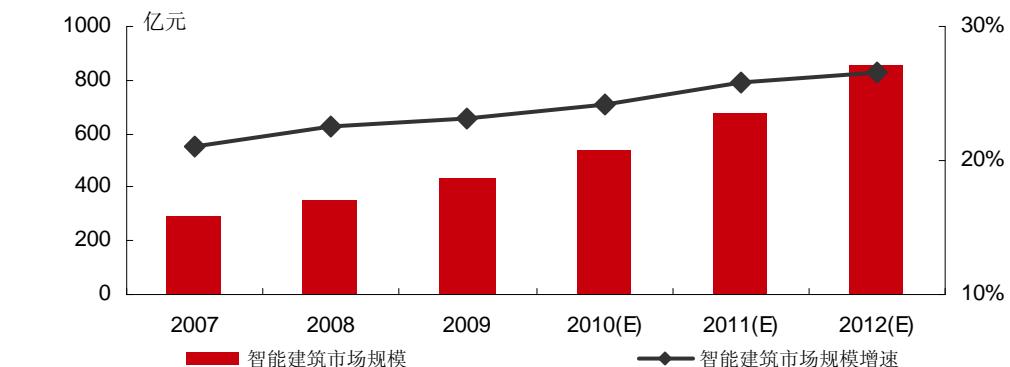


资料来源: Wind 资讯, 华泰联合证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 华泰联合证券研究所

根据中国国家住宅与城乡建设部科技司、建筑业协会智能建筑专业委员会和汉鼎咨询的预测, 未来我国建筑智能化市场将保持 20%以上的增幅, 到 2012 年, 我国建筑智能化市场规模将达到 861 亿元。

图 8 智能建筑市场规模预测



资料来源: 中国国家住宅与城乡建设部科技司, 建筑业协会智能建筑专业委员会, 汉鼎咨询

供给面: 行业集中度低, 竞争较为激烈

建筑智能行业是一个充分竞争的行业, 行业壁垒较低, 目前我国进行智能化建筑设计和施工的企业超过 3000 家, 但据统计, 截止到 2009 年 12 月底, 同时拥有智能建筑行业设计、施工和系统集成三项最高资质的企业仅有 33 家。

表 3 建筑智能行业资质情况

编号	资质	家数
1	建筑智能化工程专业承包壹级资质	207
2	建筑智能化系统设计专项甲级资质	500
3	建筑智能化设计与施工壹级资质	116
4	计算机信息系统集成壹级资质	233
5	同时拥有资质 1、2 和 4	33

资料来源: 达实智能招股说明书, 华泰联合证券研究所

建筑智能行业市场集中度比较低, 根据统计, 2006-2008 年, 业内市场份额最高的企业同方股份也仅占据 6%-7% 的市场份额。

表 4 2006-2008 智能建筑行业前 10 份额

企业	2006	2007	2008	2009

同方股份 (600100)	6.79%	6.76%	6.02%	6.41%
泰豪科技 (600590)	1.52%	3.32%	3.38%	3.31%
中建电子工程有限责任公司	1.28%	1.32%	1.29%	—
浙江浙大中控信息技术公司	1.17%	1.24%	1.37%	—
中程科技有限公司	1.09%	1.08%	1.06%	—
延华智能 (002178)	0.74%	0.58%	0.55%	0.69%
南京东大智能化系统公司	0.67%	0.67%	0.66%	—
中国电子系统工程总公司	0.63%	0.65%	0.65%	—
太极计算机股份有限公司	0.59%	0.61%	0.62%	—
达实智能 (002421)	0.53%	0.56%	0.57%	0.67%

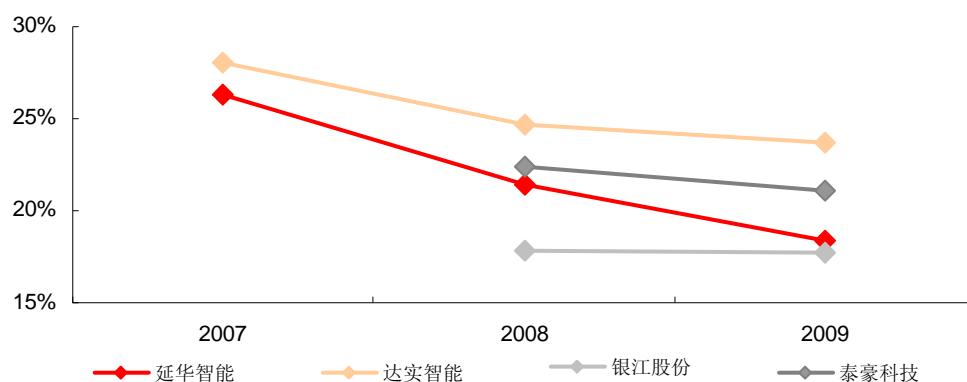
资料来源：中国建筑智能信息网，华泰联合证券研究所

除此之外，我国建筑智能市场的竞争者还包括一些国际性的大公司，如 IBM、Honeywell、Johnson Control 和 Siemens 等，这些公司在工程项目上很难与本土企业构成竞争，主要是工程项目的地域特性、人工成本、文化环境的差异等因素造成的，因此目前主要专注于智能建筑的高端市场（如五星和超五星酒店、高档写字楼等）的设备供应。

智能建筑行业的潜在进入者主要是一些软件开发企业，对于他们来说，智能建筑行业的进入壁垒主要来自于资质和资金。我国建设部对从事智能建筑的企业有明确的资质要求，而智能建筑业属于工程行业，对于企业都有垫资、投标保证金以及履约保证金方面的要求。

由于行业壁垒较低，我们认为，未来 3 年，随着进入者的增多，建筑智能行业竞争会进一步加剧，导致整个行业毛利率下降，从目前可收集到的已上市智能建筑企业中智能建筑业务的毛利率变化情况来看，我们认为这一趋势已经得到体现。

图 9 智能建筑业务毛利率变化



资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

智能建筑企业是主要依靠人力资源的企业，产能的扩张对固定资产投资的要求较低，智能建筑企业在市场规模快速增长的时候可以通过人力资源的扩张迅速提高产能。

业务多元化发展的建筑智能化区域龙头

承接项目与竞争优势的良性循环是企业持续稳定增长的关键

公司作为行业的区域龙头，2009年以来在上海地区的业务实现了快速增长，公司在上海地区的竞争优势来自于品牌、技术力量和融资能力：

- (1) 品牌优势。公司重视品牌建设，坚持“不挂靠，不转包”的原则，在商务楼宇、高档住宅社区、高档酒店和金融保险方面均有不俗表现，与包括汤臣一品、恒大集团、华润、凯德置地等知名房地产开发商保持着良好的合作关系，设计和施工了包括上海外汇交易中心、上海汤臣一品、上海世茂滨江花园、上海世博会展示中心、世博演艺中心等一系列具有较高知名度的项目，在上海地区获得了良好的声誉，品牌享有较高的知名度。
- (2) 技术力量优势。公司目前公司员工中，教授人数占总人数3%，硕士以上学历占15.62%，本科学历占46.88%，其中公司技术负责人是上海市智能建筑企业技术中心主任，核心技术人员也在国内享有较高知名度，不仅在系统设计、综合布线和施工等方面经验丰富，而且是多项行业标准制定的参与者，先后参与编写了《智能建筑工程验收标准》、《上海市建筑智能化系统设备安装工程预算定额》和《建筑设备监控系统工程技术规范》等多项行业规范。另外，公司今年还从国外高薪聘请了具有双博士学位和多年工作经验的总经理及其团队，重点发展节能咨询领域。2009年公司共承担国家和市科技专项计划6项，通过了上海市科委小巨人验收，获得了实用新型专利1项。未来公司募集资金项目技术中心项目的投产，将为公司提供更多的标准化的核心模块，巩固公司的技术优势。
- (3) 融资能力优势。公司是上海唯一一家本土建筑智能行业的上市公司，资金实力雄厚，资信好，融资能力强，与包括招商银行、交通银行和深发展银行等在内的多家银行保持了多年良好的合作关系，目前总授信额度达到约2亿元。

公司的竞争优势是公司获得更多优质项目的基础，而承接的优质项目又能转化为公司业绩，巩固公司的竞争优势。我们认为，公司的竞争优势和承接项目形成的良性循环，在上海房地产市场不出现严重下滑的情况下，能使公司在上海地区保持长期稳定的增长，形成“强者愈强”的局面。

业务发展和盈利、营运能力分析

立足上海，布局全国

建筑智能行业集中度低，具有一定的地域性。公司是上海建筑智能行业唯一一家上市公司，是上海房地产协会智能化专业委员会副主任单位。公司2008年在全国市场份额有所下滑，主要原因是上海2008年金融危机受影响较为严重，房屋竣工面积同比下降严重。

表5 我国主要地区2008年房屋竣工面积同比增幅

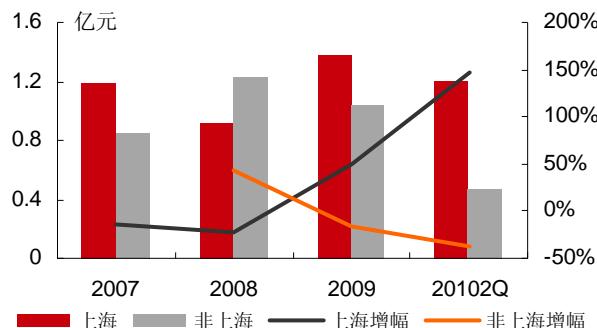
地区	北京	天津	上海	江苏	浙江	广东
同比增幅	-11.54%	5.57%	-23.95%	30.35%	8.74%	18.79%

资料来源：Wind资讯，华泰联合证券研究所

公司在2009年和2010年上半年上海竣工面积分别同比下降18.12%和仅同比上升8.18%的同时，2009年营业收入同比增长50.21%，2010年中报营业收入同比增长146.57%，2010年中报营业收入同比增幅较大的原因是世博会的刺激因素，我们预计2010年下半年之后，公司在上海的业务增速将会回落，但仍将保持40%-50%的增幅。

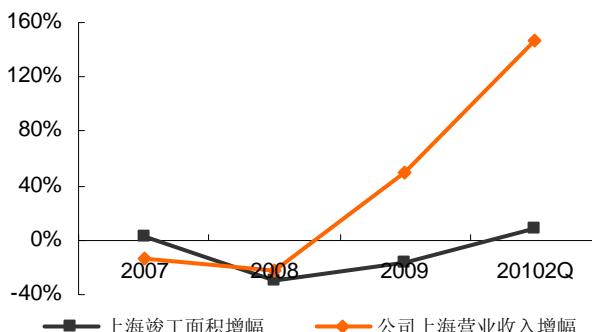
公司上海地区以外收入 2008 年以来逐年下降，2009 和 2010 年中报分别同比下降 15.28% 和 36.43%，我们认为，这种情况会随着公司区域中心项目的投产而得到缓解。

图 10 公司分地区营业收入及增幅



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 11 上海竣工面积及公司营业收入增幅比较



资料来源：Wind 资讯，公司年报，华泰联合证券研究所

北京区域中心已与 2008 年 7 月建成投入使用，但投产效果暂时不明显，2009 和 2010 年中报显示公司华北地区主营业务收入分别同比下降 46.41% 和 67.48%，我们认为这主要是因为北京从事智能建筑的企业较多，竞争相对激烈的缘故。2010 年上半年，武汉区域中心也已开始投入使用，预计杭州和南京区域中心将于明年上半年建成投入使用。我们认为，随着公司募集资金项目区域中心一体化项目的建成，公司将凭借其技术等方面的优势，充分发挥募集资金项目筹建的北京、武汉、南京、杭州四个区域中心的辐射作用，树立品牌形象，抢占当地的市场，特别是在湖北和湖南地区，上规模的建筑智能化企业较少，公司武汉区域中心建成后，在当地将形成较强的竞争力。

表 6 区域中心辐射区域

区域中心	辐射区域	建成投产时间
北京	北京、天津、山东、辽宁	2008 年 7 月
武汉	湖北、湖南	2010 年上半年
南京	江苏、安徽	未建成
杭州	浙江、福建	未建成

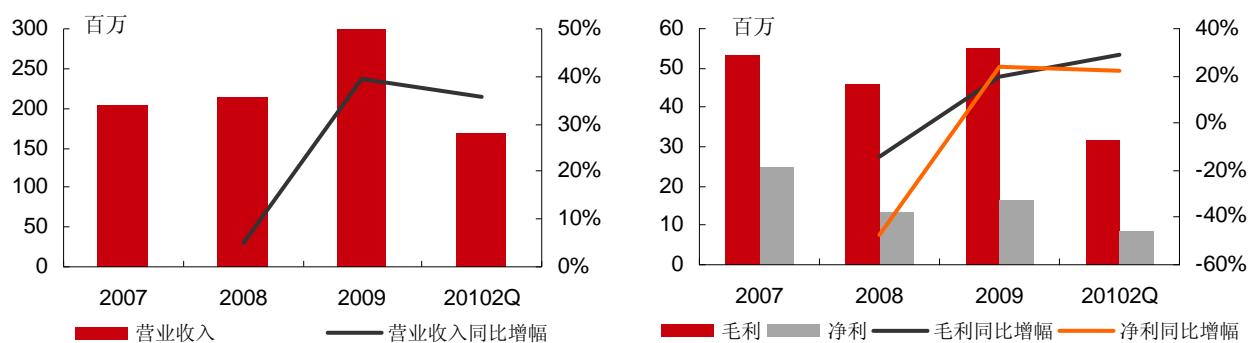
资料来源：延华智能招股说明书，华泰联合证券研究所

营业收入和毛利快速增长

随着房地产市场的复苏，公司 2009 年营业收入、毛利和净利分别同比增长 39.5%、19.8% 和 23.5%，2010 年中报营业收入、毛利和净利分别同比增长 35.65%、29.10% 和 22.32%。

图 12 公司营业收入

图 13 公司净利和毛利

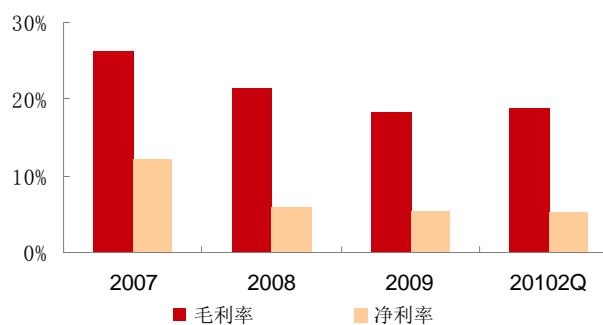


资料来源：Wind 资讯，华泰联合证券研究所

资料来源：Wind 资讯，华泰联合证券研究所

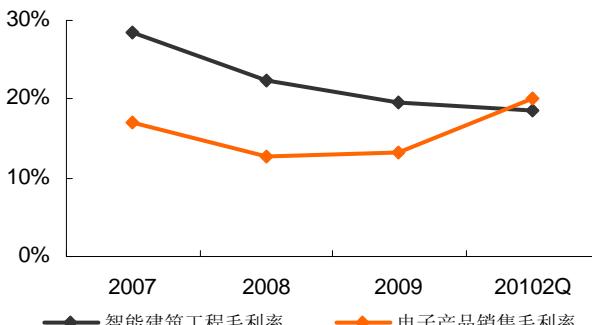
公司毛利增长是营业收入快速增长的缘故，但 2007 年以来公司的毛利率一直处于下降趋势，2010 年中报毛利率和净利率分别为 18.81% 和 5.13%，但与 2009 年报毛利率和净利率相比基本持平，有企稳迹象。公司 2010 年中报综合毛利率企稳的主要原因是公司新近与 Honeywell 合作代理的电子产品毛利率较高，且销量大幅上升的缘故，我们认为，未来公司代理电子产品的增多有助于维持公司毛利率的稳定。

图 14 公司毛利率和净利率



资料来源：Wind 资讯，华泰联合证券研究所

图 15 公司分产品毛利率变化

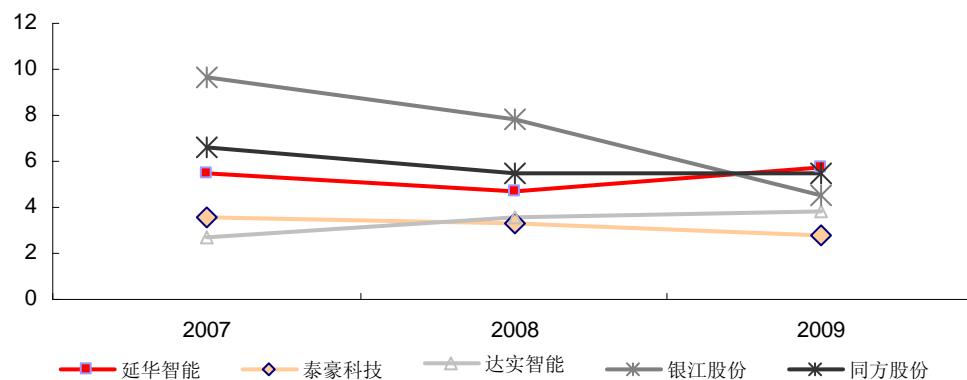


资料来源：公司资料，华泰联合证券研究所

三项费用和应收账款周转率

公司的应收账款控制较好，应收账款周转率在同行业上市公司中一直保持在较高的水平。我们认为，公司较为出色的应收账款回收能力能降低公司的财务费用，减少坏账计提，有助于稳定公司的净利率。我们认为，鉴于公司良好的管理体制和历史数据，未来 3 年公司应收账款周转率应该维持在一个比较平稳的状态。

图 16 建筑智能行业上市公司应收账款周转率比较



资料来源: Wind 资讯, 华泰联合证券研究所

公司应收账款管理上的优势使得公司的财务费用控制较好, 2010 年中报财务费用率仅为 0.25%, 逐年呈下降趋势; 营业费用率 2010 年中报有下降的趋势, 相比 2009 年全年下降 0.1 个百分点, 我们认为, 未来 3 年, 公司目前处于业务扩张期, 随着公司业务的扩展, 营业费用率会呈上升趋势。

表 7 公司三项费用率

	2007	2008	2009	20102Q
营业费用率	1.63%	2.53%	3.08%	2.98%
管理费用率	6.93%	7.40%	6.44%	7.01%
财务费用率	0.95%	0.67%	0.59%	0.25%
合计	9.51%	10.61%	10.11%	10.24%

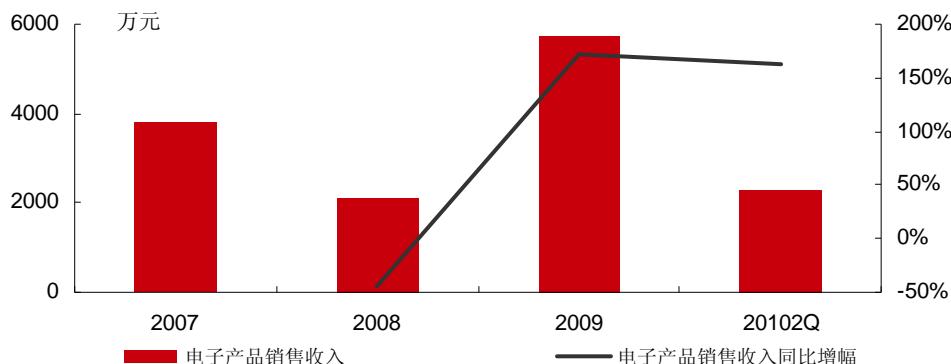
资料来源: Wind 资讯, 华泰联合证券研究所

业务多元化带来新的利润增长点

电子产品的代理

随着智能建筑行业竞争的加剧, 行业毛利率呈下降趋势, 公司积极将产业链向上游延伸, 目前公司代理的主要有国际著名厂商 Honeywell 的产品。2010 年以来公司代理了新的电子产品, 电子产品营业收入同比均出现大幅提升, 且毛利率也较 2009 年出现提升(见图 15), 有效地稳定了公司的综合毛利率, 这是公司目前代理的产品更新的原因, 我们预计未来 3 年电子产品的毛利率仍将高于公司智能建筑业务毛利率。

图 17 公司电子产品营业收入及增幅



资料来源: 公司年报, 华泰联合证券研究所

我们认为, 未来 3 年, 公司将根据业务发展的需要和市场需求, 凭借自身的资金实力和产业背景的优势, 获取更多电子产品的总代, 这不仅可以增加公司的营业收入, 而且有助于稳定公司的毛利率。

节能咨询和售后维保增值服务

未来 3 年, 我国节能咨询和售后维保增值服务的需求不仅来自于大量的新建智能建筑, 还来自于大量的存量建筑的更新改造, 公司今年加大了节能咨询和智能建筑售后维保增值服务的投入力度, 从国外聘请了拥有双博士学位且在节能减排领域有丰富工作经验的总经理, 并带有自己的团队, 目前已经形成了一个能为客户提供节能咨询和售后维保增值服务的优秀团队, 2009 年公司在售后增值和维保服务方面净利超过 300 万, 占 2009 年净利润的 20.6%, 我们认为, 未来 3 年, 公司可以借助其在智能建筑领域的平台优势, 在节能咨询和售后维保增值服务方面获得较为快速增长。

智能交通与医疗信息化业务

公司除了在原有的住宅建筑和酒店等方面继续巩固市场外，还积极在智能交通和医疗信息化等领域拓展业务。这些领域与智能建筑所需资质完全相同，所需技术也类似，但由于刚兴起，竞争相对缓和，毛利率较高。公司已成功进入这些领域，近年来已完成或在建的项目包括上海市轨道交通杨浦线（M8）一期西藏北路控制中心、世博园区、上海东方医院、静安中心医院和华山医院等。

根据 CCID《2008-2009 年中国城市交通 IT 应用市场研究年度报告》和 CCID《2008-2009 年中国医疗行业 IT 应用市场研究年度报告》的预测，2011 年智能交通和医疗信息化的市场规模将分别达到 93.3 亿元和 178.88 亿元，未来市场空间较大。

图 18 智能交通市场规模预测

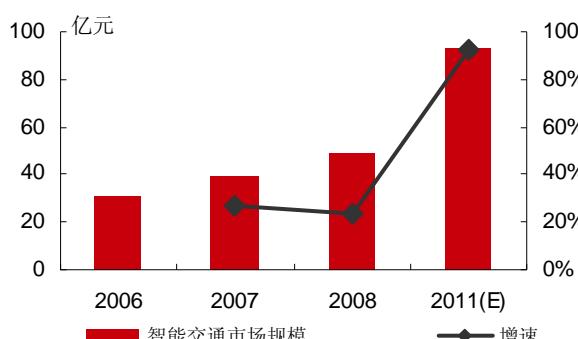
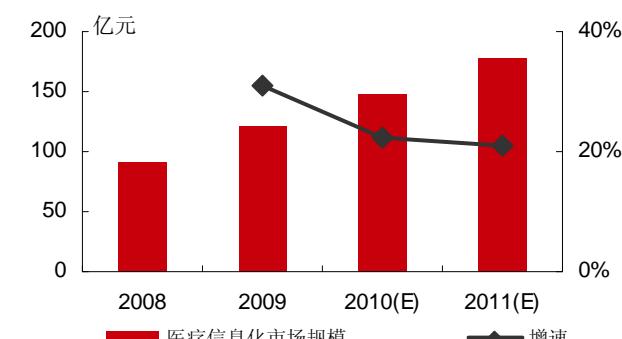


图 19 医疗信息系统市场规模预测



资料来源:《2008-2009 年中国城市交通 IT 应用市场研究年度报告》 资料来源:《2008-2009 年中国医疗行业 IT 应用市场研究年度报告》

智能交通和医疗信息化在技术和资质方面的要求与智能建筑相似，且由于行业发展起步不久，竞争相对缓和，因此毛利率较智能建筑行业高，这一点我们通过对比从事类似的智能交通和医疗信息系统业务的上市公司的毛利率水平可以看出。我们认为，未来 3 年智能交通和医疗信息化领域的毛利率会随着竞争者的增多而逐步降低，但仍然会高于智能建筑行业。

表 8 银江股份 2009 年分业务毛利率水平

行业	智能交通	医疗信息化
2009 年分业务毛利率	32.48%	22.42%

资料来源: 银江股份 2009 年报，华泰联合证券研究所

事件点评：入围首批节能服务公司备案名单

2010 年 9 月 7 日，发改委公布了首批节能服务公司备案名单，公司及其子公司东方延华节能服务公司入围，获得申请“合同能源管理财政奖励资金”的资格。

根据 2010 年 6 月 3 日财政部和发改委联合发布的《合同能源管理财政奖励资金管理暂行办法》规定，“暂行办法”奖励的项目包括所有单个年节能量在 10000 吨标准煤以下，100 吨标准煤以上（工业项目年节能量要在 500 吨标准煤以上）的所有项目。我们认为，目前暂行办法的具体细则尚未颁布，未来 1 年公司的基本面不会受此次事件的影响，而未来 2-3 年公司基本面受到的影响大小取决于有关“奖励办法”实施细则的颁布，例如如何确认和监测节能量，项目申请补贴的具体步骤等。

表 9《合同能源管理财政奖励资金管理暂行办法》主要内容

支持条件	奖励标准
1. 节能服务公司投资 70% 以上，且在合同中约定节能效益分享方式。	中央财政奖励标准为 240 元/吨标准煤，省级财政标准不低于 60 元/吨标准煤，有条件的地区

2. 单个项目节能在 10000 吨标准煤以下，方可适当提高补贴标准。
100 吨标准煤以上（含），工业项目节能需在 500 吨标准煤以上。
3. 用能计量装置设备完善，节能量可计量，
可监测，可核查。

资料来源：财政部，发改委，华泰联合证券研究所

盈利预测

根据智能建筑行业的发展趋势和公司的综合实力，我们认为，未来 3 年公司的营业收入增长率将分别为 33.64%、30.94% 和 32.92%。考虑到公司业务多元化对毛利率的提升作用和跨区域扩张以及行业发展导致的毛利率下降的影响，我们假设公司 2010-2012 年毛利率稳中略有下降，分别为 18.64%、18.28% 和 18.18%。由于公司业务的扩张，公司营业费用会随营业收入的上升而增加，我们假设公司 2010-2012 年营业费用率分别为 3.10%、3.12% 和 3.13%；人力资源是建筑智能企业的保持竞争优势的关键，公司为了保持核心人员的稳定，会逐步提高人员待遇，由于我们假设公司营业收入快速增长，因此假设 2010-2012 年管理费用率基本维持稳定，分别为 6.50%、6.60% 和 6.70%。

根据以上假设，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.22 元、0.24 元和 0.27 元，净利润复合增长率 17.5%，对应 PE 分别为 87.4 倍、80.9 倍和 70.7 倍，目前估值偏高，我们首次给予中性评级。

表 10 建筑智能行业上市公司估值

证券简称	2010(E)	2011(E)	2012(E)
泰豪科技	31.70	22.26	14.05
达实智能	58.80	41.32	31.08
银江股份	44.77	30.15	20.98
同方股份	45.78	32.90	24.99

资料来源：Wind 资讯，华泰联合证券研究所

风险提示

- 公司虽然积极寻求向上游产业链的延伸，但公司建筑智能业务的毛利率未来仍有可能受到原材料价格波动的影响和业务扩张的影响而下滑。
- 受国内地产调控的影响，公司未来 3 年有营业收入低于预期的风险。
- 人力资源是公司保持公司竞争优势的关键，未来公司会面临由于激励机制不到位导致的人才流失的风险。

盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	388	493	646	863	营业收入	299	400	524	696
现金	151	180	236	313	营业成本	244	325	428	570
应收账款	60	82	103	142	营业税金及附加	9	11	15	20
其他应收款	16	20	27	36	营业费用	9	12	16	22
预付账款	18	21	30	39	管理费用	19	26	35	47
存货	142	189	249	331	财务费用	2	0	3	8
其他流动资产	1	1	1	1	资产减值损失	3	3	3	3
非流动资产	50	47	44	42	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	7	7	7	7	投资净收益	0	1	0	0
固定资产	41	38	36	33	营业利润	14	22	24	28
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	6	3	3	4
其他非流动资产	2	2	2	2	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	438	540	691	905	利润总额	19	26	28	32
流动负债	144	233	365	559	所得税	3	4	5	5
短期借款	51	97	204	347	净利润	16	21	23	26
应付账款	67	113	138	179	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
其他流动负债	26	23	23	32	归属母公司净利润	16	21	23	26
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	18	25	30	39
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.20	0.22	0.24	0.27
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	144	233	365	559					
少数股东权益	1	1	0	0					
股本	80	96	96	96					
资本公积	156	140	140	140					
留存收益	58	71	89	110					
归属母公司股东权益	294	307	325	346					
负债和股东权益	438	540	691	905					
主要财务比率									
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E					
成长能力									
营业收入	39.5%	33.6%	30.9%	32.9%					
营业利润	-9.2%	62.3%	8.9%	13.3%					
归属于母公司净利润	23.1%	31.1%	8.1%	14.5%					
盈利能力									
毛利率(%)	18.4%	18.6%	18.3%	18.2%					
净利率(%)	5.4%	5.3%	4.4%	3.8%					
ROE(%)	5.5%	6.9%	7.0%	7.6%					
ROIC(%)	6.9%	8.6%	8.0%	8.0%					
偿债能力									
资产负债率(%)	32.8%	43.1%	52.8%	61.7%					
净负债比率(%)	35.48%	41.60%	55.89%	62.14%					
流动比率	2.70	2.12	1.77	1.54					
速动比率	1.71	1.31	1.09	0.95					
营运能力									
总资产周转率	0.73	0.82	0.85	0.87					
应收账款周转率	5	5	5	5					
应付账款周转率	3.92	3.61	3.41	3.60					
每股指标(元)									
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.22	0.24	0.27					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	-0.12	-0.45	-0.54					
每股净资产(最新摊薄)	3.06	3.20	3.39	3.60					
估值比率									
P/E	114.68	87.45	80.91	70.66					
P/B	6.28	6.01	5.68	5.34					
EV/EBITDA	98	69	58	45					

数据来源：华泰联合证券研究所。



华泰联合证券评级标准：

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入	股价超越基准 20%以上
增持	股价超越基准 10%-20%
中性	股价相对基准波动在±10% 之间
减持	股价弱于基准 10%-20%
卖出	股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持	行业股票指数超越基准
中性	行业股票指数基本与基准持平
减持	行业股票指数明显弱于基准

免责申明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码：518048
电 话：86 755 8249 3932
传 真：86 755 8249 2062
电子邮件：lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码：200120
电 话：86 21 5010 6028
传 真：86 21 6849 8501
电子邮件：lzrd@lhzq.com