

2010-05-18

达实智能 002421.SZ

高端建筑智能化中期景气，合同能源管理即将腾飞

◆公司是专注建筑智能化及节能服务的行业巨头

公司是行业领先的建筑智能化及节能服务的提供商，未来 3 年智能建筑业绩复合增速近 40%：1) 受益建筑智能化市场的高景气度和建筑节能行业政策导向的爆发式需求；2) 公司通过募投项目拓展市场份额，节能业务即将于 2010 年起全面释放业绩。公司自主研发的基于城市能源监测的管理平台，能够为建筑节能服务搭建平台支持，而公司将利用合同能源管理相关政策出台的契机，通过专业化营销路径扩张为全国龙头。募投项目的达产将成为公司这一转型的关键步骤，并为公司未来几年带来快速增长。

◆节能减排的低碳需求提升智能建筑市场景气度

智能建筑节能，由于其经济性和巨大的节能空间成为碳减排的优选路径。美国 70% 的新建建筑为智能建筑，而中国仅有 10%。随着房地产市场的高端化和节能需求的提升，这一比例有望在 2012 年提升至 30%。自 2009 年以来，政府投资发力和合同能源管理政策支持，住房城乡建设部《关于进一步加大工作力度确保完成“十一五”建筑节能任务的通知》要求确保到 2010 年底，全国城镇新建建筑执行节能强制性标准的比例达到 95% 以上。行业景气度的提升必将为公司赢得广阔的发展空间。

◆募投项目是逐步提高公司综合实力的关键步骤

公司在公共建筑、商业建筑、工业建筑等领域已有 26 个 EMC 示范项目，对于取得集团客户的深度合作和挖掘新订单具有重要的示范效应，将会使其在建筑智能化和建筑节能服务领域取得先发优势，在行业集中度不高的情况下，有效扩大市场份额。本次募投项目达产后，将充实公司的建筑智能化业务营运资金，进一步提高公司建筑智能化业务规模，增加业务收入；公司可以大力发展 EMC 模式的建筑节能业务，抢占市场先机；公司研发中心的建设可以强化公司的技术研发能力和技术转化能力，进一步推动公司主营业务的发展，为公司发展成为建筑智能化和建筑节能服务领域的龙头企业打下坚实的基础。

◆盈利预测及估值建议

预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.61 元、0.91 元和 1.22 元，未来 3 年业绩复合增速 50%，对比 A 股市场建筑智能化及节能服务行业的估值水平，我们认为二级市场合理价格为 2010 年 38~40 倍 PE，即 23.18~24.4 元。考虑公司当前的竞争优势和未来良好的成长性，按照 IPO 折价 10% 发行，建议以 20.86-21.96 元参加申购。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	264	315	438	570	737
净利润（百万元）	20	29	48	71	95
每股收益	0.25	0.37	0.61	0.91	1.22
每股自由现金流 (FCFF)	-0.15	0.18	-1.52	-0.79	-0.58
经营性 ROIC	13.48%	16.27%	12.54%	11.99%	12.07%
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.52%	20.52%	8.82%	12.91%	16.93%

合理申购价格 20.86-21.96 元
 预计上市合理价 24 元
 询价开始日期 5 月 17 日

分析师：

周励谦（执业证书编号：S0930209050199）

021-22169175

zhouliqian@ebcn.com

联系人：

王海生 袁瑶

021-22169165

haisheng.wang@ebcn.com

021-22169112

yuanyao@ebcn.com

发行数据

发行规模(百万股)	20
发行后总股本(百万股)	78
发行方式	网下询价, 上网定价
发行日期	2010-05-24
主承销商	中国建银投资证券有限责任公司
主要股东	深圳市达实投资发展有限公司
第一大股东持有比例(%)	40.21%

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

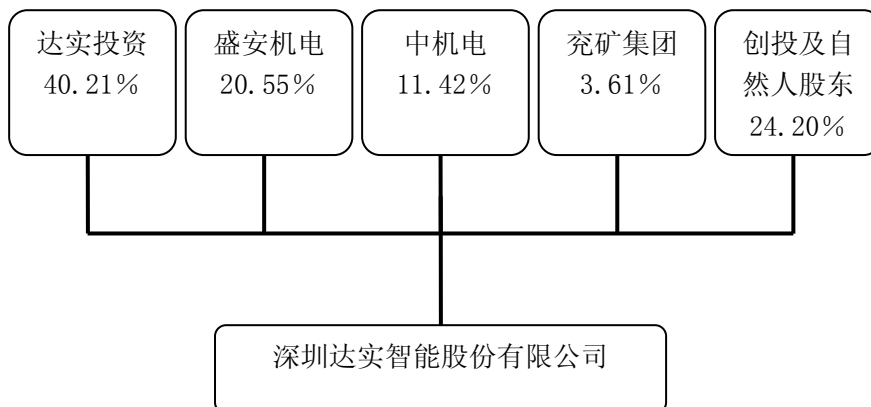
敬请参阅最后一页之重要声明。

1 公司概况：专注建筑智能化及节能服务的行业巨头

1.1 股东概况

本次 IPO 发行 2000 万股，占发行后总股本的 25.64%。公司发行前的股东构成如表 1 所示：

图表 1：本次 IPO 前股权结构



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

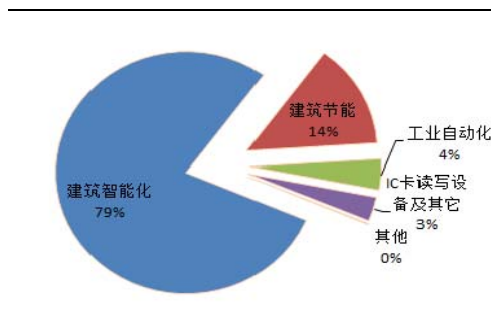
实际控制人刘磅持有达实投资 61.5% 的股权，通过控制达实投资间接持有达实智能 24.73% 的股份，达实投资实际从事的主要业务为对所投资企业进行股权管理，现持有发行人股份 2332.29 万股，占发行人现有股本总额的 40.21%。

1.2 主营分析

1.2.1 主营业务：建筑智能化和建筑节能贡献主要利润

公司主要从事建筑智能化及建筑节能服务，包括建筑智能化及建筑节能方案咨询、规划设计、定制开发、设备提供、施工管理、系统集成及增值服务，2009 年公司 90% 以上的主营业务收入来源于建筑智能化及建筑节能领域，产品业务构成比例：

图表 2：2009 年主营业务收入构成



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

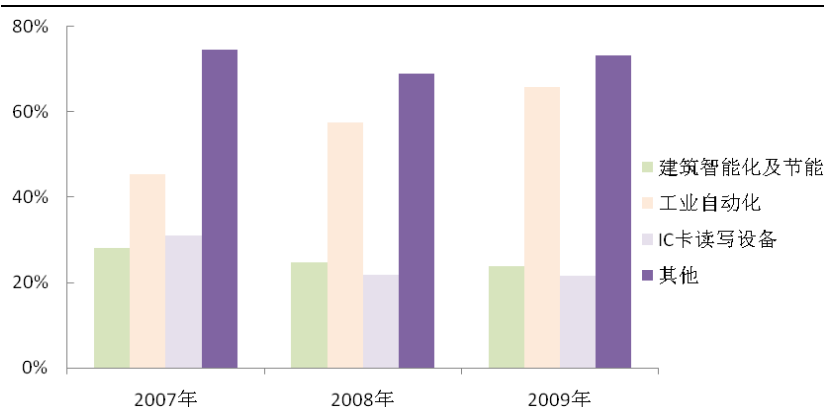
建筑智能化：综合运用现代通信技术、自动控制技术、计算机技术等现代技术，将建筑物建设或改造成为智能建筑的全部工程，包括建筑智能化方案咨询、规划设计、定制开发、设备提供、施工管理、系统集成及增值服务。建筑智能化业务一般通过承建建筑智能化工程的方式开展。

建筑节能：建筑物在规划、设计、新建、改造和使用过程中，执行建筑节能标准，通过采用节能型的建筑技术、工艺、设备、材料和产品，加强建筑物用能系统的运行管理，提高采暖、制冷、照明、通风、给排水和通道系统的运行效率，以及利用可再生能源，在保证建筑物使用功能和室内热环境质量的前提下，减少采暖供热、空调制冷制热、照明、热水供应等能耗，合理、有效地利用能源的活动。

公司的建筑智能化和建筑节能业务主要基于建筑物的空调系统优化调节达到节能减排、低碳经济的效果。

1.2.2 建筑节能收入确认进程：节省电费分享

图表 3：2007-2009 年分产品毛利率



资料来源：招股说明书，光大证券研究所

建筑节能项目的毛利率远高于建筑智能化项目：公司建筑智能化及建筑节能相关产品和服务毛利率稳定在 25% 左右。公司现有建筑智能化多为工程金额较大、毛利率相对较低的项目，而报表项目中，建筑智能化业务与节能业务并未完全拆分，建筑节能业务多采用合同能源管理模式，在项目受益期的 10 年内，分享节约的电费，前五年享有节约电费较高，达到 70%-80%，后 5 年降低，从而加快成本回收。项目成本在达成期已经计入采购成本，项目收益期前期分成比例高，项目收益后期几乎零成本运行，所以建筑节能项目的毛利率远高于建筑智能化项目。因此，随着建筑节能业务所占业务构成的比例上升，有利于稳定提高公司的毛利率水平。

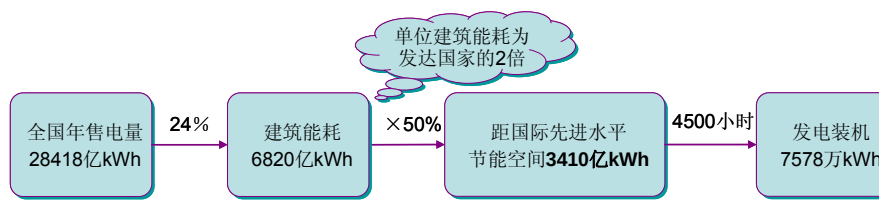
2 节能需求推动智能建筑市场快速增长

2.1 大力发展建筑节能是中国的必然选择

2.1.1 节能空间：相当于新增 1.7 亿 kW 风电装机，或 310GWp 光伏装机

如下图表，中国的建筑使用能耗占全社会总能耗约 24%。根据中国科协预测，这一比重未来 20 年内有可能达到 35%。我国单位建筑能耗比同等气候条件下国家高出 2-3 倍。据此计算，建筑节能的节能空间（参照国际目前先进水平）有 3410 亿 kWh/年，按 4500 小时的平均发电小时数，减排效果等同于高峰时期的全国年发电装机总量，或新装 1.7 亿 kW 风电，或 310GWp 光伏装机。

图表 4：建筑节能空间计算

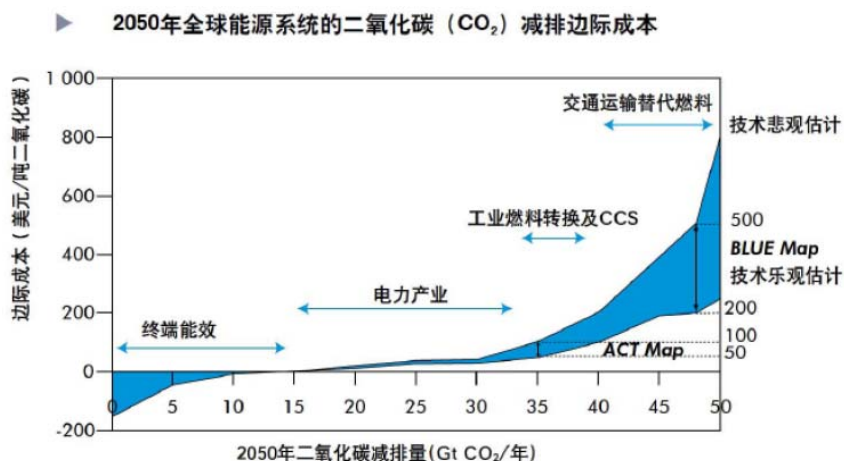


资料来源：光大证券研究所

2.1.2 成本低廉：建筑节能是“负投资”的低碳技术

根据麦肯锡的测算，在实现减排目标的手段中，建筑隔热和节能是投资需求最低的。根据我们的调研数据，节能改造项目平均回收周期在 3-5 年，总资产回报率高于 20%。而一般新能源项目，即使考虑政府的补贴电价，回收期仍要 12 年以上（ROE=8%）。投资建筑节能，可以看作是“负投资”的低碳技术，理应得到优先采用。

图表 5：包括建筑节能在内的终端排放减少是应优先采用的负投资技术



资料来源：IEA 技术展望，2008

2.1.3 市场空间：节能改造的潜在市场是 08 年总量的 60 倍

低碳建筑的总体市场可以划分为新建建筑节能、既有建筑节能改造两大部分。

新建部分：我国目前建筑面积为 400 亿平米，到 2020 年将达到 700 亿平米。《节能中长期专项规划》规定，2010 年起，新建建筑全面执行节能 50% 设计标准，直辖市及有条件地区实施节能 65% 标准。按每平

米 100 元的附加成本计算，新建建筑节能的市场规模预计达到 1.5 万亿元-3 万亿元。

改造部分：既有的 400 多亿平方米城乡建筑中，99% 为高能耗建筑，估计至少有 1/3、约 130 多亿平米需要进行节能改造。按每平方米改造费用 200 元算，此项市场规模预计达 2.6 万亿元。如果对所有既有建筑都进行节能改造的话，则市场规模将达约 8 万亿元。

2.1.4 政策高发：以大型公用建筑为主的节能市场将是未来发展重点

“十一五”期间建筑节能的目标是：总计节能 1.2 亿吨标准煤，占全社会总节能目标的 21%。为此，住房和城乡建设部、财政部、发改委等部门颁布执行了一系列法律法规，且细化了标准、财政、度量、标识、资金支持等管理办法。在这一过程中，建设主管部门识别出一些低成本高收益、中国迫切需要的和代表未来趋势的建筑节能重点领域，辅以国家和地方财政支持，推动开展示范项目。

据统计，国家机关办公建筑和大型公共建筑的年耗电量约占全国城镇总耗电量的 22%，每平方米年耗电量是普通居民住宅的 10~20 倍。未来中国建筑节能的焦点将集中在国家机关办公建筑和大型公共建筑。这正是智能建筑对建筑节能贡献最为重要的应用领域。

图表 6：2009 年是建筑节能政策的高发期

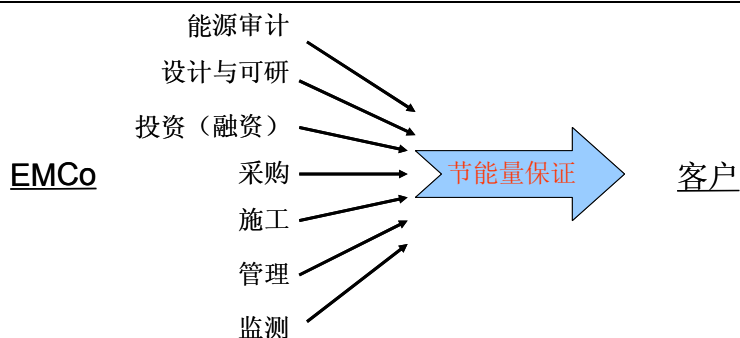
2007 年 10 月	财政部	国家机关办公建筑和大型公共建筑 节能专项资金管理暂行办法
2007 年 10 月	人大常委	中华人民共和国节约能源法
2008 年 8 月	国务院	公共机构节能条例
2008 年 8 月	国务院	民用建筑节能条例
2009 年 3 月	财政部 建设部	太阳能光电建筑应用财政补助资金管理暂行办法
2009 年 6 月	北京市	《合同能源管理项目扶持办法（试行）》
2009 年 7 月	财政部 建设部	可再生能源建筑应用城市示范实施方案
2009 年 7 月	财政部 建设部	加快推进农村地区可再生能源 建筑应用的实施方案
2010 年 4 月	国务院	《关于加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展意见的通知》

资料来源：光大证券研究所

2.1.5 政府补贴：合同能源管理助推建筑节能市场

合同能源管理，即节能服务公司向客户提供能源效率审计、节能项目设计、原材料和设备采购、施工、培训、运行维护、节能量监测等一条龙综合性服务，并通过与客户分享项目实施后产生的节能效益来赢利。

图表 7：合同能源管理业务模式



EMCo为客户实施综合性的节能项目服务，
为客户提供节能量保证，与客户分享节能效益

资料来源：发改委能源研究所，光大证券研究所

合同能源管理（EMC）在美国、加拿大和欧洲发展迅猛，已成为一种新兴的节能产业。其优势在于：

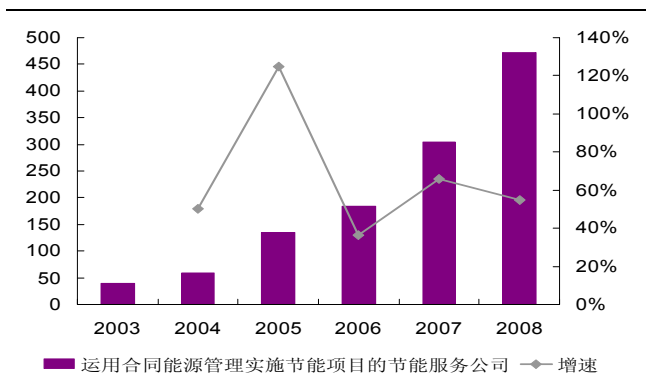
“零投资”：用户无需进行任何投资即可实现节能收益；服务方也可通过销售合同担保等方式从金融机构取得大部分资金，轻资产运营；

“零风险”：节能服务公司以收益权抵押确保项目节能效益的承诺，节能效果经第三方机构评估确认后服务公司才能收到钱，这种模式帮助用户规避了节能服务效果的风险；

国内合同能源管理目前处于高速成长期，2008 年合同能源管理节能服务公司接近 500 家，市场规模 160 亿元。

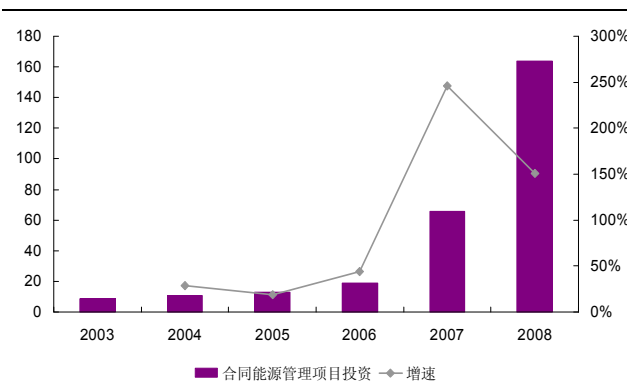
2009 年以来，北京、上海等核心城市开始推出强力政策支持合同能源管理方式的建筑节能，预计国家会在 2010 年在全国推广对这一融资模式的财政支持，从而助推建筑节能市场快速发展。

图表 8：目前 EMC 节能服务公司接近 500 家



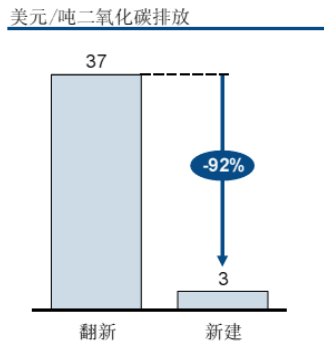
资料来源：EMCA 光大证券研究所

图表 9：合同能源管理市场规模 160 亿元



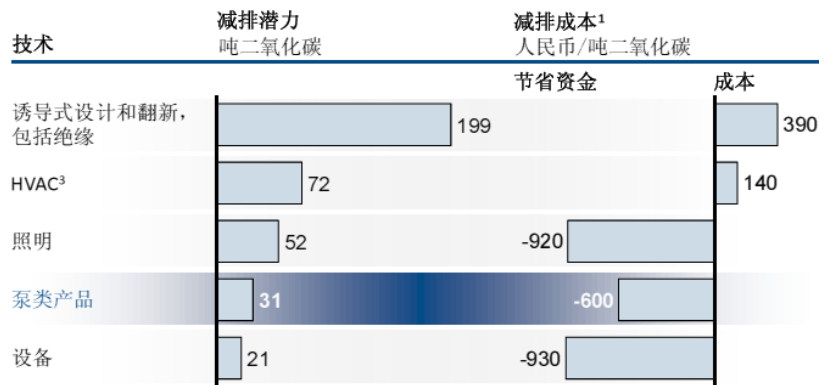
资料来源：EMCA 光大证券研究所

图表 10：高效围护在改造项目中不经济
高效建筑围护结构成本，2010 年中国北方地区



资料来源：光大证券研究所

图表 11：最经济的方式是智能建筑类的强电系统改造



资料来源： 格兰富媒体演示文稿

2.1.6 智能建筑是建筑节能改造的最重要技术手段

如上图表，建筑节能可以划分为材料节能和管理节能（智能建筑）两大类：

材料节能：主要通过建筑结构优化设计、选择建筑节能材料来实现。主要适用于新建项目的建造过程，使用在改造项目中，将涉及建筑结构调整，改造成本大幅上升；

管理节能：主要通过建立以空调、照明、电梯、配电等系统为主体的智能建筑解决方案，提高能耗设备的能源效率来实现建筑管理节能。

相对而言，智能建筑系统相对独立，安装较简单，既可用于新建建筑，又可用于老建筑改造。尤其适用于国家未来重点支持的产业方向：公用建筑节能改造项目。因而成为建筑节能化需求拉动的最主要技术。

2.1.7 基数小、空间大、需求提升，智能建筑市场迎来发展良机

“智能建筑”，是以建筑物为平台，兼备信息设施系统、信息化应用系统、建筑设备管理系统、公共安全系统等，集结构、系统、服务、管理及其优化组合为一体，向人们提供安全、高效、便捷、节能、环保、健康的建筑环境。（《智能建筑设计标准》）

我国智能建筑始建于 90 年代，因起步晚，基数较小。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，截至 2008 年，智能建筑市场规模 350 亿元，其中新增智能建筑规模 320 亿元，智能建筑项目仅占新建建筑总面积的 10% 左右。而原有建筑智能改造市场规模更是仅有 32 亿元。我们认为来自的建筑节能的强劲需求，结合建筑市场自身的升级需要，将会带动智能建筑市场带来中长期快速增长。

我们从新增建筑和改造项目两个方面来计算市场的增速：

1) 新建项目：复合增速 24%

根据中国住宅与城乡建设部数据显示，中国每年新增建筑面积约 20 亿平方米。预计 2009-2012 年新增建筑面积分别为 20、18、19、20 亿平米。而根据建设部规划，我们预计智能建筑占新增建筑面积的比例将达到 16.50%、22.76%、27.11% 和 32.61%。

新建项目智能建筑部分平均造价 120 元/平米，则 2009-2012 年新增智

能建筑市场规模分别为 375、518、617、742 亿元，复合增速 24%。

2) 改造项目：复合增速 100%

如上文所述，建筑节能改造市场规模高达 2.6 亿元（30%改造）-8 亿（全部改造），而建筑的智能化改造是已有建筑节能改造的最主要技术手段。目前 20 亿元的总量仅相当于未来市场潜力的千分之一。来自政策和市场的强劲驱动力将会带动这一目前基数极小的市场快速增长。

仅考虑已有财政政策对市场的支持：

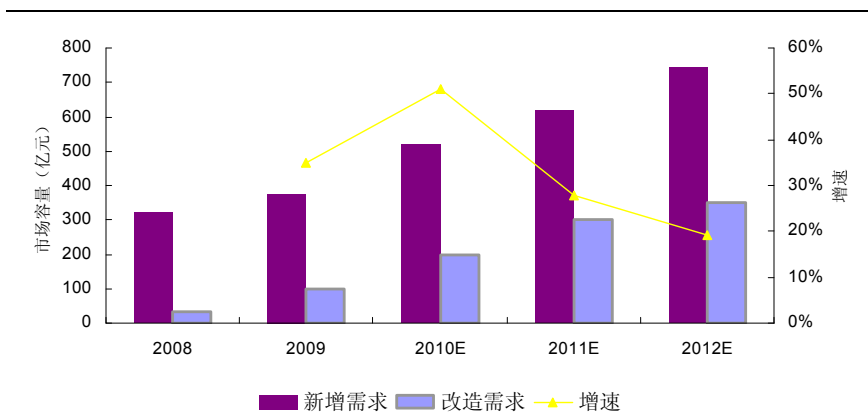
■ 金太阳计划未来 3 年支持 300MW 左右光电建筑项目，按每 MW 造价 4000 万元，则这一块市场为 120 亿元；

■ 7 月 6 日，建设部、财政部同时发布《可再生能源建筑应用城市示范实施方案》和《加快推进农村地区可再生能源建筑应用的实施方案》，要求各省每年申报不超过 3 个地级市和 4 个示范县，分别给予不超过 8000 万元和 1800 万元的补贴，鼓励其发展可再生能源建筑应用。据此测算，每年补贴总额约为 100 亿元人民币，撬动的新增市场容量将为 200 亿元。

以上两项财政投入，支持 300 亿元的年均市场容量。考虑给予经济效益的市场增长，我们预计 2009-2012 年节能改造的市场容量是 100 亿元、200 亿元、300 亿元、350 亿元，相对于 09 年，复合增速 52%。

综上所述，2009-2012 年智能建筑市场总量将为 475 亿元、718 亿元、917 亿元、1092 亿元，复合增速 32%。

图表 12：未来 3 年智能建筑市场复合增速 40%



资料来源：光大证券研究所

2.2 市场格局：集中化需求显著，节能龙头受益

2.2.1 行业处于低水平分散竞争状态

行业集中度较低。同方股份市场占有率 6% 位居榜首，其他企业的市场占有率都在 2% 以下。其中，前十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 15%；建筑节能服务行业每家公司的市场份额也较小；我国 EMCo 的注册资本低于 500 万元的公司占 66%，年产值 5000 万元以下的公司占 78%。

图表 13：2008 年智能建筑市场前 10 名企业市场份额

	2006 年	2007 年	2008 年
--	--------	--------	--------

同方股份	6.79%	6.76%	6.02%
泰豪科技	1.52%	3.32%	3.38%
中建电子工程	1.28%	1.32%	1.29%
浙江浙大中控	1.17%	1.24%	1.37%
中程科技	1.09%	1.08%	1.06%
上海延华智能	0.74%	0.58%	0.55%
南京东大	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	0.59%	0.61%	0.62%
深圳达实智能	0.53%	0.56%	0.57%
深圳赛为智能	0.35%	0.38%	0.41%

资料来源：汉鼎咨询

总体竞争水平低。截至 2007 年底，在众多的竞争者中，3 甲企业（同时具备建筑智能化系统集成设计甲级资质、建筑智能化工程专业承包一级资质、计算机信息系统集成一级资质）个数只有 29 家。

外企不占优势。在中国从事建筑智能化业务的外资企业主要有西门子、江森自控、IBM、霍尼韦尔等，外资企业主要以产品生产和销售为主，并不大量从事系统集成。主要原因是：

- ✓ 工程项目的地域特性；
- ✓ 人工成本差异、本地企业服务的便捷高效；
- ✓ 文化环境等的特殊性；

综上所述，在未来 3 年，建筑节能需求日益强烈，拉动智能建筑市场实现 40% 的复合增长。智能建筑项目呈现高端化、集成化的趋势，提高竞争壁垒，促进行业整合。国内龙头在受益行业高速增长的同时，将得益于行业整合的趋势。

3 自主研发实力雄厚，标杆示范潜力巨大

公司专注建筑智能化及建筑节能服务，是行业领先企业，具有核心竞争力，优势明显：

- ✓ 拥有多项自主研发的专利技术；
- ✓ 在公共建筑、商业建筑、工业建筑多个领域建立示范案例，涉及行业具有代表性，市场拓展空间巨大；

我们认为公司未来的发展战略将加强上述核心竞争力，未来完全有能力扩展市场，开展规模和范围扩张。

3.1 自主研发创新实力是企业取得蓬勃发展的必要保证

1995 年公司成立了解决方案研发部和工程硕士/博士联合培养中心，1998 年经深圳市批准成立了深圳市自动化工程技术研发中心，2003 年经国家人事部批准成立国家博士后科研工作站，2007 年公司获得科技部国家火炬计划软件产业基地骨干企业认证。公司建立了完整的三级技术研发体系，形成了从技术应用、自主产品开发到新技术前瞻研究、国家

标准制定的全面技术研发体系，拥有过百人的高端技术研发队伍。

图表 14：专利技术一览表

专利类型	已取得的有效 期内数量	申请受理数量	应用领域
发明专利	6	11	控制系统
实用新型专利	12	5	控制装置
外观设计专利	2	1	控制柜外观
合计	20	17	

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

公司专利权涉及发明专利、实用新型专利、外观设计专利等多个方面，而且多数为公司原始开发取得，同时拥有软件著作权 12 项，参与制定 2 项国家节能标准，是建筑智能化行业内 33 家同时具备“设计、施工、系统集成”三项“甲级”资质的公司之一，企业自主研发创新实力雄厚，能够为企业持续成长提供源动力。

建筑机电设备中能耗较大的是中央空调，达到能耗的 40%-50%，通过建筑智能化集成控制经验上的积累以及软硬件系统的研发，公司在中央空调节能方面形成了自己的技术创新优势，通过自主研发的系统，节约能耗 18% 左右，在节能系统研发、EMC 市场竞争和节能服务方面占据领先地位。

公司通过城市能源监测管理平台（CEMP）建立了建筑节能的远程监控，在行业内尚属首例，为规模化复制范例节能服务模式提供了技术支持，为客户提供了节能方面的数据挖掘、能量管家的增量价值。

3.2 标杆示范层次分明，模式复制潜力巨大

公司 2007-2009 年连续三年时间内，在新建建筑和既有建筑节能改造领域合同项目近 300 家，并在公共建筑、商业建筑、工业建筑多层次地打造了一批具有示范效应的标杆案例，为以后的招投标和合同谈判提供了具有说服力的样本。

图表 15：标杆案例简况

项目类型	公共建筑	商业建筑	工业建筑
新建项目	深圳地铁 3 号线	喜来登酒店	华为南方工厂
	深圳地铁 5 号线	深国投沃尔玛 亚太总部	中兴通讯莲塘 基地
	上海虹桥机场	珠海海泉湾度 假村	长虹研发基地
	深圳大铲湾码 头港区	深圳海岸城商 业广场	珠海方正 PCB 产业园
既有建筑改造	深圳南山检察 院大楼	嘉里中心	比亚迪
	深圳书城	广州信息港大 厦	深天马三厂
	中山市小榄人 民医院	上海凯迪克大 厦	南玻

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

公司标杆案例涉及轨道交通、星级酒店、商业连锁、银行、政府行政事业单位、制造业企业等多个行业，标杆案例模式复制容易找到类比

客户，资源互通更加迅速。

我国轨道交通建设速度迅猛，公司依附行业增长推进业务拓展。城市轨道交通截止目前已开通 31 条线路（835.5 公里），国务院批复的地铁建设规划显示，到 2016 年我国将新建轨道交通 89 条，总建设里程 2500 公里，投资规模达到 9937.3 亿元。其中，城市轨道综合监控系统单个项目金额较大，能够为企业业绩带来爆发式增长。

商业连锁领域节能改造，能够为公司提供稳定增长的契机。商业连锁领域虽然单店合同金额不高，但是具有较强的复制效应，连锁集团内部深入合作，沟通成本低，能够给公司带来较稳定的收入来源。

工业企业建筑节能领域，洁净空调厂房是能耗大户，具有温度湿度要求高、24 小时运行、波动范围小等特点。行业内示范客户的节能改造显示，不仅在能耗方面节约了成本，而且对于建筑物内温度、湿度及空气新风等环境指标进行了调适和监控，同时，大幅提升了工厂设备的运行管理水平，包括集中监测和操作、减轻劳动强度、延长设备使用寿命等。

4 募投项目是逐步提高公司综合实力的关键步骤

公司在公共建筑、商业建筑、工业建筑等领域已有 26 个 EMC 示范项目，对于取得既有集团客户的深度合作和挖掘新订单具有重要的示范效应，将会使其在建筑智能化和建筑节能服务领域取得先发优势，在行业集中度不高的情况下，有效扩大市场份额。

本次募投项目达产后，将充实公司的建筑智能化业务营运资金，进一步提高公司建筑智能化业务规模，增加业务收入；公司可以大力发展 EMC 模式的建筑节能业务，抢占市场先机；公司研发中心的建设可以强化公司的技术研发能力和技术转化能力，进一步推动公司主营业务的发展，为公司发展成为建筑智能化和建筑节能服务领域的龙头企业打下坚实的基础。

图表 16：募投项目基本情况一览表（单位：万元）

项目名称	总投资 金额	投资进度		
		第 1 年	第 2 年	第 3 年
新增建筑智能化业务营运资金	6000	2000	2000	2000
基于城市能源监测管理平台的建筑节能服务项目	5956	2622	1366	1968
公司研发中心建设项目	3638	3638	-	-
合计	15594	8260	3366	3968

数据来源：公司招股说明书，光大证券研究所

5 财务状况

5.1 偿债能力分析

公司报告期各期末的流动比率和速动比率均处于合理水平,2007 年末和 2008 年末的流动比率和速动比率均高于可比上市公司平均值。公司资产负债结构较为合理。

图表 17：偿债能力财务指标

	2009 年	2008 年	2007 年
流动比率	1.78	2.01	1.94
速动比率	1.38	1.55	1.57
资产负债率	53.38%	46.62%	57.38%

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

5.2 运营能力分析

2007-2009 年,公司应收账款周转率、存货周转率、总资产周转率平均水平分别为 3.35、4.12 和 1.14,应收账款周转率和总资产周转率呈稳步小幅上升趋势,存货周转率保持稳定,反映公司在营业收入增加的同时,经营效率逐步提高。

图表 18：运营能力财务指标

	2009 年	2008 年	2007 年
应收账款周转率	2.72	3.54	3.81
存货周转率	4.19	4.26	3.91
总资产周转率	1.2	1.16	1.06

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

5.3 盈利能力分析

最近三年,公司综合毛利率的变动比较平稳,平均在 26%左右,由于 2008 年经济危机中签订订单毛利率较低,从签订合同到确认收入需要一定的周期,一定程度影响了 2009 年毛利率。合同能源管理模式的建筑节能项目毛利率较高,能够达到 40%左右,今后随着 EMC 模式在公司主营业务中的份额增加,公司毛利率有望保持平稳增长。

图表 19：盈利能力财务指标

	2009 年	2008 年	2007 年
综合毛利率	25.42%	25.96%	29.40%

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

6 盈利预测

6.1 前提假设

预计建筑智能化和建筑节能行业 2010-2012 年复合增速达到 40%，作为行业领先企业 10~12 年的复合增长率达到 50%。

6.2 业绩预测

图表20：主营收入、增速、毛利率预测

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入（单位：百万元）	264.4	314.7	437.6	570.0	737.1
建筑智能化及节能	220.35	291.37	411.86	542.03	707.05
其中：建筑智能化	187.30	247.67	324.44	415.29	523.26
建筑节能	33.05	43.71	87.41	126.75	183.78
工业自动化	12.78	12.81	13.19	13.59	14.00
IC 卡读写设备及其它	31.00	10.16	12.19	14.02	15.70
其他	0.27	0.32	0.33	0.33	0.33
营业收入增速（%）	21.5%	19.0%	39.1%	30.3%	29.3%
建筑智能化及节能	18.2%	32.2%	41.4%	31.6%	30.4%
其中：建筑智能化	18.2%	32.2%	31.0%	28.0%	26.0%
建筑节能	18.2%	32.2%	100.0	45.0%	45.0%
工业自动化	2.1%	0.2%	3.0%	3.0%	3.0%
IC 卡读写设备及其它	67.8%	-67.2%	20.0%	15.0%	12.0%
其他	63.6%	15.9%	5.0%	0.0%	0.0%
毛利率（%）	26.0%	25.4%	28.1%	27.6%	27.2%
建筑智能化及节能	24.7%	23.7%	28.0%	27.4%	27.1%
其中：建筑智能化	24.7%	23.7%	24.2%	24.2%	24.3%
建筑节能	24.7%	23.7%	42%	38%	35%
工业自动化	57.4%	65.7%	40.0%	40.0%	40.0%
IC 卡读写设备及其它	21.9%	21.6%	20.0%	20.0%	20.0%
其他	69.0%	73.2%	60.0%	60.0%	60.0%

资料来源：公司招股说明书、光大证券研究所

6.3 相对价值评估

根据上文的盈利预测,估计 2010-2012 年的 EPS 分别为: 0.61 元, 0.91 元和 1.22 元, 相对于 2009 年的复合增速 50%。目前 A 股建筑智能化及建筑节能行业公司 2010 年市盈率为 38-40 倍, 我们认为根据公司成长性, 其 10 年给予 40 倍市盈率较为合理, 二级市场合理价格为 23.18 ~ 24.4 元。

图表 21: 智能建筑行业可比上市公司估值比较表

股票代码	公司简称	股价	EPS			PE		
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
600590	泰豪科技	15.36	0.26	0.45	0.64	59.31	34.44	24.15
002178	延华智能	13.61	0.20	0.36	0.34	67.71	37.81	40.03
600100	同方股份	24.41	0.36	0.58	0.81	67.81	42.45	30.29
300044	赛为智能	25.88	0.40	0.60	0.92	65.19	43.06	28.25
行业中值						60	40	30

数据来源: Wind, 2010 年 5 月 18 日收盘价格

6.4 绝对价值评估

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	4.12%
β (Blevered)	0.95
Rm-Rf	5.88%
Ke(levered)	9.73%
税率	14.00%
Kd	4.59%
Ve	191.5
Vd	52.2
目标资本结构	21.42%
WACC	8.63%

资料来源: 光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	-272.33	-14.44%
第二阶段	494.60	26.23%
第三阶段 (终值)	1,663.47	88.21%
企业价值 AEV	1,885.73	100.00%
加: 非经营性净资产	79.24	4.20%
价值		

减：少数股东权益（市 值）	0.85	-0.05%
减：债务价值	52.20	-2.77%
总股本价值	1,911.92	101.39%
股本（百万股）	78.00	-
每股价值（元）	24.51	-
PE（隐含）	40.05	-
PE（动态）	0.00	-

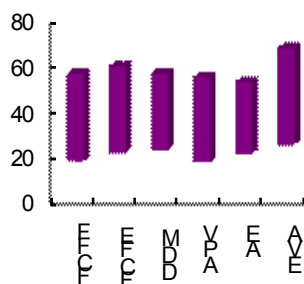
资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	0.01	0.015	0.02	0.025	0.03
7.63%	27.49	29.55	31.99	34.89	38.42
8.13%	24.28	25.96	27.91	30.22	32.97
8.63%	21.53	22.92	24.51	26.37	28.55
9.13%	19.17	20.32	21.64	23.15	24.90
9.63%	17.12	18.09	19.18	20.43	21.86

资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总



资料来源：光大证券研究所

估值结果汇总

估值方法	估值结果			估 值	敏感度分析区间
FCFF	25	17	-	38	贴现率±1%，长期增长率±1%
FCFE	27	21	-	38	贴现率±1%，长期增长率±1%
DDM	26	22	-	34	贴现率±1%，长期增长率±1%
APV	24	16	-	37	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	25	20	-	32	贴现率±1%，长期增长率±1%
EVA	31	24	-	42	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所

7 投资评价和建议

公司预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.61 元、0.91 元和 1.22 元，未来 3 年业绩复合增速 50%，对比 A 股市场建筑智能化及节能服务行业的估值水平，我们认为二级市场合理价格为 2010 年 38~40 倍 PE，即 23.18~24.4 元。考虑公司当前的竞争优势和未来良好的成长性，按照 IPO 折价 10% 发行，建议以 20.86-21.96 元参加申购。

8 风险分析

8.1 应收账款发生坏账的风险

截至 2009 年 12 月 31 日,公司应收账款净额为 8,698.64 万元,占流动资产的 30.68%,占总资产的 28.63%。其中,1 年期内的应收账款所占比例为 89.79%,1-2 年期内的比例为 7.88%,2-3 年期内的比例为 1.02%,3 年期以上的比例为 1.31%。虽然公司一年以内的应收账款占比较大,且客户主要是资信状况好、实力较强的政府部门或大型企业集团,财务状况和现金流量较好,但若宏观经济环境、客户经营状况等发生不利变化,将导致公司面临坏账的风险。

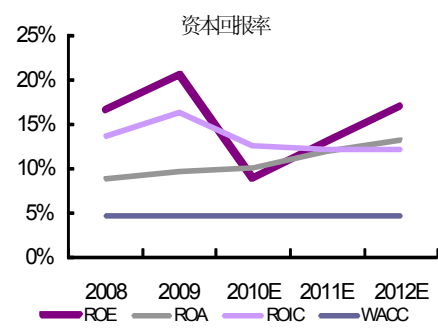
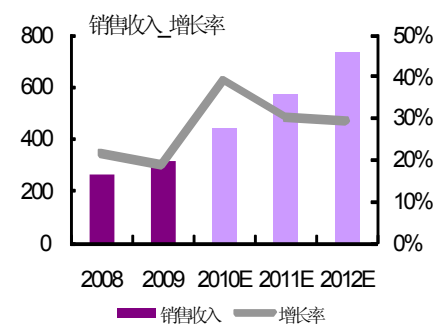
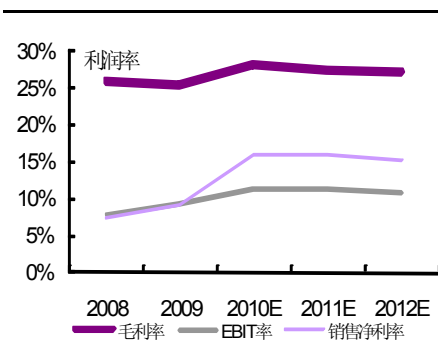
8.2 募集资金投资项目不能达到预期收益的风险

本次募集资金主要投资于“新增建筑智能化业务营运资金项目”、“基于城市能源监测管理平台的建筑节能服务项目”和“公司研发中心建设项目”。尽管公司已会同有关专家对项目的可行性进行了充分的论证,且两个涉及固定资产投资的项目经过了深圳市发改局核准,但新项目建设周期较长,技术要求高,资金投入量大,有可能由于技术保障、市场需求、工程价格等方面发生不利变化,或由于项目组织管理不善,不能按计划实施,存在不能达到预期收益的风险。

8.3 与合同能源管理(EMC)模式相关的风险

公司提供既有建筑节能改造服务主要采取 EMC 模式。在该模式下,公司为客户的节能项目提供投资,通过与客户分享节能项目实施后产生的节能效益回收投资、实现盈利。EMC 模式在探索中,可能存在配套法规政策不健全、融资手段不足、客户信用危机等风险。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	264	315	438	570	737
营业成本	196	235	314	413	537
折旧和摊销	0	10	3	5	7
营业税费	7	9	9	11	15
销售费用	27	24	40	52	67
管理费用	11	12	22	28	37
财务费用	3	4	0	-2	-2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1
营业利润	21	29	50	68	84
利润总额	23	34	81	106	131
少数股东损益	0	0	22	20	17
归属母公司净利润	19.57	29.09	47.74	70.95	95.26

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	222	304	702	772	854
流动资产	208	284	606	632	691
货币资金	62	96	336	281	238
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	78	87	129	168	217
应收票据	2	3	4	5	7
其他应收款	5	6	6	6	6
存货	48	64	94	124	161
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	12	18	79	116	138
无形资产	0	0	0	0	0
总负债	104	162	138	179	231
无息负债	75	109	136	177	229
有息负债	29	52	2	2	2
股东权益	119	142	564	592	623
股本	58	58	78	78	78
公积金	22	25	368	381	398
未分配利润	38	58	96	90	86
少数股东权益	0	0	22	43	60

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	25	32	18	55	68
净利润	20	29	48	71	95
折旧摊销	0	10	3	5	7
净营运资金增加	34	19	87	72	92
其他	-28	-27	-120	-93	-126
投资活动产生现金流	-12	-10	-80	-50	-30
净资本支出	0	0	80	50	30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-12	-9	-159	-100	-60
融资活动现金流	-17	14	302	-60	-80
股本变化	0	0	20	0	0
债务净变化	-10	23	-50	0	0
无息负债变化	-22	35	27	41	52
净现金流	-3	36	240	-55	-43

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	21.49%	19.00%	39.06%	30.26%	29.32%
净利润增长率	-11.98%	48.63%	64.10%	48.62%	34.27%
EBITDA 增长率	-13.60%	89.79%	21.54%	31.74%	25.84%
EBIT 增长率	-13.60%	40.16%	49.88%	29.31%	25.66%
估值指标					
PE	0	0	0	0	0
PB	0	0	0	0	0
EV/EBITDA	1	1	-4	-2	-1
EV/EBIT	1	1	-5	-2	-1
EV/NOPLAT	2	1	-5	-2	-1
EV/Sales	0	0	-1	0	0
EV/IC	0	0	-1	0	0
盈利能力 (%)					
毛利率	25.96%	25.42%	28.14%	27.56%	27.19%
EBITDA 率	7.93%	12.65%	12.10%	12.24%	11.91%
EBIT 率	7.93%	9.34%	11.36%	11.27%	10.95%
税前净利润率	8.70%	10.85%	18.51%	18.64%	17.78%
税后净利润率 (归属母公司)	7.40%	9.25%	10.91%	12.45%	12.92%
ROA	8.83%	9.58%	9.92%	11.84%	13.20%
ROE (归属母公司) (摊薄)	16.52%	20.52%	8.82%	12.91%	16.93%
经营性 ROIC	13.48%	16.27%	12.54%	11.99%	12.07%
偿债能力					
流动比率	2.01	1.78	4.46	3.56	3.02
速动比率	154.62%	137.98%	376.67%	286.58%	231.32%
归属母公司权益/有息债务	4.09	2.72	246.06	249.82	255.75
有形资产/有息债务	7.64	5.79	318.84	350.62	388.08
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.25	0.37	0.61	0.91	1.22
每股红利	0.00	0.00	0.80	1.05	1.30
每股经营现金流	0.33	0.41	0.23	0.71	0.87
每股自由现金流(FCFF)	-0.15	0.18	-1.52	-0.79	-0.58
每股净资产	1.52	1.82	6.94	7.05	7.21
每股销售收入	3.39	4.03	5.61	7.31	9.45

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也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。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixu1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。