

达实智能(002421)

公司研究/深度报告

中性 首次评级

合理估值: 31-34 元

建筑智能化与建筑节能双驱动

民生精品---公司深度报告/计算机及信息服务业

2010 年 10 月 18 日

报告摘要:

● 达实智能是建筑智能化与建筑节能服务提供商

达实智能主要从事建筑智能化及建筑节能服务。主要包括:

(1) 对新建建筑 提供建筑智能化服务, 也包含节能服务。(2) 对既有建筑提供建筑节能服务。具体内容为实施能源检测、中央空调管理节能、中央空调节能改造等服务。这一业务主要通过合同能源管理(EMC)模式来执行。上市前三年, 公司主营业务收入复合增长率达到 29%, 而净利润复合增长率达到 38%。

● 建筑智能化: 受益行业高成长, 三大优势提升市场份额

预计未来三年智能建筑产业产值将维持 20%以上的增长态势, 到 2012 年市场规模将超过 800 亿元。分散化、区域化的行业特点决定了只有具有较好资质、拥有较强技术服务能力的企业才能更好分享行业成长。公司在资质、技术和市场方面的优势有助于其更好分享行业成长, 获得更大市场份额。

● 建筑节能: 分享政策推动下的EMC行业爆发

建筑节能行业未来将保持 30%以上的增长, 而建筑节能 EMC 产业年均增速将超过 50%。在相关政策的推动下, EMC 将成为建筑节能的新趋势。作为建筑节能 EMC 行业的先行者, 达实智能具有较强技术和品牌优势, 有望分享这一政策推动下的行业爆发式增长。

● 盈利预测与估值

预计公司 2010/2011/2012 年 eps 分别为 0.58 元/0.82/1.11 元, 净利润增长率分别为 54%/42%/35%, 未来三年净利润 CAGR 达到 43%。

● 催化剂与风险提示

股价催化剂: 公司获得大额订单; 财政奖励资金到位; 政府出台 EMC 鼓励政策; 投资风险: 公司市场拓展可能受到竞争对手的冲击; 建筑节能市场不能准确预测; EMC 收入确认情况不能准确预测; 受解禁影响中小板公司估值降低风险。

盈利预测与财务指标

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	315	411	544	765
增长率(%)	19.00%	30.59%	32.43%	40.52%
归属母公司股东净利润(百万元)	29	45	64	87
增长率(%)	48.65%	54.67%	42.19%	35.51%
每股收益(元)	0.50	0.58	0.82	1.11
毛利率(%)	25.4%	26.1%	26.0%	26.2%
净资产收益率 ROE(%)	22.3%	30.9%	35.4%	33.9%
每股净资产(元)	1.82	1.91	2.73	3.84

资料来源: 民生证券研究所

民生证券研究所

分析师: 卢婷

执业证书编号: S0100210090003

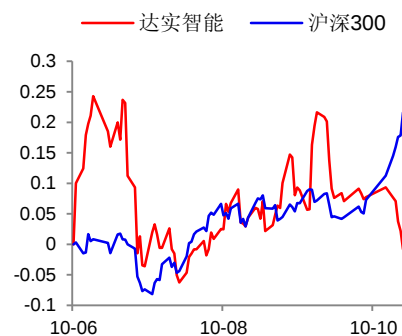
电话: (8610)8512 7655

Email: luting@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号

民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2010-10-15)

收盘价(元)	31.1
近 12 个月最高/最低	41.5/28
总股本(百万股)	78
流通股本(百万股)	20
流通股比例%	26
总市值(亿元)	24.24
流通市值(亿元)	6.22

相关研究

- 1.《合同能源管理有望迎来收获期, 关注建筑节能公司》, 2010.10.08

投资要点:

➤ 投资逻辑

达实智能是从事建筑智能化及建筑节能服务的民营企业。

(1) 建筑智能化领域市场份额有望扩大。对于新建建筑,公司以工程承包方式进行建筑智能化施工。预计未来三年智能建筑产业产值将维持20%以上的增长态势,到2012年市场规模将超过800亿元。由于该行业市场集中度低,达实智能有望凭借其资质、技术和市场优势,分享行业高速增长,获得更大市场份额。

(2) 建筑节能领域受益于 EMC 政策推广。对于既有建筑,公司以合同能源管理即 EMC 模式进行节能改造。根据赛迪传媒的调研数据,在节能减排政策的推动下,2007-2010年建筑节能服务市场将保持30%以上的增长,而建筑节能中采用 EMC 方式进行节能的市场规模将维持年均50%以上的增长。借助多年来的技术优势和品牌积累,公司已经成为建筑节能 EMC 领域的领先者。随着政策对 EMC 扶持力度的加大,EMC 行业有望进入收获期,达实也将分享这一市场爆发的有利机会。

➤ 有别于大众的认识

市场对 EMC 产业以及 EMC 在实际领域中的应用仍有待加深。我们认为随着 EMC 政策的逐步推进,中国 EMC 产业将进入爆发期,而建筑领域是首当其冲的受益者。在此背景下,达实智能作为建筑节能 EMC 领域的领先者,将极大受益于这一行业的高速增长。

目 录

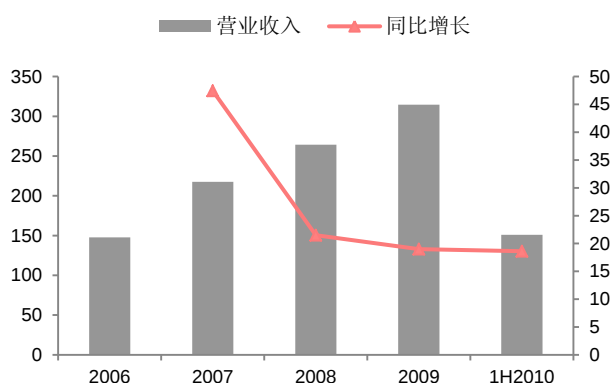
一、达实智能是建筑智能化与建筑节能领域的龙头企业.....	4
二、建筑智能化：受益行业高成长，三大优势提升市场份额.....	5
（一）建筑智能化行业转型：从工程化到服务化.....	5
（二）建筑智能行业产值未来三年年均增速在 20%以上.....	7
（三）行业集中度较低，区域化特征明显.....	8
（四）资质、技术和市场优势引领公司获取更大市场份额.....	9
三、建筑节能：分享政策推动下的合同能源管理（EMC）市场爆发.....	11
（一）政策推动建筑机电节能市场年均增速在 30%以上.....	11
（二）合同能源管理将成为建筑节能改造的新趋势.....	13
（三）技术优势和品牌积累使公司处于建筑 EMC 节能领域的领先地位.....	15
四、盈利预测与估值.....	16
（一）关键假设与盈利预测.....	16
（二）绝对估值.....	17
（三）相对估值.....	17
五、催化剂与风险提示.....	18

一、达实智能是建筑智能化与建筑节能领域的龙头企业

达实智能是一家从事建筑智能化及建筑节能服务的民营企业。自然人刘磅、涂德猛和刘昂通过持股达实投资，持有达实智能 40%的股权。

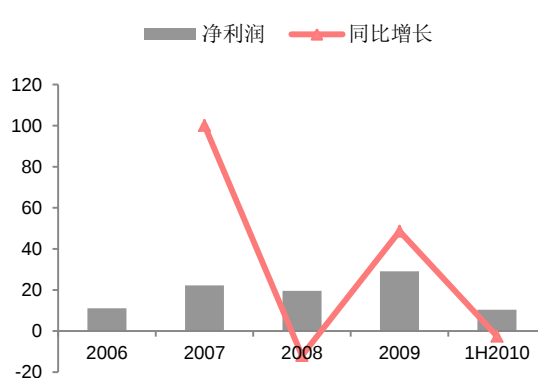
上市前三年，公司主营业务收入复合增长率达到 29%，而净利润复合增长率达到 38%。较之主营收入的平稳增长，净利润增速波动较大，这主要是由于 08 年毛利率下降，以及今年上半年政府补贴金额较之去年同期有所减少所致。

图 1：公司 2006-2009 主营收入 CAGR 达到 29%



资料来源：wind，民生证券研究所

图 2：公司 2006-2009 净利润 CAGR 达到 38%，但波动较大



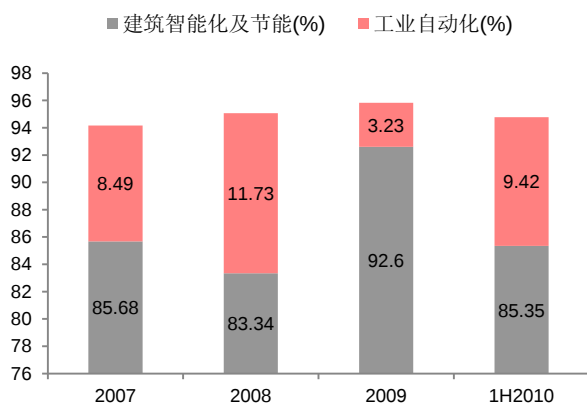
资料来源：wind，民生证券研究所

达实智能主要从事建筑智能化及建筑节能服务。主要包括：

(1) 对**新建建筑**提供**建筑智能化服务**，也包含节能服务。具体内容为承建建筑智能化系统工程（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、智能化集成系统和机房工程等），通过承建其中的建筑设备监控系统（BAS）提供建筑节能服务。这一业务主要通过**工程承包模式**来进行。

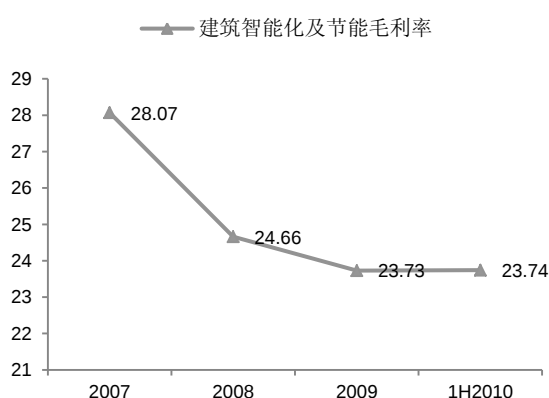
(2) 对**既有建筑**提供**建筑节能服务**。具体内容为实施能源检测、中央空调管理节能、中央空调节能改造等服务。这一业务主要通过**合同能源管理（EMC）模式**来执行。

图 3：公司营业收入主要来自建筑智能化及节能



资料来源：wind，民生证券研究所

图 4：近年来公司毛利率较为稳定



资料来源：wind，民生证券研究所

二、建筑智能化：受益行业高成长，三大优势提升市场份额

（一）建筑智能化行业转型：从工程化到服务化

建筑智能化，是指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。

根据建设部、国家质量监督检验检疫总局 2006 年 12 月发布的《智能建筑设计标准》(GB50314-2006)，建筑智能化工程包括信息设施系统 (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)、智能化集成系统 (IIS)、机房工程 (EEEE) 等六大系统工程，针对不同用途和特点的建筑，其系统和子系统的配置有所不同。

其中，建筑设备管理系统 (BMS) 中的建筑设备监控系统 (BAS) 是实现建筑物节能的主要手段。该系统可监控管理建筑物内各机电设备的工作状况，对机电设备的启停进行全面有效的集中控制和基于日历时间的自动控制，并自动调节建筑物内的温度、湿度等，从而实现机电设备的节能，用最少的能源消耗为人们提供安全、舒适、健康、环保的环境。在类似的室内温度、湿度等条件下，智能建筑与传统非智能建筑相比，可节能 10%-30%。

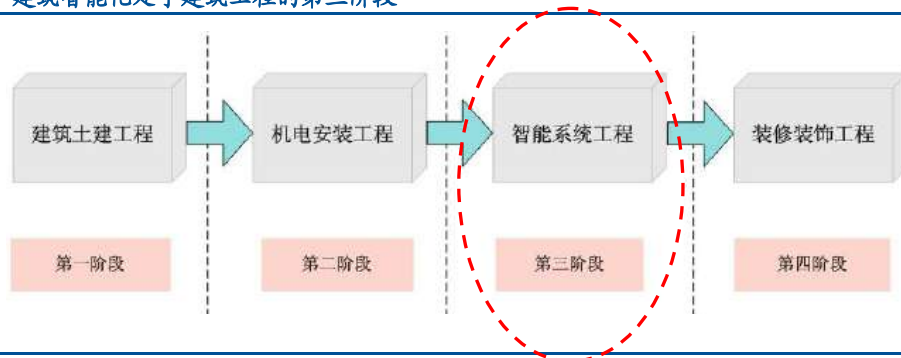
图 5：建筑智能化系统



资料来源：招股说明书，民生证券研究所

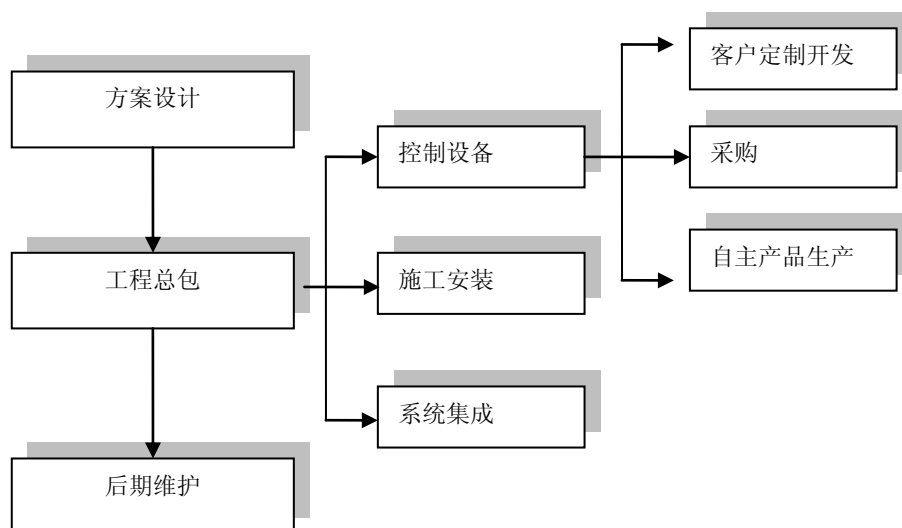
建筑智能化处于建筑工程的第三阶段，一般采用工程承包方式实施。即由技术全面的承包公司在工程规划设计、设备提供、安装和调试等方面进行总体负责，部分现场施工工作（桥架安装、线缆铺设、室内穿线等）由有关专业公司劳务分包完成。目前实力较强的企业经营模式均为提供完整的建筑智能化系统工程承包服务。

图 6: 建筑智能化处于建筑工程的第三阶段



资料来源：招股说明书，民生证券研究所

图 7: 建筑智能化业务流程



资料来源：招股说明书，民生证券研究所

传统的建筑智能化工程企业在经营上侧重于设备采购的成本控制和项目的质量管理，也就是注重工程实施阶段的管理，但未来行业会朝着三个方向发展：

（1）从工程化到服务化。由于人们对智能建筑功能要求的不断提升，企业已开始延伸其产业链：向前整合规划设计、咨询、定制开发业务，向后整合售后服务市场，增加了行业的高附加值环节。运作模式由工程型向服务型的转变是行业未来发展对于建筑智能化工程企业的要求。

（2）系统集成商转向总包服务管理商。在统一设计和综合集成的背景下，总包服务管理商不仅具有技术上的优势，而且依靠其已存在客户的服务关系，可以在规模与数量达到一定程度的情况下，批量采购设备或定制设备，简化与设备厂商的关系，对设备厂商的依赖度逐步降低。

（3）IT 网络技术成为系统集成商提高竞争力的关键。在系统集成商向总包服务管理商转变的过程中，能否通过软件技术无缝对接各种系统，对客户需求进行整体规划并予以实现客户需求，是在激烈的竞争环境中脱颖而出的关键。

(二) 建筑智能行业产值未来三年年均增速在 20%以上

国务院制定的《节能减排综合性工作方案》，明确了 2010 年中国实现节能减排的目标任务和总体要求。中国将大力推广节能省地环保型建筑，强化新建建筑执行能耗限额标准全过程监督管理，实施建筑能效专项测评，要求建立并完善大型公共建筑节能运行监管体系。节能需求推动智能建筑市场，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。

未来三年新增智能建筑占比将由目前的 10%提升至 30%以上。我国目前既有建筑存量约 440 亿平方米，其中 90%以上为高耗能建筑；在新建建筑中，智能建筑所占比例，美国为 70%，日本为 60%，而我国目前仅为 10%左右。随着房地产市场的高端化和节能需求的提升，根据汉鼎咨询预测，到 2012 年，智能建筑在新增建筑中占比将提升至 33%左右。

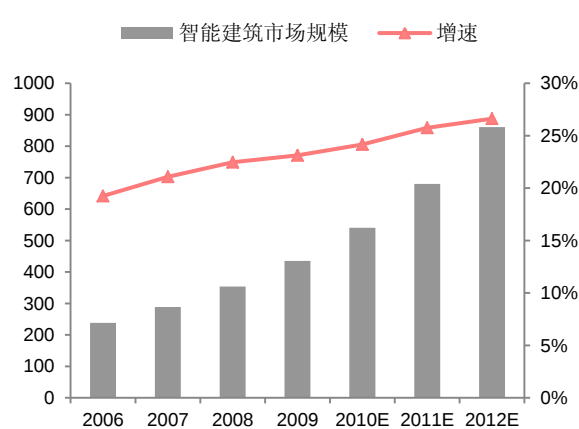
保守估计，智能建筑产业将维持 20%以上增速。伴随着城镇化进程的推进，我国每年将新增建筑面积 20 亿平方米，预计到 2020 年将新增建筑面积 300 亿平方米，总量达到 700 多亿平方米。中国建筑智能化系统子行业产值在 2006 年达到 238.5 亿元，随着智能建筑在新增建筑中占比的逐步提高，预计未来三年智能建筑产业产值将维持 20%以上的增长态势，到 2012 年市场规模将超过 800 亿元。

图 8: 建筑总投资面积逐年上升



资料来源：汉鼎咨询，民生证券研究所

图 9: 未来三年智能建筑市场规模增速在 20%以上



资料来源：智能建筑专业委员会，汉鼎咨询，民生证券研究所

智能建筑市场规模很可能超出市场预期。从另一个角度测算市场容量，公共建筑类智能化系统投资在 100-300 元/平方米左右，居住区的智能系统建设投资约在 60 元/平方米左右，工业建筑智能化投资按 100 元/平方米计算，根据国家建设部智能建筑专业委员会对 2009-2012 年我国公共建筑、居住建筑及工业建筑面积的预测，2010-2012 年智能建筑年均投资规模将超过 1500 亿。快速发展的智能建筑行业，为相关公司的成长壮大提供了机会。

表 1: 2009 年-2012 年公共建筑、居住建筑、工业建筑建筑面积预测情况表

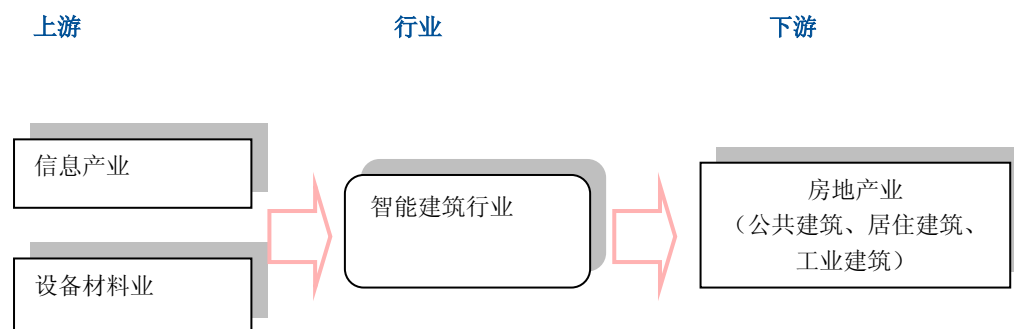
亿平方米	预测面积				增量面积		
	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2010 年	2011 年	2012 年
工业建筑	95.1	98.52	102.13	105.93	3.42	3.61	3.8
住宅建筑	300.3	311.1	322.5	334.5	10.8	11.4	12
公共建筑	105.11	108.89	112.88	117.08	3.78	3.99	4.2

数据来源：中国国家住宅与城乡建设部科技司、汉鼎咨询，民生证券研究所

(三) 行业集中度较低，区域化特征明显

建筑智能化行业上游为计算机、通讯、现代控制技术及设备的研发生产，即信息产业、设备材料行业，智能建筑系统集成商通过采购设备厂商的产品（如 HONEYWELL 的楼宇自动控制系统、华为的视频安防监控系统、MOTO 的无线对讲系统、COMSCOPE 的综合布线系统、迈威的有线电视系统）或者自有设备（如达实 IC 卡读写设备），为建筑物进行整体化智能系统设计安装服务。下游行业为建筑业尤其是房地产业。如办公建筑、商业建筑、文化建筑、医院建筑、学校建筑、住宅建筑和工业建筑等。

图 10: 智能建筑行业产业链



资料来源：民生证券研究所

智能建筑领域主要由三类企业组成。第一类是电气设备、自动系统制造商，以设备生产与销售为主，兼顾电气设备销售与楼宇系统集成服务。外企中的霍尼韦尔、江森自控、西门子等国际企业即属于此类公司。从近三年的市场份额看，国际企业逐步退出建筑智能化工程服务市场，转为纯粹的设备供应商或技术服务公司，而国内的电气设备提供商则逐步由单纯设备提供商向系统服务提供商转变。

第二类是系统集成服务提供商。主要为客户提供从方案设计、工程总包到后期维护等一系列完整的智能工程服务。

第三类是软件系统提供商。软件系统是智能建筑工程的重要组成部分，具有开发和集成相关智能设备管理软件的能力在行业内至关重要，这类企业在智能化市场中也占据了一定的份额。

智能建筑行业目前呈现两个特点：（1）行业集中度低。虽然从事本行业中游的本土企业数量众多，但规模一般较小，行业集中度较低，行业迄今为止还没有出现市场占有率占有绝对优势的企业。根据中国建筑业协会智能建筑分会对 2008 年国内建筑智能化业务收入超过 1.3 亿的企业，占智专委员会统计市场容量的 16.58%。按照行业 1000 亿市场容量

计，前 10 名企业市场占有率不超过 5%。

达实智能 2006-2009 年连续四年进入智能建筑行业完成工程量前 50 名企业。2006 年位于第 27 名，2007 年上升到第 8 名，08 年位于第 15 名。

表 2：2006-2008 年收入排名靠前企业

序号	企业名单	2006 年市场份额	2007 年市场份额	2008 年市场份额
1	同方股份有限公司	6.79%	6.76%	6.02%
2	泰豪科技股份有限公司	1.52%	3.32%	3.38%
3	中建电子工程有限责任公司	1.28%	1.32%	1.29%
4	浙江浙大中控信息技术公司	1.17%	1.24%	1.37%
5	中程科技有限公司	1.09%	1.08%	1.06%
6	上海延华智能科技股份有限公司	0.74%	0.58%	0.55%
7	南京东大智能化系统公司	0.67%	0.67%	0.66%
8	中国电子系统工程总公司	0.63%	0.65%	0.65%
9	太极计算机股份有限公司	0.59%	0.61%	0.62%
10	深圳达实智能股份有限公司	0.53%	0.56%	0.57%
11	深圳赛为智能股份有限公司	0.35%	0.38%	0.41%
	合计	15.36%	17.17%	16.58%

资料来源：建筑业协会智能建筑专业委员会，汉鼎咨询，民生证券研究所

根据千家网对各大智能建筑服务提供商的产品检测，在最近 6 个月内，达实智能在门禁系统上位于市场前列，8 月排名第一。而在系统集成领域，达实智能处于市场中游位置。

（2）地域性较强。由于行业下游的房地产业具有较强地域性特点，中小型建筑系统集成商的地域化特征也比较明显。如延华智能 50% 以上的营业收入来自上海及华东地区，银江股份的智能建筑业务集中于杭州及浙江省内城市，而达实智能的市场份额主要来自深圳及华南区域。

（四）资质、技术和市场优势引领公司获取更大市场份额

由于建筑智能正处于快速成长期，随着大型建筑智能化系统解决方案提供商的经验积累逐渐加深，其获得大型工程和大额订单的能力也随之加强，因而未来市场集中度会逐步提高。这就为行业相关公司提供了良好的发展空间，但也对其技术和资金能力提出了较高要求。行业特点决定了只有具有较好资质、拥有较强技术服务能力的企业才能更好分享行业成长。公司在资质、技术和区域方面的优势有助于其获得更大市场份额。

1、资质优势构成行业基础壁垒

据粗略估计，目前从事建筑智能化实施的企业至少 3000 家左右，产品供应商也将近 3000 家左右，具备智能化工程承包资质的有 1100 家左右。但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的三甲企业个数只有 33 家，达实智能正是其中之一。

表 3: 中国建筑智能化领域代表企业主要资质

企业名单	业务范围	建筑智能化系统集成设计	主要资质证书	
			建筑智能化工程专业承包	计算机信息系统集成
同方股份有限公司	智能建筑领域的产品制造、工程实施和运营服务	甲级	一级	一级
泰豪科技股份有限公司	智能建筑电气	甲级	一级	一级
浙大中控信息技术有限公司	建筑智能	甲级	一级	一级
深圳达实智能股份有限公司	建筑智能、建筑节能	甲级	一级	一级
太极计算机股份有限公司	建筑智能、软件工程	甲级	一级	一级
北京中电兴发科技有限公司	智能建筑和信息系統	甲级	一级	一级
深圳赛为智能股份有限公司	建筑智能、轨道交通智能化	甲级	一级	一级
广州华南资讯科技有限公司	建筑智能、软件工程	甲级	一级	一级
上海华东电脑股份有限公司	建筑智能	甲级	一级	一级
IBM 全球服务(中国)有限公司	建筑智能、软件工程	甲级	一级	一级
江森自控	建筑智能、控制产品	甲级	一级	一级

资料来源：建筑业协会智能建筑专业委员会，汉鼎咨询，民生证券研究所

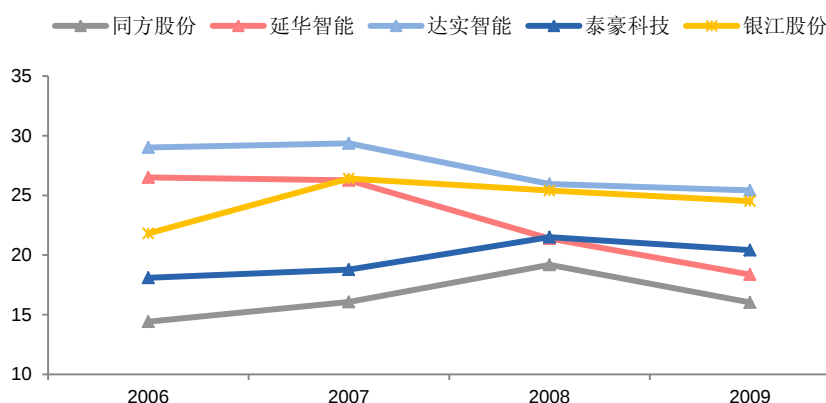
2、技术创新和行业经验是公司的最大优势

除了外购设备，公司还拥有楼宇可视对讲产品、IC 卡读写器、安防监控产品、建筑设备监控系统等自主产品。公司首次提出“智能卡一卡一密”的方法，解决了 IC 卡应用系统的安全问题，并成功研制了基于 TCP/IP 技术的 IC 卡读写设备；公司博士后科研工作站自主研发的城市能源监测管理平台，是一套基于 Internet、GPRS、Zigbee 等技术的能源监测与管理系统，可实时地采集和记录建筑物的主要能耗数据，并通过中央空调在线仿真技术，发现建筑物能耗漏洞，可以有针对性提出管理节能和节能改造方案，公司产品均达到国内领先水平。

在行业经验积累方面，达实智能在 12 年时间内完成了 2000 多项自动化、智能化案例，其中包括 300 多栋建筑物的智能化设计施工及节能项目，应用行业包括住宅、学校、医院、办公、商业、文化等多种建筑形式，行业经验十分丰富。近期又将在建筑领域的智能化控制经验应用到轨道交通领域，为深圳地铁三号线轨道交通二期项目提供了自动化集成系统，市场开拓取得有效突破。

从毛利率来看，公司综合毛利率持续高于其他同类型公司，一方面原因在于其他公司业务种类较杂，另一方面也是因为公司拥有较强技术和产品研发能力，保证了公司业务差异化的竞争优势。

图 11: 达实智能毛利率持续高于其他同类型公司



资料来源: wind, 民生证券研究所

3、区域市场拓展空间较大, 轨道交通贡献新的增长点

由于工程项目的地域性, 目前公司 77% 以上的收入来自华南地区, 随着公司品牌影响力和营销力度加大, 公司将拓展华东、华北市场, 有望进入建筑智能化领域第一梯队。

另一方面, 公司承接大型建筑智能化工程逐步增加, 轨道交通成为公司着力发展的新领域。2008 年以来, 公司已签约了深圳市轨道交通二期 3 号线工程自动化集成系统 (3204B 标段)、深圳地铁 5 号线 (环中线) 工程综合监控系统设备采购及服务项目, 轨道交通成为公司系统集成业务的新增长点。

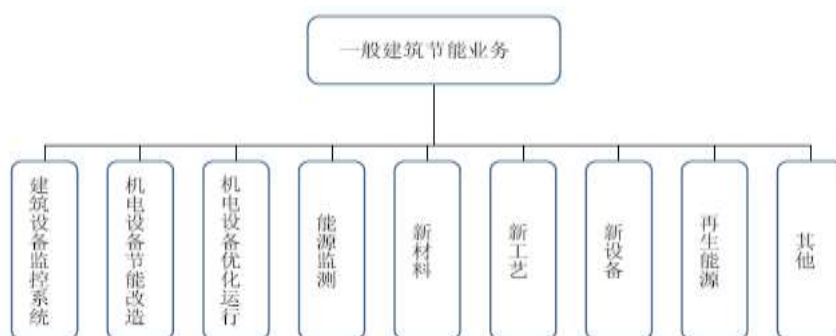
三、建筑节能: 分享政策推动下的合同能源管理 (EMC) 市场爆发

(一) 政策推动建筑机电节能市场年均增速在 30% 以上

1、建筑节能主要是机电节能

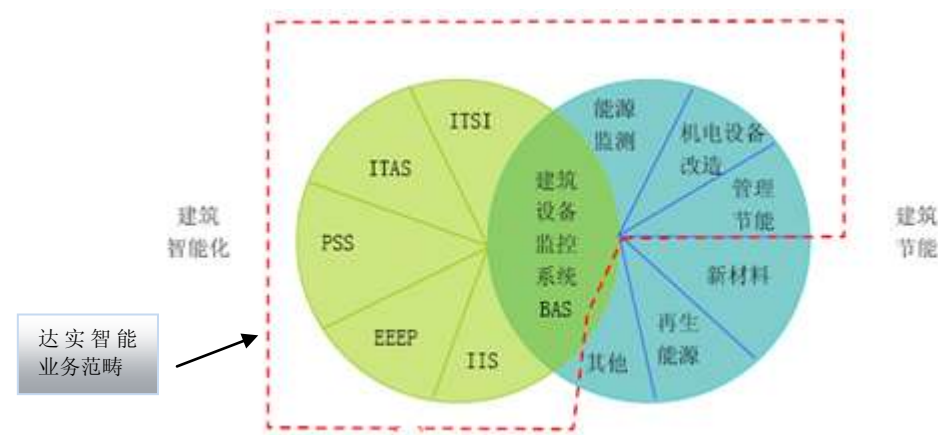
一般的建筑节能业务是指采用节能型的建筑新工艺、新材料、新设备, 建立建筑设备监控系统 (BAS)、实施建筑机电设备节能改造、机电设备优化运行、能源监测等各种手段, 实现建筑物能耗降低的各项业务。

图 12: 建筑节能业务体系



资料来源: wind, 民生证券研究所

图 13: 达实智能业务范畴涉及建筑智能化和建筑节能

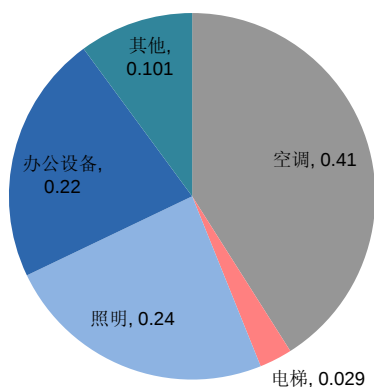


资料来源：招股说明书，民生证券研究所

建筑能耗中，以公共建筑能耗最为突出。在对北京、上海、广州、南京、武汉等大城市中大型公共建筑包括商场、医院等统计，占建筑总量的 6%-10% 的公共建筑耗能却占建筑总能耗的 50%。据调查，一般公共建筑的单位能耗为 20-60 度电，是城镇住宅的 2 倍；大型公共建筑的单位能耗为 70-300 度，是城镇住宅的 10-20 倍。因此，降低大型公共建筑能耗成为节能减排的重要途径。

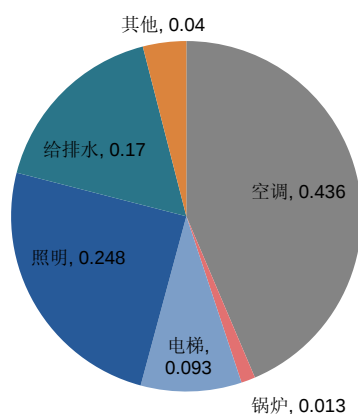
在大型建筑的能耗中，中央空调系统能耗一般占建筑总能耗的 40%-60%。达实的节能服务，主要针对既有建筑机电设备中的中央空调节能改造、中央空调管理节能和能源监测等建筑节能服务，未来还将扩展至照明系统、给排水系统、电梯及自动扶梯系统。

图 14: 写字楼耗能分布



资料来源：公司网站，民生证券研究所

图 15: 酒店耗能分布



资料来源：公司网站，民生证券研究所

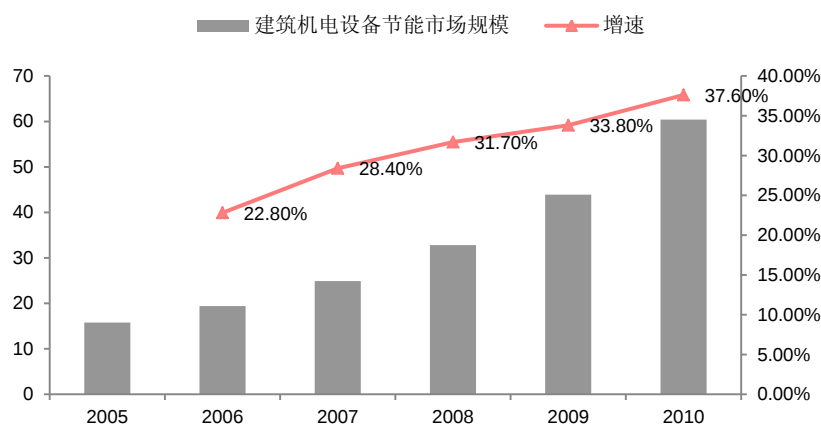
2、建筑节能市场增速在 30%以上

目前中国城乡 400 亿平方米的建筑中，95%以上为高耗能建筑。据建设部测算，预计到 2020 年，全国高耗能建筑面积将达到 720 亿平方米，建筑能耗将占总能耗的 40%，建筑能耗将加剧能源危机。按照中国建筑节能“十一五”规划目标，到 2010 年全国建筑节能的目标为实现节约标准煤 1.01 亿吨，减少二氧化碳气体排放 4 亿多吨；建设节能建筑

的总面积累计要超过 21.46 亿平方米，其中，新建建筑达到 15.92 亿平方米，既有建筑改造达到 5.54 亿平方米，建筑节能服务已经被列入国家的节能规划，但目前距离该目标实现仍有相当大的距离。

如果对目前存量 400 亿平方米中十分之一的建筑进行节能改造，按每平米 100 元计算，至少有 4000 亿市场规模。如果对存量建筑的三分之一进行节能改造，就有至少 1.5 万亿元的市场规模。根据赛迪传媒的调研数据，2007 年建筑节能服务市场规模为 24.9 亿，其后将保持其后将保持 30% 以上的增长，到 2010 年，行业规模将达到 60.4 亿。在节能减排的政策推动下，未来三年建筑节能行业还将维持高速增长。

图 16: 建筑节能市场增速在 30% 以上



资料来源: wind, 民生证券研究所

(二) 合同能源管理将成为建筑节能改造的新趋势

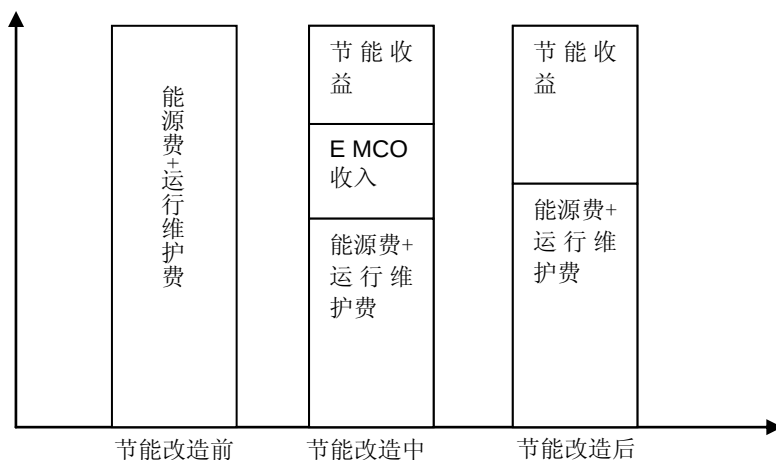
1、合同能源管理成为节能改造的新趋势

对于既有建筑的机电设备节能改造，达实采用合同能源管理（EMC）模式。

合同能源管理（EMC），即由专业的能源服务公司（ESCO）通过能源管理合同为客户企业提供能源审计、方案设计、项目融资、设备采购、施工和节能量监测、等一整套的节能系统化服务，在合同期节能服务公司与客户企业分享节能效益，并由此得到应回收的投资和合理的利润一种商业运作模式。

如下图所示，在节能改造之前，耗能客户需要付出大量能源和设备运行维护费用，而在进行节能改造的过程中，客户能源支出减少，EMCO 的收入来自客户节省的部分能源费用。在节能改造完成后，客户获得全部的节能收益。

图 17: EMC 模式分析

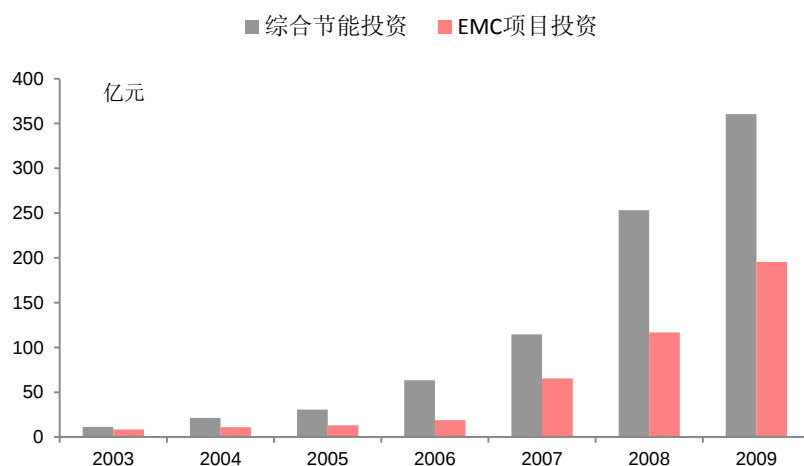


资料来源：民生证券研究所

2、政策推动 EMC 行业进入高成长期，公共部门市场有望爆发

根据中国节能产业服务协会 (EMCA) 统计, 2009 年我国节能服务产业总产值从 2008 年 417.3 亿元增长到 587.68 亿元, 同比增速高达为 40.83%。综合节能投资从 2008 年 253.2 亿元增长到 360.37 亿元, 同比增速为 42.33%。其中, 合同能源管理 (EMC) 项目投资从 2008 年 116.7 亿元增长到 195.32 亿元, 同比增速为 67.37%。按综合节能投资计算, 节能服务产业形成年节能能力 1757.9 万吨标准煤, 减排二氧化碳 1133.85 万吨。

图 18: 节能服务产业投资规模



资料来源：EMCA，民生证券研究所

政策推动 EMC 市场爆发: (1) 税收优惠: 实施 EMC 的用能公司暂免征收营业税, 暂免征收节能分享期结束后资产转移环节的增值税; 实施 EMC 项目节能服务公司前三年免征所得税, 后三年减半征收所得税; (2) 政府采用 EMC 方式实施节能改造, 按照合同支付给节能服务公司的支出视同能源费用进行列支。因此政府公共部门有望成为 EMC 产业规模化的市场来源; (3) 政府资金支持与银行融资促进相结合, 共同缓解 ESCO 的资金压力。

据 EMCA 估计, 我国 2010 年节能服务产业产值有望超过 700 亿元, EMC 产值达到

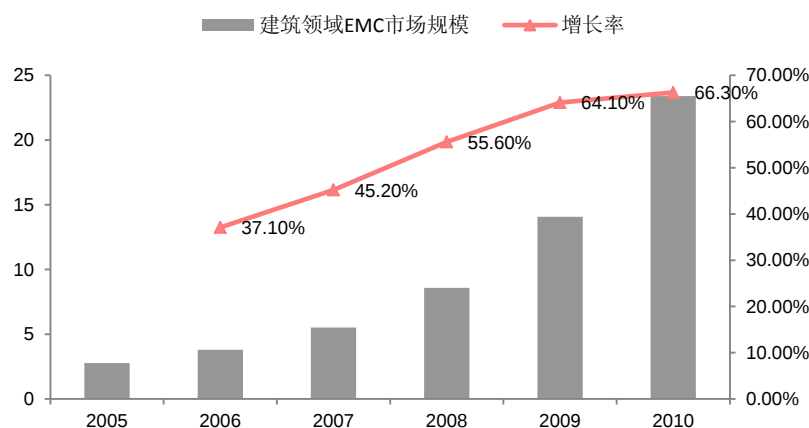
请务必阅读最后一页免责声明

300 亿元，未来增速将保持在 30%至 40%，市场空间巨大。

3、建筑领域 EMC 产业年均增速在 50%以上

根据赛迪传媒的调研数据，2007 年建筑节能中采用 EMC 方式节能市场为 5.51 亿，平均年增长率达到 61%，2010 年后还将维持年均 50%以上的增长。预计市场规模到 2010 年将达到 23.4 亿，是 2005 年的 8.45 倍。而建筑领域 EMC 在整体市场中的比例将不断上升，从 2005 年的 17.49%上升到 38.74%，比例增长一倍以上。

图 19：建筑领域 EMC 市场规模不断扩大，年均增速高达 50%



资料来源：EMCA，赛迪传媒，民生证券研究所

（三）技术优势和品牌积累使公司处于建筑 EMC 节能领域的领先地位

公司在国内建筑节能服务市场的主要竞争者以国内本土企业为主，主要有同方股份、泰豪科技、汇通华城、嘉力达等公司。

与国内竞争者相比，作为建筑节能 EMC 行业的先行者，达实智能具有较强技术和品牌优势。达实智能采用自主研发的“EMC007 中央空调节能控制系统”，实现了对占空调总能耗 35%的水系统的节能控制。该系统以变温差模糊控制专利技术为核心，集成数据采集、控制策略优化、自动控制等技术，提高中央空调水系统的运行效率，达到节能的目的。实践表明，中央空调系统整体能耗可在目前的基础上降低 10-20%。信息产业部首批推荐建筑节能公司名单有 53 家，其中中央空调合同能源管理只有达实智能一家。

达实能源监测管理系统（EMC002）目前已经在广泛应用于工业建筑、商业建筑及轨道交通建筑等领域的节能改造项目中。其中包括深圳书城、嘉里中心、天马微电子、迈瑞生物、深圳地铁、好易通科技、南玻集团、方正科技、伟创力集团（新辉开）等知名企业。

基于达实能源监测管理系统（EMC002），达实公司在深圳总部建立了“城市能源监测管理平台运营中心”，通过运营中心，为用户定期提供“节能服务运行及建议报告”，使用户获得真正有保障的节能服务。

表 4: 我国提供建筑节能服务的公司

公司	成立时间	总部位置	全国网络	主要产品	企业规模
达实智能	1995	深圳	北京、上海、广州分公司	建筑设备智能化系统、中央空调管理节能系统、能源监测管理系统、工业自动化系统	2009 年销售收入近 3.2 亿元
同方股份	1997	北京	全国	提供热泵、蓄能系列空调设备及相关节能工程	09 年收入规模达到 153 亿元
泰豪科技	1999	江西		建筑电气节能技术、设备和产品	09 年收入规模达到 23 亿元
汇通华城楼宇科技	2002	贵州	北京分公司、2 个办事处	中央空调管理设备	2007 年 收入 3664 万元，净利润 105 万元
慧生能源	2005	珠海	无	以生物能源为主导的能源管理系统	2006 年 收入 800 万元，利润 207 万元
佩尔优	1996	北京	深圳分公司，6 个地区办事处	水蓄冷中央空调系统工程	2007 年 收入 5000 万元

资料来源：公开资料，民生证券研究所

EMC 合同期限通常较长，收益期一般为 3-15 年，因此对资金要求较高。今年国务院和财政部先后出台相关政策推动 EMC 产业的发展，并对入选企业进行财政补贴和奖励，金融政策扶持力度也在加大，预计未来公司发展 EMC 业务的资金障碍将有所缓解，EMC 在公司业务收入中占比会逐步提高。

表 5: 目前 EMC 在公司营业收入占比较小

营业收入，万元	2007 年度		2008 年度		2009 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
建筑智能化及节能	18,648.49	85.68%	22,035.17	83.34%	29,137.26	92.60%
其中：EMC	35.69	0.16%	117.43	0.44%	372.59	1.18%

资料来源：公司公告，民生证券研究所

四、盈利预测与估值

(一) 关键假设与盈利预测

(1) 公司 09 年建筑智能化及节能项目新签订单合同额为 4.9 亿元，我们预计 10 年新签订单将达到 6 亿元左右，确认收入在 4 亿左右，毛利率较之 09 年略有上升。

(2) 工业自动化与 IC 卡设备保持平稳增长，毛利率略有上升。

(3) 三项费用率基本稳定。

表 6: 营业收入预计

百万元		2009	1H2010	2010E	2011E	2012E
建筑智能化及节能	销售收入	291.37	128.77	384.61	519.22	726.91
	增长率	32.23%		32.00%	35.00%	40.00%
	毛利率	23.73%	23.74%	25.00%	25.50%	25.50%
工业自动化	销售收入	10.16	14.22	12.19	16.46	22.22
	增长率	-67.23%		20.00%	35.00%	35.00%
	毛利率	21.56%	24.85%	25.00%	25.50%	25.00%
IC 卡读写设备及其他	销售收入	12.81	7.71	14.09	8.48	15.50
	增长率	0.23%		10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	65.74%	56.88%	58.00%	59.00%	60.00%
合计		314.66	150.88	410.89	544.16	764.63

资料来源: 公司公告, 民生证券研究所

预计公司 2010/2011/2012 年 eps 分别为 0.58 元/0.82/1.11 元, 净利润增长率分别为 54%/42%/35%, 未来三年净利润 CAGR 达到 43%。

(二) 绝对估值

绝对估值区间在 31-38 元之间, 中枢为 35 元。

表 7: 绝对估值

WACC(%)	永续增长率						
34.81	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
12.25%	25.27	26.22	27.27	28.46	29.82	31.38	33.18
11.75%	26.28	27.27	28.37	29.62	31.04	32.66	34.55
11.25%	27.34	28.37	29.52	30.83	32.31	34.01	35.99
10.75%	28.45	29.52	30.73	32.09	33.65	35.43	37.49
10.25%	29.60	30.73	31.99	33.42	35.04	36.91	39.07
9.75%	30.82	32.00	33.32	34.81	36.51	38.46	40.72
9.25%	32.09	33.32	34.71	36.27	38.05	40.09	42.46
8.75%	33.42	34.71	36.16	37.80	39.66	41.80	44.28
8.25%	34.82	36.17	37.69	39.40	41.35	43.59	46.19
7.75%	36.28	37.70	39.29	41.09	43.13	45.47	48.19
7.25%	37.82	39.31	40.97	42.85	44.99	47.45	50.29

资料来源: 民生证券研究所

(三) 相对估值

从可比公司估值来看, 目前公司估值处于同业中等偏高水平。目前股价对应 2010、2011、2012 年 PE 分别为 57 倍、40 倍、29 倍, 高于同类公司平均水平。估值偏高的原因可能在于公司同时具有智能建筑和合同能源管理双重概念。结合绝对估值, 我们认为公司合理估值区间在 31-34 元之间。由于目前市场存在创业板解禁所导致的中小市值公司估值下降风险, 短期内公司估值可能还会有所降低。但公司基本面仍然良好, 因此建议逢低介入。

表 8: 可比公司估值

证券代码	证券简称	PE,TTM	PE,2010E	PE,2011E	PE,2012E
600100.SH	同方股份	79.43	45.65	32.65	24.46
002178.SZ	延华智能	90.29		79.1	
002421.SZ	达实智能	84.23	57.4	40.37	29.79
600590.SH	泰豪科技	65.87	33.68	23.61	14.6
300020.SZ	银江股份	72.06	50.65	34.26	23.82
	平均	78.38	46.58	41.73	22.77

资料来源: wind, 民生证券研究所

五、催化剂与风险提示

股价催化剂: 公司获得大额订单; 财政奖励资金到位; 政府出台 EMC 鼓励政策;

投资风险: 公司市场拓展可能受到竞争对手的冲击; 建筑节能市场不能准确预测;
 EMC 收入确认情况不能准确预测; 受解禁影响中小板公司估值降低风险。

插图目录

图 1: 公司 2006-2009 主营收入 CAGR 达到 29%	4
图 2: 公司 2006-2009 净利润 CAGR 达到 38%，但波动较大	4
图 3: 公司营业收入主要来自建筑智能化及节能	4
图 4: 近年来公司毛利率较为稳定	4
图 5: 建筑智能化系统	5
图 6: 建筑智能化处于建筑工程的第三阶段	6
图 7: 建筑智能化业务流程	6
图 8: 建筑总投资面积逐年上升	7
图 9: 未来三年智能建筑市场规模增速在 20%以上	7
图 10: 智能建筑行业产业链	8
图 11: 达实智能毛利率持续高于其他同类型公司	11
图 12: 建筑节能业务体系	11
图 13: 达实智能业务范畴涉及建筑智能化和建筑节能	12
图 14: 写字楼耗能分布	12
图 15: 酒店耗能分布	12
图 16: 建筑节能市场增速在 30%以上	13
图 17: EMC 模式分析	14
图 18: 节能服务产业投资规模	14
图 19: 建筑领域 EMC 市场规模不断扩大，年均增速高达 50%	15

表格目录

表 1: 2009 年-2012 年公共建筑、居住建筑、工业建筑建筑面积预测情况表	8
表 2: 2006-2008 年收入排名靠前企业	9
表 3: 中国建筑智能化领域代表企业主要资质	10
表 4: 我国提供建筑节能服务的公司	16
表 5: 目前 EMC 在公司营业收入占比较小	16
表 6: 营业收入预计	17
表 7: 绝对估值	17
表 8: 可比公司估值	18

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	315	411	544	765
减：营业成本	235	304	403	564
营业税金及附加	9	11.5	13.6	19.9
销售费用	24	29	38	54
管理费用	12	14	19	27
财务费用	4	3	2	1
资产减值损失	2	2	2	2
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	29	48	67	97
加：营业外收支净额	5	5	8	5
三、利润总额	34	53	75	102
减：所得税费用	5	8	11	15
四、净利润	29	45	64	87
归属于母公司的利润	29	45	64	87
五、基本每股收益 (元)	0.50	0.58	0.82	1.11

主要财务指标

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	/	49.87	36.88	26.59
成长能力:				
营业收入同比	19.00%	30.59%	32.43%	40.52%
营业利润同比	40.2%	64.9%	38.9%	44.2%
净利润同比	48.29%	54.68%	42.19%	35.5%
营运能力:				
应收账款周转率	3.81	4.07	4.15	4.33
存货周转率	5.62	5.53	5.56	5.81
总资产周转率	1.20	1.17	1.20	1.28
盈利能力与收益质量:				
毛利率	25.4%	26.1%	26.0%	26.2%
净利率	9.2%	11.0%	11.8%	11.3%
总资产净利率 ROA	11.1%	12.8%	14.1%	14.6%
净资产收益率 ROE	22.3%	30.9%	35.4%	33.9%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.78	1.80	1.95	1.96
资产负债率	53.2%	52.7%	49.6%	49.9%
长期借款/总负债	1.4%	2.2%	1.9%	1.4%
每股指标:				
每股收益	0.50	0.58	0.82	1.11
每股经营现金流量	0.41	0.41	0.90	0.77
每股净资产	1.82	1.91	2.73	3.84

资产负债表

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	96	123	163	229
应收票据	3	4	5	6
应收账款	87	115	147	206
预付账款	28	37	44	54
其他应收款	6	8	11	15
存货	64	85	111	152
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	284	372	480	664
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	18	21	24	22
在建工程	1	7	1	1
无形资产	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	20	28	25	22
资产总计	304	400	505	686
短期借款	50	57	29	36
应付票据	16	85	121	169
应付账款	62	30	48	68
预收账款	20	27	40	56
其他应付款	4	2	2	3
应交税费	4	4	5	5
其他流动负债	1	1	1	1
流动负债合计	159	206	246	338
长期借款	2	5	5	5
其他非流动负债	0	0	0	0
非流动负债合计	2	5	5	5
负债合计	162	211	250	342
股本	58	78	78	78
资本公积	14	14	14	14
留存收益	12	57	121	207
少数股东权益	0	0	1	1
所有者权益合计	142	149	213	300
负债和股东权益合计	304	360	463	642

现金流量表

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	32	32	70	60
投资活动现金流量	10	(12)	0	0
筹资活动现金流量	14	7	(30)	6
现金及等价物净增加	36	27	40	66

资料来源：民生证券研究所

分析师简介

卢婷，中国社会科学院经济学硕士，08年7月加盟民生证券研究所，两年行业研究经验。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，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。本公司版权所有并保留一切权利。

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，均为本公司的商标、服务标识及标记。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

	北京	上海	深圳
联系人	郭 明	孟 辉	韦珂嘉
电 话	010-85127661	021-64274383	010-85127650
手 机	13401098997	13916107040	13701050353
E-mail	guomingyjs@mszq.com	menghui@mszq.com	weikejia@mszq.com