



Research and
Development Center

首次覆盖：区域扩张、产品拓展推动业绩高速增长

—— 汉鼎股份（300300.sz）深度报告

2012年3月29日

边铁城
计算机行业分析师

证券研究报告

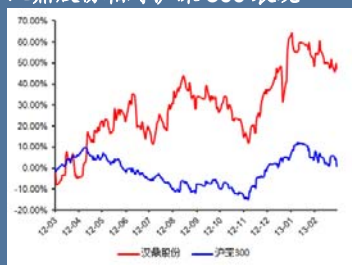
公司研究——首次覆盖

汉鼎股份 (300300.sz)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

首次评级

汉鼎股份相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

公司主要数据 (2013-3-28)

收盘价 (元)	28.99
52 周内股价波动区间(元)	17.95-33.40
最近一月涨跌幅 (%)	-3.59
总股本(亿股)	0.87
流通 A 股比例 (%)	31.24
总市值(亿元)	25.22

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院
1 号楼 6 层研究开发中心

边铁城 行业分析师

执业编号: S1500510120018

联系电话: +86 10 63081253

邮箱:

biantiecheng@cindasc.com

肖金德 研究助理

联系电话: +86 10 63081096

邮箱: xiaojinde@cindasc.com

区域扩张、产品拓展推动业绩高速增长

汉鼎股份调研报告

2013 年 3 月 29 日

合理估值区间: 27.27-32.32

本期内容提要:

◆ **建筑智能化行业呈现高景气度, 领先企业面临较大机遇。**信息技术的发展、智慧城市建设以及建筑节能要求等多方面因素对行业发展提供推动力。保守估计下, 我国智能建筑行业市场规模也在 2000 亿元以上, 空间广阔。而随着整体市场份额会逐渐向资质体系齐全并且具备研发优势的企业集中, 领先企业将获得较快发展。

◆ **公司区域扩张效果显著。**2011 年公司所在地收入占比下降到 52.37%, 相比其他几家行业内领先企业区域扩张成果更为显著。公司正在建立五个区域中心, 市场范围将得到进一步扩张。同时, 通过与其他公司合作的方式 2 次中标海外大单, 已经在海外市场率先发力。

◆ **公司产品拓展动作频频。**公司公共安全平台将拓展为数字化城市安全管理、预警监控与应急指挥平台、矿井信息管理控制平台等 3 个软件平台, 应用范围扩大和项目经验积累将带动该领域收入规模增大。而暖通项目、智能高清视频项目受益于公司平台和业务资源, 有望实现较快增长。

◆ **盈利预测与投资评级:**我们预计公司 12-14 年每股收益分别为 0.67、1.01、1.45 元, 目前股价对应的 PE 分别为 43、29、20 倍, 参考行业可比公司估值水平, 给予公司 13 年 27-32 倍 PE, 得到合理估值区间 27.27-32.32 元。首次覆盖, 给予“增持”的评级。

◆ **风险因素:**项目进度持续放缓; 新业务推广过程中费用超预期增长; 限售股解禁。

公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	172.99	333.43	421.91	644.87	962.27
增长率 YoY %	70.47%	92.74%	26.54%	52.84%	49.22%
净利润(百万元)	33.61	52.37	58.59	87.53	126.49
增长率 YoY%	131.39%	55.81%	11.88%	49.41%	44.51%
毛利率%	29.84%	27.10%	29.15%	29.33%	29.05%
净资产收益率 ROE%	30.22%	31.78%	15.09%	13.84%	17.10%
每股收益 EPS(元)	0.39	0.60	0.67	1.01	1.45
市盈率 P/E(倍)	74	48	43	29	20
市净率 P/B(倍)	13.2	9.9	4.2	3.7	3.1

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2013 年 3 月 28 日收盘价

目录

投资聚焦	1
建筑智能化行业呈现高景气度	2
建筑智能化需求不断深化	2
建筑节能需求日益彰显	3
政策提供保障	4
行业空间广阔	5
汉鼎股份：新兴行业中的优质公司	6
全资质、重技术，专注于高端市场	7
管理能力突出	8
区域扩张成果显著	10
产品拓展动作频频	12
相关假设及盈利预测	13
未来三年经营情况假设	13
估值与投资评级	14
风险因素	15

图目录

图 1: 智能建筑实现了管理和服务的统一	2
图 2: 部分节能业务通过智能化工程实现	3
图 3: 我国建筑工程产值及增速	5
图 4: 建筑施工面积及增速	5
图 5: 2011 年公司收入构成	7
图 6: 公司软件著作权数量在行业内较为突出	8
图 7: 业内公司毛利率比较	9
图 8: 业内公司净利率比较	9
图 9: 2011 年人均净利润和费用（销售费用、管理费用总和）	10
图 10: 2009-2011 收入、净利润、扣非净利润复合增速（%）	10
图 11: 2009 年各地区收入比重	10
图 12: 2010 年各地区收入比重	10
图 13: 2011 年各地区收入比重	10
图 14: 各公司所在地收入比重	11
图 15: 募投项目“区域中心与信息化管理平台建设”	11

表目录

表 1: 我国智能建筑行业发展历程	2
表 2: 部分城市既有建筑节能改造情况	4
表 3: “十二五”建筑节能工作要求	6
表 4: 智能化不同资质等级的业务范围	7
表 5: 公司部分管理方案	9
表 6: 公司分业务收入预测（单位：万元）	13
表 7: 安防行业软件公司估值比较	14

投资聚焦

投资逻辑:

在建筑智能化、节能化需求日益深化和智慧城市建设顺利推动下，建筑智能化普及加速，整个行业具有较高景气度，业内公司业绩增速较快。作为建筑工程的重要组成部分，行业规模在千亿级别，业内公司发展空间广阔。而随着建筑智能化行业标准的不断规范、整合，整体市场份额会逐渐向资质体系齐全并且具备研发优势的企业集中，领先企业将充分分享行业的成长并获得较快发展。我们认为汉鼎股份具有突出的资质技术和管理能力，在区域扩张和产品拓展方面的效果将逐渐体现，是成长性优异的投资标的。

有别于大众的认识:

(1) 公司 12 年净利润增速 (业绩快报 11.4%) 下滑一是非经常性损益波动 (扣非后归母净利润同比增长 31.46%)，二是项目进度放缓的影响，不应该因短期波动而质疑公司优异的成长性；(2) 当前公共安全管理智能化收入规模较小，但随着公司项目经验的积累、产品逐渐丰富 (募投项目完成城市安全、应急指挥、矿井安全多个软件产品布局)，以及用户示范效应的出现，该领域收入贡献将逐渐放大。

盈利预测与投资评级:

我们认为公司优异的资质技术、管理能力赋予公司较为突出的成长性，加之公司的区域扩张、产品拓展顺利推进，估计 13-15 年净利润复合增速超过 40%。我们预计公司 2012、2013、2014 年每股收益分别为 0.67、1.01、1.45 元，目前股价对应的 PE 分别为 43、29、20 倍。参考行业可比公司估值水平，给予公司 13 年 27-32 倍 PE，得到合理估值区间 27.27-32.32 元。首次覆盖，给予“增持”的评级。

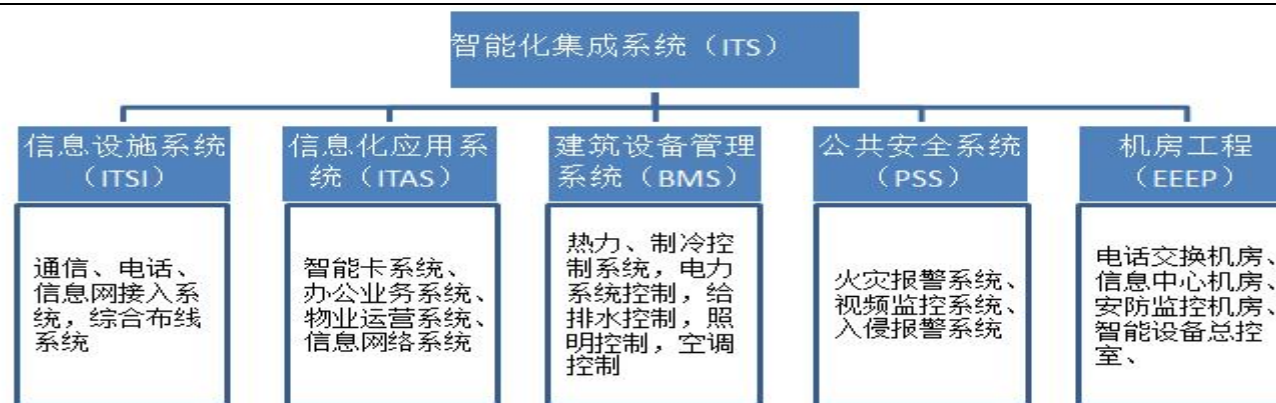
主要风险:

项目进度持续放缓；区域和产品拓展过程中费用超预期增长；限售股解禁。

建筑智能化行业呈现高景气度

智能建筑以建筑物为平台，以综合布线为基本传输媒质，计算机网络为主要通信和控制手段，对各类子系统通过智能化系统集成进行综合配置和综合管理，形成一个设备和网络、硬件和软件、控制管理和提供服务有机综合于一体的综合建筑环境。

图 1：智能建筑实现了管理和服务的统一



资料来源：信达证券研发中心

智能建筑提供了向人们提供安全、高效、便捷的建筑环境。智能建筑整合了信息设施系统、设备管理系统、公共安全系统、信息化应用系统，集服务和管理为一体，可以实现建筑（包括建筑群）的数据传输、信息共享、设备监控、安全防范、自动报警等多项功能。

建筑智能化需求不断深化

我国智能建筑行业处于快速发展阶段，应用对象不断拓展。20 世纪 90 年代我国智能建筑开始兴起，在房地产开发热潮的推动下，我国智能工程技术也不断发展、日趋成熟，其中不少智能建筑技术研发成果已接近国际水平。从应用对象来看，在宾馆酒店、体育场馆、办公楼、图书馆等各种公共建筑已经顺利推广和应用，并向智能小区渗透。

表 1：我国智能建筑行业发展历程

发展阶段	时间	发展特点	主要应用对象
初始发展阶段	1990-1995	国际智能建筑技术引入我国，智能建筑这一理念逐渐被越来越多的人所认识和接受。	主要是宾馆酒店和商务楼

规范管理阶段	1996-2000	随着市场对智能建筑的认可与需求，智能建筑技术在全国范围内得以推广和应用。	扩展到机关，企业单位办公楼、图书馆、医院、校园、博物馆、会展中心、体育场馆
迅速发展阶段	2001-至今	建筑的智能工程技术日趋成熟和不断发展，我国不少智能建筑技术研发成果接近国际水平，用于建筑智能化的投资比重在逐年增加。	向住宅小区扩展，通过有效的信息传输网络、各系统的优化配置和综合应用，向住户提供安全防范、信息服务、物业管理等方面的功能

数据来源：信达证券研发中心

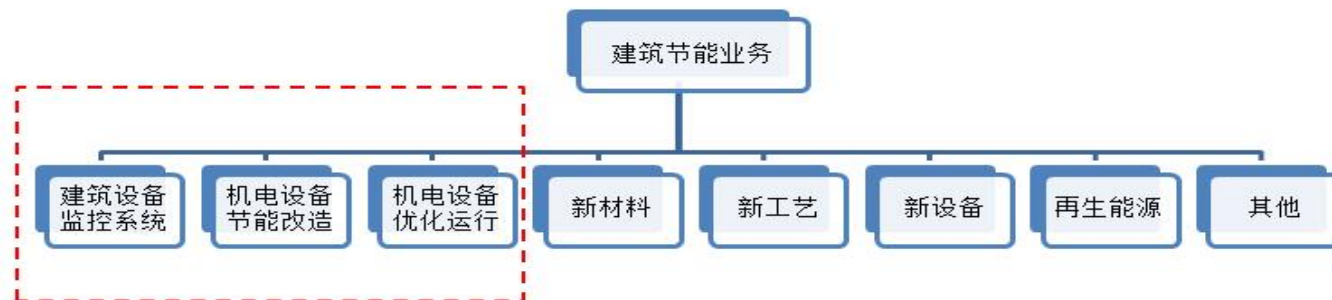
同时，建筑智能化应用范围不断扩大。最开始建筑智能化系统的主要应用有门禁系统、防盗报警，而随着网络及计算机技术的迅速发展，智能化应用领域不断推广到电视电话会议、设备监控及自动控制、建筑环境监测管理等多个领域。

建筑节能需求日益彰显

我国能源利用率只有 30%左右，相关数据显示我国单位 GDP 能耗是世界平均水平的 3 倍，是所有发展中国家平均水平的 2 倍。所以节约能源已经刻不容缓，而建筑用能是能源消耗的重要部分，一些发达国家建筑用能占全国总能耗达到 30%-40%，所以建筑节能势必会成为建筑发展的基本趋势。

我国的建筑节能工作起步比较晚，据统计全国城镇既有建筑保有量约为 436.50 亿平方米，其中 99%属于高耗能建筑。按目前趋势发展，预计到 2020 年，建筑能耗将达到 10.90 亿吨标准煤，建筑在建造和使用过程中直接消耗的能源将占全社会总能耗的 30%左右。

图 2：部分节能业务通过智能化工程实现



资料来源：信达证券研发中心

建筑节能有多种方式，既可以通过采用可再生能源、节能型建筑材料和工艺，也可以通过加强建筑物用能系统的运行管理，提高采暖、制冷、照明、给排水系统的效率，达到减少能源消耗量的目的。

智能建筑中的建筑设备监控系统（BAS）主要通过上述第二种途径，在保证建筑物使用功能的前提下实现建筑节能。目前，建立 BAS，并开展基于智能化技术的机电设备改造、优化和能源监测已经成为开展建筑节能的主要方式。而建筑节能越来越受到重视，逐渐成为建筑智能化领域关注和竞争的焦点。

政策提供保障

除了用户对建筑智能化、节能化的需求逐渐加深，政府积极推进城镇化建设、智慧城市建设和对建筑节能明确要求都会对智能建筑行业今后的发展提供很大的推动力。

城镇化建设继续推进为行业发展提供基本保障。近年来，我国建筑业总产值和房屋施工面积均保持较快增长，城镇化率每年大约提高 1 个百分点，在 2011 年首次超过 50%。十八大提出继续推进城镇化建设，这给智能建筑行业发展提供了保障。

另外，住建部在 12 年年底正式发布了开展国家智慧城市试点工作的通知，指出智慧城市是推进新型城镇化的重要举措。目前第一批 90 个试点城市已经公布，根据规定，在试点智慧城市通过住建部验收后，还要进一步评定等级（共三等），建筑节能则明确列示在智慧城市评定的指标体系当中，可见政府对建筑节能也足够重视。

目前建筑节能改造已经成为我国既有建筑智能化工程的主要内容。2011 年 1 月，住建部发布了“进一步深入开展北方采暖地区既有居住建筑供热计量及节能改造”的通知，提出到 2020 年前基本完成对北方具备改造价值的住宅供热计量和节能改造的目标，在“十二五”期末至少完成 35% 以上。2012 年 5 月底住建部又发布了“十二五”建筑节能专项规划，除了对新建建筑节能提出严格要求之外，还强调了既有居住建筑节能改造和大型公共建筑的节能监管。全国多个省市地区都颁布的建筑节能改造推动政策。

表 2: 部分城市既有建筑节能改造情况

省/市	部分城市对既有建筑的节能改造建设情况及发展规划
北京市	2011 年北京市计划完成 1,200 万平方米既有建筑的供热计量和节能改造，“十二五”期间北京市将完成 6,000 万平方米城镇既有建筑围护结构节能改造，形成每年节能 529 万吨标准煤的能力。
唐山市	唐山市是“中国既有建筑节能改造”示范工程城市。2009-2010 年，是唐山“既改”力度最大、完成改造数量最多的两年。到 2010 年底，全市已累计完成“既改”1,741 万平方米，到“十二五”末将完成全部有改造价值的“既改”项目，届时唐山将成为全国既有建筑最节能的城市。
哈尔滨市	2008 年以市政府名义下发了《关于加快推进既有建筑节能综合改造实施方案》、《哈尔滨市既有居住建筑供热计量及节能改造工作实施方案》、《关于哈尔滨市国家机关办公建筑和大型公共建筑节能管理工作实施方案》，同时编制出台了《哈尔滨市既有居住建筑节能改造技术指南（试行）》和《哈尔滨市既有居住建筑节能改造施工质量验收规程（试行）》等技术规范性文件。

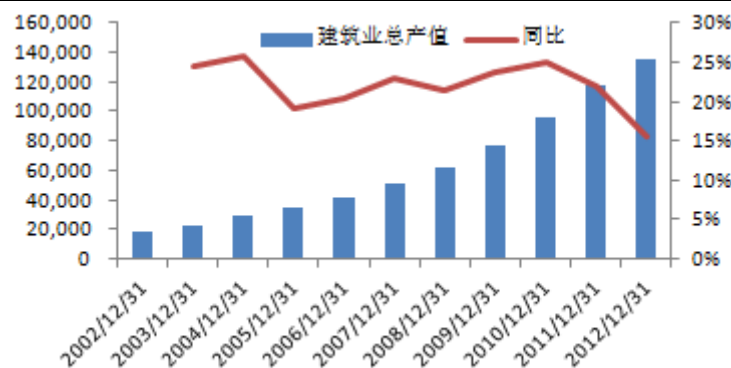
青海省	2011年,青海省将进一步加大既有建筑节能改造工作,计划完成100万平方米的既有建筑供热计量和节能改造任务。“十一五”期间,青海省根据国家节能减排目标要求,完成了50万平方米既有建筑节能改造任务。“十二五”期间将完成1,000万平方米既有建筑节能改造任务,大力推进机关办公和大型公共建筑节能监测平台建设。
上海市	根据“十一五”建筑节能规划目标,既有建筑改造要完成3,000万平方米(住宅1,000万平方米,公共建筑2,000万平方米),这约只占既有建筑的4%左右。
乌鲁木齐市	自2005年开始,对既有建筑进行节能改造,截至2010年完成500多万平方米的既有建筑节能改造。2011年,乌鲁木齐市计划完成250万平方米的既有建筑节能改造任务。
陕西省	“十一五”期间,组织实施既有居住建筑供热计量及节能改造项目49个、207万平方米。
青岛市	2010年8月12日发布《青岛市既有居住建筑供热计量及节能改造实施方案》确定了改造主要项目,具体包括围护结构节能改造和供热采暖系统节能改造两大部分。

数据来源: 公开资料, 信达证券研发中心

行业空间广阔

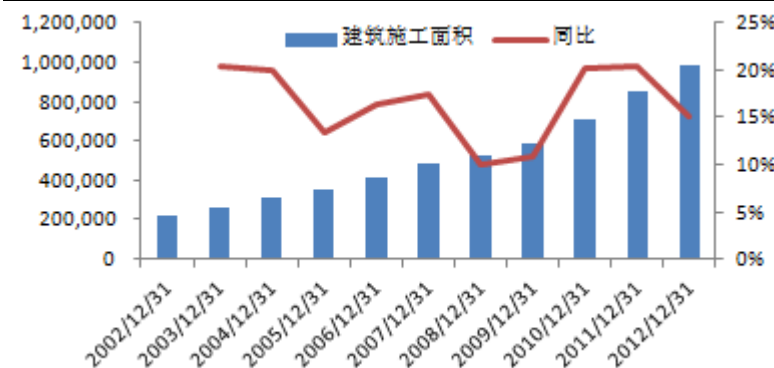
我们把新增建筑和既有建筑智能化市场区分开来测算整个智能建筑市场的容量。首先看新增建筑市场,2003年全国建筑业总产值为23,084亿元,2012年已增至135,303亿元,CAGR达21.71%;2003年全国房屋施工面积259,377万平方米,2012年全国房屋施工面积981,000万平方米,CAGR为15.93%。建筑智能化的投资约占建筑总投资的5%,其中公共建筑类智能化系统投资在100-300元/平方米,居住区的智能系统建设投资约在60元/平方米。综合推算,新增建筑智能化收入超过有1800亿元。

图3: 我国建筑工程产值及增速



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图4: 建筑施工面积及增速



资料来源: wind, 信达证券研发中心

既有建筑改造方面，根据“节能建筑十二五专项规划”的工作部署，大型公共建筑和居住建筑节能改造分别有 45000 万平方米和 6000 万平方米，估计出未来每年大约有将近百亿的市场。

表 3: “十二五”建筑节能工作要求

项目	“十二五”期间建筑节能工作内容	市场容量	平均到每年
既有居住建筑节能改造	北方采暖地区：实施既有居住建筑供热计量及节能改造 4 亿平方米以上。	240 亿元	约 50 亿元
	过渡地区、南方地区：实施既有居住建筑节能改造试点 5000 万平方米。	30 亿元	6 亿元
大型公共建筑节能监管	促使高耗能公共建筑按节能方式运行，实施 10 个以上公共建筑节能改造重点城市，实施高耗能公共建筑节能改造达到 6000 万平方米，高校节能改造示范 50 所	150 亿元	30 亿元

数据来源：“十二五”建筑节能专项规划，信达证券研发中心整理

极为保守的估计下，我国智能建筑行业市场规模超过 2000 亿元，再考虑到我国建筑工程产值的增长和新增建筑智能化比例的提升，整个行业继续快速增长的趋势明朗，发展空间十分广阔。

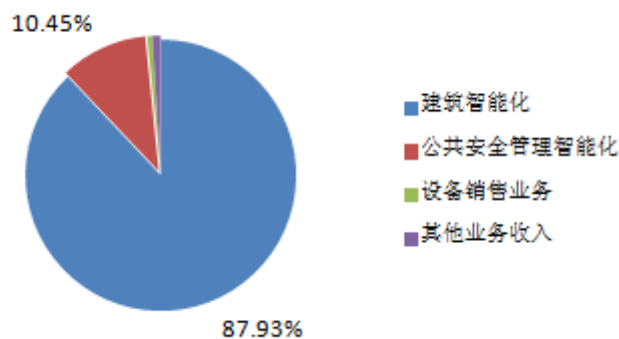
建筑智能化作为新兴行业，当前正处于高速发展期。据不完全统计，全国从事建筑智能化工程实施的企业不少于 3,000 家，整个智能建筑行业处于充分竞争的阶段，但大部分企业规模较小，较低的行业集中度造成建筑智能化市场份额极为分散，单个企业占行业的市场份额极小。

低端市场激烈的同质化竞争将使大量缺乏核心竞争力的小公司处于边缘化生存或被淘汰出局，快速增长的高端市场竞争将由深度系统解决方案提供商主导。高端市场的增长速度将超过行业平均水平，但对竞争者的资金实力和技术能力都提出了更高的要求。随着建筑智能化行业标准的不断规范、整合，整体市场份额会逐渐向资质体系齐全并且具备研发优势的企业集中，该类企业将充分分享行业的成长并获得较快发展。

汉鼎股份：新兴行业中的优质公司

汉鼎股份是建筑智能化行业的领先企业，公司多次进入建筑业协会智能建筑分会统计的“工程量统计前 50 名企业名单(排名不分先后)”，2010 年被认定为“全国智能建筑行业十大品牌企业”。建筑智能化作为公司的核心业务，为公司贡献将近 90% 的收入。公共安全管理智能化主要包括自然灾害应急联动系统和数字化城市安全监控系统，也有超过 10% 的收入贡献。

图 5: 2011 年公司收入构成



资料来源: 公司资料, 信达证券研发中心

当前新建建筑对智能化的需求日趋复杂化、模块化、系统化, 为提高建设效率、节约施工成本, 客户更趋向选择全方位、一站式的服务, 市场逐渐向智能化整体解决方案提供商集中, 这已经成为智能化行业发展的重要趋势。汉鼎股份凭借齐全的资质、丰富的产品、突出的管理能力、以及业务区域和产品种类的成功拓展, 面临着巨大的机遇。

全资质、重技术, 专注于高端市场

汉鼎股份以建筑智能化、公共安全管理为核心领域, 提供综合解决方案, 业务涵盖智能化工程的前期咨询、方案设计、软件开发、工程施工、集成调试及升级维护各个环节。公司成立于 2002 年底, 经过十年的深耕细作, 积累了大批经典的成功案例, 形成了优良的品牌信誉和核心竞争力。公司陆续获得了“全国十大 IT 服务商”、“全国智能建筑业十大品牌企业”、“全国十大系统集成商”等行业顶级荣誉。

齐全的资质使公司在项目承接方面确立了明显的优势, 为公司的稳定快速发展提供了坚实的保障。公司资质体系齐全且级别较高。在所有的二十多项资质中, “机电一体化智能化双甲资质”和“计算机信息系统集成一级资质”是建筑智能化行业最高级别核心资质, 起到了明显的分水岭作用, 据不完全统计, 全国从事建筑智能化工程实施的企业不少于 3,000 家, 获得上述两项重要资质的建筑智能化行业企业仅 40 家左右。

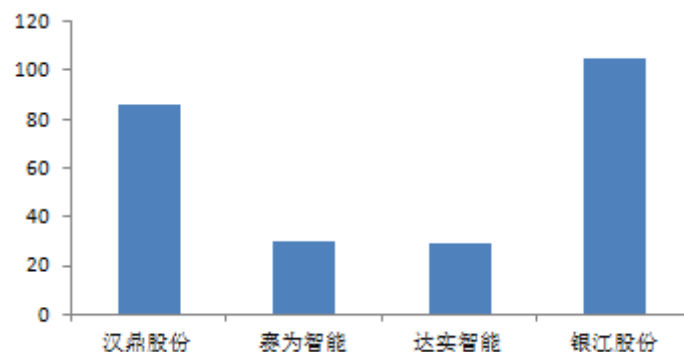
表 4: 智能化不同资质等级的业务范围

资质等级	业务范围
建筑智能化工程专业承包一级资质	可承担各类建筑智能化工程的施工
建筑智能化工程专业承包二级资质	可承担工程造价 1,200 万元及以下的建筑智能化工程的施工
建筑智能化工程专业承包三级资质	可承担工程造价 600 万元及以下的建筑智能化工程的施工

数据来源: 公开资料, 信达证券研发中心

公司十分重视技术整合和软件开发，目前拥有 2 项发明专利、16 项实用新型专利，14 项软件产品登记证书，86 项软件著作权。作为 CMMI3 级企业，公司对自有核心技术和重要技术均有能力根据客户的具体需求进行二次技术开发，并通过自主开发的嵌入式软件和相关设备及管理软件应用于各类智能化工程，实现用户的差异化、个性化需求。2009-2011 年公司包含对核心技术二次开发的智能化工程收入占营业收入的比例分别为 41.46%、41.60%和 42.34%。

图 6：公司软件著作权数量在行业内较为突出



资料来源：各公司资料，信达证券研发中心

齐全的资质和高比重的二次开发工程帮助公司避开低端市场激烈的同质化竞争，专注于快速增长的高端市场。随着建筑智能化行业标准的不断规范、整合，整体市场份额会逐渐向资质体系齐全并且具备研发优势的企业集中，该类企业将充分分享行业的成长并获得较快发展。

管理能力突出

公司采取了一系列措施，优化公司运作流程，形成了明显的管理优势。公司已经建立了调研评估、立项、研发管理、经费预算、项目验收、售后增值服务、专利保护等一系列项目管理制度，公司设有专门的项目管理机构，负责研究制定项目战略管理和项目组合管理，优化资源配置。

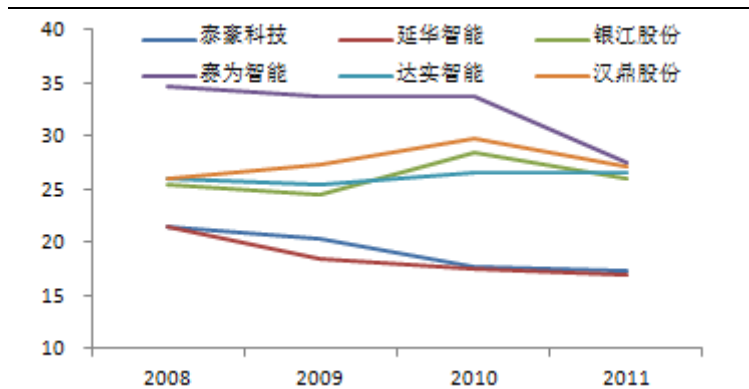
表 5: 公司部分管理方案

管理方案	具体措施	效果
BP 资源整合	模仿 IBM 建设 BP 商务部, 通过平台建设和利润分享, 调动公司员工积极性、寻求外部合作。	提高了公司订单总量。
标前分析会	针对收集到的项目进行过滤和筛选, 提取高价值、高质量的项目。	保持 30%-35% 的中标率, 节省费用。
盈利优化策略会	每月对所有在建项目进行盈利分析, 确定二次开发内容和盈利目标。	提高二次销售比例, 提高毛利率。
信息化管理系统	自主研发并应用了 ERP、PMS 和 SMS 系统, 以规范公司各个环节的作业流程和要求, 通过严密的管理系统对公司各个业务环节进行控制,	降低成本、提高产出效率。

资料来源: 公司资料, 信达证券研发中心

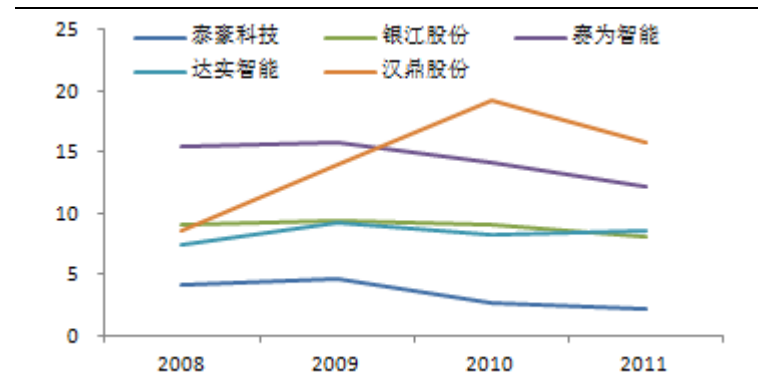
经过多年的摸索, 公司在消化吸收先进管理经验的基础上, 形成了具有特色、较为完善的生产经营管理制度和内部控制制度。我们可以看到, 公司在盈利能力、经营效益和成长性方面在行业内领先企业中都处在十分突出的位置。

图 7: 业内公司毛利率比较



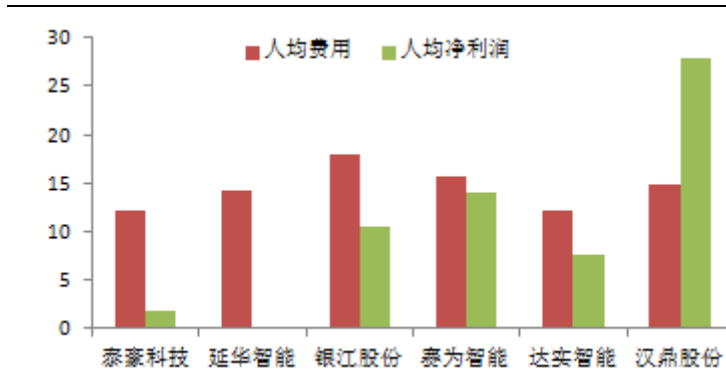
资料来源: wind, 信达证券研发中心整理

图 8: 业内公司净利率比较



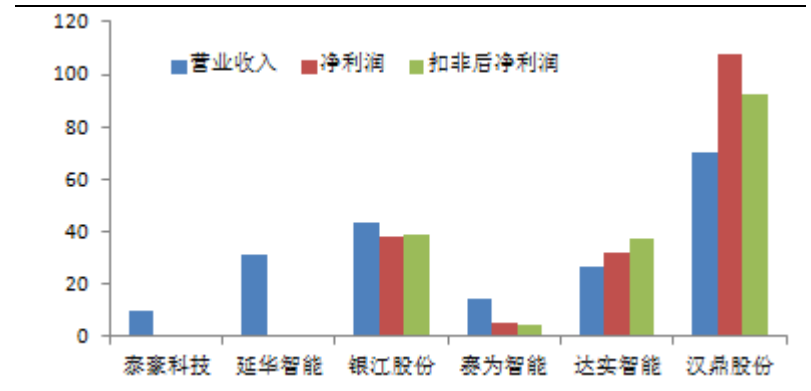
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 9: 2011 年人均净利润和费用 (销售费用、管理费用总和)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 10: 2009-2011 收入、净利润、扣非净利润复合增速 (%)

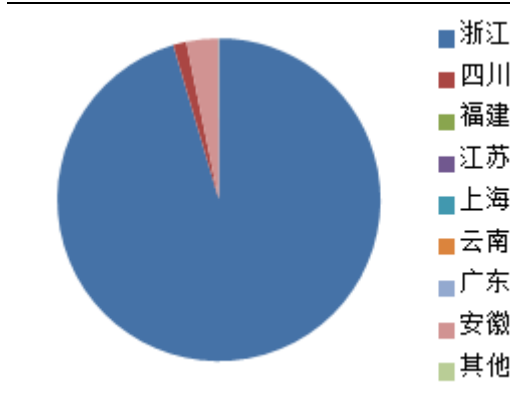


资料来源: wind, 信达证券研发中心

区域扩张成果显著

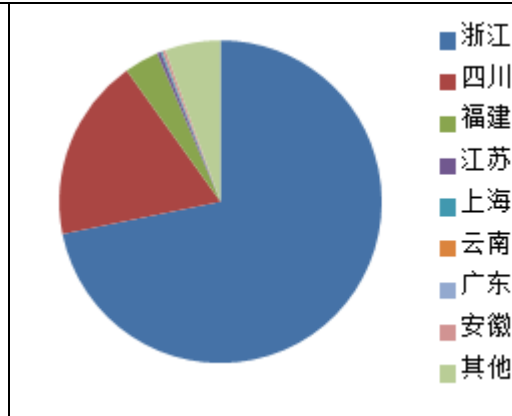
行业下游客户往往出于对工程质量和系统维护升级的考虑, 在招标时往往优先选择本地或在当地设有分公司或办事处的企业。因此国内建筑智能化企业的业务区域性比较明显, 业内领先企业大多依托自身优秀的研发能力及当地良好的市场需求已确立了一定的区域优势和品牌优势。

图 11: 2009 年各地区收入比重



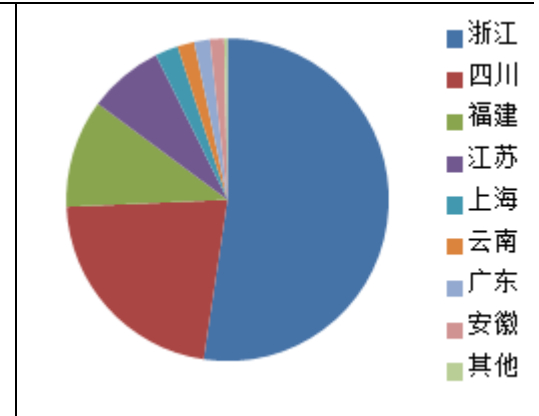
资料来源: 公司资料, 信达证券研发中心

图 12: 2010 年各地区收入比重



资料来源: 公司资料, 信达证券研发中心

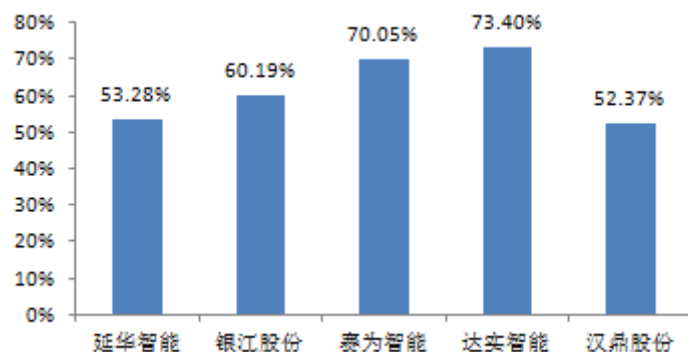
图 13: 2011 年各地区收入比重



资料来源: 公司资料, 信达证券研发中心

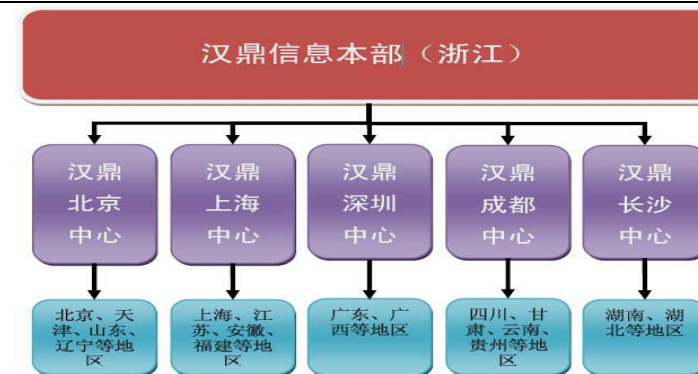
公司在依托浙江省经济优势快速发展的同时，不断加大省外市场的开拓力度，已经在四川、福建、江西等地区都取得了不小的进展，2011 年度公司在浙江省实现的营业收入占比下降到 52.37%，相对于其他几家行业内领先企业区域扩张成果更为显著。

图 14: 各公司所在地收入比重



资料来源: 各公司资料, 信达证券研发中心

图 15: 募投项目“区域中心与信息化管理平台建设”



资料来源: 公司资料, 信达证券研发中心

公司的募投项目“区域中心与信息化管理平台建设”将建立北京、上海、深圳、成都、长沙等五个区域中心，将进一步拓展全国性业务网络，公司的市场范围将得到进一步扩张。据我们了解，公司区域中心平台建设顺利，预计今年可按时完成。我们认为区域中心的建立将有利于公司与当地客户建立稳定的合作关系，又能够降低公司的市场推广成本、提升公司产品附加值，从而提升公司的核心竞争力并巩固公司在行业中的领先地位。

除此之外，公司于 2012 年 11 月收购四川通普集成系统工程有限公司 75% 的股权。通普集成成立于 1995 年，专业从事建筑智能化系统工程，在四川地区的智能化工程建设中业绩名列前茅，2009-2011 年收入分别达到 1094、1398、2031 万元。通过收购公司能够进一步完善业务布局，加快在四川省内业务推广。通普集成原股东承诺在 2012 年 9 月至 2014 年 12 月期间内签订合同金额不低于 32000 万元，项目平均毛利率不低于 20%。2012 年、2013 年、2014 年经审计的净利润不低于 800 万元、900 万元、1350 万元。

在国内各区域成功扩张的同时，公司还专门成立了投资拓展部，通过与其他公司合作的方式已经在海外市场率先发力。公司在 2012 年 3 月、12 月分别中标阿尔及尔国际会议中心项目弱电安装工程、阿尔及尔嘉玛清真寺项目机电安装工程。3 月份合同额 3581 万元，占公司 2011 年收入的 10.74%，估计 12 月份合同额也在 3000 万元以上。目前公司战略是跟随国内大型建筑总包商的方式开拓国外市场，上述两次中标签约对象均为中国建筑，在开拓海外市场的同时又较好地控制了风险。

产品拓展动作频频

公共安全平台将拓展为数字化城市安全管理、预警监控与应急指挥平台、矿井信息管理控制平台等三个软件平台，应用范围将逐渐扩大。公司的募投项目“公共安全管理平台”将利用公司在城市安全管理和灾害应急联动等领域的技术储备，整合视频监控、GIS、多媒体等技术，建成一个综合性系统工程，为政府及企业相关职能部门建立科学监测、统一指挥的安全运行机制。

目前公共安全领域的应用主要集中在应急指挥和灾害防治领域，该领域的收入目前收入占比仍然较小（2011年占总收入10.45%），我们认为公司在公共安全领域收入增长具有很大潜力：第一，灾害防治和应急指挥项目通过经验积累和示范效应，可以拓展到更多的客户；第二，未来公司的公共安全平台功能更加完善，矿井信息管理控制有望成为有一个利润增长点。预计公共安全领域收入贡献将逐渐放大。

公司在立足建筑智能化，稳步推进公共安全管理平台建设的同时，还不断结合市场需求拓展与现有产品关联度较高的产品和服务，不断拓宽利润增长点。2012年8月，公司分别通过对子公司汉爵科技增资和设立新子公司的方式，投资智慧节能一暖通项目、智能高清视频系统项目。

智慧节能一暖通项目通过智能化技术对中央空调调源侧系统、负荷侧系统、中央动力系统、能量输配系统多级优化，以达到可再生能源深度利用和系统效能提升的效果。供暖与通风空调一直是建筑领域的耗能大户，约占建筑耗能的30%-50%，在我国各类能源消耗中，建筑耗能占25%以上，通过发展节能型空调系统可节约暖通空调耗能的40%左右。

目前公司中已经包含少量的暖通工程，但体量不大。此次投建暖通项目，试图将节能暖通培养成为公司的重要业务。智慧节能一暖通项目不仅迎合了目前节能环保的政策指向，还可以将公司在控制系统方面的优势应用到暖通空调系统中，延长公司整体业务链，增加公司的盈利能力。今后公司的智能化平台可以与暖通工程建立高度的结合关系，今后可以由分散项目向集约型项目迈进，从单纯智能化业务向节能建筑智能化集成转移。

而智能高清视频系统既可以单独构成智能视频分析服务器，也可以与摄像机或视频编码服务器组合成为新型的智能IP摄像机、智能DVR等。智能高清视频系统可以带动公司从智能解决方案商向产品服务提供商转型，向产业链上游拓展，公司可以进入高清产品的研发、生产、销售领域。同时可以和公司传统的智能控制和公共安全平台服务相结合增强公司的综合盈利能力和竞争力。

相关假设及盈利预测

在技术和政策驱动下，建筑智能化、公共安全行业的高增长有望持续。我们判断公司建筑智能化将继续受益于公司资质、资金的领先优势，随着区域布局不断完善继续高速增长；公共安全领域投资体量巨大，项目经验积累、示范效应逐渐出现以及新产品的不断推出，使该领域收入占比将逐渐提升；智慧节能 2012 年已经中标大单，在政策明朗、市场需求旺盛的环境下将成为新的利润增长点。

未来三年经营情况假设

- 1、建筑智能化行业产值在千亿级别，公司收入增长更多依靠自身业务扩张和管理效率提升。公司在浙江区域收入保持快速增长的同时，四川、江苏等地收入规模逐渐放大，再加上区域中心建设如期推进，随着收入逐渐得到确认，公司建筑智能化业务 13-15 年增速都在 35% 以上；
- 2、建筑节能业务（暖通工程）2012 年之前在公司收入中占比小于 10%，随着暖通项目的推进，设备和员工陆续投入，加之公司智能化业务资源丰富，业务推广效果已初露端倪，13-15 年分别贡献收入 6000 万元、10000 万元、14000 万元；
- 3、公共安全智能化系统研发和市场推广同时稳步进行，2012 年该领域收入增长不明显，但由于浙江省武警总队信息化工程项目结算，贡献较高毛利；13-15 年由于项目经验积累、示范效应逐渐出现以及新产品的不断推出，该领域收入能够维持较高增速。
- 4、随公司业务规模扩大，设备销售和其他业务收入 13-15 年略有增加。

表 6：公司分业务收入预测（单位：万元）

		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
建筑智能化	收入	11,853.62	26,386.16	33,246.56	48,207.51	67,490.51
	毛利率	28.35%	27.17%	27.80%	27.77%	27.58%
	增长率	37.86%	122.60%	26.00%	45.00%	40.00%
暖通工程	收入	1,030.75	2,931.80	3,800.00	6,000.00	10,000.00
	毛利率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
建筑智能化合计	收入	12,884.37	29,317.95	37,046.56	54,207.51	77,490.51
	毛利率	28.49%	27.45%	28.03%	28.02%	27.89%
	增长率	40.86%	127.55%	26.36%	46.32%	42.95%
公共安全管理智能化	收入	3,461.35	3,485.35	3,555.06	4,977.08	6,967.91
	毛利率	32.89%	20.99%	34.68%	30.00%	30.00%
	增长率	1001.18%	0.69%	2.00%	40.00%	40.00%

设备销售业务	收入	551.78	205.35	215.62	226.40	237.72
	毛利率	7.92%	4.77%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务收入	收入	401.87	334.22	350.93	368.48	386.90
	毛利率	77.28%	73.80%	70.00%	70.00%	70.00%
合计	总收入	17,299.37	33,342.87	41,168.16	59,779.46	85,083.04
	综合毛利率	29.84%	27.10%	28.84%	28.36%	28.19%
	增长率	70.47%	92.74%	23.47%	45.21%	42.33%

资料来源：公司资料，信达证券研发中心 注意：业务细分不考虑通普集成收入贡献，暖通工程2010、2011年收入为估算值

估值与投资评级

我们预计公司 2012-2014 年的营业收入增长率分别为 26.54%、52.84%、49.22%，归属母公司净利润分别增长 11.88%、49.41%、44.51%。2012-2014 年的 EPS 分别为 0.67 元、1.01 元和 1.45 元。

表 7：安防行业软件公司估值比较

代码	股票名称	股价(元)	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
			EPS			P/E		
002178.SZ	延华智能	11.75	-0.07	0.13	0.40	-	88	29
300020.SZ	银江股份	18.95	0.34	0.48	0.69	55	39	28
300044.SZ	赛为智能	7.60	0.12	0.18	0.24	65	42	32
002421.SZ	达实智能	17.02	0.22	0.37	0.62	79	46	27
	均值					66	42	29
300300.SZ	汉鼎股份	28.99	0.60	0.67	1.01	48	43	29

资料来源：汉鼎股份为信达预测，其余采用 wind 一致预期。价格为 2012 年 3 月 28 日收盘价。注意：均值为保持一致性未计算延华智能

我们选取建筑智能化领域的上市公司，可以发现行业内领先企业估值多处在较高水平，这反映出在新型城镇化、智慧城市建设的推进下，市场给予领先企业高增长的预期。

公司当前股价对应 13 年 PE 为 29 倍，正如我们之前的分析，优异的资质技术、管理能力赋予公司较为突出的成长性，公司 09-11 年收入、利润复合增速都处于业内领先水平。同时公司区域和产品的拓展顺利推进，估计 13-15 年净利润复合增速超过 40%。参考行业可比公司估值水平，给予公司 13 年 27-32 倍 PE，得到合理估值区间 27.27-32.32 元。首次覆盖，给予“增持”的评级。

风险因素

- 1、项目进度持续放缓;
- 2、区域和产品拓展过程中费用超预期增长;
- 3、限售股解禁。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	201.56	251.65	620.85	744.79	941.71
货币资金	114.50	64.13	356.03	371.71	413.68
应收票据	0.69	1.13	2.11	3.22	4.81
应收账款	16.04	56.45	84.38	128.97	192.45
预付账款	3.87	9.82	10.80	16.47	24.67
存货	44.86	87.11	134.52	191.40	273.08
其他	21.61	33.01	33.01	33.01	33.01
非流动资产	8.20	73.71	100.20	125.95	152.52
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3.60	71.72	76.14	99.63	124.44
无形资产	0.08	0.12	2.79	4.85	6.32
其他	4.53	1.87	21.28	21.47	21.76
资产总计	209.76	325.36	721.05	870.74	1,094.23
流动负债	67.88	118.24	131.60	191.33	285.17
短期借款	0.00	15.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	34.17	59.54	78.70	119.98	179.74
其他	33.71	43.70	52.90	71.35	105.43
非流动负债	0.06	19.42	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	19.42	0.00	0.00	0.00
其他	0.06	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	67.94	137.66	131.60	191.33	285.17
少数股东权益	0.00	0.00	0.53	2.95	6.11
归属母公司股东权益	141.83	187.69	588.93	676.46	802.95
负债和股东权益	209.76	325.36	721.05	870.74	1,094.23

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	172.99	333.43	421.91	644.87	962.27
同比	70.47%	92.74%	26.54%	52.84%	49.22%
归属母公司净利润	33.61	52.37	58.59	87.53	126.49
同比	131.39%	55.81%	11.88%	49.41%	44.51%
毛利率	29.84%	27.10%	29.15%	29.33%	29.05%
ROE	30.22%	31.78%	15.09%	13.84%	17.10%
每股收益(元)	0.39	0.60	0.67	1.01	1.45
P/E	74	48	43	29	20
P/B	13.2	9.9	4.2	3.7	3.1
EV/EBITDA	45.15	28.98	33.22	22.08	15.39

利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	172.99	333.43	421.91	644.87	962.27
营业成本	121.36	243.06	298.93	455.72	682.70
营业税金及附加	4.83	9.20	12.70	19.56	29.14
营业费用	1.91	5.72	9.72	15.55	24.70
管理费用	11.14	22.18	33.99	49.90	73.38
财务费用	-3.62	0.83	-2.86	-3.22	-3.26
资产减值损失	-0.45	3.50	2.85	2.75	3.82
公允价值变动收益	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.83	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	36.98	48.95	66.59	104.62	151.79
营业外收入	2.62	12.68	3.51	3.01	3.01
营业外支出	0.16	0.33	0.22	0.27	0.29
利润总额	39.44	61.30	69.88	107.36	154.50
所得税	6.11	8.93	10.76	17.40	24.86
净利润	33.34	52.37	59.11	89.96	129.65
少数股东损益	-0.27	0.00	0.53	2.43	3.15
归属母公司净利润	33.61	52.37	58.59	87.53	126.49
EBITDA	41.36	65.63	75.24	113.22	162.44
EPS (摊薄)	0.39	0.60	0.67	1.01	1.45

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	31.99	-17.94	15.47	48.58	78.09
净利润	33.34	52.37	59.11	89.96	129.65
折旧摊销	1.11	2.91	4.50	5.86	7.93
财务费用	0.81	1.42	0.86	0.00	0.00
投资损失	0.83	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-4.04	-70.18	-51.48	-49.81	-63.03
其它	-0.06	-4.46	2.48	2.56	3.54
投资活动现金流	35.79	-60.58	-30.62	-31.43	-34.23
资本支出	-1.59	-71.25	-30.62	-31.43	-34.23
长期投资	24.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	13.38	10.68	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	31.90	27.40	307.36	0.00	0.00
吸收投资	27.60	0.00	350.48	0.00	0.00
借款	5.65	34.42	-34.42	0.00	0.00
支付利息或股息	0.81	7.03	8.69	0.00	0.00
现金净增加额	99.67	-51.12	292.21	17.14	43.86

计算机研究小组简介

边铁城，工商管理硕士，曾从事软件开发、PC 产品管理等工作，IT 从业经验八年。2007 年加入信达证券，从事计算机、电子元器件行业研究。
肖金德，南开大学经济学硕士，2012 年 7 月加盟信达证券研发中心，从事计算机行业研究。

计算机行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
太极股份	002368	数字政通	300075	安居宝	300155	软控股份	002073
四维图新	002405	御银股份	002177	用友软件	600588	航天信息	600271
东华软件	002065	远光软件	002063	海隆软件	002195	捷顺科技	002609
北斗星通	002151						

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表达的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入： 股价相对强于基准 20% 以上；

增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；

持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；

卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好： 行业指数超越基准；

中性： 行业指数与基准基本持平；

看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。