

电气设备

2016年06月16日

金智科技 (002090)

——牵手中金租 借新能源开启高速增长

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据： 2016年06月15日	
收盘价(元)	28.9
一年内最高/最低(元)	44.73/20.62
市净率	6.1
息率(分红/股价)	0.52
流通A股市值(百万元)	5681
上证指数/深证成指	2887.21/10173.85

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年03月31日	
每股净资产(元)	4.74
资产负债率%	55.10
总股本/流通A股(百万)	232/197
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《华雁信息(831021)：变电站智能辅助系统推广在即，16年业绩进入快速增长期》
2016/01/25

《金智科技(002090)新股询价报告》
2006/11/21

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
叶旭晨 A0230515030001
yexc@swsresearch.com

研究支持

韩启明 A0230114090001
hanqm@swsresearch.com

联系人

郑嘉伟
(8621)23297818×7387
zhengjw@swsresearch.com

投资要点：

- **起源于高校的电力自动化与信息化龙头。**公司1995年起源于高校，2006年在中小板上市，控股股东为7名东南大学相关人，是自带研发基因的民营企业。多年来深耕电力自动化与电力信息化业务，通过内生整合及外延并购逐渐形成了智慧电力、智慧城市、电力设计与工程以及新能源运营四大业务领域。2015年实现营业收入12.4亿，过去三年CAGR达14.8%，实现归属于母公司所有者净利润1.3亿，三年CAGR45.7%，加权ROE由12年的7.82%逐年上升至15年的16.81%。公司业务条线丰富，未来有望在模块化变电站、新能源第三方运维、互联网初创企业等新经济领域实现价值突破。
- **收购中电新源，模块化变电站迎来爆发。**2015年公司收购中电新源51.01%股权，迅速切入模块化变电站蓝海。新能源电源的大幅增长与快速并网需求为模块化变电站提供了发展契机，公司迅速通过收购方式介入并利用渠道优势放大效益，目前产品供不应求，预计16年将为公司带来千万级别的业绩增厚。
- **携手中金租，新能源业务有望协同放量。**2015年公司启动定增募资金16亿元参股金融租赁巨头“中金租”20%股权，目前已完成股权转让的摘牌工作。双方潜在协同效应明显，中金租可为新能源业主方提供资金支持，保障公司新能源轻资产运营模式的复制；公司在新能源领域的设计运营经验也可为中金租筛选项目提供有力支持。双方计划利用协同优势，在两年内合作完成100亿规模的电站开发，合作有望带动公司业绩爆发式增长。同时，公司融资渠道得到拓宽，不但能够增加EPC接单能力，还能以融资租赁方式进一步拓展模块化变电站的销售。
- **中标江苏省“源网荷”项目，信息化实力再次得到验证。**2016年子公司东大金智中标“江苏电力源网荷友好互动系统泛在数据网络建设”项目，为江苏电力生产控制大区及信息管理大区与用户侧接入间构建安全可靠的数据通信网络系统，接入入变电站数量近1,000座，涉及设备供应、系统调试及系统管理，合同金额约4,700万元。此次中标是江苏省电网继需求侧相应尝试之后向能源互联网迈进的又一实质性动作，而公司则成为省电网信息化平台的打造者。我们预计源网荷网络建设的全国推广，有望为公司从设备供应、网络建设、网络维护等多方面形成可观的利润贡献。
- **盈利预测及估值：**我们预计公司16-18年实现归母净利润为1.78亿、2.47亿和2.91亿，不考虑增发对应EPS分别为0.77元、1.07元和1.26元；考虑增发与中金租并表，我们预计16-18年备考EPS分别为0.94、1.27、1.55元，目前股价对应16年PE约31倍。电力自动化与智慧城市行业平均估值均在35-40倍左右，给予公司16年备考38倍PE，既有业务对应股价35.7元；潜在风电运维业务按照市占率折现法给予股价8.2元，综合潜在与既有业务给予目标价43.9元，相比目前股价尚有50%以上空间。首次覆盖给予“买入”评级。

财务数据及盈利预测(备考)

	2015	2016Q1	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,241	357	2,676	3,758	5,341
同比增长率(%)	5.28	30.93	115.56	40.43	42.12
净利润(百万元)	130	21	272	368	451
同比增长率(%)	21.25	-61.07	108.76	35.29	22.55
每股收益(元/股)	0.56	0.09	0.94	1.27	1.55
毛利率(%)	31.6	29.9	25.4	23.4	21.1
ROE(%)	12.1	1.9	9.3	11.1	12.0
市盈率	51		31	23	19

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

对公司既有业务采用相对估值法对公司进行估值，我们预计公司 16-18 年实现归母净利润为 1.78 亿、2.47 亿和 2.91 亿，不考虑增发对应 EPS 分别为 0.77 元、1.07 元和 1.26 元；考虑增发与中金租并表，我们预计 16-18 年备考 EPS 分别为 0.94、1.27、1.55 元，目前股价对应 16 年 PE 31 倍。电力自动化与智慧城市行业平均估值均在 35-40 倍左右，给予公司 16 年备考 38 倍 PE，既有业务对应股价 35.7 元；三年后风电运维市场打开，按照 15 年风电存量 100GW 规模对应 100 亿收入空间，假设公司市占率 10%，按照 15% 的净利率每年能够实现业绩 1.5 亿，给予 20 倍 PE 对应市值 30 亿，按照 15 年 ROE12.1% 折现到 16 年对应市值 24 亿，按备考股本对应股价 8.2 元；综合公司既有业务与潜在业务，给予目标价 43.9 元，相比目前股价尚有 50% 以上空间。首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设点

建筑智能化，IT 服务，配用电及电力自动化产品稳健增长，增速 15% 左右；

模块化变电站 16 年大规模增长，2016-2018 年业绩复合增速 60%；

达茂旗风电 EPC 合同顺利履行，2016、2017 年各确认一半收入。

有别于大众的认识

我们认为市场对公司的价值在两个方面理解不够深入：

1、公司的能源互联网平台价值还未被理解。中标江苏省电网公司源网荷项目，验证了公司在电力系统中信息化能力绝对领先的事实。电力企业实现互联网应用主要在于信息化能力的差别，公司成立之初就广泛涉猎电力行业的信息化应用，积累了大量的经验与系统设计运维能力。子公司东大金智信息系统有限公司中标“江苏电力源网荷友好互动系统泛在数据网络建设”，为江苏电力生产控制大区及信息管理大区与用户侧接入间构建安全可靠的数据通信网络系统，接入变电站数量近 1,000 座，中标体现了公司在电力自动化+信息化全方位服务能力收到电网公司认可，我们认为在行业从传统电力逐渐转型智慧电力的过程中公司将大幅受益。

2、市场对参股中金租的协同效应理解不足：市场普遍的理解是参股中金租能够带来财务上的投资收益加未来拓展 EPC 业务提供有力的资金支撑，但是我们认为双方潜在协同效应明显，中金租可为新能源业主方提供资金支持，保障公司新能源轻资产运营模式的复制；公司在新能源领域的设计运营经验也可为中金租筛选项目提供有力支持。双方计划利用协同优势，在两年内合作完成 100 亿规模的电站开发，合作有望带动公司业绩爆发式增长。

股价表现的催化剂

模块化变电站订单超预期，同中金租合作模式开始落地。

核心假设风险

配电网建设放缓，重大合同履行受阻，新能源投资收益不达预期。

目录

1.电力自动化+信息化龙头 四板块支撑长线成长	6
1.1 源自高校 国内电力自动化+信息化龙头企业	6
1.2 技术优势积淀 业务迅速扩张	8
2.智能电网稳健增长 充分受益电改深化.....	9
2.1 发电厂自动化增长稳健	9
2.2 配电自动化全系列覆盖将全面受益配网建设	10
2.3 收购中电新源 模块化变电站成为新增长点	11
3.智慧城市前景广阔 覆盖智慧建筑和智慧交通	12
3.1 建筑智能化与智慧交通平衡发展	13
3.2 寻 me 移动互联 以智慧停车进入室内定位市场蓝海	14
3.3 成立孵化基金 以互联网思维孕育 IT 业务新成长	15
4.电力工程与新能源运营 公司未来核心业务.....	16
4.1 收购乾华科技 电力设计与工程协同发展.....	16
4.2 公司进军风电第三方运维新蓝海	16
5.增资“中金租” 金融与实业实现高度协同.....	17
5.1 增资“中金租” 金融布局提升外延潜力	17
6.盈利预测与估值	18

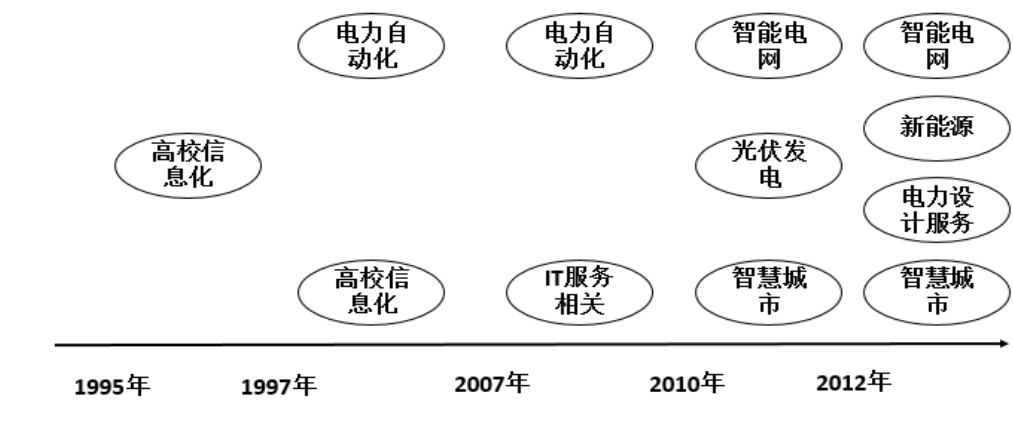
图表目录

图 1: 公司主营业务历史沿革图.....	6
图 2: 2015 年公司股权结构图.....	6
图 3: 公司专业结构员工占比.....	7
图 4: 公司员工教育程度占比.....	7
图 5: 公司研发体系架构图.....	7
图 6: 公司营业收入持续增长.....	8
图 7: 公司扣非净利润增速回升.....	8
图 8: 公司发电厂电气自动化业务稳健增长.....	9
图 9: 2015 年站、所终端国网招标各公司市场份额.....	11
图 10: 公司建筑智能化产品及服务营业收入及毛利率.....	13
图 11: 公司智能交通电子警察客户端.....	13
图 12: 公司智能交通系统结构图.....	13
图 13: 中国汽车 2013 年-2016Q1 保有量 (辆).....	14
图 14: 寻 me 智慧停车及反向寻车系统.....	14
图 15: 全球室内定位技术市场规模预测.....	15
图 16: 增资中金租对公司主业及财务影响.....	18
表 1: 公司获得国家级及江苏省重要资质与荣誉.....	7
表 2: 公司核心业务及 2015 年营业收入.....	8
表 3: 2015-2020 年配电网建设改造规模 (亿千伏安, 万公里).....	10
表 4: 2016 年各省市或电网配电网, 农网改造投资计划.....	10
表 5: 2011-2015 年国家电网招标中公司中标情况.....	11
表 6: 模块化变电站优势.....	12
表 7: 我国主要城市智慧城市战略.....	12
表 8: 公司新能源发电项目及收益情况.....	16
表 9: 中国金融租赁有限公司业务领域及主要产品.....	17
表 10: 主营预测表.....	18
表 11: 可比公司估值表.....	19
表 12: 利润表.....	错误!未定义书签。

1. 电力自动化+信息化龙头 四板块支撑长线成长

公司源于东南大学，是国内知名的提供行业解决方案的高科技企业，在电力自动化与信息化领域处于行业领先地位。公司上市时的主营业务为电力自动化及高校信息化两大业务，随后 IT 服务业务迅速发展，2010 年公司收购江苏东大金智 52% 的股权实现控股，并将其整合入公司现有 IT 业务板块即智慧城市业务。2013 年公司收购上海晟东实现控股，打通了配电网自动化的各个环节。近年来公司基于业务发展的战略思考，以新能源领域为突破口，积极开拓 EPC 业务的同时推进新能源领域投资运营业务。目前公司形成了包括智能电网、智慧城市、电力设计与工程、新能源运营四大核心业务领域。

图 1：公司主营业务历史沿革图

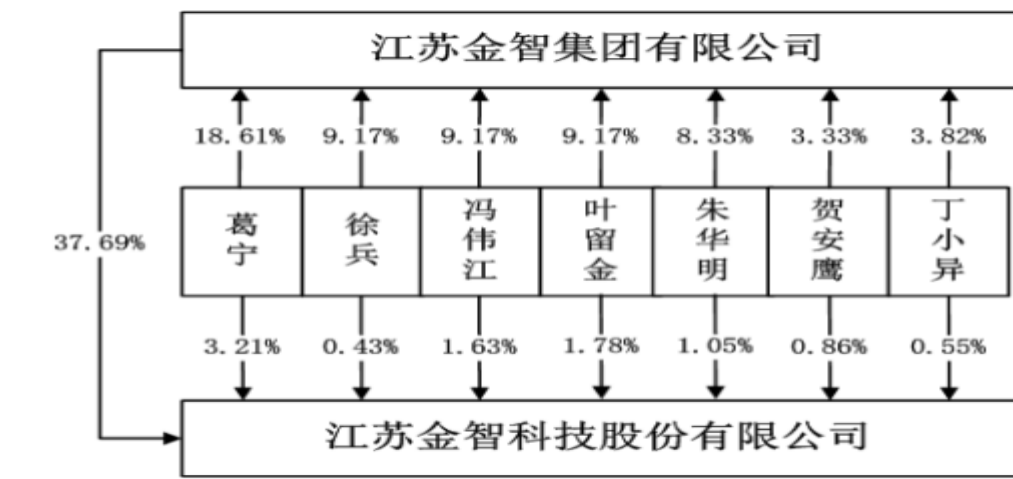


资料来源：公司公告、申万宏源研究

1.1 源自高校 国内电力自动化+信息化龙头企业

公司源于东南大学，成立于 1995 年，2006 年在中小板上市。公司拥有一批行业专家组建的研发队伍，并且拥有国家人事部批准设立的企业博士后科研工作站，在行业内保持着一定的技术领先地位。

图 2：2015 年公司股权结构图



资料来源：公司公告、申万宏源研究

公司的主要股东均为东南大学校友或相关人，且大部分为电力系统及自动化专业技术人员，公司的股权结构奠定了公司作为高新技术企业的地位。2015 年公司在职员工 1306 人，其中技术人员为 769 人，占比 58.88%；公司员工中本科及硕士以上学历的数量占比将近 70%。

图 3：公司专业结构员工占比

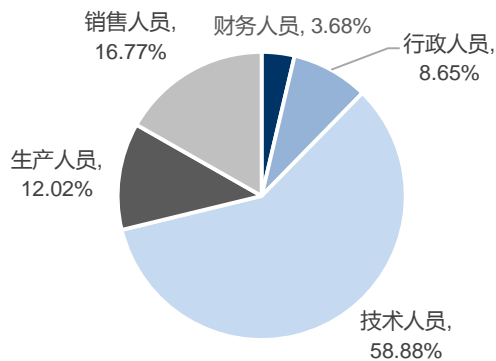
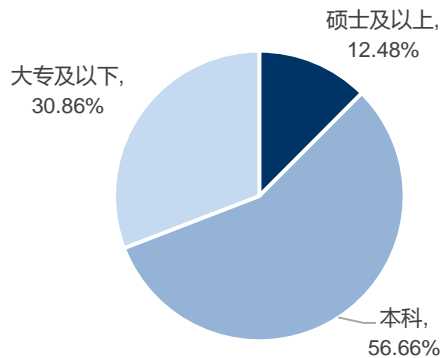


图 4：公司员工教育程度占比



资料来源：公司 2015 年报，申万宏源研究

资料来源：公司 2015 年报，申万宏源研究

公司成立伊始就具备信息化基因，是国家首批授予计算机信息系统集成一级资质的软件企业。自 2002 年起，一直位列国家软件企业百强；2004 年起被认定为国家电力自动化产业基地骨干企业；2011 年度被江苏省人民政府授予“江苏省企业创新先进单位”，并列入“十二五”期间江苏省重点支持的“软件业百亿企业培育对象”；2013 年被认定为“2013-2014 年度国家规划布局内重点软件企业”。

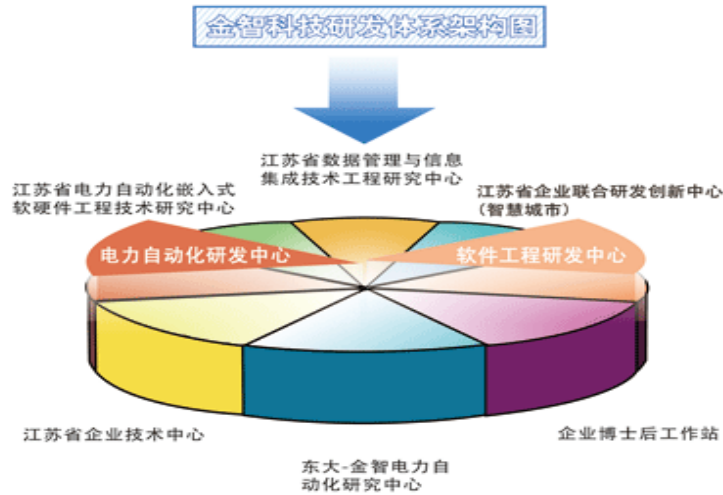
表 1：公司获得国家级及江苏省重要资质与荣誉

国家级资质与荣誉	江苏省资质与荣誉
国家规划布局内重点软件企业（国家级规模软件企业标志）	江苏省高新技术企业
国家电力自动化产业基地骨干企业	江苏省软件企业（首批）
国家火炬计划重点高新技术企业	江苏省首批 20 家重点民营科技企业
国家计算机系统集成一级资质（软件信息及自动化类的国家级最高资质）	江苏省企业创新先进单位
博士后科研工作站	江苏省管理创新优秀企业

资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司设有专门的研发机构，包括电力自动化研发中心、软件工程研发中心。在公司研发中心基础上，经国家人事部批准设立了企业博士后工作站、江苏省科技厅批准设立了“江苏省电力自动化嵌入式软硬件工程技术研究中心”、“江苏省数字视频监控工程技术研究中心”、江苏省发改委批准设立了“江苏省数据管理与信息集成技术工程研究中心”。

图 5：公司研发体系架构图

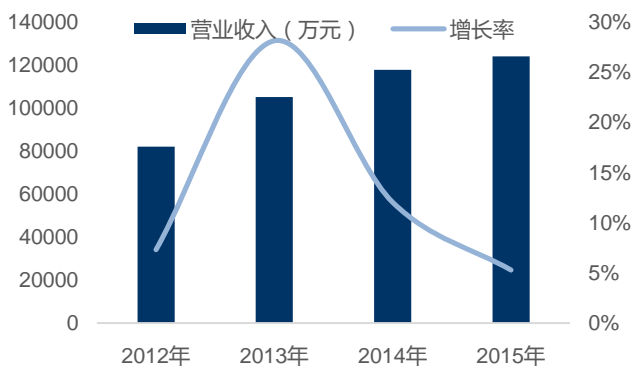


资料来源：公司官网、申万宏源研究

1.2 技术优势积淀 业务迅速扩张

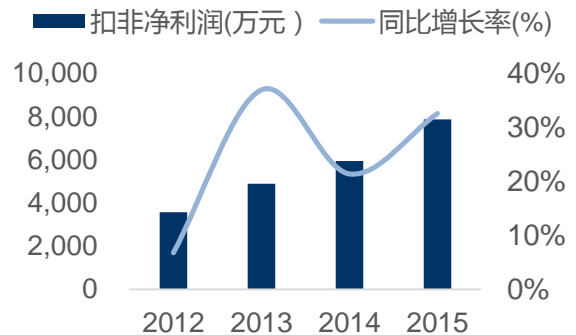
2015 年实现营业收入 12.4 亿，过去三年 CAGR 达 14.8%，实现归属于母公司所有者净利润 1.3 亿，三年 CAGR 达到 45.7%，加权 ROE 由 12 年的 7.82% 逐年上升至 15 年的 16.81%。

图 6：公司营业收入持续增长



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：公司扣非净利润增速回升



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 2：公司核心业务及 2015 年营业收入

核心板块	细分业务	2015 年营业收入 (万元)	同比增长率	毛利率
智能电网业务	变电站综合自动化装置及系统	34266.09	4.43%	42.40%
	发电厂电气自动化装置及系统	18602.3	9.41%	41.53%
	配用电自动化装置及系统	5107.7	88.80%	39.50%
智慧城市业务	建筑智能化产品及服务	35272.88	-9.52%	18.95%
	IT 服务相关产品及服务	21398.95	11.89%	20.04%
	高校信息化产品及服务	1559.95	183.78%	18.21%
	电力自动化其他产品	1138.26	12.67%	30.69%

电力设计与服务	电力工程设计与服务	4664.87	23.24%	49.50%
新能源运营	光伏发电	1816.92	14.40%	48.03%
	风力发电	-	-	-

资料来源：Wind，申万宏源研究

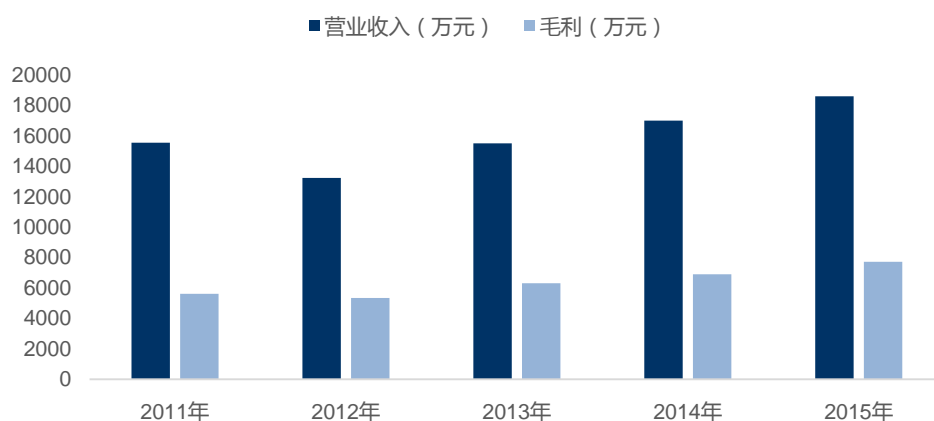
2.智能电网稳健增长 充分受益电改深化

公司智能电网板块主要包括变电站自动化、配网自动化与发电厂自动化开发与改造，客户主要是国网、省级电力公司以及大型用电企业等。受益“十二五”智能电网与配网改造，公司智能电网业务得以稳健增长。2015年公司收购中电新源51%股权，基于公司广泛的客户渠道开拓模块化变电站的生产销售，带来崭新利润增长点；2016年子公司江苏东大金智信息系统有限公司中标江苏电力“源网荷友好互动系统”数据网络建设项目，深入参与到电网公司牵头的能源互联网建设当中，有望充分受益电改政策深化。

2.1 发电厂自动化增长稳健

公司发电厂自动化业务涵盖石化、火电、新能源发电各个细分领域，依靠先发优势及技术领先性，处于行业第一梯队，主要竞争对手有南瑞继保、四方股份、国电南自。在石化行业，2015年中标中石化中压保护框架集中采购项目，在生产和工程项目两个标段排名第一；中标九江石化千万吨炼油大型监控系统项目、中石油大庆炼化的全厂快切改造项目、中海油惠州千万吨炼油和百万吨乙烯的全厂快切项目等多个石化类项目，2015年实现合同额超过2亿元，同比增长70%，创历史新高，整个业务板块稳健增长。

图8：公司发电厂电气自动化业务稳健增长



资料来源：Wind、申万宏源研究

在火电厂电气自动化领域，公司凭借行业领先的品牌及技术优势，业绩持续保持增长，2015年中标华能集团、华电集团、大唐集团、国电集团、中电投集团及其他发电企业所属大型发电厂多台600MW及以上级机组的电气自动化系统及保护装置。

新能源领域，公司积极开拓风电、光伏发电等新能源市场，15年中标华电台儿庄风电场一期、福建莆田坪洋风电场、华电夏县瑶台山100MW风电场、中电投高唐30MW光伏发电、长江润发屋顶光伏发电等项目。

在境外市场的开拓上，公司分别在印度、印度尼西亚、巴基斯坦等国家获得合同业绩。

2.2 配电自动化全系列覆盖将全面受益配网建设

公司 2013 年完成控股上海晟东，整合双方优势资源，具备了配电自动化全系列产品研发、制造能力，产品覆盖配网自动化从站端层到主站层配电自动化各个环节，并在智能分布式馈线自动化解决方案、智能配电网广域保护、配电自动化测试与验证解决方案、主动配电网、配电高级应用等领域拥有领先的技术、研究成果和应用业绩。

根据《配电网建设改造行动计划(2015~2020 年)》，2015-2020 年，我国配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，其中 2015 年投资不低于 3000 亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元。预计到 2020 年，高压配电网变电容量达到 21 亿千伏安、线路长度达到 101 万公里。

表 3：2015-2020 年配电网建设改造规模（亿千伏安，万公里）

2015-2020 年配电网改造规模	项目	2014 年	2020 年	2014-2020 年新增
35-110KV	变电容量	14	21	7
	线路长度	72.5	101	28.5
10KV	变电容量	8.5	11.5	3
	线路长度	318.9	404	85.1

资料来源：北极星电力网，申万宏源研究

根据《南方电网发展规划（2013~2020 年）》，我国加强城乡配电网建设，推广建设智能电网，到 2020 年城市配电网自动化覆盖率达到 80%。公司配电网产品主要覆盖华东，华北，西北等配电网或农网改造需求较大的地区，2016 年各地加大配电网投资带动公司智能电网业务快速增长。国家大力支持配电网尤其农村电网改造带动大量的市场需求，公司在配电网领域的技术地位在宏观政策下配网业务将逐步提升。

表 4：2016 年各省市或电网配电网，农网改造投资计划

主体	配电网投资规划
国家电网	国家电网公司 2015 年完成电网投资 4521 亿元，增长 17.1%；2016 年计划完成电网投资 4390 亿元，较上年原计划同比增长 4.5%
南方电网	2015 年第一、二批中央农网改造升级投资 59.5 亿元，完成率 100%；2016 年计划固定资产投资 960 亿元
湖北	2016 年基本消除存量低电压台区”的工作目标，计划 2016 年安排配网投资 147 亿元
宁夏	2016 年宁夏配电网投资将达 24 亿
海南	全面贯彻落实国家“稳增长”要求，投资 178 亿元继续加强电网升级改造
河南	2016 年河南省计划投资 173 亿元用于配电网建设
河北	将投 126 亿元用于电网建设
新疆	123.5 亿进行农网改造升级
陕西	71 亿进行农网改造升级
青海	8.73 亿进行农网改造升级

资料来源：公开资料，申万宏源研究整理

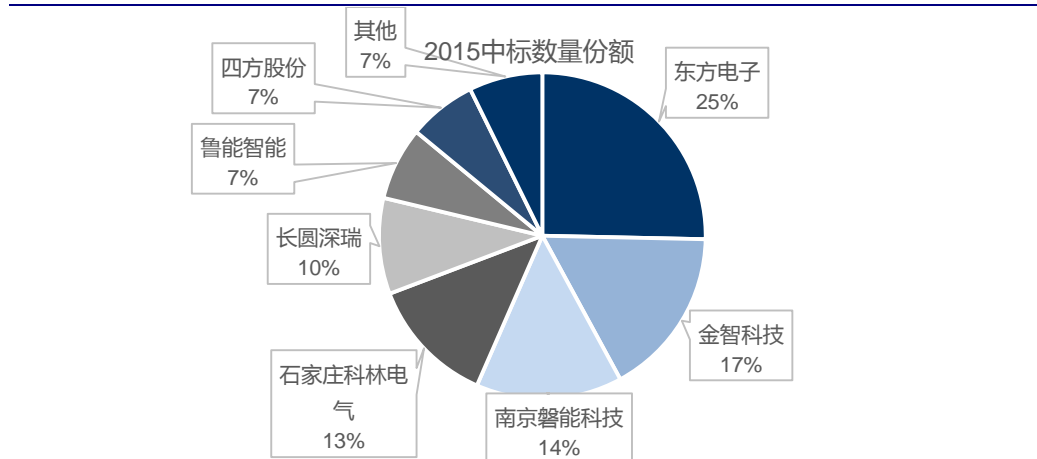
2013 年收购并增资上海晟东，奠定了公司在配网自动化领域第一梯队的地位。上海晟东作为上海市软件企业，拥有“电力自动化系统的设计与服务”质量管理体系证书，智能

分布式 FA 解决方案（FTU_ISFA）、配电自动化测试与验证解决方案（FTT）处于国内领先地位。

上海晟东总经理刘东教授在配电网领域影响深远，其 1997 年博士毕业于东南大学电气工程系电力系统及其自动化专业；曾任烟台东方电子信息产业有限公司董事、常务副总工程师、配电自动化事业部总经理；2003 年调至上海交通大学，从事配网自动化技术的研究与应用，国家能源局智能电网（上海）研发中心智能配用电研究所所长，国内率先提出智能分布式 FA、配电自动化全生命周期测试以及主动配电网协调控制技术理念。公司通过与金智晟东的优势资源整合，利用后发技术优势，走差异化的电力自动化技术、产品研发和市场营销战略，现已成为该市场领域中的龙头企业。

公司在配电终端领域保持持续的竞争力，优势业务集中在站所终端，2015 年国网站所终端招标中，公司占比 17%，在所有中标企业中市场份额排名第二。公司持续受益配网投资落地，在配电领域实现稳健增长是大概率事件。

图 9：2015 年站、所终端国网招标各公司市场份额



资料来源：国家电网、申万宏源研究

2.3 收购中电新源 模块化变电站成为新增长点

公司传统智能变电站产品一直在国网招标体系占有可观的份额，并且逐步增长。在国网公司 2015 年度输变电统一招标采购及协议库存招标采购中，公司累计中标合同金额 2.24 亿元，中标产品涉及 110(66)kV 变电站监控系统、110(66)kV 智能变电站监控系统、110(66)kV 继电保护设备、配电终端、局放测试仪、电压检测仪等。

表 5：2011-2015 年国家电网招标中公司中标情况

年份	中标合同额	中标产品	备注
2011	5677.09 万	高压保护、110kV 变电站综合自动化系统、220kV 变电站综合自动化系统	全年 6 批次统一招标采购中，连续 5 个批次中标
2012	1.97 亿	220 (330) kV 变电站监控系统、110(66)kV 变电站监控系统、220 (330) kV 智能变电站监控系统、110(66)kV 智能变电站监控系统、110(66)kV 继电保护设备	全年 6 批次统一招标采购连续中标



2013	1.69 亿	220 (330) kV 变电站监控系统、110(66)kV 变电站监控系统、220 (330) kV 智能变电站监控系统、110(66)kV 智能变电站监控系统、110(66)kV 继电保护设备、智能变电站工业交换机	智能变电站工业交换机招标中，中标金额名列所有中标厂商第一
2014	1.75 亿	220 (330) kV 变电站监控系统、110(66)kV 变电站监控系统、220 (330) kV 智能变电站监控系统、110(66)kV 智能变电站监控系统、220kV 继电保护设备、110(66)kV 继电保护设备、配电终端	第一次配电终端协议库存招标中，中标配电终端装置 3,000 套，与国电南瑞、四方股份、积成电子处于第一梯队
2015	2.24 亿	110(66)kV 变电站监控系统、110(66)kV 智能变电站监控系统、110(66)kV 继电保护设备、配电终端、局放测试仪、电压检测仪	第一次配电终端协议库存招标，中标配电终端装置近 4,854 万元，位列所有中标厂家第一名

资料来源：公司年报，申万宏源研究

2015 年，公司完成对中电新源的收购，收购及增资扩股完成后公司持有中电新源 51.01% 的股权。中电新源为江苏省高新技术企业，积极致力于 35KV 及以上电压等级模块化变电站和移动变电站的研发、制造和销售，在市场及技术等方面具有领先优势。模块化变电站作为一种变电站建设的新模式，较好地满足了变电站建设的融资租赁及一些特殊需求，特别适用于地形复杂、高海拔、高污染、施工周期短、对外出口等情况的应用，在新能源领域、大型工矿企业以及国内出口工程中应用广泛。

表 6：模块化变电站优势

对比角度	模块化变电站与传统变电站对比
技术性	技术可靠性提高，取消了开关柜，可以做到完全露天
布局	占地面积小，布置非常紧凑，整个架在平板上
施工量	工程的施工量大大下降，现场的施工调试时间明显缩短
造价	整个变电站的综合造价大幅下降，性价比高

资料来源：公开资料，申万宏源研究

目前，市场对模块化变电站的需求十分旺盛，公司产品处于供不应求的状态，我们预计模块化变电站销售将为公司 16 年利润增长作出显著贡献。变电站是传统电力自动化业务，但风光等新能源抢装带来的快速并网诉求为变电站建造与施工带来了新的需求与要求，我们认为属于能源结构变化催生的新经济范畴。公司虽为传统电力优势企业，但能够紧跟市场脉搏，捕捉到模块化变电站的新机遇并通过资源整合快速抢占市场，体现了公司较好的执行力和市场敏感度。

3.智慧城市前景广阔 覆盖智慧建筑和智慧交通

公司的智慧城市业务主要分为两个层面：一是积极参与智慧城市建设，主要面向政府、大型企事业单位从事智能交通、平安城市、智能建筑等项目；二是致力于让智慧城市服务到个人，是公司目前积极探索的方向。在智能交通、平安城市、智慧建筑等领域，公司承建了上海世博园区及部分展馆智能化建设、青奥会国家层面安保指挥部通信指挥系统、首个国家公祭日 12.13 安保指挥系统、南京江宁区智能交通、新疆乌鲁木齐智能交通等多个典型智慧城市建设项目。随着我国智慧城市建设的深入，公司持续受益。

表 7：我国主要城市智慧城市战略

城市	智慧城市战略
北京	《智能北京行动纲要》，包含智能交通、电子病历、远程医疗、智能家庭、电子商务等。

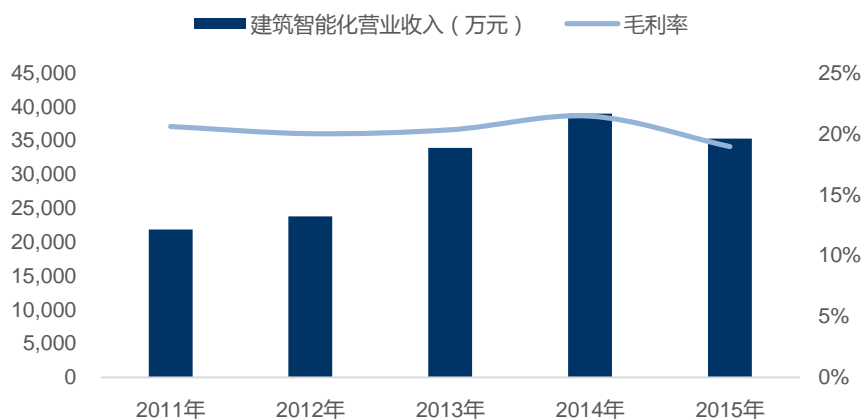
上海 打造城市光网，发展 WIFI 等无线宽带，推动智能技术、云计算和物联网等新技术研发应用，加快三网融合。
 宁波 建设现代化国际港口城市，以杭州湾新区做为建设智慧城市的试验区，提出智慧新城及生态家园的目标定位。
 佛山 建设成战略性新兴产业聚集区、四化融合先行地，希望做到以信息化带动工业化、提升城市化及加快国际化。
 广州 建设第一个无线城市官方门户网站，推动市民、企业及社会各界高效便捷的无线宽带网络服务。
 深圳 三网融合试点城市，致力完善智能基础设施、发展电子商务支撑体系、推动智能交通、培育智能产业基地。

资料来源：公开资料，申万宏源研究

3.1 建筑智能化与智慧交通平衡发展

公司积极参与智慧城市建设，在智能交通、平安城市、智能建筑等领域均有所斩获。典型项目包括南京麒麟科技创新园智能交通项目、安徽界首市公安局天网二期工程、湖南长沙金茂梅溪湖国际广场智能化项目、上海嘉定保利凯悦酒店智能化项目、乌鲁木齐水磨沟区人民法院信息化项目、德国采埃孚（中国）投资有限公司亚太区数据中心项目、国家电网冀北电力数据中心深度支持服务、辽宁电力平台软件运行维护服务等大型智慧城市建设项目。

图 10：公司建筑智能化产品及服务营业收入及毛利率

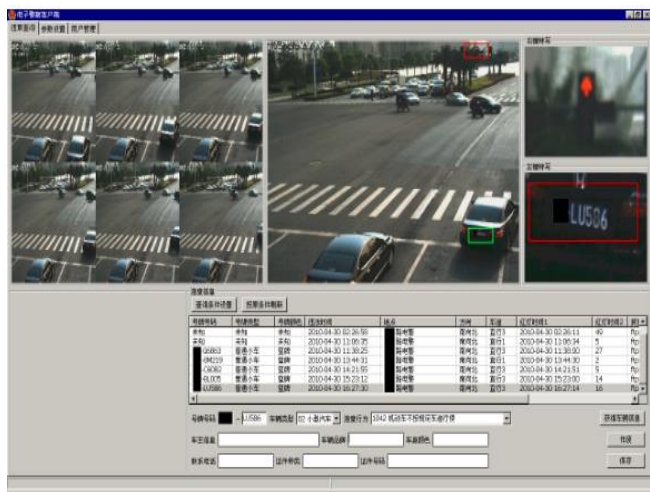


资料来源：Wind、申万宏源研究

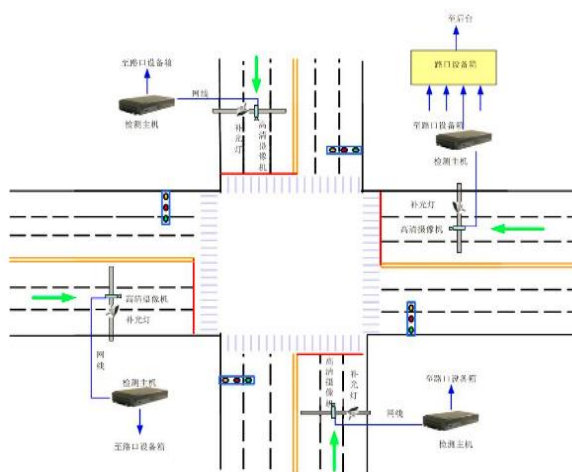
公司凭借智能建筑的业务经验和技術优势，进入智能交通领域。公司开发了 EPS7000 系列新一代智能电子警察系统，以高清视频监控为基础，创新应用计算机视觉智能分析技术，实现交通违章、交通事件、交通流量等方面的有效监管，保障交通安全、有序、畅通。2015 年公司控股子公司江苏东大金智信息系统有限公司申报的《基于 OpenStack 云平台的智能交通集成管理系统及关键设备研发》项目获得政府补助资金 500 万元，标志公司在智能交通领域已初具规模。

图 11：公司智能交通电子警察客户端

图 12：公司智能交通系统结构图



资料来源：公司官网，申万宏源研究

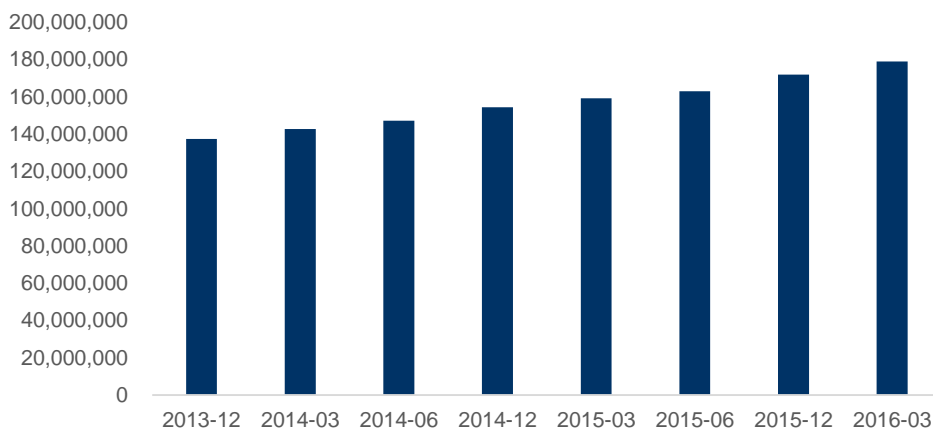


资料来源：公司官网，申万宏源研究

3.2 寻 me 移动互联网 以智慧停车进入室内定位市场蓝海

贯彻“让智慧城市服务到个人”理念，公司基于 IT 技术领域的基础，研发了基于微信摇一摇的反向寻车系统“寻 me”。我国大城市小汽车与停车位数量的平均比例约为 1:0.8，发达国家约为 1:1.3，我国停车位缺口超过 5000 万个，停车供需矛盾尖锐，特别是商业、住宅小区、医院和学校周边等重点地区尤为严重，开发室内定位技术实现精准停车和反向寻车有巨大的市场空间。

图 13：中国汽车 2013 年-2016Q1 保有量（辆）



资料来源：Wind、申万宏源研究

寻 me 系统与微信合作，通过微信“摇一摇”功能可以寻找和预约车位、反向寻车、快速支付等功能，使用方便。公司通过基于蓝牙 iBeacon 的室内定位技术实现反向寻车，成本低便于在各大商场进行推广。随着寻 me 系统客户的不断积累，未来可以实行精准营销和优惠券针对发送等一系列商业活动。寻 me 智慧停车系统与目前市场上 PP 停车、丁丁停车、ETCP 停车相比功能更全面，不仅能实现寻找停车位，预定车位同时可以提供反向寻车及电子支付等功能，并且寻 me 系统通过蓝牙 iBeacon 使硬件成本较低。公司寻 me 系统在江苏推进迅速，目前已在超过 20 家停车场实现布局。

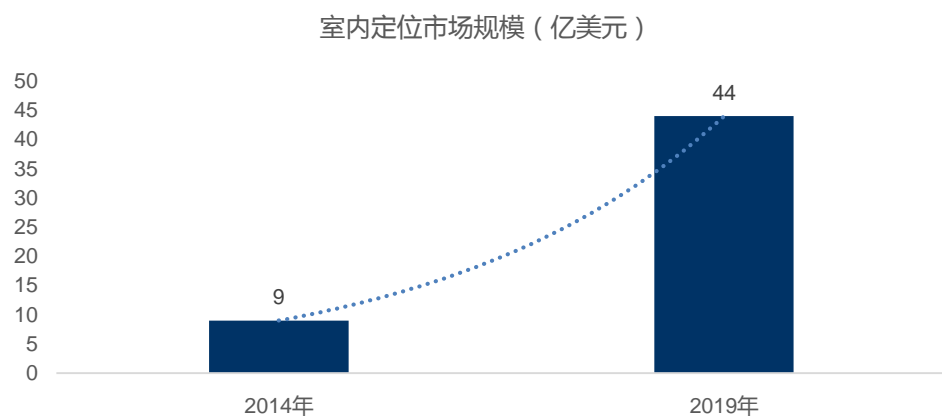
图 14：寻 me 智慧停车及反向寻车系统



资料来源：公司资料、申万宏源研究

室内定位技术由于其准确的定位在大型商场，人流密集场所中日益重要。室内定位技术可以帮助客户在大型商场快速发现自己寻找的产品和服务，同时可以帮助进行医疗监控以及工厂智能仓储管理，应用领域广泛。公司凭借 IT 的传统技术，目前进入智慧停车领域，未来有望进一步占领室内定位蓝海空间。

图 15：全球室内定位技术市场规模预测



资料来源：MarketsandMarkets、申万宏源研究

3.3 成立孵化基金 以互联网思维孕育 IT 业务新成长

2015 年，公司控股子公司金智信息与贺安鹰、钱学松三方共同出资 1000 万元设立智慧城市业务孵化基金，推动金智信息积极探索“互联网+”的创新业务模式，积极寻求智慧城市领域更多运营机会，通过天使或早期资本介入，同时利用公司品牌、资金、市场、人才等综合能力进行孵化培养，最终为公司的新型智慧城市业务注入更多新鲜的血液。公司孵化基金的投资方向主要是智慧城市相关业务，通过孵化基金的方式进行统一管理与引导，目前已战略投资了云思顿智慧垃圾箱、互联网+传媒、“寻 Me”移动互联等创业项目。其

中“云思顿智慧垃圾箱”具有自动感应开门、语音播报、太阳能供电、杀菌除臭、远程信号发送、自动打包、智能压缩、LED 晚间智能提示、基于物联网的群控等诸多功能。同时，还可根据客户需求进行个性化定制，具有很好的社会和经济价值。我们认为公司以互联网思维培育智慧城市新业务，有望出奇制胜，有利于公司智慧城市业务的发展壮大。

4. 电力工程与新能源运营 公司未来核心业务

公司 2010 年底收购北京乾华科技，拥有了业内领先的民营电力设计院。公司积极开拓新能源领域的电站开发 EPC 与投资运营业务。

4.1 收购乾华科技 电力设计与工程协同发展

公司在电力设计与工程服务业务领域规划的发展方向与国家政策积极鼓励的分布式能源、节能减排及发展服务业的方向相契合，市场前景广阔。公司 2011 年全资入主北京乾华科技发展有限公司，北京乾华科技目前是金智科技电力设计与工程服务业务的主营业务平台。北京乾华主要从事风电、太阳能等新能源发电，生物质、余热发电、分布式燃机等火力发电及输变配电专业领域的工程咨询业务。

通过收购乾华科技，公司目前在国内风电、光伏设计领域逐步提高市场地位，并在输变配电设计领域取得一定突破。2016 年乾华科技、乾华电力作为总承包方承接了达茂旗（满都拉、颀能、宁风、高传）共计 198MW 风电场及送出工程的 EPC 总承包，合同总金额 16.6 亿，合同的签订将极大地提高公司电力设计与工程服务业务领域的专业地位和市场影响力。

4.2 公司进军风电第三方运维新蓝海

目前风电建设仍处于发展期，风电场运维主要由建造方以质保的方式承担，3-5 年质保期过后，风电运维将创造可观增量需求。根据能源局数据，截止 2015 年我国风电装机规模已经超过 100GW，到 2020 年有望达到 200GW。按照一个 50MW 风电场 500 万元/年运维费用来计算，15 年底的 100GW 规模将释放出 100 亿的风电运维需求，并且会以每年 20 亿以上的绝对值高速增长。公司拥有国内风电设计领域业绩最好的民营设计院之一乾华设计院，是国家标准《风力发电场设计规范》的参编单位，是华能、中电投等集团新能源电站设计相关标准制定的主要合作成员。随着公司在新能源 EPC 领域的深度参与，未来有望在风电运维市场占据可观的市场份额，形成新能源设计、开发、建造、运维的前后端协同。

公司通过自有新能源运营业务也积累了一定的业绩经验。公司自主投资、开发、设计和建设管理的新疆昌吉木垒老君庙风电场一期 49.5MW 项目于 2015 年 11 月顺利并网发电。此外，公司于 2015 年 6 月收购完成保加利亚瑞森 5MW 光伏电站，至今合计拥有光伏电站 10MW，运营情况良好。

表 8：公司新能源发电项目及收益情况

新能源发电项目	规模	并网时间	年发电收益
保加利亚 Betapark 一期光伏发电	2MW	2010 年	800 万元
保加利亚 3MW 光伏发电	3MW	2012 年	117.3 万美元

保加利亚瑞森 5MW 光伏电站	5MW	2015 年	195.5 万美元
木垒乾新能源老君庙风电场	49.5MW	2015 年 11 月	4207 万元 (15%弃风率)
木垒县风光电资源配置及投资	200MW	2018 年	17000 万元

资料来源：公司历年年报，申万宏源研究

5. 增资“中金租” 金融与实业实现高度协同

5.1 增资“中金租” 金融布局提升外延潜力

公司 2015 年拟定增募资 16 亿元认购金融租赁巨头“中金租”20%股权。中国金融租赁有限公司是受银监会监管的非银行金融机构，目前国内牌照稀缺，净利润处于快速增长期。“中金租”是由天津新金融投资有限责任公司与中经国际新技术有限公司于 2013 年 6 月共同出资 20 亿元设立的有限责任公司，实际控制人为天津市滨海新区国资委。

不同于大多数金融租赁公司对房地产业务的依赖，中国金融租赁有限公司专注于新能源、智慧城市等业务领域，专业为太阳能发电、风能发电、清洁能源发电、节能环保设施、输变电设备和合同能源管理提供融资租赁服务，主要产品包括直接租赁、售后回租、厂商租赁及委托租赁。“中金租”的核心业务与公司发展方向高度契合，增资后长期有望为公司的配网、智慧城市和新能源业务产生显著协同。截至 2015 年末，中金租获得银行总授信总额已达到 335 亿元。本轮增资完成后，中金租的净资产规模将接近 50 亿元，突破了业务发展受净资产规模限制的瓶颈，融资租赁业务规模将有望超过 600 亿元。

表 9：中国金融租赁有限公司业务领域及主要产品

业务领域	主要产品
工业装备	直接租赁、售后回租、厂商租赁、转租赁、委托租赁及联合租赁
能源与环保	直接租赁、售后回租、厂商租赁及委托租赁
交通运输与物流	直接租赁、售后回租、厂商租赁、转租赁、委托租赁及联合租赁
医疗与健康	直接租赁、售后回租、厂商租赁、转租赁及分成租赁
旅游产业	直接租赁、售后回租、转租赁及委托租赁
城镇化建设	直接租赁、售后回租、联合租赁及委托租赁

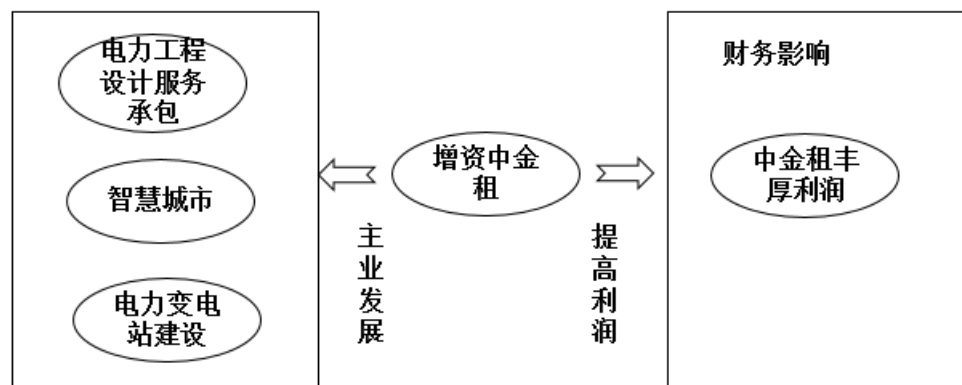
资料来源：中金租官网，申万宏源研究

随着公司业务的发展，特别是新能源业务领域的迅速扩张使得公司对资金的需求迅速增加。新能源投资需要大量自有资金，新能源电力工程设计与服务需要公司垫付保证金、设备采购款、项目工程款等款项，资金占用时间较长。在现有的商业模式下，资金是新能源行业发展的瓶颈，也是当前公司承接大量新能源业务、开拓全国市场的主要担忧之处。除了新能源领域的合作，公司“城市静态交通解决方案”、城市交通工具充放电设施项目也可借助中金租的全国运营平台加快推进，从而提高公司该业务在新领域和新区域的推广度和覆盖率。

增资“中金租”不但可以为公司带来投资收益，更重要的是可以支持公司新能源投资运营、模块化变电站、智慧城市和电力设计服务等业务的发展。双方潜在协同效应明显，

牵手“中金租”可以为新能源业主方提供资金支持，保障公司新能源轻资产运营模式的复制；公司在新能源领域的设计运营经验也可为“中金租”筛选项目提供有力支持。

图 16：增资中金租对公司主业及财务影响



资料来源：申万宏源研究

2016年6月13日，公司发布公告，完成以人民币15.42亿摘牌取得“中金租”增资扩股22.22%项目。“中金租”拥有国有控股背景，挂牌公开转让是向民营企业转让股权的必经手续，也是转让过程中存在不确定性的部分。我们认为随着摘牌的完成，公司增发的不确定性大大降低，未来协同发展将加速推进。

6. 盈利预测与估值

我们对公司经营做出以下经营假设：

1. 公司传统电力自动化与智慧城市业务稳健增长，16-18年业务增速15%左右；
2. 公司模块化变电站业务16年大规模增长，2016-2018年CAGR60%；
3. 达茂旗风电EPC合同顺利履行，2016、2017年各确认一半收入。

表 10：主营预测表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1179	1241	2676	3758	5341
电力自动化（含EPC）	573	638	1918	2838	4296
智慧城市	587	582	668	753	878
新能源运营	16	18	90	168	168
毛利率(%)	30.7%	31.6%	25.4%	23.4%	21.1%
电力自动化	41.0%	42.2%	27.8%	24.5%	21.7%
智慧城市	19.9%	19.3%	18.6%	18.6%	17.6%
新能源运营	-	-	27.2%	25.8%	24.8%

资料来源：Wind, 申万宏源研究

基于以上假设，对公司既有业务采用相对估值法对公司进行估值，我们预计公司16-18年实现归母净利润为1.78亿、2.47亿和2.91亿，不考虑增发对应EPS分别为0.77元、1.07元和1.26元；考虑增发与中金租并表，我们预计16-18年备考EPS分别为0.94、1.27、1.55

元，目前股价对应 16 年 PE 31 倍。电力自动化与智慧城市行业平均估值均在 35-40 倍左右，给予公司 16 年备考 38 倍 PE，既有业务对应股价 35.7 元；三年后风电运维市场打开，按照 15 年风电存量 100GW 规模对应 100 亿收入空间，假设公司市占率 10%，按照 15% 的净利率每年能够实现业绩 1.5 亿，给予 20 倍 PE 对应市值 30 亿，按照 15 年 ROE12.1% 折现到 16 年对应市值 24 亿，按备考股本对应股价 8.2 元；综合公司既有业务与潜在业务，给予目标价 43.9 元，相比目前股价尚有 50% 以上空间。首次覆盖给予“买入”评级。

表 11：可比公司估值表

子行业	证券代码	证券简称	收盘价(元)	总市值	EPS (元)				PE			
			2016/6/14	(亿元)	2015	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
电力自动化	600406.SH	国电南瑞	12.90	319	0.53	0.59	0.67	0.76	24	22	19	17
	300444.SZ	双杰电气	22.85	71	0.39	0.43	0.55	0.67	59	53	41	34
	002339.SZ	积成电子	15.87	64	0.38	0.51	0.67	0.68	42	31	24	23
									行业平均	35		
智慧城市	300020.SZ	银江股份	15.00	102	0.18	0.36	0.44	0.46	83	41	34	32
	002421.SZ	达实智能	14.20	95	0.27	0.44	0.60	0.78	53	32	24	18
	002373.SZ	千方科技	14.94	165	0.58	0.34	0.42	0.52	26	44	35	29
									行业平均	39		
	002090.SZ	金智科技	28.90	67	0.56	0.94	1.27	1.55		31		

资料来源：Wind、申万宏源研究（粗体为申万宏源研究预测数据，其余为 Wind 一致预期；金智科技为备考 EPS）

表 12：备考利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	1,179	1,241	2,676	3,758	5,341
二、营业总成本	1,138	1,196	2,498	3,490	5,020
其中：营业成本	817	849	1,995	2,879	4,213
营业税金及附加	15	14	30	42	60
销售费用	99	104	187	188	214
管理费用	170	193	249	357	507
财务费用	21	23	37	24	27
资产减值损失	16	14	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	46	50	106	117	153
三、营业利润	88	95	284	385	474
加：营业外收入	40	53	44	46	48
减：营业外支出	2	1	2	2	2
四、利润总额	126	147	327	429	520
减：所得税	11	8	18	25	30
五、净利润	116	139	309	404	490
少数股东损益	8	9	37	36	39
归属于母公司所有者的净利润	107	130	272	368	451
六、基本每股收益	0.52	0.6	0.94	1.27	1.55
全面摊薄每股收益	0.52	0.6	0.94	1.27	1.55

资料来源：Wind, 申万宏源研究