

公司研究/年报点评

2017年04月16日

建筑/建筑装饰 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 7.1  
合理价格区间(元): 7.7-8.8

**鲍荣富** 执业证书编号: S0570515120002  
研究员 021-28972085  
baorongfu@htsc.com

**黄骥** 执业证书编号: S0570516030001  
研究员 021-28972066  
huangji@htsc.com

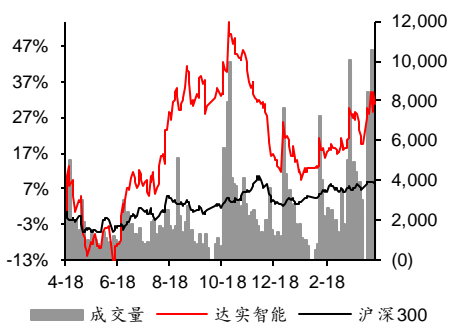
**王德彬** 执业证书编号: S0570516090001  
研究员 010-56793964  
wangdebing@htsc.com

**方晏荷** 021-28972059  
联系人 fangyanhe@htsc.com

相关研究

- 1《达实智能(002421): 医疗业务快速增长, 结构优化盈利提升》2016.10
- 2《达实智能(002421): 内生外延加速, PPP 助力智慧业务增长》2016.08
- 3《达实智能(002421): 内生和外延发展带来持续高增长》2016.07

股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本(百万股)	1,927
流通 A 股(百万股)	1,405
52 周内股价区间(元)	5.94-23.00
总市值(百万元)	13,680
总资产(百万元)	4,831
每股净资产(元)	1.46

资料来源: 公司公告

# 医疗轨交占比提升, 业绩快速增长

## 达实智能(002421)

### 业绩符合预期, 智慧医疗/轨交快速增长

2016 年公司实现营收 24.57 亿元, 同比增长 43.58%; 实现归母净利润 2.75 亿元, 同比增长 80.49% (扣非后增长 81.13%), 符合预期 (我们预计归母净利润 2.77 亿元); EPS 为 0.15 元, 较上年同期增长 1.25%。2016 年智慧建筑节能、医疗、交通营收占比分别为 42.4%、31.5%、20.3%, 较 2015 年增加-27.2、22.8、4.4 个百分点。其中智慧医疗受久信医疗整体并表影响, 2016 年实现收入 7.74 亿元, 同比增长 417.28%; 智慧轨交全年开通 7 条地铁线路, 市场份额创历史新高, 收入同比增长 83.77%。

### 智慧建筑/医疗盈利提升, 收款滞后导致经营现金净流下滑

公司始终坚持“做精智慧建筑、做强智慧交通、做大智慧医疗”的经营策略, 2016 年公司综合毛利率 30.49%, 其中智慧医疗与建筑业务毛利率为 35.20%、28.04%。净利率为 12.03%, 较 15 年提升 2.68 个百分点; 平均净资产回报率 10.31% (扣非后 9.63%)。期间费用率 15.05%, 其中管理费用上升 0.56 个百分点, 资产负债率同比下降 6.41 个百分点至 38.40%。公司经营现金首次为负, 净流出 0.14 亿元, 系承兑汇票支付增加且项目收款慢于实际进度; 投资现金净流出 5.39 亿元, 系 PPP 项目投资款增加。

### 持续签订大体量高质量订单, 智慧医疗提升收入规模与盈利

公司通过设立嘉诚富通医疗产业基金及攀枝花花城新区专项 PPP 基金, 推进智慧医疗/医院业务发展。2016 年新签医疗类订单约 15 亿元, 其中 2.39 亿元淮南智慧医疗 PPP 项目一期项目建设已通过验收并正式上线运营, 4.5 亿元宿州市立医院项目是公司最大单体智慧医院项目。汕头市战略合作框架协议预计 17 年将投入 10 亿元, 公司将以 PPP 模式参与汕头市新建医院建设及健康医疗大数据平台建设。公司 8.71 亿元收购的久信医疗, 数字化手术室和净化手术室市场份额已跃居第一, 今年承诺业绩 8640 万元。

### 轨交市场容量大, 智慧交通预计成今年新看点

《交通基础设施重大工程建设三年行动计划》指出, 2016-2018 年拟重点推进 103 项城市轨交项目前期工作, 总投资 1.6 万亿元。我们统计公司 2015 年以来签订轨交订单超过 8 亿元, 16 年开通 5 个城市 7 条地铁线路, 市场份额与业务拓展创历史新高。公司前期已与 CAF 集团签署战略合作协议, 信号系统的准入预计今年能够获批; 同时投资参股轨道交通战略协同基金, 扩大智慧交通领域市场占有率。轨交领域的资本运作一方面有望给公司持续带来订单, 另一方面推动改善公司商业模式, 加快大型项目的落地。

### 看好公司业务结构改善与盈利提升, 维持“买入”评级

我们预计公司今年智慧医疗业务占比将继续提升, 带动毛利率提升或快于预期, 且轨交业务订单有望带动收入增加, 调整提升 17-18 年 EPS 0.02/0.07 元, 我们预计 2017-2019 年调整后的 EPS 为 0.22/0.31/0.42 元, 认可给予 17 年 35-40x PE, 合理价格区间 7.7-8.8 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 智慧医疗/医院项目推进较慢、轨交订单落地周期长等。

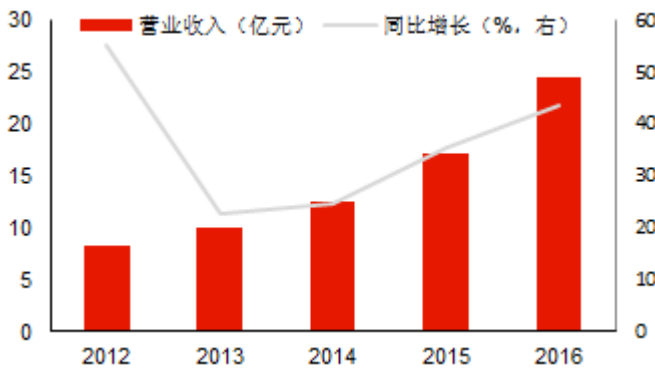
### 经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,711	2,457	3,567	5,030	6,673
+/-%	35.49	43.58	45.19	41.00	32.67
净利润(百万元)	152.63	275.50	414.36	606.23	808.53
+/-%	36.08	80.49	50.41	46.30	33.37
EPS(元, 最新摊薄)	0.08	0.14	0.22	0.31	0.42
PE(倍)	89.63	49.66	33.01	22.57	16.92

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

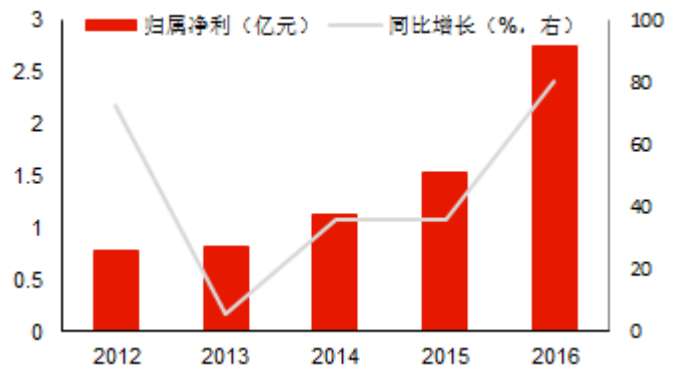
公司经营情况概览

图表1: 近五年公司收入及增长



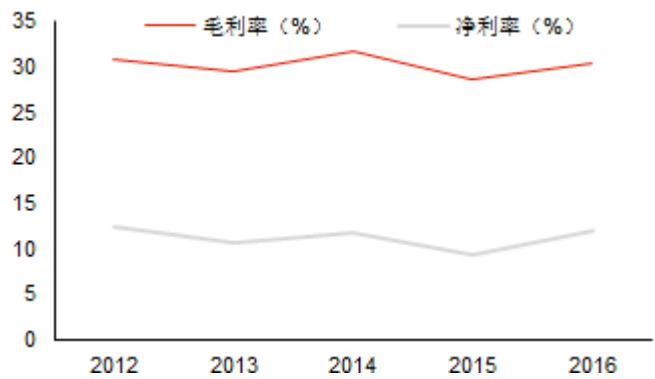
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表2: 近五年公司归母净利润及增长



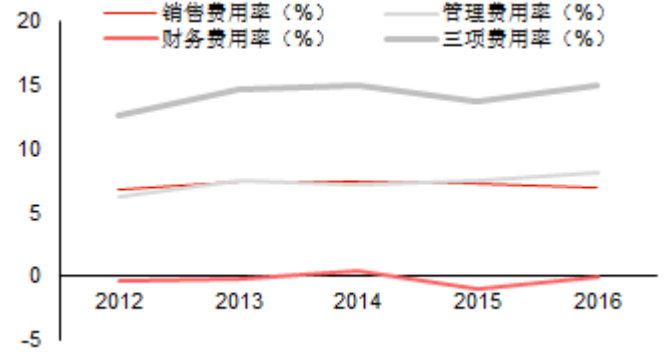
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表3: 近五年公司盈利能力保持稳定



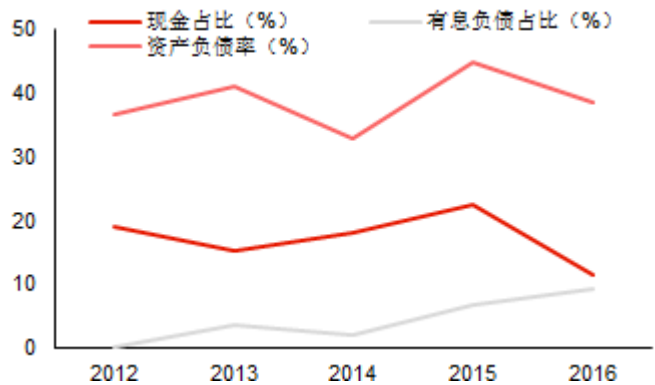
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表4: 近五年公司期间费用率趋于上升



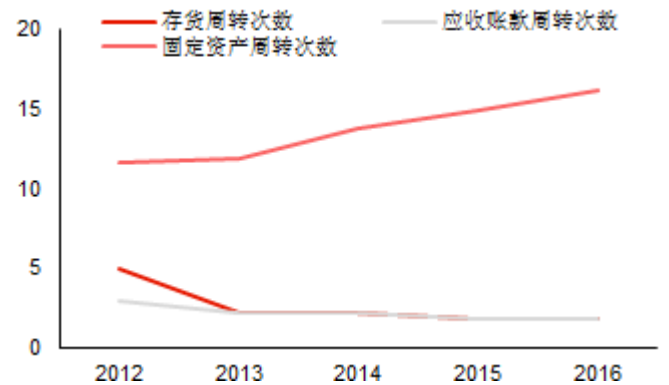
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

图表5: 近五年公司现金占比稳中有降



资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

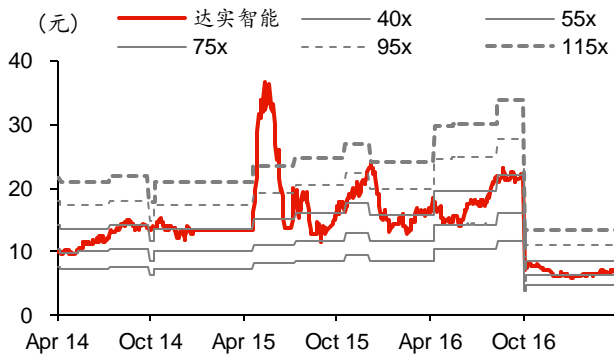
图表6: 近五年公司固定资产周转率持续提升



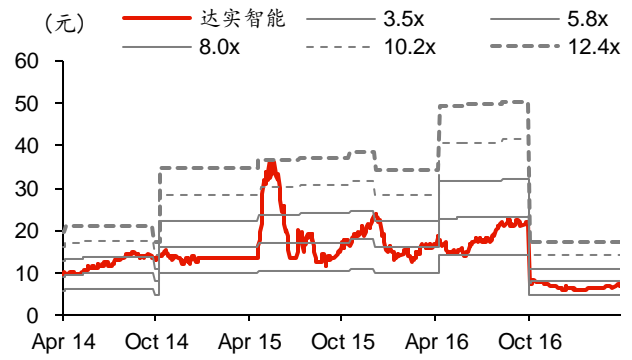
资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

**PE/PB – Bands**

**图表7: 达实智能历史 PE-Bands**



**图表8: 达实智能历史 PB-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,894	3,141	4,482	6,121	7,986
现金	1,090	555.96	807.18	1,138	1,510
应收账款	1,229	1,537	2,231	3,146	4,174
其他应收账款	69.93	87.12	126.48	178.33	236.59
预付账款	78.25	95.16	137.72	192.54	255.22
存货	294.50	306.82	541.96	724.83	952.35
其他流动资产	131.80	558.75	637.58	741.42	858.08
非流动资产	1,949	1,690	1,767	1,762	1,690
长期投资	19.40	27.85	27.85	27.85	27.85
固定资产投资	135.38	167.94	252.05	268.66	241.10
无形资产	46.67	49.56	46.26	42.95	39.64
其他非流动资产	1,748	1,445	1,441	1,423	1,382
资产总计	4,844	4,831	6,249	7,883	9,676
流动负债	1,952	1,754	2,684	3,758	4,814
短期借款	224.31	224.35	585.59	1,034	1,369
应付账款	765.48	850.77	1,231	1,721	2,282
其他流动负债	962.34	678.74	866.97	1,003	1,163
非流动负债	218.39	101.06	132.67	128.91	126.04
长期借款	100.00	53.18	53.18	53.18	53.18
其他非流动负债	118.39	47.87	79.49	75.72	72.85
负债合计	2,171	1,855	2,817	3,887	4,940
少数股东权益	136.24	165.35	195.54	239.72	298.64
股本	642.48	1,927	1,927	1,927	1,927
资本公积	1,492	216.36	216.36	216.36	216.36
留存公积	493.81	737.21	1,094	1,613	2,294
归属母公司股	2,537	2,810	3,237	3,756	4,437
负债和股东权益	4,844	4,831	6,249	7,883	9,676

### 现金流量表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	137.00	(14.82)	(28.15)	70.02	267.72
净利润	159.93	295.57	444.56	650.40	867.45
折旧摊销	33.00	63.21	72.70	106.63	134.04
财务费用	(16.50)	(0.97)	7.93	13.67	17.69
投资损失	0.60	1.55	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(89.01)	(389.92)	(601.70)	(774.12)	(831.46)
其他经营现金	48.99	15.74	48.36	73.44	80.00
投资活动现金	(39.51)	(539.07)	(86.44)	(86.41)	(86.40)
资本支出	135.92	102.73	80.00	80.00	80.00
长期投资	382.80	361.43	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	479.21	(74.91)	(6.44)	(6.41)	(6.40)
筹资活动现金	394.70	106.73	365.82	347.30	190.45
短期借款	197.31	0.04	361.24	448.16	335.36
长期借款	100.00	(46.82)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	386.68	1,284	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	497.38	(1,276)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(786.67)	144.80	4.58	(100.86)	(144.91)
现金净增加额	492.20	(447.08)	251.22	330.91	371.76

### 利润表

会计年度(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,711	2,457	3,567	5,030	6,673
营业成本	1,220	1,708	2,472	3,456	4,581
营业税金及附加	42.33	13.09	19.00	26.79	35.54
营业费用	123.42	171.57	249.10	351.22	465.95
管理费用	129.19	199.25	285.74	403.38	535.15
财务费用	(16.50)	(0.97)	7.93	13.67	17.69
资产减值损失	36.21	40.16	8.00	10.00	12.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.60)	(1.55)	0.00	0.00	0.00
营业利润	176.45	324.53	525.67	769.07	1,026
营业外收入	15.52	25.36	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.56	0.40	0.00	0.00	0.00
利润总额	191.40	349.50	525.67	769.07	1,026
所得税	31.48	53.93	81.11	118.67	158.27
净利润	159.93	295.57	444.56	650.40	867.45
少数股东损益	7.29	20.08	30.19	44.18	58.92
归属母公司净利润	152.63	275.50	414.36	606.23	808.53
EBITDA	192.95	386.78	606.30	889.37	1,177
EPS(元)	0.08	0.14	0.22	0.31	0.42

### 主要财务比率

会计年度(%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	35.49	43.58	45.19	41.00	32.67
营业利润	6.98	83.92	61.98	46.30	33.37
归属母公司净利润	36.08	80.49	50.41	46.30	33.37
获利能力(%)					
毛利率	28.73	30.49	30.71	31.30	31.35
净利率	8.92	11.21	11.62	12.05	12.12
ROE	6.02	9.80	12.80	16.14	18.22
ROIC	7.63	10.92	14.73	17.68	19.86
偿债能力					
资产负债率(%)	44.81	38.40	45.07	49.31	51.05
净负债比率(%)	14.94	23.95	28.60	32.25	32.17
流动比率	1.48	1.79	1.67	1.63	1.66
速动比率	1.33	1.62	1.47	1.44	1.46
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.51	0.64	0.71	0.76
应收账款周转率	1.73	1.66	1.77	1.74	1.70
应付账款周转率	2.02	2.11	2.37	2.34	2.29
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.14	0.22	0.31	0.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	(0.01)	(0.01)	0.04	0.14
每股净资产(最新摊薄)	1.32	1.46	1.68	1.95	2.30
估值比率					
PE(倍)	89.63	49.66	33.01	22.57	16.92
PB(倍)	5.39	4.87	4.23	3.64	3.08
EV_EBITDA(倍)	70.53	35.19	22.45	15.30	11.56

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

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

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 1063211166/传真：86 1063211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com