

公司研究/公告点评

2017年07月06日

建筑/建筑装饰 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 6.39  
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

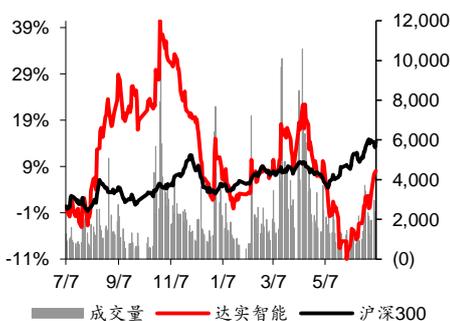
**王德彬** 执业证书编号: S0570516090001  
研究员 010-56793964  
wangdebing@htsc.com

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

相关研究

- 1《达实智能(002421,买入): 医疗轨交占比提升, 业绩快速成长》2017.04
- 2《达实智能(002421): 医疗业务快速增长, 结构优化盈利提升》2016.10
- 3《达实智能(002421): 内生外延加速, PPP 助力智慧业务增长》2016.08

股价走势图



资料来源: Wind

## 斩获智慧医院大单, 中报继续高增 达实智能(002421)

**事件**

公司公告正式中标准安市洪泽区人民医院异地新建工程 PPP 项目, 该项目由公司与江苏国际经济合作集团、浙江建筑设计研究院组成的联合体作为社会资本方, 总投资 15.71 亿元, 预计 2020 年 6 月投入使用。

**智慧医院再获大单, 品牌影响力逐渐突出**

公司牵头的联合体正式中标江苏省淮安市洪泽区人民医院异地新建工程 PPP 项目, 该项目设计床位 1200 张 (住院中心 1000 张, 康复中心 200 张), 总投资 15.71 亿元, 占公司 2016 年营收的 63.96%, 是公司迄今为止已公告中标单体金额最大的智慧医院建设运营项目。该项目的正式中标体现了公司智慧医疗/医院品牌影响力逐渐增强, “技术+金融”双轮驱动的发展策略进一步提升了公司的商业模式整合能力。

**项目整体盈利较优, 融资收款有保障**

公司此次中标的 PPP 项目采取总价控制, 资本金投资收益率为 6%、融资费率为 6%、项目整体全过程设计费用(含 BIM 设计)66 元/m<sup>2</sup>, 土建工程建设费用下浮率为 2%, 项目盈利能力整体较优。项目调价灵活, 融资费率按 5 年以上贷款基准利率浮动的绝对值进行相应调整, 降低了利率风险。项目付款以社会资本方在响应文件中承诺的付款比例为准, 同时政府方积极配合争取项目入江苏省 PPP 库, 我们预计项目收款要好于传统项目。此外, 项目采取绿色二星级绩效考评, 未达标须按建筑安装工程费的 1%向政府方支付违约金, 与公司智慧建筑业务契合度高, 协同效应强。

**智慧医疗频签大单, 助力业绩持续高增**

公司通过外延收购、设立专项产业基金等“技术+金融”创新商业模式, 持续推动智慧医疗/医院业务发展。2016 年新签医疗类订单约 15 亿元, 淮南 (2.49 亿元)、宿州 (4.5 亿元)、攀枝花市花城新区医院 PPP 基金以及汕头战略合作框架均正在稳步推进。收购的久信医疗 2016 年新签订单翻番, 实现收入 7.74 亿元, 同比增长 417.28%。公司 2016 年智慧医疗业务营收占比 31.5%, 毛利率为 35.20%, 受益于公司智慧医疗/医院业务的高速增长, 2016 年实现归母净利润 2.75 亿元, 同比增长 80.49%。随着智慧项目的落地, 公司业绩持续高增长, 预计今年中报同比增长 20%-50%。

**看好公司智慧医疗/交通/建筑的协同驱动, 维持“买入”评级**

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; 且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, 因此我们预计 2017-2019 年 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/医院项目落地较慢、轨交订单落地周期长等。

公司基本资料

|               |            |
|---------------|------------|
| 总股本 (百万股)     | 1,927      |
| 流通 A 股 (百万股)  | 1,410      |
| 52 周内股价区间 (元) | 5.26-23.00 |
| 总市值 (百万元)     | 12,312     |
| 总资产 (百万元)     | 4,700      |
| 每股净资产 (元)     | 1.48       |

资料来源: 公司公告

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**

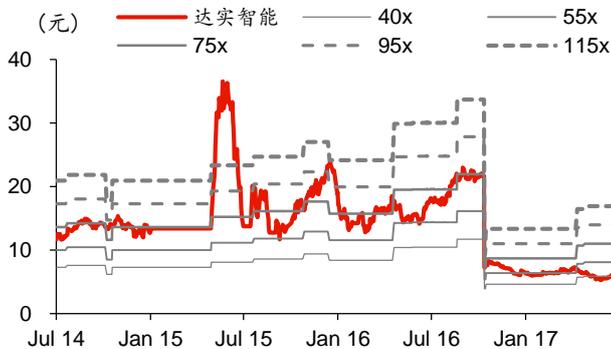
**图表1: 公司已公告签订智慧医院/医疗项目情况**

| 公告时间       | 合同名称                               | 主要内容   | 备注                               |
|------------|------------------------------------|--|----------------------------------|
| 2015.8.17  | 安徽省淮南市绿色智慧城市 PPP 投资项目战略合作协议        | 2015-2017 年投资 10 亿元, 提供全方位的建设绿色智慧城市及“互联网+”投资运营服务               | 淮南达实智慧城市投资发展有限公司已于 2015 年 12 月设立 |
| 2015.12.4  | 仁怀市人民医院整体迁建项目机电设备总包 (PPP 模式) 合同    | 合同金额 2.5 亿元, 计划完工日期 2016 年 6 月 30 日,                           |                                  |
| 2015.12.9  | 中煤矿建总医院病房楼机电系统与互联网医院建设施工合同         | 合同金额 8000 万元, 计划完工日期 2016 年 7 月 31 日                           |                                  |
| 2016.1.27  | 淮南智慧城市民生领域建设 (智慧医疗) PPP 项目协议       | 以“项目投资、开发和运营一体化+政府购买服务”的运作方式实施淮南市智慧城市 (智线运营, 同时已成功入选第三批政府和社    | 淮南一期项目建设已通过验收并正式上                |
| 2016.4.28  | 遵义医学院附属医院新蒲分院一期新建工程机电设备总包 (BOT 模式) | 合同金额 12,309 万元, 计划于 2016 年 6 月 30 日前完工。                        |                                  |
| 2016.12.26 | 首都医科大学附属北京天坛医院迁建工程医疗区域净化工程一标段      | 合同金额为 14,689 万元, 计划完工日期 2017 年 4 月 12 日                        |                                  |
| 2016.12.29 | 宿州市立医院新院区机电一体化建设项目合同书              | 合同金额 4.5 亿元, 项目工期一年。   |                                  |
| 2016.12.29 | 广东省汕头市战略合作框架协议                     | 2017 年拟投资 10 亿元, 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于 2016 年 12 月设立 | 汕头达实智慧医疗投资发展有限公司已于 2016 年 12 月设立 |
| 2017.7.5   | 江苏省淮安市洪泽区人民医院异地新建工程 PPP 项目         | 总投资 157,141 万元, 预期 2020 年 6 月投入使用。                             |                                  |

资料来源: 公司公告、华泰证券研究所

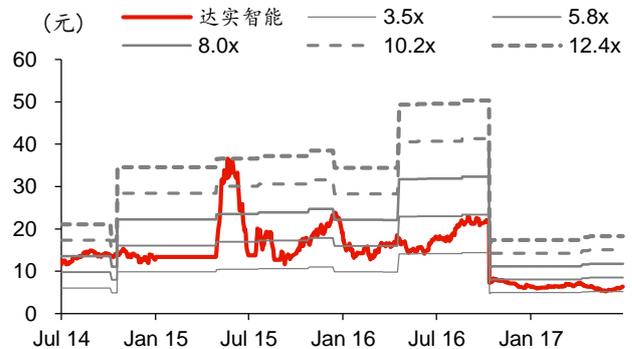
**PE/PB - Bands**

**图表2: 达实智能历史 PE-Bands**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表3: 达实智能历史 PB-Bands**



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 10 63211166/传真：86 10 63211275

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