



买入

23% ↑

目标价格: 人民币 12.95

原目标价格: 人民币 9.00

002178.CH

价格: 人民币 10.50

目标价格基础: 35 倍 2013 年预测市盈率

板块评级: 中立

本报告要点

- 2012 年业绩符合预期。资产负债表转好。
- 2013 年公司经营情况可能进一步改善。

主要催化剂/事件

- 业绩超预期。
- 订单超预期。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	-	6	18.5	11.8
相对新华富时 A50 指数	-	14	(1.4)	6.6

发行股数(百万)	134
流通股(%)	82
流通股市值(人民币 百万)	1,160
3 个月日均交易额(人民币 百万)	26
净负债率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
上海延华高科技有限公司	26.32

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2013 年 3 月 6 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

科技·软件服务

周中

(8621) 2032 8524

zhong.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512070001

延华智能

业绩符合预期

延华智能 2012 年年报显示: 2012 年公司实现扭亏, 录得净利润 1,756 万元, 每股收益 0.13 元, 符合我们的预期。公司实现营业收入 6.02 亿元, 同比增长 25.9%。公司计划 2013 年实现新签合同金额 10 亿元, 结合公司 12 年年底留存订单, 我们预计公司 2013 年实现业绩快速增长是大概率事件。我们上调 2013 年每股收益预测至 0.37 元, 14-15 年每股收益预测为 0.60 元和 0.81 元。维持买入评级, 12 个月目标价上调至 12.95 元, 给予公司 35 倍 2013 年市盈率。

支撑评级的要点

- 2012 年公司全年实现净利润 1,756 万元, 每股收益 0.13 元, 符合我们的预期 (0.13 元)。公司 2012 年实现顺利实现扭亏。订单持续增长和盈利能力提升是公司顺利实现扭亏为盈的主要驱动力。
- 主营业务收入 6.02 亿元, 略高于我们的预期 (6.25 亿元)。12 年公司基本完成了业务布局, 从智能建筑集成商转型成为智慧城市服务商, 公司通过咨询服务为先导, 加强全国性渠道建设, 承接了不少标志性智慧城市项目, 销售收入获得较快增长。
- 经营拐点显现, 毛利率进入上升通道。受益于客户结构改善和单体订单毛利率的提升, 公司 2012 年毛利率提升 2.1 个百分点至 18.9%。营业利润率恢复至 4.5%, 解禁 09-10 年的水平, 但是距离 06-08 年平均 10.5% 的营业利润率还有较大提升空间。
- 订单质量提高, 坏账损失大幅降低。12 年年末公司资产减值损失同比大幅下降 89.8%, 主要系公司客户结构得到优化, 项目订单质量提高较大, 回款情况得到较大幅度的改善, 应收账款的减值风险降低。
- 营业外收入同比增长 31.6%, 主要系政府补贴增长较快所致。
- 公司 2013 年计划实现合同金额 10 亿元, 较 2012 年快速上升。

评级面临的主要风险

- 宏观经济不景气。

估值

- 基于对智能建筑行业增长的乐观判断以及公司基本面持续改善的预期, 我们上调 2013 年每股收益预测至 0.37 元, 14-15 年每股收益预测为 0.60 元和 0.81 元。目标价由 9.00 元上调至 12.95 元, 维持买入评级。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	478	602	810	1,072	1,422
变动(%)	23	26	35	32	33
净利润(人民币 百万)	(9)	18	50	80	108
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.07)	0.13	0.37	0.60	0.81
变动(%)	(159)	(287)	183	61	35
先前预测每股收益(人民币)			0.36	0.60	
调整幅度(%)			2.8	0	
全面摊薄市盈率(倍)	(150)	80	28	18	13
每股现金流量(人民币)	0.46	(0.03)	0.48	0.17	0.06
价格/每股现金流量(倍)	23	(329)	22	61	162
企业价值/息税折旧前利润(倍)	922	37	23	17	12
每股股息(人民币)	0.00	0.05	0.14	0.23	0.31
股息率(%)	-	0.48	1.35	2.17	2.94

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

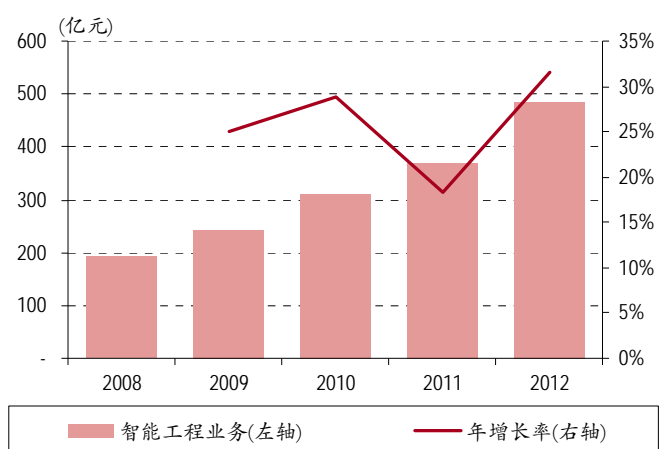
图表 1. 业绩摘要

	2011 年 第 4 季度	2012 年 第 4 季度	同比增长 (%)	2011 年	2012 年	同比增长 (%)
(人民币, 百万)						
营业收入	188	179	(5)	478	602	26
营业成本	(166)	(148)	(10)	(398)	(488)	23
毛利	23	31	36	81	114	41
营业税金及附加	(6)	(4)	(35)	(13)	(14)	1
销售费用	(6)	0	(105)	(12)	(13)	6
管理费用	(10)	(17)	65	(36)	(52)	43
资产减值损失	(21)	(5)	(75)	(20)	(2)	(90)
营业利润	(21)	5	(124)	(2)	33	(2,159)
利息费用 (净额)	(3)	(2)	(25)	(8)	(13)	52
外汇损益	0	0		0	0	
其他营业外收入 (净额)	1	3	123	4	8	79
税前利润	(23)	5	(124)	(6)	28	(587)
所得税	4	(1)	(122)	1	(8)	(792)
利润总额	(18)	4	(124)	(5)	21	(539)
少数股东权益	(3)	(1)		(5)	(3)	
净利润	(21)	3	(113)	(9)	18	(287)
财务指标(%)						
毛利率	12.0	17.2	5.2	16.8	18.9	2.1
营业利润率	(10.9)	2.7	13.6	(0.3)	5.5	5.9
净利润率	(11.3)	1.6	12.9	(2.0)	2.9	4.9
销售费用率	3.1	(0.1)	(3.2)	2.6	2.2	(0.4)
管理费用率	5.5	9.5	4.0	7.6	8.6	1.1
所得税率	19.9	18.8	(1.0)	19.0	27.0	8.0

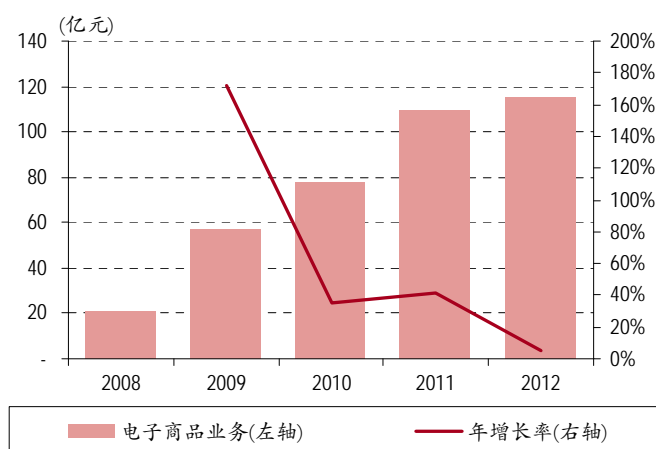
资料来源: 公司公告

业绩符合预期, 13 年有望进一步改善

延华智能 2012 年业绩符合我们的预期。公司录得主营业务收入 6.02 亿元, 同比增长 25.9%, 实现营业利润 2,701 万元, 净利润 1,756 万元, 每股收益 0.13 元, 同比扭亏为盈。

图表 2. 智能工程业务增长


资料来源: 公司年报, 中银国际研究部

图表 3. 电子商品业务增长


资料来源: 公司年报, 中银国际研究部

- 报告期内，公司已经完成了由“智能建筑集成商”向“智慧城市服务商”的发展转型，业已形成了较为系统和完善的市场战略布局。公司通过面向行业细分市场的优化调整、全国各区域中心建设与布局的加快，创新技术成果转化的加速、咨询等重点业务的积极开展以及管理与服务水平的不断加强等方面的全面推进，承接了不少标志性的工程项目，使得工程项目的档次、体量和规模显著提升，公司的服务能级显著加强，从而取得了较好的经营业绩，实现了较大幅度的增长。
- 公司毛利率稳步回升，改善空间依然较大。公司从一般集成商向智慧城市综合服务商的转型初见成效，订单结构得到了一定程度的优化。11 年为公司毛利率的低点，2012 年公司毛利率得到一定的修复。同行业内其他主要公司的毛利率情况比较，公司的毛利率还有较大的提升空间。

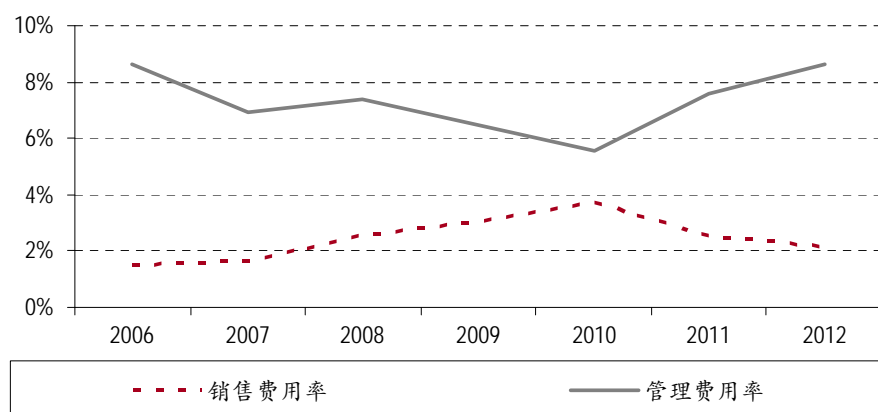
图表 4. 毛利率企稳回升



资料来源 公司公告，中银国际研究预测

- 公司的费用控制合理，管理比较稳健。销售费用率和管理费用分别增长 6.2% 和 43.5%。销售费用率下降至 2.2%，管理费用率上升至 8.6%。管理费用上升幅度较大主要是受到人员薪资上升和研发投入增加的影响。公司管理支出的增加同业务转型密切相关。为了承接更多高端项目，公司引进了不少行业专家、海归学者和职业经理人等高端人才，薪酬开支上升较快。

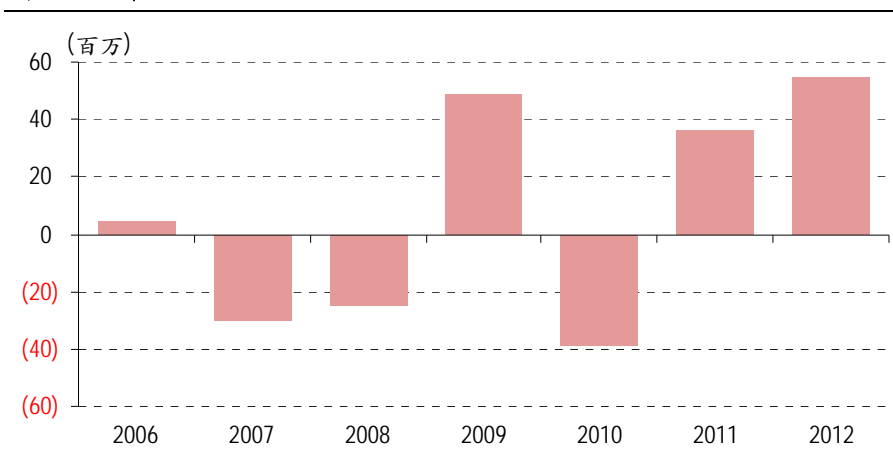
图表 5. 费用率情况



资料来源 公司公告，中银国际研究预测

- 经营性现金流有较大改善。公司经营性现金流较 2011 年增长 52%，一方面，公司加强了项目管理，重点推进了工程项目结算和回款工作，公司 2012 年的应收账款期末余额为 1.37 亿元，较 2011 年末的 1.61 亿元有所下降明显；另一方面，公司订单结构改善，项目质量得到了较大的提高。

图表 6. 历年经营性现金流



资料来源 公司公告，中银国际研究预测

- 行业景气度逐步提升，公司预期 2013 年签订订单金额 10 亿元，有望较 2012 年获得较大幅度提升。

盈利预期及评级

主要假设：

- 受益于智慧城市建设的加快，公司的新签订单有望持续快速增长。我们预计 2013-15 年公司收入增长分别为 35%、32%和 33%。
- 随着订单结构的改善，一批高毛利率的订单将在 2013 年进入结算期，我们判断公司智能工程类业务的毛利率将有较大幅度的提升。我们预计 2013-15 年公司的智能工程业务毛利率将达到 21.8%、22.0%和 22.0%。

从目前 A 股上市智能建筑公司估值水平来看，公司的相对估值处于较低的位置，考虑到公司未来的盈利改善空间较大，我们认为公司的估值水平被低估了。我们上调 2013 年每股收益预测至 0.37 元，14-15 年每股收益预测为 0.60 元和 0.81 元。目前股价对应 2013 年 28 倍市盈率。维持**买入**评级，给予 2013 年 35 倍市盈率，目标价上调至 12.95 元。

图表 7. 可比公司估值

代码	名称	收盘价	总市值 (百万)	流通市值 (百万)	每股收益 (元)				市盈率 (倍)				净利润复合 增速 (%)	PEG (倍)	ROE
					2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E			
002421.CH	达实智能	20.10	4,197	2,435	0.22	0.37	0.63	0.88	93.3	54.5	32.2	22.9	59.7	0.91	11.3
300300.CH	汉鼎股份	31.61	2,750	695	0.60	0.81	1.21	1.76	52.5	39.2	26.1	18.0	42.9	0.91	21.1
300044.CH	赛为智能	23.42	2,342	1,371	0.26	0.40	0.52	0.64	90.3	58.3	45.3	36.6	35.2	1.66	6.6
平均值			2,546	1,033					78.7	50.7	34.5	25.8	45.9	1.2	13.0
002178.CH	延华智能	10.50	1,411	1,160	(0.07)	0.13	0.37	0.60	(150.1)	79.5	28.4	17.4	NA	NA	5.6

资料来源 万得资讯，中银国际研究预测

收盘价：2013 年 3 月 6 日

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	478	602	810	1,072	1,422
销售成本	(411)	(502)	(662)	(873)	(1,156)
经营费用	(46)	(71)	(98)	(124)	(159)
息税折旧前利润	21	29	51	75	107
折旧及摊销	(3)	6	9	10	12
经营利润(息税前利润)	19	35	60	86	120
净利息收入/(费用)	(8)	(13)	(6)	5	5
其他收益/(损失)	(16)	6	5	4	3
税前利润	(6)	28	58	94	128
所得税	1	(8)	(9)	(14)	(19)
少数股东权益	(5)	(3)	0	0	0
净利润	(9)	18	50	80	108
核心净利润	(9)	18	50	80	108
每股收益(人民币)	(0.1)	0.1	0.4	0.6	0.8
每股股息(人民币)	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3
收入增长(%)	23	26	35	32	33
息税前利润增长(%)	(14)	90	69	43	40
息税折旧前利润增长(%)	(11)	36	75	47	43
每股收益增长(%)	(159)	(287)	183	61	35

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	(6)	28	58	94	128
折旧与摊销	3	(6)	(9)	(10)	(12)
净利息费用	(8)	7	1	(5)	(5)
运营资本变动	17	32	38	(16)	(38)
税金	1	(8)	(9)	(14)	(19)
其他经营现金流	28	12	17	21	25
经营活动产生的现金流	36	66	97	70	78
购买固定资产净值	(40)	(32)	(24)	(32)	(43)
投资减少/增加					
其他投资现金流	(39)	(28)	(0)	(0)	(1)
投资活动产生的现金流	(80)	(60)	(25)	(33)	(43)
净增权益	8	0	0	0	0
净增债务	106	(15)	0	0	0
支付股息	(8)	0	(7)	(19)	(31)
其他融资现金流	0	(7)	(1)	5	5
融资活动产生的现金流	106	(22)	(8)	(14)	(26)
现金变动	62	(17)	65	23	9
期初现金	135	206	198	309	332

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	206	198	309	332	340
应收帐款	177	167	162	214	284
库存	175	222	270	339	449
其他流动资产	22	24	30	39	52
流动资产总计	580	610	771	925	1,126
固定资产	62	133	103	125	155
无形资产	0	0	4	1	1
其他长期资产	111	88	84	88	88
长期资产总计	172	221	191	213	244
总资产	752	831	962	1,138	1,370
应付帐款	141	199	262	346	458
短期债务	199	173	173	173	173
其他流动负债	61	74	98	130	172
流动负债总计	401	446	533	649	803
长期借款	4	14	14	14	14
其他长期负债	3	2	2	2	2
股本	134	134	134	134	134
储备	167	184	227	288	366
股东权益	301	318	361	422	500
少数股东权益	44	51	51	51	51
总负债及权益	752	831	962	1,138	1,370
每股帐面价值(人民币)	2	2	3	3	4
每股有形资产(人民币)	6	6	7	8	10
每股净负债/(现金)(人民币)	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	4	5	6	7	8
息税前利润率(%)	4	6	7	8	8
税前利润率(%)	(1)	5	7	9	9
净利率(%)	(2)	3	6	7	8
流动性					
流动比率(倍)	1	1	1	1	1
利息覆盖率(倍)	3	2	8	(16)	(21)
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1	1	1	1	1
估值					
市盈率(倍)	(150)	80	28	18	13
市净率(倍)	5	4	4	3	3
价格/现金流(倍)	23	(329)	22	61	162
企业价值/息税折旧前利润(倍)	922	37	23	17	12
周转率					
存货周转天数	152	148	140	131	128
应收帐款周转天数	113	104	74	64	64
应付帐款周转天数	100	127	131	131	131
回报率					
股息支付率(%)	0	38	38	38	38
净资产收益率(%)	(3)	6	14	19	22
资产收益率(%)	(1)	2	5	7	8
已运用资本收益率(%)	(10)	13	29	34	35

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371