

**宏源证券**
HONGYUAN SECURITIES

证券研究报告/延华智能(002178)/公司中报简评

2013年08月22日

转型初见成效, 收购少数权益增业绩

买入 维持

目标价格: 14.00 元

报告摘要:

- **2013H1 业绩增长 62.68%，前三季度预增 50~80%。**上半年公司实现营业收入 4.07 亿元、归属于母公司股东的净利润 1789 万元，同比分别增长 63.45% 和 62.68%。按增发后股本 EPS0.10 元，符合我们预期。公司业绩增长主要来自于收入规模的快速增长（贡献 63.5pct）、期间费用率下降（贡献 43.2pct）以及非经常性损益贡献（贡献 24.3pct，主要系政府补助 327 万元）。2013 年前三季度预增 50~80%，对应 EPS0.13~0.15 元。
- **向智慧城市转型初见成效。**公司上半年博览会、星级酒店、节能服务、高端行业办公收入分别同比增长 18.2 倍、10.0 倍、96.9%、91.9%。公司上半年综合毛利率同比略降 0.60pct，主要系博览会毛利率同比下降 10.9pct；但 Q2 同比提高 1.41pct；毛利率结构性改善，节能服务、绿色智慧医院、高星级酒店毛利率分别提高 25.27/3.03/6.45pct 至 75.9%/32.3%/24.3%。武汉智城开始贡献业绩，上半年分别实现收入、净利 3988/84.5 万元（去年同期收入为 0，净利为-126.6 万元）。
- **拟收购东方延华 27% 少数股东权益，预计可增厚全年 EPS0.017 元。**公司拟收购东方延华节能公司 27% 少数股东权益（收购完成后持股 82%），一方面体现了公司加强咨询及节能业务的战略，另一方面可直接增厚公司业绩。该公司上半年实现收入、净利 1448/435 万元，净利率高达 30%，收购完成后后预计可增厚全年净利润 7.2%，对应 EPS0.017 元。我们预计公司后续仍有可能回购盈利能力较强的控股子公司少数股东权益，从而对业绩形成持续贡献。
- **盈利预测、估值及投资评级。**我们小幅上调 2014/15 两年盈利预测，预测 2013~15 年 EPS 分别为 0.24/0.35/0.48 元（原预测分别为 0.24/0.34/0.47 元，按增发摊薄后股本计算）。考虑到公司目前处于业务转型初见成效、业绩确定性反转的阶段，我们认为可给予公司 2014 年 40 倍 PE，对应目标价 14 元，维持“买入”评级。

建筑研究组

分析师:

鲍荣富(S1180513070004)

电话: 021-51782230

Email: baorongfu@hysec.com

傅 盈(S1180113080027)

电话: 021-51782238

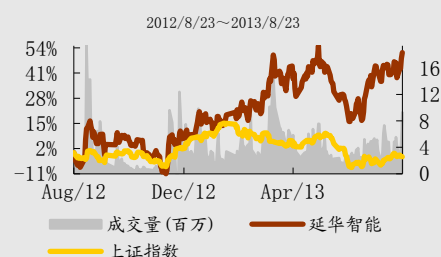
Email: fuying@hysec.com

周蓉姿(S1180050120006)

电话: 010-88085227

Email: zhourongzi@hysec.com

市场表现



相关研究

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	478	602	928	1191	1530
增长率(%)	30.1	25.9	54.1	28.3	28.4
归母净利润(百万)	-9	18	41	60	83
增长率(%)	-159.3	286.9	130.7	47.3	39.0
每股收益	-0.05	0.10	0.24	0.35	0.48
市盈率	-235	126	55	37	27

利润表

(百万元)

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	478	602	928	1,191	1,530
营业成本	398	488	744	949	1,210
毛利率	16.8%	18.9%	19.8%	20.3%	20.9%
营业税金及附加	13	14	21	27	34
营业费用	12	13	20	26	32
营业费用率	2.58%	2.18%	2.20%	2.15%	2.10%
管理费用	36	52	78	99	127
管理费用率	7.56%	8.61%	8.40%	8.35%	8.30%
财务费用	8	13	9	8	9
财务费用率	1.76%	2.12%	0.94%	0.64%	0.57%
投资收益	3	6	7	8	9
营业利润	34	31	59	87	122
营业利润率	7.04%	5.17%	6.36%	7.34%	7.97%
营业外收入	1	1	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	35	32	60	89	124
所得税	-1	8	14	21	29
所得税率	-3.2%	23.6%	23.6%	23.6%	23.6%
少数股东损益	5	3	6	8	11
归属母公司股东的净利润	-9	18	41	60	83
净利率	-1.96%	2.92%	4.37%	5.01%	5.42%
每股收益(元)(摊薄)	-0.05	0.10	0.24	0.35	0.48

现金流量表

(百万元)

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	-9	18	41	60	83
少数股东损益	5	3	6	8	11
折旧和摊销	3	7	9	10	11
营运资金变动	14	16	-82	-63	-83
其他	24	11	5	3	4
经营现金流	36	54	-22	18	26
资本支出	-40	-20	-18	-13	-13
投资收益	2	2	7	8	9
资产变卖	1	2	0	0	0
其他	-43	-13	0	0	0
投资现金流	-80	-30	-11	-5	-5
发行股票	0	0	327	0	0
负债变化	107	-15	-23	8	28
股息支出	-8	-13	-12	-18	-25
其他	8	0	-9	-8	-9
融资现金流	106	-28	283	-18	-5
现金净增加额	62	-4	251	-5	16

资料来源: 公司公告, 宏源证券研究部

资产负债表

(百万元)

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	206	198	448	443	459
存货	175	222	335	427	545
应收账款	161	137	213	273	351
其他流动资产	38	54	82	105	135
流动资产	580	610	1,078	1,248	1,489
固定资产	62	133	141	142	143
长期股权投资	48	65	65	65	65
无形资产	0	0	0	1	1
其他长期资产	63	23	24	26	27
非流动资产	172	221	230	234	237
资产总计	752	831	1,309	1,482	1,726
短期借款	199	173	150	158	186
应付账款	125	168	246	313	399
其他流动负债	78	105	166	214	274
流动负债	401	446	562	685	859
长期负债	4	14	14	14	14
其他长期负债	3	2	2	2	2
非流动性负债	6	17	17	17	17
负债合计	408	462	578	702	876
股本	134	134	172	172	172
资本公积	111	110	400	400	400
股东权益合计	301	318	674	715	774
少数股东权益	44	51	56	65	76
负债股东权益总计	752	831	1,309	1,482	1,726

主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
增长率					
营业收入	22.88	25.89	54.09	28.33	28.45
营业利润	76.33	(7.59)	89.64	48.06	39.44
净利润	(159.32)	(286.91)	130.73	47.25	38.98
利润率(%)					
毛利率(%)	16.85	18.92	19.80	20.34	20.89
EBIT Margin(%)	3.90	5.88	6.95	7.59	8.24
EBITDA Margin(%)	4.49	7.06	7.89	8.40	8.93
净利率(%)	(1.96)	2.92	4.37	5.01	5.42
回报率(%)					
净资产收益率(%)	(3.12)	5.67	8.17	8.59	11.14
总资产收益率(%)	(1.33)	2.36	3.99	4.47	5.41
其他(%)					
资产负债率(%)	54.19	55.60	44.20	47.35	50.76
所得税率(%)	(3.18)	23.56	23.56	23.56	23.56
股利支付率(%)	0.00	0.00	30.00	30.00	30.00

作者简介:

鲍荣富: 鲍荣富: 宏源证券研究所建筑工程行业研究员, 复旦大学经济学硕士。

五年房地产开发企业从业经历。 2012 年《新财富》最佳分析师建筑工程行业第一名(团队成员)。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。