

延华智能(002178.SZ)

其他通信设备行业

评级：增持 维持评级

业绩点评

市价(人民币)：13.51元

## 延华智能三季报业绩点评

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	110.50
总市值(百万元)	23.11
年内股价最高最低(元)	14.04/7.58
沪深300指数	2400.51
中小板指数	6102.59



### 相关报告

- 1.《公司积淀完备,只待行业发展东风》, 2013.10.11

### 公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	-0.070	0.131	0.195	0.302	0.428
每股净资产(元)	2.24	2.37	3.82	3.99	4.29
每股经营性现金流(元)	0.27	0.40	0.06	-0.08	-0.07
市盈率(倍)	-137.75	71.17	69.27	44.79	31.56
行业优化市盈率(倍)	N/A	110.28	53.92	53.92	53.92
净利润增长率(%)	N/A	N/A	91.21%	54.65%	41.92%
净资产收益率(%)	-3.12%	5.52%	5.10%	7.55%	9.98%
总股本(百万股)	134.40	134.40	172.18	172.18	172.18

来源：公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 10月25日，延华智能发布三季报：报告期内，公司实现营业收入6.24亿元，相比上年同期增长47.53%，实现归属于上市公司股东净利润2805万元，相比上年同期增长90.88%。

### 经营分析

- **公司收入、利润保持较快增长：**报告期内，公司收入同比增长47.53%，归属于上市公司股东净利润同比增长90.88%，保持了较快增长，单季度来看，公司营业收入增长24.68%，增速有所放缓，但由于会计准则变更影响，单季度利润大幅上涨174.8%，在剔除会计估计变更的调增影响后，公司1-9月归属于上市公司股东净利润同比增长35.86%。
- **公司毛利率、收现比有所下滑：**报告期内，公司销售毛利率为18.20%，相比上年同期下降1.44个百分点，但由于会计估计变更调增影响，公司净利率相比上年同期增长了1.01个百分点，为4.85%。报告期内，公司存货增速较快，一定程度上影响了公司现金流情况，使得收现比指标同比下降5个百分点，为71%。
- **公司产业链、区域布局、资金上积淀成熟：**1、近年来公司通过对产业链横向或纵向收购，增强协同能力，提升利润率和项目体量；2、公司区域布局完善，尤其是智城模式，让公司和政府之间达成双赢，缩短了公司异地布局的周期，目前情况来看，武汉智城收入增长较快，随着后续武汉智慧城市投入的加大，我们预计武汉智城业务量将继续增加；3、资金方面，公司此次顺利增发，不仅有效补充了流动资金，也为后续研发、区域扩张、EMC、BT项目推进，收并购战略实施创造了良好的条件。
- **借市场东风，迎快速增长：**行业市场空间广阔，仅考虑试点城市后续建设，未来几年内投资将超过3000亿；此次上海自贸区设立，无论政府层面还是企业层面，对于建筑智能化、数据中心和机房建设均存在新增需求，利好上海本地智能化企业。

### 投资建议

- 预计公司2013-2015年EPS分别为0.20、0.30、0.43元，分别对应69、45、32倍估值水平，目前公司市值仅23亿，考虑到行业后续广阔空间以及后续仍存在业绩超预期可能，给予公司“增持”评级。

### 风险

- 政府智慧城市投资进度低于预期

图表1：三张报表

损益表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>主营业务收入</b>	<b>389</b>	<b>478</b>	<b>602</b>	<b>829</b>	<b>1,229</b>	<b>1,772</b>
增长率	22.9%	25.9%	37.7%	48.2%	44.1%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-321</b>	<b>-398</b>	<b>-488</b>	<b>-679</b>	<b>-1,005</b>	<b>-1,445</b>
% 销售收入	82.4%	83.2%	81.1%	81.8%	81.8%	81.5%
<b>毛利</b>	<b>68</b>	<b>81</b>	<b>114</b>	<b>151</b>	<b>224</b>	<b>327</b>
% 销售收入	17.6%	16.8%	18.9%	18.2%	18.2%	18.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-11</b>	<b>-13</b>	<b>-14</b>	<b>-21</b>	<b>-31</b>	<b>-44</b>
% 销售收入	2.8%	2.8%	2.2%	2.5%	2.5%	2.5%
<b>营业费用</b>	<b>-15</b>	<b>-12</b>	<b>-13</b>	<b>-17</b>	<b>-25</b>	<b>-35</b>
% 销售收入	3.7%	2.6%	2.2%	2.0%	2.0%	2.0%
<b>管理费用</b>	<b>-22</b>	<b>-36</b>	<b>-52</b>	<b>-79</b>	<b>-104</b>	<b>-147</b>
% 销售收入	5.5%	7.6%	8.6%	9.5%	8.5%	8.3%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>22</b>	<b>19</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>64</b>	<b>100</b>
% 销售收入	5.6%	3.9%	5.9%	4.2%	5.2%	5.7%
<b>财务费用</b>	<b>-2</b>	<b>-8</b>	<b>-13</b>	<b>-4</b>	<b>1</b>	<b>-3</b>
% 销售收入	0.5%	1.8%	2.1%	0.5%	-0.1%	0.2%
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>-20</b>	<b>-2</b>	<b>7</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
% 税前利润	n.a	-55.3%	22.8%	10.4%	6.8%	4.8%
<b>营业利润</b>	<b>19</b>	<b>-7</b>	<b>27</b>	<b>43</b>	<b>69</b>	<b>98</b>
<b>营业利润率</b>	<b>5.0%</b>	<b>n.a</b>	<b>4.5%</b>	<b>5.2%</b>	<b>5.6%</b>	<b>5.6%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>税前利润</b>	<b>20</b>	<b>-6</b>	<b>28</b>	<b>48</b>	<b>74</b>	<b>103</b>
<b>利润率</b>	<b>5.1%</b>	<b>n.a</b>	<b>4.7%</b>	<b>5.8%</b>	<b>6.0%</b>	<b>5.8%</b>
<b>所得税</b>	<b>-4</b>	<b>1</b>	<b>-8</b>	<b>-10</b>	<b>-15</b>	<b>-21</b>
<b>所得税率</b>	<b>21.0%</b>	<b>n.a</b>	<b>27.0%</b>	<b>20.0%</b>	<b>20.0%</b>	<b>20.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>16</b>	<b>-5</b>	<b>21</b>	<b>39</b>	<b>59</b>	<b>83</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净：</b>	<b>16</b>	<b>-9</b>	<b>18</b>	<b>34</b>	<b>52</b>	<b>74</b>
<b>净利率</b>	<b>4.1%</b>	<b>n.a</b>	<b>2.9%</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.2%</b>

现金流量表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>净利润</b>	<b>16</b>	<b>-5</b>	<b>21</b>	<b>39</b>	<b>59</b>	<b>83</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>2</b>	<b>23</b>	<b>9</b>	<b>4</b>	<b>16</b>	<b>20</b>
<b>非经营收益</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>4</b>	<b>-3</b>	<b>0</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-59</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>-36</b>	<b>-84</b>	<b>-114</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-39</b>	<b>36</b>	<b>54</b>	<b>10</b>	<b>-13</b>	<b>-12</b>
<b>资本开支</b>	<b>-24</b>	<b>-40</b>	<b>-20</b>	<b>-53</b>	<b>-44</b>	<b>-45</b>
<b>投资</b>	<b>-9</b>	<b>-43</b>	<b>-13</b>	<b>-13</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-32</b>	<b>-80</b>	<b>-30</b>	<b>-61</b>	<b>-39</b>	<b>-40</b>
<b>股权募资</b>	<b>25</b>	<b>8</b>	<b>0</b>	<b>329</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>41</b>	<b>107</b>	<b>-15</b>	<b>-52</b>	<b>-64</b>	<b>167</b>
<b>其他</b>	<b>-10</b>	<b>-8</b>	<b>-13</b>	<b>-10</b>	<b>-29</b>	<b>-32</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>56</b>	<b>106</b>	<b>-29</b>	<b>266</b>	<b>-93</b>	<b>134</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-16</b>	<b>62</b>	<b>-4</b>	<b>215</b>	<b>-146</b>	<b>82</b>

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>货币资金</b>	<b>135</b>	<b>206</b>	<b>198</b>	<b>413</b>	<b>268</b>	<b>350</b>
<b>应收款项</b>	<b>119</b>	<b>179</b>	<b>168</b>	<b>226</b>	<b>330</b>	<b>470</b>
<b>存货</b>	<b>156</b>	<b>175</b>	<b>222</b>	<b>279</b>	<b>413</b>	<b>594</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>51</b>	<b>21</b>	<b>23</b>	<b>36</b>	<b>52</b>	<b>74</b>
<b>流动资产</b>	<b>461</b>	<b>580</b>	<b>610</b>	<b>954</b>	<b>1,063</b>	<b>1,488</b>
% 总资产	88.8%	77.1%	73.4%	77.5%	77.3%	81.2%
<b>长期投资</b>	<b>16</b>	<b>49</b>	<b>77</b>	<b>90</b>	<b>89</b>	<b>89</b>
<b>固定资产</b>	<b>40</b>	<b>111</b>	<b>133</b>	<b>164</b>	<b>193</b>	<b>220</b>
% 总资产	7.7%	14.8%	16.0%	13.3%	14.0%	12.0%
<b>无形资产</b>	<b>0</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>20</b>	<b>28</b>	<b>34</b>
<b>非流动资产</b>	<b>58</b>	<b>172</b>	<b>221</b>	<b>276</b>	<b>312</b>	<b>345</b>
% 总资产	11.2%	22.9%	26.6%	22.5%	22.7%	18.8%
<b>资产总计</b>	<b>520</b>	<b>752</b>	<b>831</b>	<b>1,231</b>	<b>1,375</b>	<b>1,833</b>
<b>短期借款</b>	<b>92</b>	<b>199</b>	<b>173</b>	<b>133</b>	<b>73</b>	<b>240</b>
<b>应付款项</b>	<b>85</b>	<b>183</b>	<b>254</b>	<b>324</b>	<b>479</b>	<b>689</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>13</b>	<b>20</b>	<b>18</b>	<b>56</b>	<b>73</b>	<b>95</b>
<b>流动负债</b>	<b>190</b>	<b>401</b>	<b>446</b>	<b>513</b>	<b>624</b>	<b>1,023</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>14</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债</b>	<b>193</b>	<b>408</b>	<b>462</b>	<b>517</b>	<b>624</b>	<b>1,023</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>310</b>	<b>301</b>	<b>318</b>	<b>658</b>	<b>688</b>	<b>739</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>17</b>	<b>44</b>	<b>51</b>	<b>56</b>	<b>63</b>	<b>72</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>520</b>	<b>752</b>	<b>831</b>	<b>1,231</b>	<b>1,375</b>	<b>1,833</b>

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.165	-0.070	0.131	0.195	0.302	0.428
每股净资产	3.233	2.239	2.368	3.821	3.993	4.291
每股经营现金净流	-0.407	0.267	0.405	0.060	-0.077	-0.069
每股股利	0.000	0.000	0.050	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
净资产收益率	5.10%	-3.12%	5.52%	5.10%	7.55%	9.98%
总资产收益率	3.05%	-1.25%	2.11%	2.73%	3.78%	4.02%
投入资本收益率	4.08%	2.76%	4.65%	3.26%	6.25%	7.64%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	30.08%	22.88%	25.89%	37.71%	48.19%	44.14%
EBIT增长率	20.41%	-13.77%	89.91%	-2.01%	85.19%	56.01%
净利润增长率	-1.60%	N/A	N/A	91.21%	54.65%	41.92%
总资产增长率	18.62%	44.77%	10.48%	48.06%	11.69%	33.37%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	76.0	100.5	90.3	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	169.3	151.6	148.2	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	76.5	88.1	109.4	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	37.6	47.0	80.7	63.0	45.0	32.7
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-13.28%	-0.94%	-2.82%	-38.66%	-25.94%	-13.62%
EBIT利息保障倍数	10.8	2.2	2.8	9.2	-50.8	28.9
资产负债率	37.06%	54.19%	55.60%	42.01%	45.42%	55.78%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	3	6	9
增持	0	2	2	2	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.67	1.50	1.38	1.32

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

日期	评级	市价	目标价
1 2013-10-11	增持	12.43	N/A
2 2013-10-13	增持	12.43	N/A

来源：国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持


**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；  
 中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；  
 减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：(8621)-61038271  
传真：(8621)-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-6621 6979  
传真：010-6621 6793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD