

智城模式全国化复制且快速落地

买入 维持

目标价格：20.00元

事项：

公司1月27日发布公告，近日公司收到仁怀市公安局发出的中标通知书，确定公司为仁怀市城市监控与报警系统建设项目的中标单位，中标金额为6366.46万元，占公司2012年度经审计营业总收入的10.57%。

简评：

- **延华智城模式在全国实现规模化复制，且项目快速落地。**仁怀为遵义下属县级市，为国酒茅台的故乡。公司已于1月8日签署智慧遵义框架协议，总投资规模预计为10.49亿元。我们认为，尽管仁怀项目不在智慧遵义框架范围内，但确是公司在遵义市场深耕细作取得的又一重要突破。这标志着公司智慧城市模式在全国规模化复制并快速落地，初步建立起较强的品牌和核心竞争力，且公司在武汉、三亚、库车、仁怀等地获得的项目均为非垫资类的工程项目。我们判断，公司在武汉、海南、遵义等地的智慧城市项目将于14-15年集中落地，从而推动签约金额持续快速增长。
- **公司向智慧城市转型初获成功，股权激励助力高成长。**公司武汉智城2013年前7个月中标金额约1.4亿元，我们判断武汉智城“三年再造延华”的目标大概率会实现。海南智城未来两年将贡献业绩，集公交、旅游和市政缴费等于一体的一卡通已于2013年6月投运，近期又中标4837万元三亚智能交通项目。遵义智城预计2014年起订单将陆续落地。公司股权激励解锁业绩条件较高，对应14-16年经常性净利润增长率分别为40.00%、28.57%和22.22%，三年CAGR达到30.06%。
- **13/14两年高增长趋势已确立。**我们预计公司高端咨询、节能服务、绿色智慧医院、星级酒店、博览会展等业务近两年将持续快速增长，结构改善将驱动毛利率稳步提升。武汉、三亚、遵义将陆续进入高速增长期。此外，少数股东权益收购、非经常性损益亦将显著增厚业绩。
- **盈利预测、估值及投资评级。**我们预测2013~15年EPS为0.23/0.40/0.56元。考虑到公司处于业务转型、业绩反转阶段，目标价20.00元（对应14年50倍PE），维持“买入”评级。

| 主要经营指标 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万) | 478 | 602 | 928 | 1269 | 1631 |
| 增长率 (%) | 30.1 | 25.9 | 54.1 | 36.7 | 28.5 |
| 归母净利润(百万) | -9 | 18 | 39 | 69 | 96 |
| 增长率 (%) | -159.3 | 286.9 | 122.2 | 76.1 | 40.0 |
| 每股收益 | -0.05 | 0.10 | 0.23 | 0.40 | 0.56 |
| 市盈率 | -351 | 188 | 84 | 48 | 34 |

建筑工程行业研究组

分析师：

鲍荣富(S1180513070004)

电话：021-51782230

Email: baorongfu@hysec.com

傅 盈(S1180513100001)

电话：021-51782238

Email: fuying@hysec.com

研究助理：

姜天骄

电话：010-88013525

Email: jiangtianjiao@hysec.com

市场表现



利润表
(百万元)

| 指标名称 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 478 | 602 | 928 | 1,269 | 1,631 |
| 营业成本 | 398 | 488 | 747 | 1,007 | 1,288 |
| 毛利率 | 16.8% | 18.9% | 19.6% | 20.6% | 21.0% |
| 营业税金及附加 | 13 | 14 | 21 | 29 | 37 |
| 营业费用 | 12 | 13 | 20 | 27 | 33 |
| 营业费用率 | 2.58% | 2.18% | 2.20% | 2.10% | 2.05% |
| 管理费用 | 36 | 52 | 78 | 105 | 135 |
| 管理费用率 | 7.56% | 8.61% | 8.40% | 8.30% | 8.25% |
| 财务费用 | 8 | 13 | 9 | 8 | 10 |
| 财务费用率 | 1.76% | 2.12% | 0.94% | 0.61% | 0.61% |
| 投资收益 | 3 | 6 | 7 | 8 | 9 |
| 营业利润 | 34 | 31 | 57 | 97 | 132 |
| 营业利润率 | 7.04% | 5.17% | 6.11% | 7.68% | 8.12% |
| 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 | 58 | 99 | 134 |
| 所得税 | -1 | 8 | 14 | 23 | 32 |
| 所得税率 | -3.2% | 23.6% | 23.6% | 23.6% | 23.6% |
| 少数股东损益 | 5 | 3 | 5 | 7 | 6 |
| 归属母公司股东的净利润 | -9 | 18 | 39 | 69 | 96 |
| 净利率 | -1.96% | 2.92% | 4.21% | 5.42% | 5.90% |
| 每股收益(元)(摊薄) | -0.05 | 0.10 | 0.23 | 0.40 | 0.56 |

资产负债表
(百万元)

| 指标名称 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|----------|------|------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 206 | 198 | 445 | 430 | 489 |
| 存货 | 175 | 222 | 336 | 453 | 580 |
| 应收账款 | 161 | 137 | 213 | 291 | 374 |
| 其他流动资产 | 38 | 54 | 82 | 112 | 143 |
| 流动资产 | 580 | 610 | 1,076 | 1,286 | 1,586 |
| 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 | 1,307 | 1,519 | 1,823 |
| 短期借款 | 199 | 173 | 150 | 158 | 231 |
| 应付账款 | 125 | 168 | 246 | 332 | 425 |
| 其他流动负债 | 78 | 105 | 165 | 229 | 293 |
| 流动负债 | 401 | 446 | 561 | 719 | 949 |
| 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 | 735 | 966 |
| 股本 | 134 | 134 | 172 | 172 | 172 |
| 资本公积 | 111 | 110 | 400 | 400 | 400 |
| 股东权益合计 | 301 | 318 | 673 | 721 | 788 |
| 少数股东权益 | 44 | 51 | 56 | 63 | 69 |
| 负债股东权益总计 | 752 | 831 | 1,307 | 1,519 | 1,823 |

现金流量表
(百万元)

| 指标名称 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|--------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润 | -9 | 18 | 39 | 69 | 96 |
| 少数股东损益 | 5 | 3 | 5 | 7 | 6 |
| 折旧和摊销 | 3 | 7 | 9 | 10 | 11 |
| 营运资金变动 | 14 | 16 | -84 | -79 | -89 |
| 其他 | 24 | 11 | 5 | 4 | 6 |
| 经营现金流 | 36 | 54 | -25 | 11 | 30 |
| 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 | 74 |
| 股息支出 | -8 | -13 | -12 | -21 | -29 |
| 其他 | 8 | 0 | -9 | -8 | -10 |
| 融资现金流 | 106 | -28 | 284 | -21 | 35 |
| 现金净增加额 | 62 | -4 | 247 | -15 | 60 |

| 主要财务指标 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------------|----------|----------|--------|-------|-------|
| 增长率 | | | | | |
| 营业收入 | 22.88 | 25.89 | 54.09 | 36.70 | 28.54 |
| 营业利润 | 76.33 | (7.59) | 82.14 | 71.65 | 35.94 |
| 净利润 | (159.32) | (286.91) | 122.22 | 76.09 | 40.03 |
| 利润率 (%) | | | | | |
| 毛利率 (%) | 16.85 | 18.92 | 19.55 | 20.63 | 21.01 |
| EBIT Margin (%) | 3.90 | 5.88 | 6.70 | 7.98 | 8.46 |
| EBITDA Margin (%) | 4.49 | 7.06 | 7.64 | 8.74 | 9.11 |
| 净利率 (%) | (1.96) | 2.92 | 4.21 | 5.42 | 5.90 |
| 回报率 (%) | | | | | |
| 净资产收益率 (%) | (3.12) | 5.67 | 7.88 | 9.86 | 12.76 |
| 总资产收益率 (%) | (1.33) | 2.36 | 3.84 | 5.08 | 6.00 |
| 其他 (%) | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 54.19 | 55.60 | 44.22 | 48.41 | 52.97 |
| 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 |

资料来源：公司公告，宏源证券研究所预测

作者简介:

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）。2013 年水晶球建筑工程行业第二名，新财富建筑工程行业第六名。

傅盈: 宏源证券研究所建筑工程行业研究员，工科硕士，四年建筑企业及行业监管部门从业经历。2013 年水晶球建筑工程行业第二名，新财富建筑工程行业第六名。

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 | 李冠英 | | 13918666009 | liguanying@hysec.com |
| | | 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 | zhao Yue@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 |
| 银行/信托 | | 张瑶 | 010-88013560 | 13581537296 | zhangyao@hysec.com |
| | | 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范围包括证券投资咨询业务。