



智城之花结硕果，深耕奠基高增长

买入 维持

目标价格：20.00 元

报告摘要：

- 业绩翻番增长，主要来自收入增长（贡献 28.8pct）、毛利率提升（贡献 0.4pct）及非经常性损益（贡献 60.1pct）。我们于 13 年 3 月在市场上第一个提出公司“业务转型、业绩反转，并预测 13 年业绩增长翻番”。公司 2013 年营业收入 7.76 亿元，YOY+28.83%；归属于母公司股东的净利润 3763 万元，YOY+114.24%。业绩增长主要来自于：
 - （1）武汉、三亚等智城业务快速落地，全国区域中心拓展，智慧建筑/医疗/交通/节能/咨询齐头并进，带动新签订单快速增长（预计期末在手合同约 5.4 亿元，锁定我们预测 14 年收入的 51%）；
 - （2）节能、软件咨询等高毛利率业务迅猛增长，拉动整体毛利率提升（节能/软件毛利率分别达 45.65%/59.34%，收入 YOY+178.65%/+137.92%）。
 - （3）坏账准备计提会计政策变更、政府补贴等非经常性损益贡献。
- 东方延华、武汉智城、普陀小贷三家公司业绩占比达 55%，公司收益质量、现金流状况均显著改善，未来业绩储备充足。（1）尽管公司智慧医疗、节能、软件咨询毛利率均有所下降，但考虑到外地智慧医院处于开拓及结算初期，节能从设计咨询转型“设计咨询+工程服务”，软件与咨询从纯咨询转型“咨询+软件服务”，三块业务未来均将快速增长，且毛利率存改善空间。（2）现金流状况继续改善且远好于同业：收现比 1.07（去年 1.00），应收账款/营收 14.2%（同比下降 8.2pct）；盈利能力、营运周转均有改善；（3）项目储备充足、收入确认稳健，合同能源管理等在建项目即将进入效益分享期。
- 深耕细作，2014 年仍将高速增长。（1）智城模式加速扩张，武汉进入收获期，三亚、遵义贡献增量。（2）通过商业模式创新及资金带动，节能、咨询、智慧医疗、智能交通等快速增长。（3）增发后资金实力显著增强，为外延扩张创造条件，股票激励加速业绩释放。
- 盈利预测、估值及投资评级。我们预测 2014~16 年 EPS 为 0.35/0.50/0.70 元。综合考虑行业估值及公司处于持续高增长阶段，目标价 20.00 元（对应 15 年 40 倍 PE），维持“买入”评级。

建筑工程行业研究组

分析师：

鲍荣富(S1180513070004)

电话：021-51782230

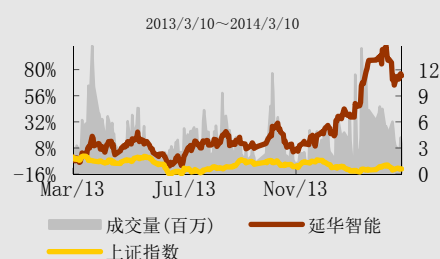
Email: baorongfu@hysec.com

傅 盈(S1180513100001)

电话：021-51782238

Email: fuying@hysec.com

市场表现



相关研究

《公司动态跟踪报告*延华智能：持续高增长态势已确立》

2014/1/27

《公司动态跟踪报告*延华智能：转型初获成功，激励助力高成长》

2014/1/15

《公司动态跟踪报告*延华智能：签约智慧遵义，智城梅开三度》

2014/1/9

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	602	776	1059	1397	1808
增长率 (%)	22.9	28.8	36.5	31.9	29.4
归母净利润(百万)	18	38	60	87	120
增长率 (%)	286.9	114.2	59.7	44.2	38.8
每股收益	0.10	0.22	0.35	0.50	0.70
市盈率	175	81	51	35	25

利润表(百万元)

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	602	776	1,059	1,397	1,808
营业成本	488	629	842	1,102	1,417
毛利率	18.9%	19.0%	20.5%	21.1%	21.6%
营业税金及附加	14	23	26	35	45
营业费用	13	18	22	28	35
营业费用率	2.18%	2.29%	2.10%	2.00%	1.95%
管理费用	52	72	87	113	145
管理费用率	8.61%	9.30%	8.20%	8.10%	8.00%
财务费用	13	13	8	10	15
财务费用率	2.12%	1.62%	0.77%	0.75%	0.83%
投资收益	6	4	4	5	5
营业利润	31	14	76	110	152
营业利润率	5.17%	1.80%	7.17%	7.88%	8.39%
营业外收入	1	13	16	18	19
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	32	27	92	127	171
所得税	8	5	18	25	34
所得税率	23.6%	20.2%	20.0%	20.0%	20.0%
少数股东损益	3	7	13	15	16
归属于母公司股东的净利润	18	38	60	87	120
净利率	2.92%	4.85%	5.67%	6.20%	6.65%
EPS (元)	0.10	0.22	0.35	0.50	0.70

现金流量表 (百万元)

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	18	38	60	87	120
少数股东权益	3	7	13	15	16
折旧和摊销	288	263	9	10	11
营运资金变动	411	556	33	-38	-48
其他	3	149	-83	9	14
经营现金流	723	1,013	32	83	114
资本支出	25	29	-18	-13	-13
投资收益	45	58	4	5	5
资产变卖	-574	-837	0	0	0
其他	503	750	0	0	0
投资现金流	0	0	-14	-8	-9
发行股票	-2	5	0	0	0
负债变化	35	980	-10	63	69
股息支出	0	0	-18	-26	-36
其他	-33	-985	-8	-10	-15
融资现金流	0	0	-36	27	18
现金及现金等价物	723	1,013	-17	101	123

资产负债表(百万元)

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	198	335	318	419	542
存货	222	345	421	551	709
应收账款	137	113	156	205	266
其他流动资产	54	190	202	215	232
流动资产	610	984	1,096	1,391	1,749
固定资产	133	129	140	146	152
长期股权投资	65	65	65	65	65
无形资产	0	0	0	1	1
其他长期资产	23	21	17	14	10
非流动资产	221	215	224	226	228
资产总计	831	1,198	1,319	1,617	1,977
短期借款	173	168	146	209	278
应付账款	168	240	321	420	540
其他流动负债	105	94	187	246	317
流动负债	446	501	654	875	1,135
长期负债	14	0	0	0	0
其他长期负债	2	4	7	7	7
非流动性负债	17	4	7	7	7
负债合计	462	506	660	882	1,142
股本	134	172	172	172	172
资本公积	110	389	389	389	389
股东权益合计	256	577	619	679	764
少数股东权益	51	27	40	56	72
负债股东权益总计	831	1,198	1,319	1,617	1,977

主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
增长率 (%)					
营业收入	25.89	28.83	36.50	31.92	29.42
营业利润	(7.59)	(55.18)	443.55	45.08	37.87
净利润	(286.91)	114.24	59.70	44.15	38.83
利润率 (%)					
毛利率	18.92	18.97	20.51	21.13	21.61
EBIT Margin	5.88	4.41	7.71	8.53	9.16
EBITDA Margin	53.74	38.33	8.55	9.25	9.79
净利率	2.92	4.85	5.67	6.20	6.65
回报率 (%)					
净资产收益率	6.85	9.03	10.05	13.34	16.67
总资产收益率	2.25	3.86	4.90	6.10	6.94
其他 (%)					
资产负债率	55.60	42.20	50.05	54.54	57.74
所得税率	23.56	20.17	20.00	20.00	20.00
股利支付率	0.00	0.00	30.00	30.00	30.00

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	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	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

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。