

限制性股票授予，智城落地结硕果

延华智能 (002178.SZ)

推荐 首次评级

核心观点:

1. 事件

公司 5 月 28 日发布公告：完成限制性股票授予。(1) 授予日：2014 年 5 月 27 日。(2) 授予价格：3.39 元/股。(3) 授予数量：拟授予总量 1187.13 万股；其中首次拟授予数量 1069.53 万股，预留份额 117.6 万股。(4) 股票来源：向激励对象定向发行人民币普通股股票。(5) 解锁业绩条件：以 2013 年为基准年，首次、第二次、第三次解锁业绩条件为公司 2014 年度、2015 年度、2016 年度净利润较 2013 年度净利润增长率不低于 40%、80%、120%，扣非后 ROE 分别不低于 7%、8%、9%。在解锁期内按每年 30%:30%:40% 的比例分批逐年解锁。

2. 我们的分析与判断

我们于 2013 年 3 月 6 日在资本市场第一个提出公司“业务转型、业绩反转”的逻辑，并先后发布公司深度报告、跟踪报告 8 篇，目前公司发展态势已基本验证我们当时的判断。

(一) 限制性股票授予将促公司业绩加速增长

我们认为，此次激励对象范围广、解锁条件高。对于公司管理团队做大市值，加速业绩释放具有重要意义。

行权条件：相当于 2014-16 年扣非后净利润增长分别达 40.0%、28.6%、22.2%。考虑到 2013 年扣非后 ROE 仅为 5.8%，若达到 7%、8%、9% 的扣非后加权 ROE 条件，我们测算 2014-16 年扣非后净利润增速应分别达到 70%、30%、29%。

激励成本及影响测算：首次授予限制性股票成本 3,893.74 万元，其中 2014-2017 年 1,380.86/1,600.46/715.02/197.40 万元，对 EPS 影响分别达 0.037/0.042/0.019/0.005 元，分别占我们预测公司 14-16 年 EPS 的 20.4%、15.0%和 4.7%。

(二) 智城模式屡结硕果，2014 年将是落地年

经过公司智慧城市的全国布局，我们判断 2014 年将是公司订单及业绩落地年。(1) 智城模式订单及业绩落地：根据公司所涉足城市的智慧城市业务体量，我们预计武汉智城（1.0 版，合资公司做工程业务）新签订单翻倍以上增长；海南智城（2.0 版，参股公司参与运营）预计可实现盈利；遵义智城、贵安智城（3.0 版，合资公司从顶层设计开始参与）14 年可贡献较大体量订单。(2) 通过商业模式创新及资金带动，节能、咨询、智慧医疗、智能交通等业务有望快速增长。(3) 增发后资金实力显著增强，为外延布局扩张创造条件，股票激励加速业绩释放，我们预计公司未来三年业绩将持续高增长。

分析师

鲍荣富

建筑工程行业首席分析师

☎: 021-20252629

✉: baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514050003

傅盈

☎: 021-20252602

✉: fuying@chinastock.com.cn

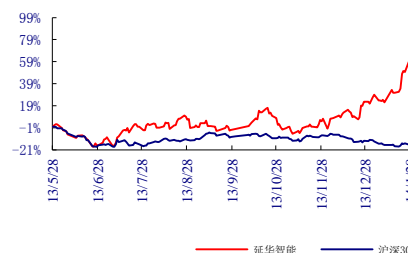
执业证书编号: S0130514050008

市场数据

时间 2014.05.26

A 股收盘价(元)	9.22
A 股一年内最高价(元)	21.94
A 股一年内最低价(元)	8.11
上证指数	2169.35
市净率	5.01
总股本(万股)	36157.33
实际流通 A 股(万股)	23204.36
限售的流通 A 股(万股)	12952.97
流通 A 股市值(亿元)	21.39

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

《延华智能：智城之花开硕果，深耕奠基高增长》2014/3/10

《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

《转型初见效，收购少数权益增业绩》2013/8/22
《延华智能 (002178) 投资价值分析报告—转型智慧城市，业绩反转向上》2013/3/6

3. 投资建议

我们预测 2014~16 年 EPS 为 0.18/0.29/0.41 元，且后续业绩有持续超预期可能。综合考虑行业估值及公司处于持续高增长阶段，目标价 11.60 元（对应 15 年 40 倍 PE），首次给予“推荐”评级。

4. 风险提示

宏观经济波动风险、应收账款风险等。

表 1：公司盈利预测及估值表

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	602	776	1093	1483	1968
增长率 YoY%	22.9	28.8	40.9	35.7	32.7
净利润(百万元)	18	38	68	106	153
增长率 YoY%	286.9	114.2	79.9	57.3	43.9
毛利率%	18.9	19.0	21.7	22.3	22.6
净资产收益率 ROE%	5.5	5.7	10.1	14.2	17.5
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.05	0.10	0.18	0.29	0.41
每股净资产(元)	0.85	1.79	1.79	2.02	2.35
PE	194	90	50	32	22
PB	10.7	5.1	5.1	4.5	3.9

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部预测；股价为 2014 年 5 月 28 日收盘价



利润表(百万元)					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	602	776	1,093	1,483	1,968
营业成本	488	629	856	1,152	1,523
毛利率	18.9%	19.0%	21.7%	22.3%	22.6%
营业税金及附加	14	23	27	37	49
营业费用	13	18	22	27	33
营业费用率	2.18%	2.29%	2.00%	1.85%	1.70%
管理费用	52	72	102	130	167
管理费用率	8.61%	9.30%	9.30%	8.80%	8.50%
财务费用	13	13	7	8	12
财务费用率	2.12%	1.62%	0.66%	0.56%	0.63%
投资收益	6	4	5	7	8
营业利润	31	14	82	130	187
营业利润率	5.17%	1.80%	7.49%	8.78%	9.50%
营业外收入	1	13	18	20	22
营业外支出	0	0	0	0	1
利润总额	32	27	100	150	208
所得税	8	5	20	30	42
所得税率	23.6%	20.2%	20.0%	20.0%	20.0%
少数股东损益	3	7	12	13	13
归属于母公司股东的净利润	18	38	68	106	153
净利率	2.92%	4.85%	6.19%	7.18%	7.78%
EPS (元)	0.05	0.10	0.18	0.29	0.41
现金流量表 (百万元)					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	18	38	68	106	153
少数股东权益	3	7	12	13	13
折旧和摊销	288	263	9	10	11
营运资金变动	411	556	28	-39	-54
其他	3	149	-85	6	9
经营现金流	723	1,013	32	96	133
资本支出	25	29	-18	-13	-13
投资收益	45	58	5	7	8
资产变卖	-574	-837	0	0	0
其他	503	750	0	0	0
投资现金流	0	0	-13	-7	-5
发行股票	-2	5	36	0	0
负债变化	35	980	-42	57	61
股息支出	0	0	-14	-21	-31
其他	-33	-985	-7	-8	-12
融资现金流	0	0	-26	27	18
现金及现金等价物	723	1,013	-7	117	146

资产负债表(百万元)					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	198	335	328	445	590
存货	222	345	428	576	761
应收账款	137	113	161	218	289
其他流动资产	54	190	203	219	239
流动资产	610	984	1,119	1,457	1,879
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	1,343	1,684	2,108
短期借款	173	168	114	171	232
应付账款	168	240	326	439	580
其他流动负债	105	94	190	263	348
流动负债	446	501	630	872	1,160
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	637	879	1,167
股本	134	172	372	372	372
资本公积	110	389	242	242	242
股东权益合计	256	577	667	752	875
少数股东权益	51	27	39	52	66
负债股东权益总计	831	1,198	1,343	1,684	2,108
主要财务指标					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入	25.89	28.83	40.88	35.66	32.72
营业利润	(7.59)	(55.18)	486.58	58.99	43.56
净利润	(286.91)	114.24	79.88	57.31	43.89
利润率 (%)					
毛利率	18.92	18.97	21.65	22.31	22.64
EBIT Margin	5.88	4.41	7.85	9.16	9.94
EBITDA Margin	53.74	38.33	8.67	9.84	10.51
净利率	2.92	4.85	6.19	7.18	7.78
回报率 (%)					
净资产收益率	6.85	9.03	10.88	15.00	18.83
总资产收益率	2.25	3.86	5.47	7.25	8.34
其他 (%)					
资产负债率	55.60	42.20	47.42	52.22	55.38
所得税率	23.56	20.17	20.00	20.00	20.00
股利支付率	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部预

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

鲍荣富，行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn