

智慧医疗实现跨越式发展， 商业模式创新值得期待

核心观点：

1. 事件

公司 6 月 3 日发布公告：公司同云南建工水利水电建设有限公司就云南省临沧市人民医院青华医院建筑智能化设备采购、安装工程项目签订施工合同，合同金额为人民币 6,297.54 万元，占公司 2013 年度经审计营业总收入的 8.12%。截至公告日，公司 2014 年累计中标绿色智慧医疗业务项目金额 14,777.02 万元，占 2013 年累计中标绿色智慧医疗业务项目金额的 171.78%。

2. 我们的分析与判断

(一) 智慧医疗实现跨越式发展，后续商业及融资模式创新值得期待

(1) 延华智能医疗的核心竞争力在于“智能(智能)+绿色(节能)+信息化(高效管理)”三位一体，拥有数十个项目的经典案例，其中临沧市人民医院青华绿色智慧医院是全国首个国家级医院类绿色建筑示范工程项目，部分医院正积极创建国内首个医院类绿色建筑三星认证、第一个医院类绿色建筑二星级认证。公司执行总裁、医疗事业部总经理曾担任浙江联众董事总经理。在项目具体设计中，公司对 ICT 基础设施进行整体规划，满足医院将来 10~20 年的扩展需要；集成了智能建筑管理、医疗信息化、医疗机电设备管理、医院节能监控四大功能；应用系统可以通过统一外部系统接口对外进行数据交换或联网运行，例如加入区域医疗卫生系统统一运行。(2) 我们判断公司全年智慧医疗订单及业绩将实现跨越式增长。(3) 公司未来在商业模式上若依托医疗、养老智慧平台及终端数据，拓展大健康产业链；在融资模式上进行 BT、买方信贷等创新，未来智慧医疗业务将实现更大的突破。

(二) 智城模式落地，2014 年订单业绩将爆发增长

经过公司近两年在智慧城市领域的全国化布局，我们判断 2014 年将是公司订单及业绩落地爆发年。(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 2014 年武汉智城（1.0 版，合资公司做工程业务）新签订单及翻倍以上增长；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）预计可贡献较大体量订单。(2) 通过商业模式创新及资金带动，智慧医疗、智能交通、建筑节能、咨询及软件服务等业务有望快速增长。(3) 股票激励加速业绩释放，增发后资金实力显著增强，为外延布局扩张创造条件，我们预计公司未来三年业绩将持续高增长。

延华智能（002178.SZ）

推荐 维持评级

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

建筑工程行业分析师

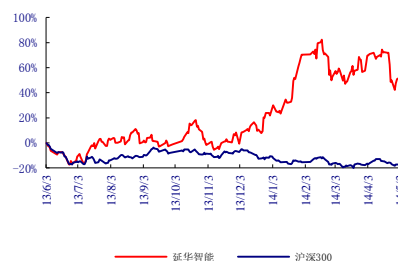
☎：021-20252605

✉：fuying@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050008

| 市场数据 | 时间 2014.06.03 |
|---------------|---------------|
| A 股收盘价(元) | 9.00 |
| 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 | 2149.92 |
| 市净率 | 4.89 |
| 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) | 20.88 |

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

(三) 限制性股票授予将促业绩加速增长

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。

(1) 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%。

(2) 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%。

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），维持“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 | 65 | 106 | 153 |
| 增长率 YoY% | 286.9 | 114.2 | 73.9 | 62.6 | 43.8 |
| 毛利率% | 18.9 | 19.0 | 21.4 | 22.2 | 22.6 |
| 净资产收益率 ROE% | 5.5 | 5.7 | 9.8 | 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 | 2.34 |
| PE | 191 | 89 | 52 | 32 | 22 |
| PB | 10.5 | 5.0 | 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 6 月 3 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 | 859 | 1,153 | 1,524 |
| 毛利率 | 18.9% | 19.0% | 21.4% | 22.2% | 22.6% |
| 营业税金及附加 | 14 | 23 | 27 | 37 | 49 |
| 营业费用 | 13 | 18 | 22 | 27 | 35 |
| 营业费用率 | 2.18% | 2.29% | 2.00% | 1.85% | 1.80% |
| 管理费用 | 52 | 72 | 101 | 126 | 159 |
| 管理费用率 | 8.61% | 9.30% | 9.20% | 8.50% | 8.10% |
| 财务费用 | 13 | 13 | 7 | 8 | 12 |
| 财务费用率 | 2.12% | 1.62% | 0.68% | 0.57% | 0.63% |
| 投资收益 | 6 | 4 | 5 | 7 | 8 |
| 营业利润 | 31 | 14 | 81 | 134 | 191 |
| 营业利润率 | 5.17% | 1.80% | 7.37% | 9.03% | 9.72% |
| 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 | 96 | 151 | 210 |
| 所得税 | 8 | 5 | 19 | 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 | 15 | 15 |
| 归属于母公司股东的净利润 | 18 | 38 | 65 | 106 | 153 |
| 净利率 | 2.92% | 4.85% | 5.99% | 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 | 65 | 106 | 153 |
| 少数股东权益 | 3 | 7 | 12 | 15 | 15 |
| 折旧和摊销 | 288 | 263 | 9 | 10 | 11 |
| 营运资金变动 | 411 | 556 | 25 | -35 | -53 |
| 其他 | 3 | 149 | -85 | 5 | 9 |
| 经营现金流 | 723 | 1,013 | 26 | 101 | 135 |
| 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 | -6 | -5 |
| 发行股票 | -2 | 5 | 36 | 0 | 0 |
| 负债变化 | 35 | 980 | -37 | 52 | 59 |
| 股息支出 | 0 | 0 | -13 | -21 | -31 |
| 其他 | -33 | -985 | -7 | -8 | -12 |
| 融资现金流 | 0 | 0 | -21 | 22 | 16 |
| 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 | 429 | 577 | 762 |
| 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 | 1,121 | 1,458 | 1,880 |
| 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 | 1,344 | 1,684 | 2,108 |
| 短期借款 | 173 | 168 | 119 | 171 | 230 |
| 应付账款 | 168 | 240 | 327 | 439 | 581 |
| 其他流动负债 | 105 | 94 | 187 | 264 | 350 |
| 流动负债 | 446 | 501 | 634 | 874 | 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 | 640 | 881 | 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 | 665 | 750 | 873 |
| 少数股东权益 | 51 | 27 | 39 | 53 | 68 |
| 负债股东权益总计 | 831 | 1,198 | 1,344 | 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) | 476.95 | 66.28 | 42.87 |
| 净利润 | (286.91) | 114.24 | 73.88 | 62.63 | 43.84 |
| 利润率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 18.92 | 18.97 | 21.44 | 22.23 | 22.56 |
| EBIT Margin | 5.88 | 4.41 | 7.74 | 9.38 | 10.16 |
| EBITDA Margin | 53.74 | 38.33 | 8.56 | 10.07 | 10.73 |
| 净利率 | 2.92 | 4.85 | 5.99 | 7.18 | 7.78 |
| 回报率 (%) | | | | | |
| 净资产收益率 | 6.85 | 9.03 | 10.53 | 15.03 | 18.86 |
| 总资产收益率 | 2.25 | 3.86 | 5.28 | 7.25 | 8.34 |
| 其他 (%) | | | | | |
| 资产负债率 | 55.60 | 42.20 | 47.63 | 52.29 | 55.36 |
| 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测

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，傅盈，建筑与工程行业证券分析师。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。本报告清晰准确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）。

覆盖股票范围：

港股：中国铁建（01186.HK）、中国中铁（00390.HK）、中国交建（01800.HK）

A 股：中国建筑（601668.SH）、中国海诚（002116.SZ）、苏交科（300284.SZ）、达实智能（002421.SZ）、延华智能（002178.SZ）、赛为智能（300044.SZ）、中国化学（601117.SH）、三维工程（002469.SZ）、围海股份（002586.SZ）、东华科技（002140.SZ）、金螳螂（002081.SZ）、洪涛股份（002325.SZ）、亚厦股份（600237.SZ）、普邦园林（002663.SZ）等。

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