

延华智能 (002178.SZ) 其他通信设备行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

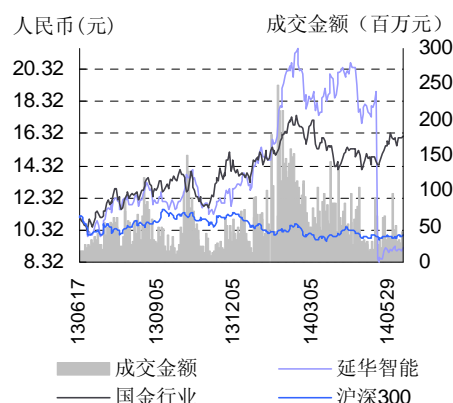
市价(人民币): 9.25 元

战略清晰, 转型求变驱动长期成长

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)	232.04
总市值(百万元)	3,344.55
年内股价最高最低(元)	21.63/8.32
沪深 300 指数	2176.24
中小板综指	6302.18



相关报告

1. 《“医疗先行”效果显现》, 2014.6.4
2. 《发展路径清晰, 内生外延促进增长》, 2014.3.11
3. 《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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	0.131	0.219	0.182	0.256	0.316
每股净资产(元)	2.37	3.87	1.89	2.02	2.20
每股经营性现金流(元)	0.40	0.10	0.05	0.07	0.16
市盈率(倍)	71.17	66.26	50.96	36.19	29.25
行业优化市盈率(倍)	110.28	58.63	63.11	63.11	63.11
净利润增长率(%)	N/A	114.24%	74.43%	40.81%	23.73%
净资产收益率(%)	5.52%	5.65%	9.59%	12.67%	14.35%
总股本(百万股)	134.40	172.18	361.57	361.57	361.57

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **战略布局清晰, 顺行业周期而为:** 目前智慧城市领域面临快速增长, 龙头公司只有针对行业趋势不断转型求变, 才能获得更好的发展。延华上市后已经逐步从智能建筑系统集成商逐步转型为智慧城市服务商, 业务领域得到拓展, 单体项目体量不断提升; 随着节能推进、医疗先行等业务理念推出, 公司开始了第二次业务结构转型, 重点更加突出, 从近期医疗业务快速落地情况来看, 效果显著; 从行业全生命周期角度来看, 运营收入占比将逐步提升, 龙头公司在施工流程以及技术上均具备明显先发优势, 拓展运营业务有望在未来成为趋势。延华作为行业龙头, 顺周期而为, 不断改善业务结构和收入类型, 推动量价提升, 进入快速成长期。
- **“智城模式”可复制, 可持续:** 随着遵义智城、贵安新区智城的设立, “智城模式”可复制性得到进一步验证, “智城模式”本质上一方面实现了优秀公司区域及业务的快速拓展, 一方面满足了政府引入投资, 引入技术人力建设智慧城市的需要, 很容易达成共赢局面, 尤其随着智慧城市试点城市项目的铺开, 优秀公司原有智城项目示范效应的显现, 不断的正向反馈将驱动智城模式持续推进。
- **收并购助力行业龙头快速发展:** 近年来, 收并购已经成为行业龙头快速拓展重要手段, 这一方面有助于加快公司区域拓展, 增加项目量, 另一方面有助于公司补齐产业链, 增加工程项目附加值。延华在 13 年年报中规划利用资本市场优势, 展开产业链收并购, 尤其是上游产品和软件服务的收购, 这不仅反映出公司对于行业目前趋势正确判断, 而且预示着未来公司计划如能顺利施行, 在内生性增长基础上, 外延方式的加入, 将进一步推动公司业绩快速增长。

投资建议

- 行业目前正处快速发展期, 公司战略布局清晰, 顺行业周期而为, 业务结构, 收入类型不断改善, 原有智城模式得到验证, 且在不断拓展, 考虑到公司已经规划的外延式收并购战略, 未来公司成长空间广阔。
- 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.18、0.26、0.32 元, 维持“买入”

风险

- 智城项目落地速度低于预期

孙鹏 分析师 SAC 执业编号: S1130513090001
(8621)60230248
sunp@gjzq.com.cn

贺国文 分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)60230235
hegw@gjzq.com.cn

内容目录

行业快速发展，政策逐步落地，驱动公司转型求变	4
行业进入快速增长期，规划项目开始逐步落地	4
行业市场空间广阔，短期不必担心天花板	7
公司成长与行业发展相契合，转型求变提升量价	9
智城模式拓展驱动公司成长	12
智城模式可复制，增加公司整体业务量	12
收并购助力行业龙头快速发展	14
随智慧城市建设深入发展，并购有频发趋势	14
投资建议	17
风险提示	17
报表预测摘要	18

图表目录

图表 1：部分城市推出的智慧城市建设规划	4
图表 2：智慧城市建设从规划到具体项目的落实，以北京为例	5
图表 3：智慧城市建设工作的具体实施—以北京为例	6
图表 4：北京市智慧城市建设相关项目招标数—各年份 1 月 1 日至 5 月 31 日	6
图表 5：北京和武汉智慧城市领域政府项目和个别企业、机构项目比重	7
图表 6：部分城市智慧城市出台的智慧城市建设规划及计划投资额	7
图表 7：我国建筑业产值 2010 年起出现回落	8
图表 8：智能建筑龙头企业营收增速 2011 年起加速	8
图表 9：我国智能交通市场规模	8
图表 10：我国智能交通千万级项目市场规模和项目数	8
图表 11：2011 年至 2017 年中国移动医疗服务市场规模预测	9
图表 12：2011 年后延华智能工程收入占比上升	10
图表 13：2011 年后延华整体毛利率出现回升	10
图表 14：公司业务布局智慧城市多个领域（以 13 年中报为例）	10
图表 15：医疗业务订单开始放量	10
图表 16：运营收入占智能建筑全生命周期（40 年）总支出比重较大	11
图表 17：五种模式下业内公司的参与度与收益取得方式	11
图表 18：延华集团主要通过设立分公司的方式进行区域扩张	13
图表 19：延华的区域扩展进程	14
图表 20：武汉智城的营收和净利润爆发增长	14
图表 21：延华集团在武汉及周边区域部分订单	14
图表 22：智慧城市相关工程的复杂性和综合性远远超出以往的城建工程	15

图表 23: 通过购入业务上能与母公司业务形成协同作用的、盈利能力更强的资产能够有效改良母公司业务结构.....	15
图表 24: 智慧城市行业内部分上市公司近年来的并购成为趋势.....	16
图表 25: 随龙头企业规模和综合服务能力的提升标准项目体量不断加大——以延华智能公告的项目为例.....	17

行业快速发展，政策逐步落地，驱动公司转型求变

行业进入快速增长期，规划项目开始逐步落地

- 政策规划上看，我国的智慧城市试点范围不断扩大。2012 年 12 月，住建部已正式发布“关于开展国家智慧城市试点工作的通知”，并印发《国家智慧城市试点暂行管理办法》和《国家智慧城市（区、镇）试点指标体系（试行）》，次年，国家又先后推出两批试点城市，其中首批国家智慧城市试点共 90 个，包括地市 37 个，区（县）50 个，镇 3 个，第二批试点共 103 个，包括 83 个市、区，20 个县、镇以及在 2012 年首批试点基础上扩大范围的 9 个市、区，两批试点城市总计达 193 个。

图表1：部分城市推出的智慧城市建设规划

	规划	目标
北京	智慧北京行动纲要	实施“智慧北京”八大行动计划，2015年建成泛在、融合、智能、可信的信息基础设施，基本实现人口精准管理、交通智能监管、资源科学调配、安全切实保障的城市运行管理体系，基本建成覆盖城乡居民、伴随市民一生的集成化、个性化、人性化的数字生活环境，基本普及信息化与工业化深度融合、信息技术引领企业创新变革的新型企业运营模式，全面构建以市民需求为中心、高效运行的政府整合服务体系，形成信息化与城市经济社会各方面深度融合的发展态势。
	北京“智慧旅游”行动计划纲要	2015年在全市初步建立北京市“智慧旅游”政务管理体系，“智慧旅游”公共信息服务体系，旅游业态“智慧旅游”服务体系三大“智慧旅游”体系，推动九个“智慧旅游”系统建设，形成六十个“智慧旅游”建设项目
上海	十二五规划	提出加快建设智慧城市，大力实施信息化领先发展和带动战略
	智慧城市建设规划	提出重点专项、新一代技术产业重大专项、信息感知和智能应用重点专项建设方案；重点专项建设包括：宽带城市、无线城市、通信枢纽、三网融合试点、功能设施；新一代技术产业重大专项包括：云计算、物联网、TD-LTE、高端软件、集成电路、下一代网络（NGN）、车联网、信息服务；信息感知和智能应用重点专项包括：城市建设管理、城市运行安全、智能交通、社会事业与公共服务、电子政务；
广州	广州市标准化战略实施纲要（2013-2020年）	提出围绕“智慧广州”建设，完善智能化城市建设管理标准化顶层设计，建立智能化城市先进标准体系。加大涉及宽带网络、智能交通、智能港口、智能电网、智能水网、智能安全供气等基础设施建设相关标准的研制和实施力度，建立统一协调的市政基础设施建设与运行管理标准体系和统一的城市道路交通运行评价指标体系。加大公共信息标志标准化的推广和实施力度，并加强监督检查。强化标准化示范（试点）在智慧应用服务中的规范和推广功能，加快推进天河智慧城的标准化建设
深圳	智慧深圳规划纲要（2011-2020年）	提出到2015年，建成相对完善的城市信息通讯技术环境和可扩充、面向未来的智慧城市系统框架，实现城市感知能力、网络传输环境及信息处理能力全面提升，在城市管理和民生服务的智慧应用上取得重大突破，任务涉及：优化管理机制，提高运营质量；加强基础建设，提升城市环境；建立公共平台，完善支撑体系；实施标准战略，抢占创新高地；推动业态创新，优化产业结构；
杭州	“智慧杭州”建设总体规划	力争到2015年数字化、网络化、智能化、工业化、城市化相融合带来城市功能、运行效率和生活品质显著提升，城市竞争力得到较大提高，使城市运行更智能、城市发展更低碳、城市管理更精细、城市生活更便捷
苏州	“智慧苏州”规划	提出到 2015 年，“智慧苏州”基本框架初步形成并取得阶段性成果，公共服务平台和应用系统等智慧体系投入运营并逐渐应用于市民的出行、医疗、教育、社会保障等各个领域，示范应用和技术研发及产业发展部分领域走在全省乃至全国前列
宁波	宁波市智慧城市发展总体规划	提出通过智慧城市建设，至2015年建成先进的智慧城市信息网络设施，互联网城域网出口带宽达到1000G，互联网宽带接入率达到95%以上，无线宽带网络覆盖率达到98%以上，全市有线电视数字化整体转换率达100%；形成较为完善的信息资源共享机制，经济转型升级取得重大进展，现代产业体系进一步形成，民生工程信息化水平普遍提高，政府行政效率和公共服务能力大幅度提升，节能减排取得明显成效，建成十大有较好应用效果的智慧应用系统，培育出六大智慧产业集聚基地
南京	南京市“十二五”智慧城市发展规划	提出力争到2015年使南京的信息化水平进入全国领先行列，信息化总指数达到86，基本建成宽带、泛在、融合、安全的信息化基础设施，实现政务、商务、事务各领域比较广泛的智慧应用，打造一批重点示范工程和上规模的智慧产业基地，形成智慧城市发展的基本框架，逐步走出具有南京特色的智慧城市发展之路
太原	太原市智慧城市发展规划纲要（2012-2016）	截止到2016年，太原必须完成智慧太原基础框架和基本应用，包括1个综合管理平台、1张城市感知网、3个数据计算服务中心、若干示范应用工程、若干应用服务终端

来源：国金证券研究所根据公开信息整理

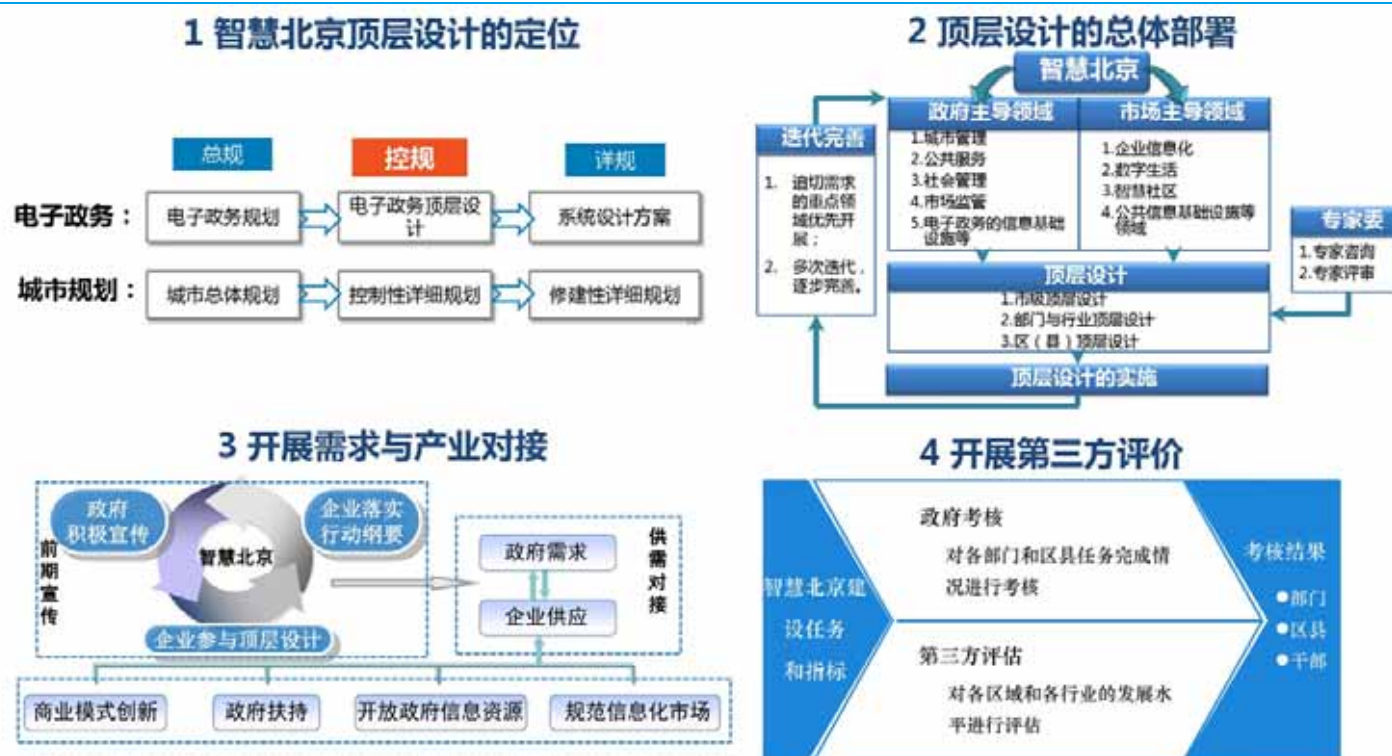
- 目前智慧城市建设开始逐步进入落地阶段，试点城市更有时限的要求，从区域进展角度，智慧城市以解决城市病，增强城市运行效率为重要目标，大城市是城市病严重的区域，且政府财力更雄厚，所以最初的智慧城市建设主要集中在大城市，再逐步向中小城市辐射，但随着试点城市推出，加快了智慧城市整体发展速度，由点到面，推动了整个行业发展。

图表2：智慧城市建设从公共规划到具体项目的落实，以北京为例

建设模块		涉及的具体工程（部分）
城市智能运行	城市人口精准管理	以居住证为载体全市联网、部门联动的实有人口信息系统，建立人口宏观决策支撑服务体系
	交通智能监管	建设全路网智能监控体系，完善交通智能控制体系，推广车辆智能终端、不停车收费系统(ETC)、停车电子计费系统、“电子绿标”等智能化应用
	资源和生态环境智能监控	建设智能城市生命线管理体系，推广智能电表、智能水表、智能燃气表和供热计量器具；建设智能的土地、环境和生态监管体系
	完善城市安全智能保障	建设城市安全视频监控网络，安全生产智能监管网络，建设食品、药品安全监管和追溯体系，完善智能应急响应体系
市民数字生活		推广“市民卡”、电子病历、居民健康档案，提供基于网络的预约挂号、双向转诊等服务，建设保障房网上服务系统，完善96156社区服务平台、221信息平台、农村信息管理系统等信息系统，推广移动办公，发展在线教育和学习，促进数字消费，推动“三网融合”，等
企业网络运营		推广网络化办公、网络协同设计制造、数字化经营管理和无纸化运营等网络化运营模式；推广电子商务应用；推动各种创新要素通过网络连接和集聚
政府整合服务		建设公共集成服务体系，推动电子公共服务向基层延伸，建设多级政府决策服务体系
信息基础设施提升	完善高速泛在的信息网络	建设“无线城市”以形成覆盖全部平原地区的高速无线网络；建设城乡一体的高性能光纤网络；加快建设政务和公共服务高清视频传输网络
	统筹建设全市政务信息基础设施	建设全市统一的传感终端网络、政务物联数据专网、无线宽带专网及物联网安全保障体系，统筹建设全市便民服务终端网络，整合部署社区、公共场所、办公楼宇的信息屏、“缴费通”等服务终端
智慧共用平台建设		建设和完善空间实体可视化服务、政务云计算服务、物联网应用支撑、统一用户认证、政务信息资源数据库服务等政务服务共用平台，统筹发展中小企业信息化、电子商务等社会信息化公共服务平台
应用与产业对接		建立“智慧北京”需求与解决方案对接机制，开展“智慧北京”应用试点和认证，推动建设一批“智慧北京”体验中心；加强关键技术、基础软件自主研发，加快建设“感知北京”示范工程，大力发展数字文化创意产业，逐步形成稳定的产业发展资金支撑体系
发展环境创新行动计划	加强领导与管理创新	完善市信息化专家咨询委员会决策咨询机制，统筹开展全市信息化顶层设计，建立全市统筹的政务部门信息化服务体系
	完善法规标准	完善信息化促进等地方性法规，推进信息安全等地方立法工作，研究制定基础数据库使用管理、个人信息保护、电子商务管理、信用管理、电子文件互信互认等方面的标准规范。加快制定“市民卡”一卡多用、传感器标识、物联网专网应用、基础数据库使用与管理、政务信息资源共享与开发利用等全局性的标准规范。
	加强资金统筹	推动“大外包”机制，采用建设——转移(BT)、建设——运营——转移(BOT)等模式加快信息化发展，引导多方参与“智慧北京”建设

来源：国金证券研究所根据《智慧北京行动纲要》整理

图表3：智慧城市建设工作具体实施—以北京为例



来源：国金证券研究所根据互联网信息整理

- 为考察我国各城市智慧城市项目进展情况，我们以北京作为我国发达程度领先、政策重点扶持的、智慧城市建设和较为领先的城市的代表，以延华武汉智城所在的武汉作为二三线城市的代表，考察智慧城市从特大都市向二三线城市辐射的进展，我们对网络公布的智慧城市相关项目的招标信息做了初步统计和分析，结果如下：
 - 作为城市化程度领先、政策重点扶持的一线城市代表，北京在 2010 年至 2012 年智慧城市相关建设项目招标仍主要停留在单一的建筑、园区智能化的水平，项目以及特大金额项目均主要由企业贡献，缺乏政府主导的系统大型工程。在 2013 年则出现了很多政府主导的公共服务系统工程一类的项目招标，且涉及较多的大金额（千万以上）政府项目，显示了 2013 年北京政府在智慧城市建设和方面的集中发力。2014 年北京政府公共服务方面智城项目也比较多，但千万级特大项目显著减少，十万、百万级项目则显著增多。然而比较智慧北京涉及的建设目标，已有项目对规划的覆盖程度仍然相当有限，未来智慧城市建设依然存在相当大的空间。

图表4：北京市智慧城市建设和相关项目招标数（各年份1月1日至5月31日数据）

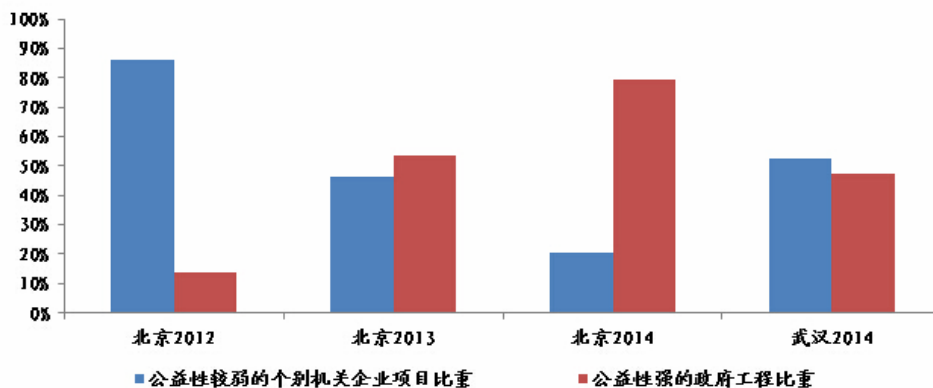
年份	2011	2012	2013	2014
招标项目数	49	90	56	73

来源：从北京市招标投标信息平台收集整理

- 作为二三线城市的一员，对武汉而言，我们的研究显示武汉智慧城市建设和招标项目北京相比差异显著。对武汉而言，从项目内容对智慧城市涉及的交通、安全、医疗、电子政务等领域的覆盖程度看，武汉当前公共服务性质较强的大型政府项目覆盖程度比较有限，且从政府项目占比情况看，武汉 2014 年 1 月 1 日至 5 月 31 日的工程有半数左右是企业机关的智能化、信息化或是安全监控等小范围的项目，政府项目占比较低，与北京 13 年之前智慧城市建设和初期智能化项目招标中以

个别企业、机构的智能化项目为主的情况相似。我们推测，武汉的智慧城市基础建设同北京比存在滞后，随着智慧城市建设的推进，政府在未来智慧城市建设的发力有望给智慧城市建设项目带来较大空间。

图表5：北京和武汉智慧城市领域政府项目和个别企业、机构项目比重变化（各年份1月1日至5月31日数据）



来源：根据北京市招标投标信息平台以及武汉招标网信息整理

行业市场空间广阔，短期不必担心天花板

- **新型城镇化、经济转型、消费升级是智慧城市相关产业发展的内在推动力。**宏观层面，随我国过往注重经济增速以及城市化速度的粗放发展模式带来的环境污染、城市病等问题近年来越发受到诟病，国家对城镇化的质量越来越给予关注。同时，也出于经济转型的需要，国家越发重视对节能环保、信息工程、服务业等新兴产业的扶持，而这些行业都与新型的绿色城市和智慧城市建设紧密相关。居民消费角度，在消费升级的背景下，民众对生活质量的要求也在不断提高，也导致社会对能够改善生活质量、解决或缓解城市病的智能化技术与服务的需求增加。
- **智慧城市建设的产业众多，且从服务对象看又涉及政府、商业、个人等多个层面，推动智慧城市需要大额资金。**
 - 仅从当前已出台的智慧城市规划看，智慧城市即已涉及大额的资金投入。在政府工作报告中提出对建设智慧城市投资超过万亿。而从试点城市提出的规划看，上海、北京、杭州等大型城市的投资规模在150亿元至200亿元，山东、浙江、江苏、湖北等5个省份的“智慧城市群”投资规模分别达到500亿元，河南洛阳、驻马店、湖北荆州等33个中等城市的建设投资将达到20亿元到30亿元之间，浙江慈溪等部分中小城市的建设投资在2000万元到5000万元不等。

图表6：部分城市智慧城市出台的智慧城市建设规划及计划投资额

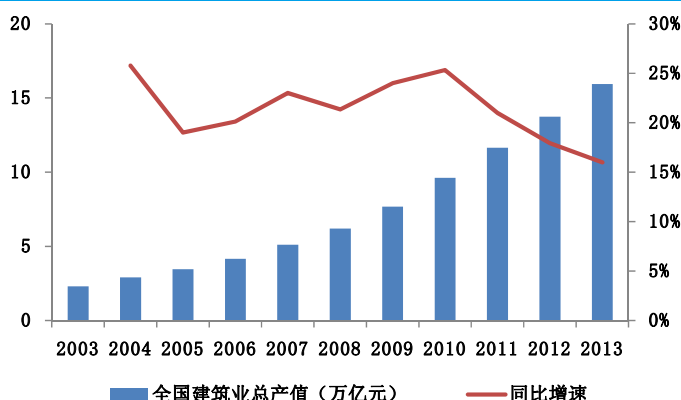
城市	规划	投资额	城市	规划	投资额
北京	《智慧北京发展规划》	150亿元至200亿元	深圳	《智慧城市发展规划纲要》	150亿元至200亿元
上海	《上海市推进智慧城市建设2011-2013年行动计划》	150亿元至200亿元	杭州	《杭州智慧城市建设总体规划》	150亿元至200亿元
宁波	《2012年宁波市加快创建智慧城市行动计划》	斥资逾50亿元	武汉	《武汉智慧城市总体规划与设计》	超过817亿元
遵义	《遵义市智慧城市发展规划纲要》、《遵义市智慧城市实施方案》	预计21.65亿元	贵阳	——	超过50亿元

来源：国金证券研究所根据公开信息整理

- **若按保守估算，假设未来5年市级区域智慧城市投资25亿元（部分城市规划远大于该数），区县级投资10亿元，镇级投资5亿元估算，我国包含市级97个，区县级89个，镇级8个的193个智慧城市试点城市5年中也将涉及投资额度3355亿元。**
- **智慧城市建设相关行业仍处于上升期，市场潜力巨大，规模增长迅速。**

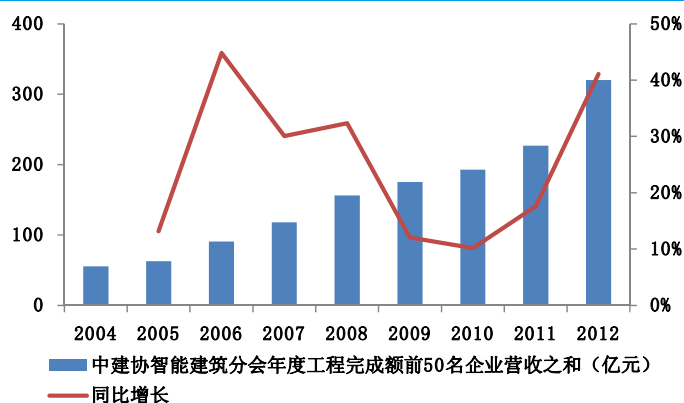
- **智能建筑：空间巨大，龙头企业成长加速。**我国 2013 年建筑业总产值约为 159,313 亿元，按我国目前智能建筑工程的投资约占建筑总投资的 5%-10%估算，我国 2013 年智能建筑行业市场规模约在 7,900 亿元至 1.6 万亿元之间。虽受固定资产投资放缓的影响建筑业产值增速出现回落，但由于国家强调新型城镇化在城镇化进程中的作用，我们认为智能建筑业总产值对建筑业总产值的占比将逐步提升。虽建筑业产值增速在 2010 年起即出现回落，但根据中建协智能建筑分会从 2004-2012 年对行业会员企业年度完成工程额前 50 名统计的结果，智能建筑行业龙头企业营收在 2011 年起反而在加速增长，且 2012 年智能建筑龙头企业收入同比增速(41%)较大幅度超过建筑业产值同比增速(16%)。

图表7：我国建筑业产值 2010 年起出现回落



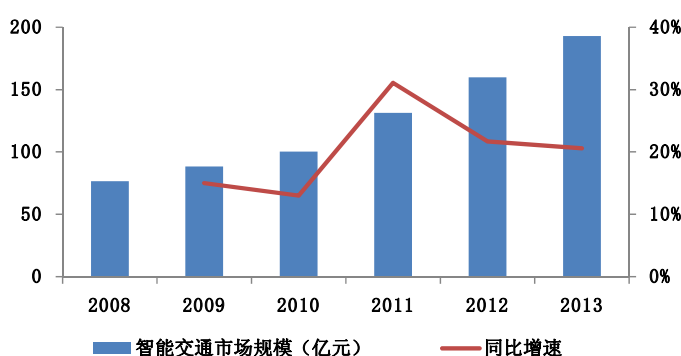
来源：根据国家统计局、中建协智能建筑分会数据整理

图表8：智能建筑龙头企业营收增速 2011 年起加速



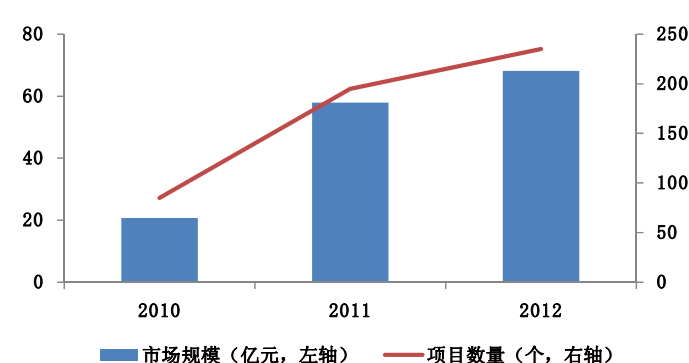
- **智慧交通：空间巨大，持续升温；产业尚处起步阶段，市场集中度低，是龙头诞生的沃土，存在重大机遇。**
 - 宏观层面上，发展智能交通已成为我国中长期战略规划的方向，《交通运输业智能交通发展战略(2012-2020 年)》提到 2020 年全国智能交通行业的总产值将超过千亿元。政府频出的扶持政策涉及大额度的政府直接投资，城市交通、轨道交通、高速公路智能化、港口桥梁智能化四大领域空间巨大，根据国金证券研究所计算机软件组的保守估算，这四个领域各自涉及的投资规模依次在 450 亿元、300 亿元、300 亿元、200 亿元。

图表9：我国智能交通市场规模



来源：wind

图表10：我国智能交通千万级项目市场规模和项目数



- **整体发展水平上，行业目前处于起步期，存在重大机遇。**尚处于起步阶段的行业中企业以中小企业为主，竞争无序程度、服务同质化程度高，业界急需有能力规范业内秩序的龙头。除此以外，智慧交通建设进程上符合智慧城市建设中典型的从大城市开始再向小城市辐射的特点，目前在我国一线城市以外的 600 多个城市

中智慧交通市场几乎处于空白状态，存在巨大的机遇。同时，由于智慧交通建设中对企业资金规模要求较高的 BT 模式使用较频繁，BT 模式与大型项目的结合也将加速业内企业的分化与整合。

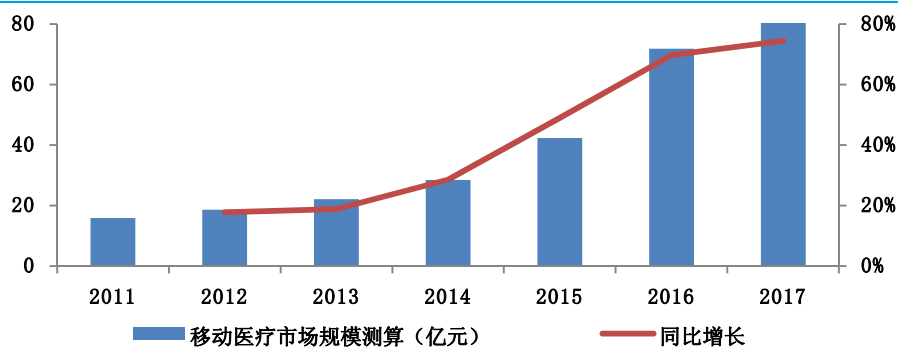
注：关于智能交通更详细的内容可以参阅国金证券研究所计算机软件组先前发布的报告《智能交通行业大项目增多集中度提升》。

- **智慧医疗：医疗信息化建设将爆发。**行业爆发一方面得益于近年来移动互联网爆发式的发展和渗透率的不断提高，另一方面也得益于政府的直接推动。为扶持产业发展，政府至今已出台《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》、《医疗器械科技产业“十二五”专项规划》、《国家重大专项“区域协同医疗服务示范工程”》、《卫生信息化“十二五”建设工程发展规划》等规划推动我国智慧医疗建设。
 - **智慧医疗将催生规模巨大的医疗信息化建设市场。**我国智慧医疗信息化建设市场刚刚启动，根据国金证券研究所计算机软件组先前所做的研究，在我国当前三级、二级、一级医院已有数量和收入规模的基础上，若按医院数量每年增加 5%，收入每年增加 5%，三级、二级、一级医院每年将至少拿出 3%、1.5%和 1.5%的收入用于信息化建设，理想状况下十年后能造就超过 800 亿元的庞大医疗信息化建设市场。

注：关于智慧医疗信息化建设更详细的内容可以参阅国金证券研究所计算机软件组先前发布的报告《医疗资源紧缺带来智能医疗长期成长机会》。

- **智慧医疗服务市场拥有广阔前景。**仅从移动医疗服务市场看，iiMedia Research 预测 2014 年中国移动医疗市场规模约为 28.4 亿元，到 2015 年则有望达到 42.3 亿元，2017 年更将达到 125.3 亿元，年复合增长达 70%以上。

图表11：2011年至2017年中国移动医疗服务市场规模预测



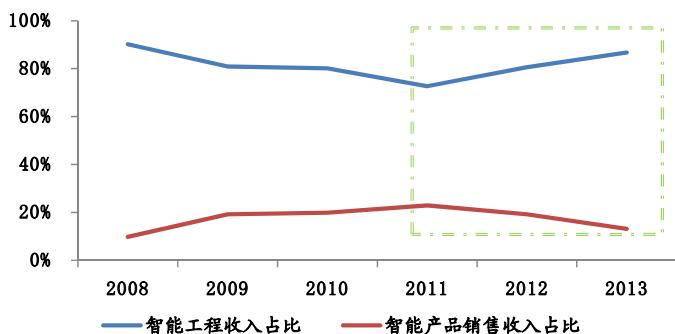
来源：iiMedia Research

公司成长与行业发展相契合，转型求变提升量价

- 行业正处在快速发展期，作为行业龙头，只有将自身发展战略与行业发展周期相契合，才能实现顺周期的快速成长。延华随着行业发展已经完成了第一次转型，从最初的智能建筑系统集成商成功转型成为智慧城市服务商，业务类型到业务规模都发生了质的变化，13 年年报中，公司明确提出“咨询引领、智能基石、节能推进、医疗先行”业务理念，从近期医疗订单持续放量可以看出，公司业务重点愈发突出，业务结构也将面临新的转型。而从智慧城市长周期来看，尤其是分析智能建筑全生命周期各项收入比重后，我们认为，龙头公司逐步进入运营领域也将是促进未来发展的明智之举。
- **第一次转型：智能建筑系统集成商转型为智慧城市服务商，**随着转型，公司业务结构发生了重大调整，业务种类更加多样，已经进入智慧城市建设的多个领域，业务种类增加，单体工程量的上升，有助于提升公司整体毛

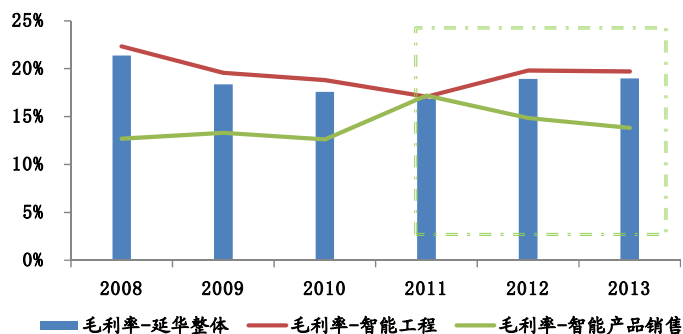
利率。08 年金融危机到 10 年的这段时间中，房地产开发商受其影响资金支付有所放缓，成为当时以房地产开发商作为主要客户的延华毛利率阶段性下降的重要因素。而延华在 11 年延华推动业务结构转型的战略后，对房地产商的依赖程度逐渐下降，同时毛利率更高的智能工程业务占比显著提升，最终让集团整体毛利率实现回升。

图表12：2011 年后延华智能工程收入占比上升



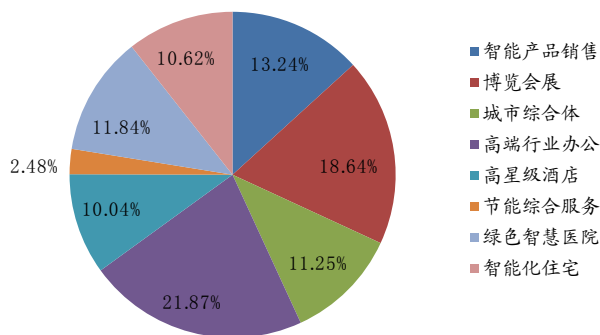
来源：国金证券研究所

图表13：2011 年后延华整体毛利率出现回升



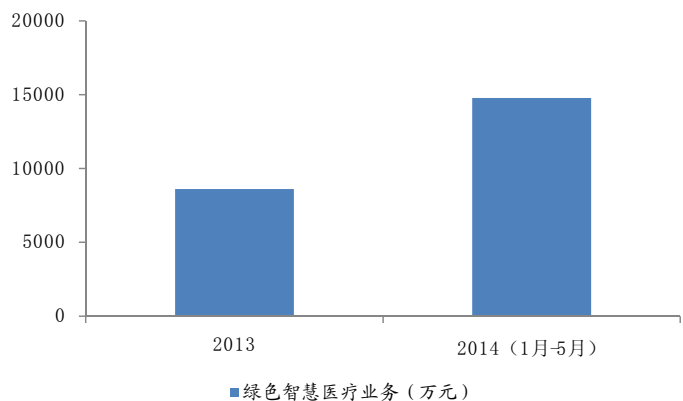
- **第二次转型：“节能推进、医疗先行”业务结构变化**，经过第一次转型公司业务已经拓展到智慧城市领域，从 13 年中报可以看出，公司业务涵盖博览会、城市综合体、行业办公、星级酒店、智能化住宅、绿色智慧医院、节能服务等多个领域，在诸多业务中，公司将节能、医疗作为重点拓展方向，这与国家对节能、医疗事业支持相契合，随着公司对此类业务提前布局，今年已经开始逐步放量，医疗先行目标已经实现逐步落地，随着节能、医疗项目的增加，公司整体毛利率有望进一步提升。

图表14：公司业务布局智慧城市多个领域（以 13 年中报为例）



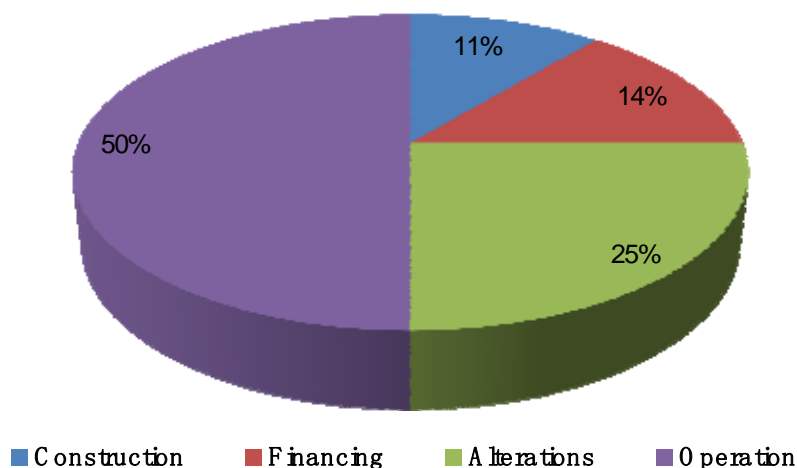
来源：国金证券研究所

图表15：医疗业务订单开始放量



- **长期来看，行业后端运营收入占比将逐步增加，预计企业向后端布局也将逐步成为趋势**：企业发展要符合行业发展规律，目前时点，智慧城市大规模建设时期，更多还是以新建或改造的工程为主，随着行业继续发展，后期运营收入占比将不断增加，龙头公司向运营领域转型也将成为行业未来发展趋势。

图表16: 运营收入占智能建筑全生命周期(40年)总支出比重较大



来源: ASHRAE 国金证券研究所

- 智慧城市建设从项目开展到后续运营, 从企业参与方式和收益获取方式看总体上大致有五种模式: 政府独自投资建网并进行运营、政府投资并委托运营商建网并进行运营、政府与运营商合资建网运营模式、政府牵头运营商建网的 BOT 模式、以及运营商独立投资建网运营。

图表17: 五种模式下业内公司的参与度与收益取得方式

运营模式	建设与运营负责方	业内公司收益取得方式
政府独自投资建网并进行运营	政府仅利用自己的资金和技术对智慧城市建设和运营进行整体规划、独立投资和后期运维	业内公司接受相关项目设计、建设、运营等业务的外包并从中获利
政府投资并委托运营商建网并进行运营	在整个网络建设过程中由政府主导并负责主要投资, 运营商为政府提供相关支持(例如可以使用运营商已有的骨干网等), 同时由运营商负责网络的运营和维护工作	在大部分时间和地点用户能无偿使用网络, 相应费用由政府向运营商支付
政府与运营商合资建网运营模式	建设初期政府投入必要的资金进行必要的前期基础设施建设并制定相关政策和法规, 运营商在下一阶段全面参与, 利用自己优势在政府的支持下建设和后期运营维护, 提供有偿服务	网络容量首先保障免付费公共服务, 政府需支付部分资金购买公共服务, 剩余容量则由运营商自行运营盈利, 运营商还可通过广告和其他形式的服务提供来获取收入, 投资的回收期可能较长
政府牵头运营商建网的BOT模式	在政府和私人机构达成协议的基础上, 政府向私人机构颁布特殊许可(或特许经营许可), 允许自筹资金建设某一基础设施并在一定时期内管理和经营该设施以及相应的产品和服务, 在经营期满后, 政府将无偿收回项目设施及配套的所有权利	企业盈利方式以前向计时收费为主, 由于在一段时期内, 运营商拥有对整个设施的经营权, 运营商可以向用户提供多种付费套餐和服务并取得盈利, 营业额的一到三成用于向政府缴纳管理费
运营商独立投资建网运营	运营商承担从建设到运维的全部任务并负担全部所需费用	运营商分享全部或大部分建设成果, 政府很少或不进行干涉, 运营商可从政府和个人用户两边同时收取费用, 政府支付公共服务所占用的资源, 个人付费购买私人服务

来源: 根据公开信息整理

- 我们认为, 智慧城市工程公司在介入后端运营业务方面与其他企业相比具备先天的优势, 在争夺智慧城市后端服务市场的最初就占据先机。原因有:
 - 技术上讲, 相比由其他公司负责运营, 由相关项目建设方提供运营与维护在质量上有更好保障, 因智能化技术提供方相比物业公司而言对软硬件的了解、对系统的熟悉程度、人员等方面都更具备优势, 不仅能够提供比物业公司等第三方公司在质量上更有保障的运营, 在系统维护、故障排除以及后续升级方面更能提供不熟悉智能化技术的第三方企业没有能力提供的服务。尤其是与公共服务相关的大型智慧城市建设项目综合性和复杂性通常远超像某个智能化大厦这种规模的工程, 且由于其复杂性, 也只有参与过项目顶层设计、或是参与过具体

项目建设的企业才能最大程度对项目从每一个环节到整体协调上进行全方位把握，从而在后端的运营维护服务中具备未参与过项目设计、规划与建设的第三方企业难以企及的优势。

- 施工流程上讲，在运营业务市场的竞争中，施工方由于在施工时已经建立了自己的人脉，且由于自己在技术上的优势，争抢由自己建设的项目的后端运营业务也会存在显著优势。甚至在项目建设的最初协议中就能与客户约定将项目未来的运营交给自己。
- **小结：**近年来，针对智慧城市发展，国家及地方政府制定了诸多发展规划，随着各项规划逐步落地，行业投资也将步入加速期，对于龙头公司来讲，意味着订单和收入的释放。公司成长要与行业周期相契合，延华通过转型以适应行业的发展，驱动量价提升。第一次转型，从传统智能建筑集成商转型为智慧城市服务商；第二次转型，公司业务结构偏重医疗、节能领域，尤其医疗业务，已经开始快速放量；从行业未来发展趋势看，龙头公司会逐步布局后端运营业务，一方面由于运营业务收入在智能建筑全生命周期占比较高，另一方面龙头建设公司在进入后端运营业务上具备先天的优势。
- 智城模式与收并购战略助力公司中长期业务转型，短期内也有助于快速提升公司业务量与盈利水平，在行业快速发展中抢占先机，增强竞争力。

智城模式拓展驱动公司成长

智城模式提升公司项目平台

- **智慧城市建设的推进离不开政府的介入与扶持，“智城建设，咨询引领”。**智慧城市建设的实施可由国家或社会主导，但在智慧城市建设的早期阶段，国家规划、行政、资金、甚至法律的支持则不可或缺，一方面政府参与可以帮助解决信息孤岛问题，规范行业标准；另一方面城市多部门建设需要政府自上而下的统领协调；最后短期成本问题需要政府通过资金、税收、政策等方面予以扶持，增强项目盈利性，推动整个行业发展进程。
- 通过一个属地化的智城建设子公司输入延华母集团公司在上海等大城市开展业务获取的成熟的技术、经验、人才队伍，通过在当地作为核心的延华的智城分公司聚集智慧城市产业链上下游优秀企业，立足当地、辐射周边。
- **智城模式有效绑定了政府和企业二者的利益，能够实现双赢，不论企业还是地方政府都有动力推广这种模式。**
 - 对公司而言，智城模式下，其一，延华在智慧城市建设之初便有机会介入上层设计，能够更好发挥自己作为总体统筹者的作用，为介入后端服务创造非常好的条件；其二，延华通过政府背景的智城子公司能够更方便地承接对公司最有利的的项目，在地方的渠道优势得到大幅强化；其三，同所在城市一同成长的智城子公司能更好地顾及智慧城市建设中存在的区域性差异，充分做到服务的本地化，更有助于提供因地制宜的服务，做到服务的本地化；其四，智慧城市建设的复杂性和长期性使建立能够介入上层设计的本地化子公司十分必要，稳定的本地化子公司能够更好保障智慧城市建设工程与服务长期上的连贯性、条理性、高质量。
 - 对政府而言，建设智慧城市是解决城市发展中所遇到的问题，提升城市运转效率的重要手段，是未来城市发展的大趋势，目前部分大城市已经遇到诸多城市问题，传统城市需要智能化改造以适应新阶段的发展，尤其我国智慧城市试点城市的铺开，进一步加快建设进程，对于政府来讲，智慧城市是个新兴领域，从最初的顶层设计，到后端施工以及运营，需要企业参与进来，尤其是有着丰富经验，过往案例的龙头企业的参与，从这点上来看，政府也希望能同优秀企业建立合作关系，共同推动智慧城市的建设，达成共赢。

- 对于延华智能来讲，智城模式不仅拓展了公司区域市场，更重要的是提升了整体项目平台，通过自身咨询业务优势，通过与政府的合作，可以在更高的平台来统筹项目，提出规划建议，系统的解决一个城市或区域智能化问题，在过去以单体项目为重点业务基础上进一步升级，进一步建立公司的技术壁垒，为公司快速全面的推进自身业务奠定了基础。

智城模式可复制，增加公司整体业务量

- 智城模式连续的成功复制是公司最重要的亮点之一，支持公司在一个较长的期限内维持较快增长。武汉智城试点的成功已初步证实智城模式的有效性，而海南智城的设立与项目承揽情况则说明该模式可在不同地区复制。进入 2014 年，延华智能加大了智城模式的推进力度，至今已先后与遵义市政府和贵安新区国有控股的贵安新区开发投资有限公司签署了合作协议。通过智城模式，延华智能业务的区域扩张被大大加速，公司有望在一段较长时间内通过迅速扩大市场范围实现高速增长。
- 延华现已形成以上海为核心的华东区域中心，以北京为核心的华北区域中心，以深圳为核心的华南区域中心，以武汉为核心的华中区域中心，以昆明为核心的西南区域中心，以长春为核心的东北区域中心，以三亚为核心的海南特区和以郑州为核心的河南特区的全国市场布局和营销网络。除此以外，公司近期又开拓出遵义、贵安新区新的智城，公司的区域布局进一步完善。

图表18：延华集团主要通过设立分公司的方式进行区域扩张

时间	区域扩张方式
2011/10/28	联合武汉城投与武汉东湖管委会在湖北省武汉市签订了《合作框架协议书》，拟成立武汉智城
2012/2/22	拟在深圳市设立深圳延华
2012/9/5	携手三亚智慧城市一卡通发展有限公司、江苏金茂创业投资管理有限公司、上海樂乾投资有限公司、武汉光谷软件有限公司，拟发起设立三亚智城
2014/1/8	与遵义市人民政府签订《战略合作框架协议》，拟在遵义推广智城模式
2014/5/15	与贵安新区开发投资有限公司签订《上海延华智能科技(集团)股份有限公司与贵安新区开发投资有限公司投资合作意向》，拟成立贵安智城

来源：根据公司公告整理

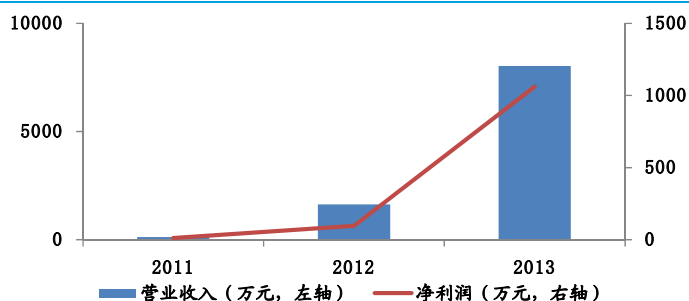
图表19: 延华的区域扩展进程



来源: 国金证券研究所根据延华智能官网资料和公司公告整理

- 从工程承揽、收入、在当地产生的影响看,延华的武汉智城分公司业务推进顺利,收入增速大幅高于集团整体的收入增速,智城模式扩张收效显著。海南智城虽因成立不久,营收不高且 13 年仍处于亏损状态,但海南智城在 2013 年 12 月承接到的大额订单(三亚市智能公共交通系统工程项目,4837 万元)则为未来营收提供强力保障,预示智城模式具有较强的可复制性。

图表20: 武汉智城的营收和净利润爆发增长



来源: 国金证券研究所根据公司年报、公告、武汉智城官网信息整理

图表21: 延华集团在武汉及周边区域部分订单

延华集团武汉区域项目中标与承接		中标时间
武汉国际博览中心会议中心智能化系统工程 (5680万元, 武汉智城)		2012年6月
武汉市公共停车场停车设施项目 (武汉智城)		2013年1月
世界银行贷款武汉城市交通 (二期) 项目 (武汉智城)		2013年2月
华中科技大学同济医学院附属协和医院信息系统 (武汉智城)		2013年5月
武汉606米绿地国际金融城超高层城市综合体咨询设计项目 (武汉智城)		2013年5月
湖北省疾病预防控制中心建设项目智能化工程 (武汉智城)		2013年6月
武汉市节能智慧管理系统建设项目 (延华集团华中区)		2013年9月
枣阳市第一人民医院智能化工程 (延华集团华中区)		2013年9月
武汉市硚口区能源监测平台建设项目 (延华集团华中区)		2013年12月
湖北东湖翠柳村客舍智能化工程 (延华集团华中区)		2014年3月
英山县人民医院整体迁建一期项目 (延华集团华中区)		2014年4月
世界中学生运动会主要场馆绿色建筑星级评价项目 (武汉智城)		2014年5月
武汉市建筑节能办公室楼宇分项计量项目 (延华集团华中区和东方延华协作)		2014年5月

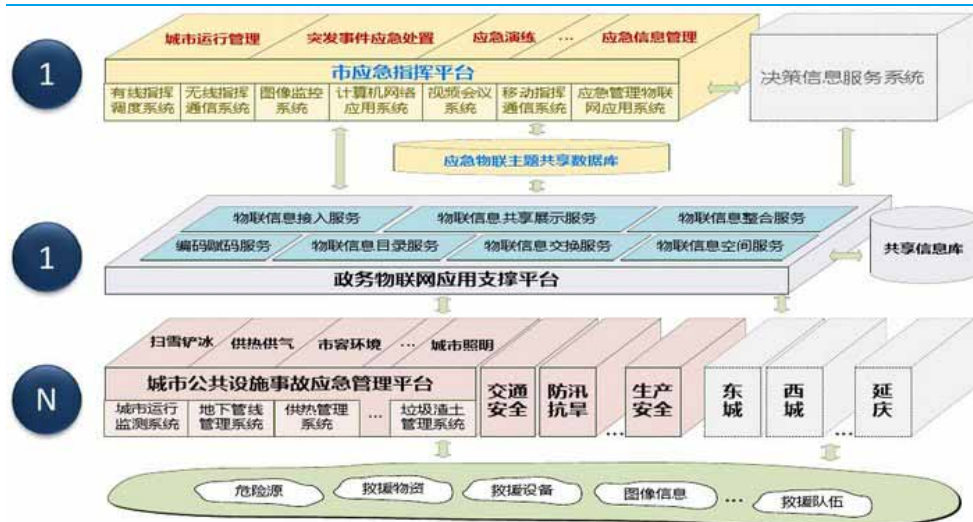
收并购助力行业龙头快速发展

随智慧城市建设深入发展,并购有频发趋势

- 延华在 13 年年报中规划利用资本市场优势,展开产业链收并购,尤其是上游产品和软件服务的收购,说明公司将收并购作为自身发展重要手段,外延式发展方式利于公司加速成长进程。
- 并购是建筑工程类公司实现业务跨区、提升综合服务能力的常用方式。目前我国智慧城市建设行业正处于起步阶段,未来空间巨大,对龙头公司而言,在这一阶段里积极根据行业特性和发展趋势尽早完成所需布局,能够让公司尽可能在未来形成真正的长期性竞争优势和壁垒。对建筑工程类企业而言渠道和服务结合能够形成真正强大的竞争优势,而并购经常是形成和巩固这两种优势的有效手段。

- **通过并购布局区域性细分市场**，并购可助公司快速扩大地方性渠道优势并凭此形成区域性壁垒，及早在对区域市场争夺的过程中抢占先机。
- **通过并购强化综合服务能力**，并购能够帮助公司沿产业链实现扩张，或是补充新的相关业务，从而加强公司的综合服务能力，让公司有能力参与对跨领域专业背景要求很高的复杂工程。综合跨界服务能力对打算参与智慧城市建设顶层设计的企业尤为重要，因智慧城市建设不论综合性、复杂性、工期长度、甚至不确定性（因科技进步很快）都远超以往的城市建设，对参与方具备的综合设计与服务能力、项目协调能力、甚至运营能力都提出非常高的要求。

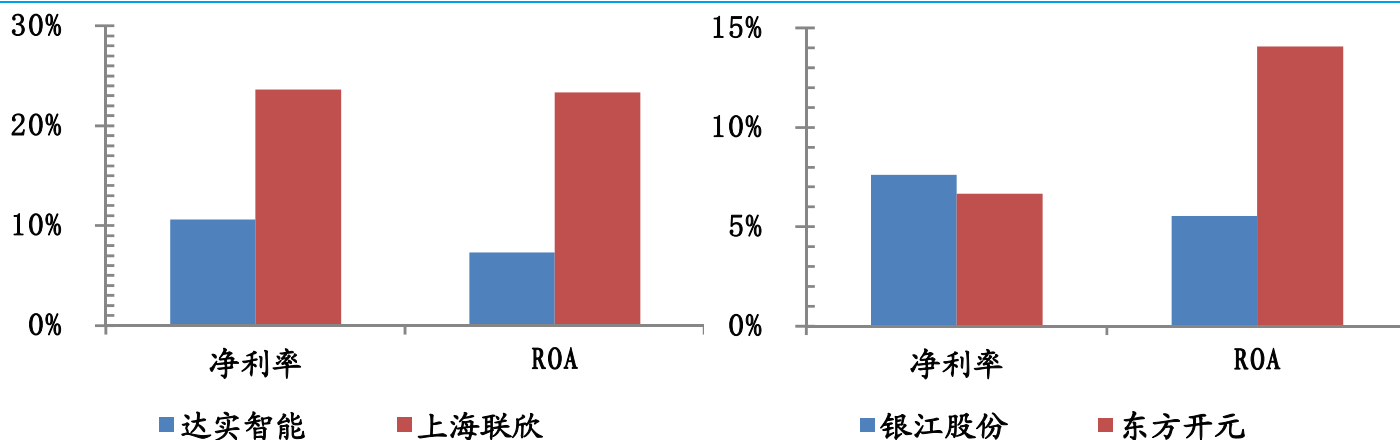
图表22：智慧城市相关工程的复杂性和综合性远远超出以往的城建工程



来源：互联网，此图为“智慧北京”应急管理物联网工程建设的总体框架

- **通过并购调整业务结构**。这是工程类公司迅速介入盈利能力更高的新兴细分领域的常用方法，且尤其适用于母公司所希望介入的新兴领域自有业务能力有限，同时已有其他公司建立起先发优势公司，且通过收购，并购双方能够互相利用对方的渠道进行交叉销售，以及互相利用对方的技术与经验同时提升双方的综合服务能力的情况。对我国智慧城市领域公司而言，达实智能收购上海联欣业务，银江收购东方开元信息加强电子政务业务也属于这种类型。

图表23：通过购入业务上能与母公司业务形成协同作用的、盈利能力更强的资产能够有效改良母公司业务结构



来源：达实智能和上海联欣使用最新年报（2013年）数据计算，银江股份和东方开元选用最新公告（2012）数据计算

- 并购能让龙头企业规模与综合服务能力得到更快的提升，龙头企业规模的扩大和综合服务能力的提升又能通过加大龙头企业可承揽的项目

体量进一步加速业内公司的分化，为龙头进一步的并购创造更有利的条件。承揽项目体量一方面在于企业在规模扩大和综合服务能力提升后将更有能力承接对承揽方资金要求更高、综合服务能力要求也更高的特大项目，比如大型智慧交通工程或智慧医院工程；另一方面在于综合服务能力提升还能够加大公司承接的标准化项目的体量，毕竟，企业在综合能力得到显著提升后有可能凭一己之力同时承揽某一个标准化大型建筑智能工程中原本可能需要由不同公司分别承揽的布线、监控、温控系统等子项目。

图表24：智慧城市行业内部分上市公司近年来的并购成为趋势

赛为智能

收购标的	公告日	收购标的主营业务	收购目的
成都中竞伟奇科技有限责任公司 51%的股权	2010年12月	电子设备、通信设备（不含卫星地面接收设施）、无线电发射设备、矿山安全生产保障系统和设备的研制、生产、销售和服务；各类软件系统的研制、销售和服务；计算机网络工程（凭资质许可证从事经营）和系统集成	公告时点中竞伟奇产品市场占有率有限，此次交易完成后通过整合资源、市场共享将丰富公司的产品线
广东赛翼智能科技有限公司 38%股权	2013年5月	主要为城市建筑行业提供智能化系统解决方案，业务链涵盖智能化工程的前期咨询、方案设计、软件开发、工程施工、集成调试及升级维护等各个环节，并在广州及华南市场拥有一定的市场开发能力	巩固华南地区市场份额和品牌影响力
香港中创英泰国际贸易有限公司	2013年11月	在收购发生时点专营境外海洋智能产品进出口业务	通过投资香港中创，设立对外窗口，帮助公司开拓海外市场

达实智能

收购标的	公告日	收购标的主营业务	收购目的
上海联欣科技发展有限公司 51%股权	2012年7月	上海首家绿色建筑配套服务公司，长期以来致力于绿色建筑配套服务及节能解决方案，主营业务包括绿色建筑供电（强电）系统优化咨询、工程及节能服务、建筑智能化集成及服务、建筑节能工程及节能服务，提供新建建筑的集约化供能（电/燃气）节能优化方案，发展分布式能源站、变电站运营、维护及节能改造业务，以及施工安装服务。其中，绿色建筑供电（强电）系统优化咨询、工程及节能服务为其主要收入及利润来源	与联欣科技强强联手共同打造建筑节能产业链，加快区域布局，形成协同作用

银江股份

收购标的	公告日	收购标的主营业务	收购目的
浙江浙大健康管理有限公司 49%股权	2011年1月	健康服务，健康咨询；受托进行健康管理；远程医疗诊断的软件开发	浙大健康在远程医疗领域处于行业领先地位，在技术与银江股份智慧医疗业务可实现无缝对接；在市场可为银江股份带来深化区域市场，继而布局国际市场的可能
北京四海商达科技发展有限公司	2011年1月	四海商达主营业务是建立面向分销商、系统集成商的 IT 产品和解决方案分销网络体系，拥有华北和西北地区八百多家业务渠道以及医疗、制造、烟草、物流等大型客户资源的 IT 高科技产品销售及服务企业	本项目是公司积极拓宽业务渠道的重要工作之一
浙江广海立信科技有限公司	2011年7月	浙江广海立信科技有限公司长期从事公安、交通及计算机网络等领域的高科技产品的研发、销售以及系统工程的实现，在视频采集及传输、安防监控、计算机图形图像识别及处理、数据库应用软件开发以及网络通讯方面具有较强的设计、开发能力	巩固公司在优势领域的领先地位、进一步拓展业务渠道、实现有序扩张
北京东方开元信息科技有限责任公司 50%股权	2013年10月	东方开元是一家以二维码技术为基础，为各级党政机关及大型企事业单位提供公文、信函流转信息化管理系统的解决方案提供商，是中共中央办公厅、国务院办公厅联合研制的《机关公文二维码条码制作管理系统》软件唯一指定的技术支持单位，拥有核心自主研发产品，是电子政务领域的产品及解决方案提供商	电子政务在属于智慧城市整体解决方案的重要组成部分，市场空间巨大。智慧政务是银江相对薄弱的环节，并购有利于公司在智慧电子政务领域的精耕细作，以点带面的销售方式逐步实现智慧城市整体布局
北京亚太安讯科技有限责任公司 100%股权	2013年12月	亚太安讯是北京本土提供轨道交通智能化系统的领先企业，以视频监控、GPS运营监控为核心业务，其智能化系统服务主要应用于城市轨道交通领域的安防系统	通过亚太安讯与银江在地区、销售渠道、服务内容、业务技术上存在的互补完善产业链，增强协同效应，大幅提升上市公司业务规模和盈利水平，有利于银江拓展城市轨道交通领域的业务并辐射全国市场

来源：国金证券研究所 根据公司公告整理

图表25：随龙头企业规模和综合服务能力的提升标准项目体量不断加大——以延华智能公告的项目为例

延华早期承担的重大项目（按招股书公布）与金额（万元）			
北京怡海花园国际学校智能化合同	506.54	上海康桥镇社区敬老院一期弱电智能化系统工程合同	967.78
中凯余山别墅弱电工程施工承包合同	565.59	上海滩花园智能化系列合同	971.73
明珠国际广场智能化合同	570.66	上海市东方社区信息苑弱电工程合同	1,079.78
上海由由国际广场智能化合同	590.00	江苏盐城机电高等专科学校新校区智能化系统工程施工合同	1,233.68
上海市长寿路商业广场弱电系统工程合同	631.31	江苏省海安县行政中心建设工程智能化（弱电）系统承包合同	1,668.59
上海中环现代大厦弱电系统工程协议	636.12	浙江新潮集团股份有限公司智能化合同	1,677.64
上海好世鹿鸣苑项目智能化工程合同	647.00	白鹭湖别墅弱电智能化系统工程合同	3,002.45
山东齐鲁商会大厦弱电工程合同	750.32	东北电网电力调度交易中心大楼智能化系统工程合同	3,036.27
青岛银都花园景观节点设施项目（暨婚庆主题广场）智能化系统建设合同	865.64		
平均值：1,141.24万元			
中位数：865.64万元			

2012年增发方案以及公司公告公布的项目与金额（万元）			
圣诺亚皇冠假日酒店（五星级）智能化系统工程	1750.13	上海跨国采购中心智能化系统工程	4680.00
辽宁省国际会议中心智能化工程	1827.66	三亚市智能公共交通系统工程项目	4837.01
宁波滨海国际学校“绿色智慧校园”建设工程	2345.49	武汉国际博览中心会议中心智能化系统工程	5680.00
吉林省电力有限公司调度通信楼智能化工程及长春市南部新城智能停车场建设工程	3680.00	东方肝胆医院“绿色智慧医院”建设工程	5858.06
珠海十字门中央商务区会展商务组团一期喜来登酒店智能化系统工程	4050.00	仁怀市城市监控与报警系统建设项目	6366.46
天津汤臣津湾广场信息化工程	4415.00		
平均值：4,135.44万元			
中位数：4,415万元			

来源：国金证券研究所

投资建议

- 行业目前正处快速发展期，公司战略布局清晰，顺行业周期而为，业务结构，收入类型不断改善，原有智城模式得到验证，且在不断拓展，考虑到公司已经规划的外延式收并购战略，未来公司成长空间广阔。
- 预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.18、0.26、0.32 元，分别对应 51、36、29 倍估值水平，维持“买入”评级。

风险提示

- 智城项目落地速度低于预期

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	478	602	776	1,275	1,794	2,314
增长率		25.9%	28.8%	64.3%	40.7%	29.0%
主营业务成本	-398	-488	-629	-1,016	-1,425	-1,836
% 销售收入	83.2%	81.1%	81.0%	79.7%	79.4%	79.3%
毛利	81	114	147	259	370	478
% 销售收入	16.8%	18.9%	19.0%	20.3%	20.6%	20.7%
营业税金及附加	-13	-14	-23	-38	-54	-69
% 销售收入	2.8%	2.2%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
营业费用	-12	-13	-18	-26	-36	-46
% 销售收入	2.6%	2.2%	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-36	-52	-72	-112	-158	-204
% 销售收入	7.6%	8.6%	9.3%	8.8%	8.8%	8.8%
息税前利润 (EBIT)	19	35	34	83	122	159
% 销售收入	3.9%	5.9%	4.4%	6.5%	6.8%	6.9%
财务费用	-8	-13	-13	-6	-8	-13
% 销售收入	1.8%	2.1%	1.6%	0.5%	0.4%	0.5%
资产减值损失	-20	-2	12	-4	-8	-11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	6	4	5	5	5
% 税前利润	-55.3%	22.8%	7.8%	6.0%	4.3%	3.4%
营业利润	-7	27	37	78	112	140
营业利润率	n.a	4.5%	4.8%	6.1%	6.2%	6.1%
营业外收支	1	1	13	5	5	5
税前利润	-6	28	50	83	117	145
利润率	n.a	4.7%	6.4%	6.5%	6.5%	6.3%
所得税	1	-8	-5	-12	-18	-22
所得税率	n.a	27.0%	10.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	-5	21	44	71	99	123
少数股东损益	5	3	7	5	7	9
归属于母公司的净：	-9	18	38	66	92	114
净利率	n.a	2.9%	4.8%	5.1%	5.2%	4.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	-5	21	44	71	99	123
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	23	9	-3	15	21	27
非经营收益	1	7	8	0	-1	4
营运资金变动	16	17	-33	-69	-96	-96
经营活动现金净流	36	54	17	16	24	59
资本开支	-40	-20	-17	-34	-35	-35
投资	-43	-13	-175	0	0	0
其他	3	4	10	5	5	5
投资活动现金净流	-80	-30	-182	-29	-30	-30
股权募资	8	0	330	0	0	0
债权募资	107	-15	3	-34	-10	177
其他	-8	-13	-28	-10	-56	-61
筹资活动现金净流	106	-29	304	-44	-66	116
现金净流量	62	-4	139	-57	-72	145

资产负债表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	206	198	335	278	205	350
应收款项	179	168	140	252	349	442
存货	175	222	345	459	644	830
其他流动资产	21	23	163	168	172	176
流动资产	580	610	984	1,157	1,371	1,799
% 总资产	77.1%	73.4%	82.1%	82.6%	83.5%	85.9%
长期投资	49	77	72	72	72	72
固定资产	111	133	138	158	177	194
% 总资产	14.8%	16.0%	11.5%	11.3%	10.8%	9.3%
无形资产	5	6	1	9	17	24
非流动资产	172	221	215	244	270	294
% 总资产	22.9%	26.6%	17.9%	17.4%	16.5%	14.1%
资产总计	752	831	1,198	1,401	1,641	2,093
短期借款	199	173	178	148	138	315
应付款项	183	254	304	451	633	816
其他流动负债	20	18	19	85	101	117
流动负债	401	446	501	685	872	1,248
长期贷款	4	14	0	0	0	0
其他长期负债	3	2	4	0	0	0
负债	408	462	506	685	872	1,248
普通股股东权益	301	318	666	684	730	797
少数股东权益	44	51	27	32	39	48
负债股东权益合计	752	831	1,198	1,401	1,641	2,093

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	-0.070	0.131	0.219	0.182	0.256	0.316
每股净资产	2.239	2.368	3.866	1.892	2.018	2.204
每股经营现金净流	0.267	0.405	0.096	0.045	0.066	0.162
每股股利	0.000	0.000	0.050	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	-3.12%	5.52%	5.65%	9.59%	12.67%	14.35%
总资产收益率	-1.25%	2.11%	3.14%	4.68%	5.63%	5.46%
投入资本收益率	2.76%	4.65%	3.50%	8.18%	11.44%	11.62%
增长率						
主营业务收入增长率	22.88%	25.89%	28.83%	64.33%	40.73%	28.97%
EBIT增长率	-13.77%	89.91%	-3.51%	143.31%	46.80%	29.97%
净利润增长率	N/A	N/A	114.24%	74.43%	40.81%	23.73%
总资产增长率	44.77%	10.48%	44.17%	16.91%	17.12%	27.55%
资产管理能力						
应收账款周转天数	100.5	90.3	58.8	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	151.6	148.2	164.6	165.0	165.0	165.0
应付账款周转天数	88.1	109.4	118.3	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	47.0	80.7	60.6	39.8	30.1	24.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.94%	-2.82%	-22.69%	-18.11%	-8.77%	-4.12%
EBIT利息保障倍数	2.2	2.8	2.7	14.1	16.2	12.6
资产负债率	54.19%	55.60%	42.20%	48.87%	53.15%	59.62%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	1	4	5	5	14
增持	0	2	2	2	7
中性	0	0	1	1	4
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.29	1.40	1.43	1.52

来源：朝阳永续

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。

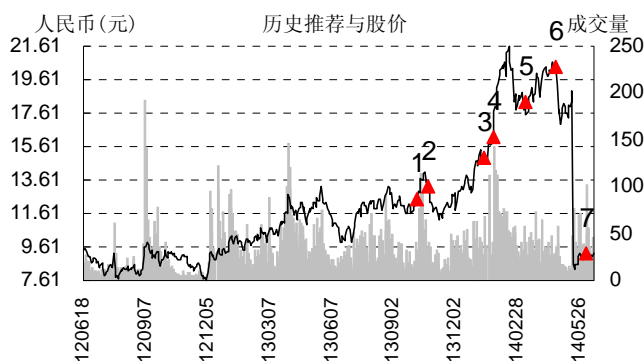
最终评分与平均投资建议对照：

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

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	12.48	N/A
2 2013-10-13	增持	12.48	N/A
3 2013-10-25	增持	13.20	N/A
4 2014-01-09	增持	14.95	N/A
5 2014-01-21	买入	16.15	N/A
6 2014-03-11	买入	18.26	N/A
7 2014-04-22	买入	20.41	N/A
8 2014-06-04	买入	9.23	N/A

来源：国金证券研究所



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方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信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