

延华智能 (002178.SZ)

其他通信设备行业

评级: 增持 下调评级

业绩点评

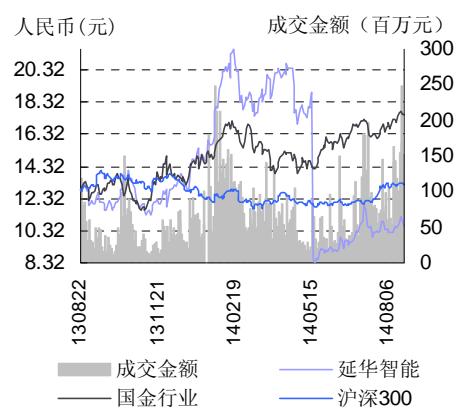
市价 (人民币): 10.60 元

短期业绩有压力, 看好中长期公司成长

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)	311.38
总市值(百万元)	3,944.62
年内股价最高最低(元)	21.63/8.32
沪深 300 指数	2354.24
中小板综指	7160.83



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	0.155	0.214	0.288
每股净资产(元)	2.37	3.87	1.91	1.99	2.15
每股经营性现金流(元)	0.40	0.10	0.10	0.05	0.15
市盈率(倍)	71.17	66.26	68.46	49.46	36.85
行业优化市盈率(倍)	110.28	58.63	73.05	73.05	73.05
净利润增长率(%)	N/A	114.24%	53.14%	38.42%	34.21%
净资产收益率(%)	5.52%	5.65%	8.11%	10.75%	13.37%
总股本(百万股)	134.40	172.18	372.13	372.13	372.13

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8月22日, 延华智能发布2014年中报: 报告期内, 公司实现营业收入3.63亿元, 同比下降10.85%, 实现归属于上市公司股东净利润2985万元, 同比增长66.84%, 扣非净利润2980万元, 同比增长92.58%, 按期末股本摊薄后每股收益0.08元;
- 公司预计1-9月份归属于上市公司股东净利润变动幅度在30%-50%。

经营分析

- 单季度收入增速有回升, 但低于预期: 整体来看, 上半年收入增速-10.85%, 单季度来看, 二季度收入增速-5.97%, 比一季度收入增速-16.04%有所提升, 但回升幅度低于我们此前预期。同样受经济政治大环境影响, 部分订单开标有所滞后, 一定程度上也影响了收入提升。
- 毛利率整体上升, 医疗节能业务毛利率下滑: 报告期内, 公司智能建筑业务毛利率为22.41%, 相比上年同期增加4.69个百分点, 但医疗以及节能业务毛利率相比上年同期出现下滑, 除了与具体项目本身质地有关外, 与目前项目所处施工阶段也有一定关系, 预计公司医疗业务毛利率有望在下半年逐步回升。费用率方面, 公司销售费用率为1.42%, 相比上年同期下降1.07个百分点, 由于去年增发募资原因, 公司财务费用率由去年1.62%下降为今年的-0.74%。
- 收现比指标下降, 但公司较好控制了经营性现金流: 报告期内, 公司收现比指标由上年93.45%下降到今年的75.83%, 整体收款情况受经济环境有较大影响, 同时公司很好的调节了付现比, 使得公司经营性现金流净额与公司收入比重与去年同期基本持平。

短期业绩有波动, 中长期仍看好公司发展

- 短期业绩有波动: 去年三季度, 公司会计估计变更(坏账计提比例降低), 对于去年三季度业绩提升起到了明显的拉动作用, 这也造成了去年同期基数较高, 同时考虑到今年上半年部分订单开标时间延后, 这使得公司三季度业绩增速将出现下滑, 预计公司四季度业绩增速有望逐步恢复。

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

- **“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，实现公司整体业务平台升级到城市一级。
- **智能化公司业务拓展模式多样：**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，这也符合目前行业龙头整体发展趋势，在内生增长同时，加入外延方式；同时，根据国外发展经验，智能化行业未来向后端运营发展也将逐渐成为趋势，行业属性使得拓展模式多样，给予上市龙头公司广泛发展空间。

投资建议

- 一方面，去年参与公司增发的小非已经解禁，考虑到一年较高的收益，短期将对股价造成压力，另一方面，从基本面上看，大的经济政治环境造成部分订单延后，对于公司拿单施工带来一定影响，短期业绩将出现波动，中长期来看，依然看好行业成长，看好龙头公司业务模式变化拓展更广阔的发展空间，建议投资者在股价波动后，逢低买入。
- 预计2014-2016年EPS分别为0.16、0.21、0.29元，分别对应68、49、37倍PE，给予“增持”评级。

风险提示

- 经济政治影响，订单招投标延后
- 增发解禁对股价压制

图表1：三张报表

损益表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	478	602	776	833	1,194	1,554
增长率	25.9%	28.8%	7.4%	43.3%	30.1%	
主营业务成本	-398	-488	-629	-648	-915	-1,181
% 销售收入	83.2%	81.1%	81.0%	77.7%	76.6%	76.0%
毛利	81	114	147	186	279	373
% 销售收入	16.8%	18.9%	19.0%	22.3%	23.4%	24.0%
营业税金及附加	-13	-14	-23	-25	-36	-47
% 销售收入	2.8%	2.2%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
营业费用	-12	-13	-18	-13	-22	-31
% 销售收入	2.6%	2.2%	2.3%	1.6%	1.8%	2.0%
管理费用	-36	-52	-72	-83	-116	-148
% 销售收入	7.6%	8.6%	9.3%	10.0%	9.8%	9.5%
息税前利润 (EBIT)	19	35	34	64	105	147
% 销售收入	3.9%	5.9%	4.4%	7.7%	8.8%	9.5%
财务费用	-8	-13	-13	4	-6	-11
% 销售收入	1.8%	2.1%	1.6%	-0.5%	0.5%	0.7%
资产减值损失	-20	-2	12	-3	-5	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	6	4	4	4	4
% 税前利润	-55.3%	22.8%	7.8%	5.4%	3.9%	2.9%
营业利润	-7	27	37	70	98	133
营业利润率	<i>n.a</i>	4.5%	4.8%	8.3%	8.2%	8.6%
营业外收支	1	1	13	5	5	5
税前利润	-6	28	50	75	103	138
利润率	<i>n.a</i>	4.7%	6.4%	8.9%	8.6%	8.9%
所得税	1	-8	-5	-12	-17	-22
所得税率	<i>n.a</i>	27.0%	10.8%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	-5	21	44	63	87	116
少数股东损益	5	3	7	5	7	9
归属于母公司的净：	-9	18	38	58	80	107
净利率	<i>n.a</i>	2.9%	4.8%	6.9%	6.7%	6.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	-5	21	44	63	87	116
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	23	9	-3	13	19	24
非经营收益	1	7	8	1	0	4
营运资金变动	16	17	-33	-39	-87	-87
经营活动现金净流	36	54	17	38	18	56
资本开支	-40	-20	-17	-34	-35	-35
投资	-43	-13	-175	0	0	0
其他	3	4	10	4	4	4
投资活动现金净流	-80	-30	-182	-30	-31	-31
股权募资	8	0	330	36	0	0
债权募资	107	-15	3	-34	-10	132
其他	-8	-13	-28	-10	-57	-61
筹资活动现金净流	106	-29	304	-9	-67	71
现金净流量	62	-4	139	-1	-81	97

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	206	198	335	334	253	350
应收款项	179	168	140	174	245	314
存货	175	222	345	390	552	712
其他流动资产	21	23	163	164	167	170
流动资产	580	610	984	1,063	1,218	1,546
% 总资产	77.1%	73.4%	82.1%	81.3%	81.8%	84.0%
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%	12.1%	11.9%	10.6%
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%	18.7%	18.2%	16.0%
资产总计	752	831	1,198	1,306	1,488	1,840
短期借款	199	173	178	148	138	270
应付款项	183	254	304	342	484	626
其他流动负债	20	18	19	73	84	95
流动负债	401	446	501	564	707	991
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	564	707	991
普通股股东权益	301	318	666	711	742	801
少数股东权益	44	51	27	32	39	48
负债股东权益合计	752	831	1,198	1,306	1,488	1,840

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	-0.070	0.131	0.219	0.155	0.214	0.288
每股净资产	2.239	2.368	3.866	1.910	1.994	2.152
每股经营现金净流	0.267	0.405	0.096	0.101	0.048	0.152
每股股利	0.000	0.050	0.060	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	-3.12%	5.52%	5.65%	8.11%	10.75%	13.37%
总资产收益率	-1.25%	2.11%	3.14%	4.41%	5.36%	5.82%
投入资本收益率	2.76%	4.65%	3.50%	6.05%	9.63%	11.05%
增长率						
主营业务收入增长率	22.88%	25.89%	28.83%	7.42%	43.31%	30.10%
EBIT增长率	-13.77%	89.91%	-3.51%	87.73%	64.17%	39.79%
净利润增长率	N/A	N/A	114.24%	53.14%	38.42%	34.21%
总资产增长率	44.77%	10.48%	44.17%	9.01%	13.89%	23.68%
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	220.0	220.0	220.0
应付账款周转天数	88.1	109.4	118.3	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	47.0	80.7	60.6	60.9	45.2	36.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.94%	-2.82%	-22.69%	-25.02%	-14.76%	-9.37%
EBIT利息保障倍数	2.2	2.8	2.7	-15.6	17.7	13.8
资产负债率	54.19%	55.60%	42.20%	43.14%	47.50%	53.87%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	3	8	12
增持	0	0	1	3	6
中性	0	0	0	0	4
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.17	1.24	1.46

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2013-10-25	增持	13.20	N/A
2 2014-01-09	增持	14.95	N/A
3 2014-01-21	买入	16.15	N/A
4 2014-03-11	买入	18.26	N/A
5 2014-04-22	买入	20.41	N/A
6 2014-06-04	买入	9.23	N/A
7 2014-06-17	买入	9.95	N/A
8 2014-07-24	买入	10.29	N/A

来源：国金证券研究所

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


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形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靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认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