

内外双轮驱动，借力并购基金展翅高飞

延华智能 (002178.SZ)

推荐 维持评级

核心观点:

- **联手全球著名创投英飞尼迪成立并购基金，规模行业领先（3-5 亿元）。**公司 10 月 8 日与英飞尼迪（上海）创投签署合作框架协议，拟共同发起设立上海英飞延华创投公司及上海延华英飞创业投资中心（有限合伙）。基金规模初定为人民币 3-5 亿元，公司拟认缴出资比例为 20%。同时，管理公司注册资本暂定 300 万元（以基金认缴资本额的 1% 为准），公司拟认缴出资比例为 15%。并购基金分两期到账，首期到位资金不低于各方认缴出资额的 50%，在首期缴付资本额的 70% 以上使用完毕后缴付第二期 50%。英飞尼迪集团 1993 年成立于以色列，管理着以色列最早的风险投资基金和最大的创业孵化器，也是世界领先的专注于中国市场的跨境投资集团。
- **聚焦智慧城市产业链，并购扩张将为公司插上腾飞翅膀。**并购基金将以智慧城市领域的产业并购为导向，主要对智慧城市相关领域产业链上的高科技成长型未上市企业进行股权投资、可转换债权投资、提供投资管理咨询服务等业务。英飞尼迪在中国及智慧城市领域拥有先进经验及丰富案例，运用独特的“技术+资本”的投资模式，成功案例包括神州数码（00861.香港）、神州信息（000555）、中国安芯（HK01149）、以色列 Mango/Mate、中国安防技术（CSST）、安康通、天津亚安科技等。
- **我们判断，并购基金将成为公司今后外延扩张的主要模式之一，且具有快速复制效应。**该基金的年化收益率预计可达到 25% 以上。我们认为，该并购基金对于公司的战略意义在于：（1）通过产业并购实现内生、外延扩张的双轮驱动战略，实现智慧城市产业链的快速延伸。（2）借助英飞尼迪在智慧医疗、智慧安防等多个产业资源整合的经验，将以色列智慧城市的先进技术、雄厚的金融资本和国内外并购业务的丰富经验有效融合。（3）公司在并购基金中拥有一票否决权，对并购标的拥有优先购买权，通过并购基金的管理与培育，可快速实现符合自身战略的并购扩张。
- **公司我们重点推荐的“双高”（高增长、高估值）标的之一，我们自 2013 年 3 月 6 日在市场首家推荐以来累计涨幅已达 127%。公司未来业绩高成长的逻辑：在咨询引领、智能基石、节能推进、医疗先行战略框架下，公司战略、业务结构、收入结构转型依次推进，业绩将持续高增长。**（1）智慧城市商业模式快速落地。目前智城公司已落地 4 个，在做咨询及顶层设计的城市 7 个以上（公司网站数据），我们预计未来 2-3 年公司智慧城市落地数量有望超过 10 个，若每个城市贡献培育 2-3 年后净利润达到 2000-3000 万，则智城业务净利润有望达到 2-3 亿元。（2）智慧医疗跨越发展，后续商业模式创新空间巨大。今年以来公司智慧医院已公告订单较去年全年增长 70% 以上。若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。（3）节能、咨询及软

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

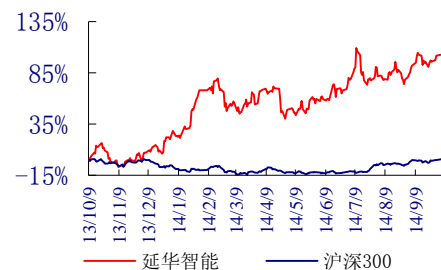
傅盈

☎: 021-20252605
✉: fuying@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130514050008

市场数据 时间 2014.10.08

A 股收盘价(元)	11.62
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	2481.96
市净率	6.50
总股本(万股)	37213.42
实际流通 A 股(万股)	31137.69
限售的流通 A 股(万股)	6075.73
流通 A 股市值(亿元)	36.18

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

件服务、智能交通等业务有望快速增长。(4) 股票激励设定高增长底线, 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%。

- **公司未来估值提升的逻辑:** (1) 智慧城市业务今年将进入落地元年, 订单将批量落地, 行业景气度向上。(2) 随着公司智慧医疗业务占比快速增长 (我们预计未来 2-3 年净利润贡献有望达到一半左右), 公司估值理应向智慧医疗板块看齐, 估值仍有较大提升空间。
- **风险提示:** 宏观经济波动风险、应收账款风险等。
- **盈利预测、估值及投资评级:** 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。目标价 13.1-14.5 元 (对应 15 年 45-50 倍 PE), 维持“推荐”评级。

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	242	113	55	34	23
PB	13.4	6.4	5.4	4.8	4.1

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部预测; 股价为 2014 年 10 月 9 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，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）。

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

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 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：

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

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn