

## 业绩逐季加速，毛利率持续提升，增长后劲充足

核心观点：

### 1. 事件

公司公布 2014 年三季报：2014 年前三季度实现营业收入、归属母公司股东净利润 8.55/0.74 亿元，YOY+28.11%/38.79%。按增发完成后股本计算，全面摊薄 EPS0.29 元。2014 年全年预增 35%-55%，对应 EPS0.43-0.50 元。

### 2. 我们的分析与判断

#### （一）业绩符合预期，Q3 业绩加速，毛利率持续提升，实际现金流改善，增长后劲充足

业绩增长主要来自于收入规模快速扩张及盈利能力持续提升。业绩逐季加速。其中，2014Q3 单季度营业收入/净利润 YOY+38.95%/57.94%，增速环比 2014Q2 分别提高 19.66/35.45pct。

毛利率持续提升，2014Q1-3 毛利率达 30.40%，同比提高 1.87pct；其中，2014Q3 单季度毛利率达 32.48%，同比提高 1.26pct，创上市以来单季度新高。

期间费用率有所提升，2014Q1-3 期间费用率同比提高 0.05pct，主要是由于财务费用率同比上升较快，同比提高 0.66pct，我们判断主要是由于遵义规划馆 BT 项目垫资较大所致，但随着 2014 年 9 月公司增发完毕，财务费用率将快速下降。管理费用率、销售费用率同比分别下降 0.23、0.39pct。

实际现金流状况好转。2014Q1-3 经营性净现金流-428 万元，同比 2013Q1-3 的 1015 万元有所下降，但考虑到 2014 年前三季度因遵义规划馆等 BT 项目形成 2.52 亿元长期应收款，实际现金流状况有所好转。收现比 0.88，付现比 0.93，同比分别降低 0.11、0.12。

增长后劲充足。（1）公司新签合同增势良好，后续增长将主要来自于地铁、医院、数据中心等新业务。（2）上海联欣增长较快，2014Q1-3 少数股东权益同比增长 42.24%，我们判断主要是由于上海联欣增长较快所致。（3）贵州城市规划馆等 BT 项目将陆续进入结算回购期，对业绩形成较大贡献。（4）增发完成后公司外延扩张存较强预期。

#### （二）百亿市值渐近，后续空间依然广阔

我们认为，公司目前的业务架构及高成长势头可快速跨越百亿市值门槛：（1）传统业务以智慧城市为统领，聚焦绿色智慧节能，在主要领域均拥有核心技术优势。公司参与编写的《智慧城市总体规划指南》国家标准获评通过，在地铁综合监控系统、

达实智能（002421.SZ）

推荐 维持评级

分析师

鲍荣富  
建筑行业首席分析师

☎：021-20252629

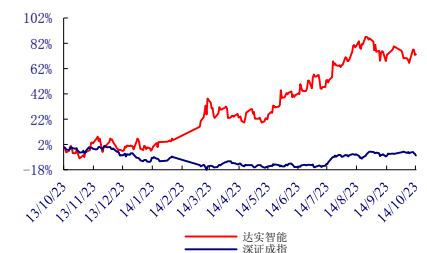
✉：baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130514050003

市场数据 时间 2014.10.23

A 股收盘价(元)	30.59
A 股一年内最高价(元)	33.35
A 股一年内最低价(元)	15.87
上证指数	7969.16
市净率	10.11
总股本(万股)	25580.00
实际流通 A 股(万股)	20414.94
限售的流通 A 股(万股)	5165.07
流通 A 股市值(亿元)	62.45

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究



中央空调整能改造系统、城市能源监测管理平台、安防门禁等领域均拥有自身核心技术。(2) “技术+金融”，商业模式创新方面一直走在行业前列。公司建筑节能 EMC 模式获评“2012 中国商业模式最具增长潜力奖”，2010 年创新“能源站”商业模式。金融模式创新方面，公司设立深圳前海融资租赁公司，注册资本 2 亿元，预计可撬动 20 亿元融资；向北京银行深圳分行申请 5 亿元买方信贷额度，用于开展智慧医院建设项目；后续类似创新将驱动超常规发展。(3) 并购扩张不断完善产业链。公司在非公开发行预案中明确表示，将依托资本市场平台，从横向、纵向寻求产业投资并购整合机会，实现跨越式增长。

我们认为，即使公司市值达百亿之后，公司后续成长前景依然乐观：(1) 以智慧城市统领，从单体建筑拓展至建筑群、社区园区，最终拓展至整个城市。(2) 依托能源监测管理平台、IC 卡等核心系统/产品，占据大数据流量入口，实现从工程服务到社区 O2O 运营的转型升级，业绩更持续、更稳定。(3) 金融模式创新及外延扩张助力，规模能级继续实现跨越式发展。

### 三. 投资建议

2014 年 3 月 13 日我们发布公司深度报告(《达实智能(002421): 聚焦智慧绿色节能，二次腾飞在即》)，给出的 2014/2015/2016 年盈利预测分别较当日其他三家卖方均值高出 13.3%/30.0%/49.7%。我们是市场上第一个坚定持续强烈推荐公司的卖方(2012.6.19 深度报告首次推荐至今涨幅已达 212%)。

我们维持公司盈利预测不变，按照增发后股本计算对应 2014/15/16 年 EPS 分别为 0.50/0.84/1.17 元，维持 40 元目标价(对应 15 年 48 倍 PE)，维持“推荐”评级。

### 四. 风险提示

宏观经济波动风险，应收账款风险等。

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	824	1012	1333	1974	2598
增长率 YoY%	37.5	22.8	31.8	48.1	31.6
净利润(百万元)	78	82	128	214	299
增长率 YoY%	73.0	5.8	56.1	66.4	39.9
毛利率%	30.8	29.5	29.7	29.5	29.8
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.30	0.32	0.50	0.84	1.17
每股净资产(元)	2.72	3.03	6.34	6.97	7.84
PE	101	95	61	37	26
PB	11.2	10.1	4.8	4.4	3.9

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部；股价截至 2014 年 10 月 24 日收盘价

利润表(百万元)						资产负债表(百万元)					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E	指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	824	1,012	1,333	1,974	2,598	货币资金	232	225	877	893	961
营业成本	571	713	937	1,392	1,825	存货	121	188	197	337	423
毛利率	30.8%	29.5%	29.7%	29.5%	29.8%	应收账款	382	524	621	910	1,184
营业税金及附加	23	27	37	55	73	其他流动资产	47	99	83	123	162
营业费用	56	75	93	134	171	流动资产	782	1,036	1,778	2,263	2,729
营业费用率	6.85%	7.40%	7.00%	6.80%	6.60%	固定资产	79	91	124	147	172
管理费用	51	76	83	120	156	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	6.18%	7.48%	6.20%	6.10%	6.00%	无形资产	2	2	2	3	3
财务费用	-4	-2	-4	-4	-5	其他长期资产	355	342	335	328	320
财务费用率	-0.45%	-0.15%	-0.33%	-0.22%	-0.18%	非流动资产	436	434	462	477	494
投资收益	0	0	0	0	0	资产总计	1,219	1,471	2,240	2,740	3,224
营业利润	137	127	179	277	369	短期借款	0	50	0	0	0
营业利润率	16.60%	12.56%	13.42%	14.04%	14.19%	应付账款	261	345	216	417	547
营业外收入	9	9	10	12	14	其他流动负债	142	162	231	337	440
营业外支出	0	0	0	0	0	流动负债	403	557	446	754	987
利润总额	146	136	189	289	382	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	22	20	28	43	57	其他长期负债	46	45	45	45	45
所得税率	15.2%	14.5%	15.0%	15.0%	15.0%	非流动性负债	46	45	45	45	45
少数股东损益	25	25	32	32	26	负债合计	449	602	492	800	1,033
归属于母公司股东的净利润	78	82	128	214	299	股本	209	209	256	256	256
净利率	9.44%	8.13%	9.63%	10.83%	11.51%	资本公积	283	289	993	993	993
EPS (元)	0.30	0.32	0.50	0.84	1.17	股东权益合计	696	774	1,621	1,782	2,006
						少数股东权益	74	95	127	159	185
						负债股东权益总计	1,219	1,471	2,240	2,740	3,224
现金流量表 (百万元)						主要财务指标					
指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E	指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	78	82	128	214	299	增长率 (%)					
少数股东权益	25	25	32	32	26	营业收入	55.32	22.79	31.78	48.05	31.58
折旧和摊销	21	30	11	15	17	营业利润	113.89	(7.04)	40.77	54.84	32.98
营运资金变动	-35	-142	-158	-170	-175	净利润	73.04	5.77	56.06	66.41	39.92
其他	15	10	4	5	4	利润率 (%)					
经营现金流	104	5	17	95	171	毛利率	30.77	29.52	29.71	29.51	29.76
资本支出	-24	-28	-38	-30	-33	EBIT Margin	14.90	12.00	13.71	13.81	14.36
投资收益	0	0	0	0	0	EBITDA Margin	17.44	14.95	14.54	14.56	14.99
资产变卖	0	0	0	0	0	净利率	9.44	8.13	9.63	10.83	11.51
其他	-151	-15	0	0	0	回报率 (%)					
投资现金流	-175	-43	-38	-30	-33	净资产收益率	11.18	11.20	10.72	12.56	15.79
发行股票	26	8	751	0	0	总资产收益率	6.80	6.53	7.36	9.10	10.64
负债变化	0	50	-50	0	0	其他 (%)					
股息支出	-30	-22	-32	-53	-75	资产负债率	36.80	40.94	21.95	29.19	32.04
其他	-1	0	4	4	5	所得税率	15.20	14.48	15.00	15.00	15.00
融资现金流	-6	35	674	-49	-70	股利支付率	0.00	0.00	25.00	25.00	25.00
现金及现金等价物	-77	-3	653	16	68						

## 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。

### 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）、国海股份（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  
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](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
海外机构：李笑裕 010-83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)  
北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)