

评级：买入 维持评级

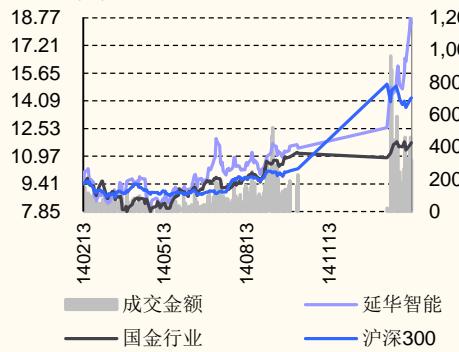
业绩点评

市场价格（人民币）：18.45元

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)	6,865.88
年内股价最高最低(元)	18.80/8.02
沪深 300 指数	3442.87
深证成指	11302.73
人民币(元)	成交金额(百万元)

**相关报告**

- 1.《收购成电医星,区域扩张+医疗转型持续推进》, 2015.1.16
- 2.《设立并购基金,外延拓展更进一步》, 2014.10.10
- 3.《短期业绩有压力,看好中长期公司成长》, 2014.8.22
- 4.《延华智能与华数集团签订战略合作协议点评》, 2014.7.24
- 5.《战略清晰,转型求变驱动长期成长》, 2014.6.17

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.219	0.156	0.218	0.312	0.414
每股净资产(元)	3.87	2.04	2.12	2.30	2.58
每股经营性现金流(元)	0.10	0.21	0.33	0.20	0.32
市盈率(倍)	66.26	73.51	82.81	57.83	43.56
行业优化市盈率(倍)	58.63	165.02	175.05	175.05	175.05
净利润增长率(%)	114.24%	53.91%	40.07%	43.19%	32.77%
净资产收益率(%)	5.65%	7.64%	10.26%	13.60%	16.06%
总股本(百万股)	172.18	372.13	372.13	372.13	372.13

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2015年2月10日，延华智能发布2014年年报，在2014财年中，公司实现收入824,207,262.64元，归属于母公司股东的净利润57,909,129.98元，分别较上年同期增长6.22%和53.91%，按期末股本摊薄后实现每股收益0.16元。
- 公司2014年度利润分配预案：以2014年12月31日公司总股本372,134,231股为基数，向全体股东每10股派发现金红利0.60元（含税），送红股2股（含税），以资本公积金向全体股东每10股转增6股，合计转增股本297,707,384.8股，转增股本后公司总股本增加至669,841,615.8股。
- 根据行业发展趋势及市场情况，结合公司2014年销售及订单情况，公司预计2015年净利润增长不低于40%，收入增长幅度不低于30%。

经营分析

- 公司收入四季度放量显著，净利润显著增长：虽公司前三季度营收负增长，但由于已签订单加速转化为营收，公司2014年四季度业绩放量特别明显（公司1-4季度单季度营收同比增速分别为-16.04%、-5.97%、-3.86%、66.39%，见文末图表1），由于公司在手订单充足，加之在2014年智慧城市模式复制的速度显著加速，我们对公司后续的订单获取以及营收的增长保持乐观态度；相比整体增速的平缓的总收入，公司2014年营业利润（同比增长80.75%）和净利润却取得很明显的增长，原因主要有1)公司在2014年落实并加速了在2013年年报中承诺的业务转型，毛利率更高的智慧节能业务占总营收的比重显著提升；2)2014年随医院订单落地，公司智慧医疗业务对总营收的占比提升非常显著，且该项业务毛利率亦随公司业务结构转型得到显著提升（见文末图表2）；

刘晨辰
联系人
(8621)61356502
liuchenchen@gjzq.com.cn
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

- **公司毛利率提升显著：**公司毛利率由 2013 年的 18.97% 上升至 22.78%，毛利率的提升主要受前文所述的业务结构调整贡献（高毛利率节能业务、智慧医疗业务占比提升），相比之下公司期间费用下降对毛利率提升的贡献则较小（2013 年 13.21%，2014 年 12.55%），其中，销售费用率由 13 年的 2.29% 下降至 14 年的 1.18%，一方面由于单体项目体量增加对销售费用起到了一定摊薄，另一方面是因公司将部分销售费用转入管理费用；管理费用率由 13 年的 9.30% 上升至 11.31%，主要是由于公司加速了智城模式复制，于是增加了建设区域中心和相应营销团队的支出；财务费用率的降低（13 年 1.62%，14 年 0.06%）则是由于公司短期借款减少，同时增加了利息收入；
 由于进一步深入推进业务转型的工作仍将继续，且成电医星的收购预案尚未批复，如果成电医星收购预案获批并在 2015 年实现并表，且公司业务结构转型在后续得到进一步推动，加之公司新拓展的智城分公司通过业务放量能进一步摊薄销售和管理费用，公司的毛利率还有继续提升的空间；
- **经营情况：**公司在报告期收现比比去年同期有所下降（2013 年 107.22%，2014 年 94.59%），但经营活动产生的现金流量净额/营业收入指标反而上升显著（2013 年 2.14%，2014 年 9.67%），从现金流量表看主要是由于公司购买商品、接受劳务支付的现金下降得比销售商品、提供劳务收到的现金更快，这也同公司推动业务转型的做法是相一致的；除此以外，公司期末应收账款/当期收入有一定提升（2013 年 14.57%，2014 年 17.96%），但期末存货/当期收入则相对稳定（2013 年 44.51%，2014 年 45.81%）；

智城+业务转型+并购将继续推动公司的持续高成长

- 2014 年至今，延华智能在智慧医院业务转型、智城模式复制、推进并购战略等多方面都有较出色的表现，且公司还实施了股权激励（在 2014 年 5 月），这些行为都鲜明体现延华智能不仅发展思路越发清晰，战略落地加速，更重要的是公司也谨慎地从其他方面做出了一系列辅助自己战略的举措，这至少包括股权激励、成立并购基金、成立产业基金等行为，这显示公司对于如何稳健高效地落实自己的战略有了较为深入和全面的理解；除此以外，公司的研发支出占比虽仍较低但亦有了一定提升（对营收的占比 2013 年为 2.77%，2014 年为 3.18%）。
- **业务转型的可持续性：**业务转型一方面体现在延华智能 2014 年年报中显示的智慧医疗、智慧节能业务对总收入占比的提升，以及智慧医疗业务毛利率的显著提升，公司拟收购成电医星获取电子病历、区域医疗信息平台相关业务，提升高毛利的软件业务占比更是延华智能在推动业务转型以及业务结构优化的过程中意义重大的一步；
- **智城模式复制的可持续性：**2014 年延华智能智城模式复制的提速非常明显，智城模式复制是延华智能的一大亮点，除了作为直接的业务异地扩张的手段以外，足够数量的智城公司还能成为公司业务多元化拓展或是业务结构调整方面成长动力的最可靠支持因素之一；
- **长期视角下并购的可持续性：**作为走一站式集成服务路线的延华智能而言，一方面强大的集成服务能力必不可少，另一方面公司作为智能化集成服务意味着公司一旦成功承接集成性质综合服务项目即等于把握了项目涵盖的一系列单项服务的销售渠道（例如监控系统、消防系统、空调系统等的硬件销售渠道），从而为公司外包其中的低附加值子项目并介入新的高附加值子项目（例如通过并购获取，客观上智慧城市作为新兴产业也是一个新子业务有机会不断出现的大领域）、不断优化自己的业务结构带来非常优越的先天条件，公司在 14 年同英飞尼迪共同设立并购基金也表明了公司自身对并购的重视，因而综合考虑行业特性、公司特性、公司意向，我们看好长期视角下公司并购行为的可重复性；

综上，由于智慧医院、智慧节能、智慧交通等领域正处于快速发展阶段，未来空间非常可观，加之延华智能有智城模式作为业务转型及业务扩张的依托，当前公司发展思路又已非常清晰，且公司推动战略的做出的一系列公司行为体现着鲜明的谨慎稳健的特点，因而我们看好公司的未来成长。

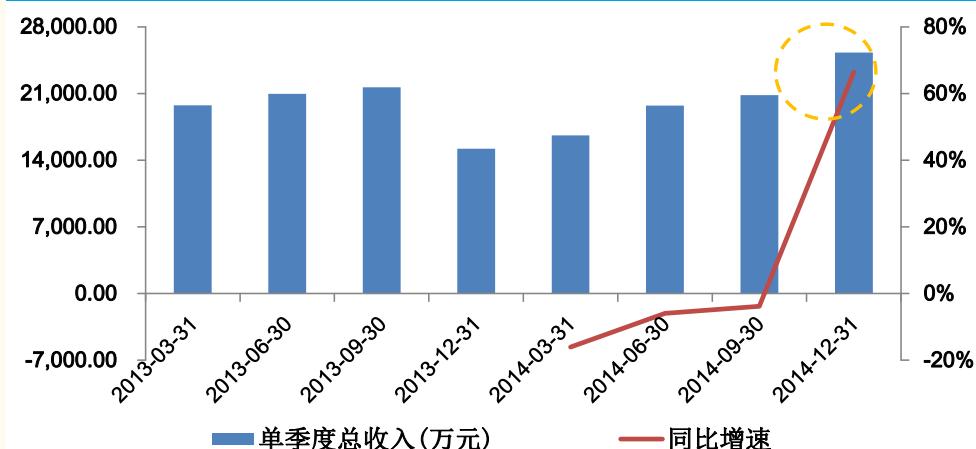
投资建议

预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.22、0.31、0.41 元（暂未考虑成电医星并入情况，后续如若成功并入，当年可增厚 EPS 7 分钱左右），维持“买入”评级。

风险提示

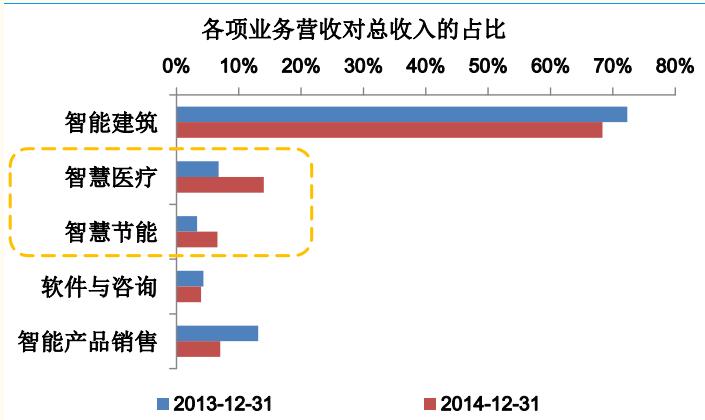
- 地方政府由于债务问题放慢智慧城市相关项目配套资金的到位速度；
- 行业竞争的加剧可能使公司未来接单量的增速放缓；

图表 1：公司 2014 年四季度营收放量特别显著



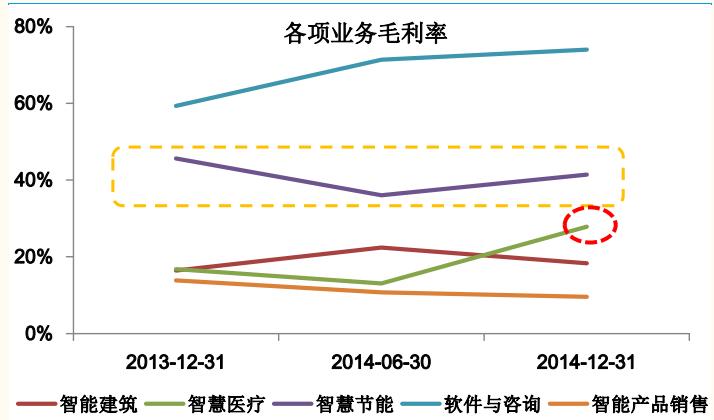
来源：根据 wind 数据整理

图表 2：随业务结构转型深入，公司智慧医疗以及智慧节能业务对总收入的占比在 2014 年提升非常明显



来源：根据 wind 数据整理

图表 3：智慧节能是公司毛利率第二高的业务，同时公司智慧医疗业务毛利率在 2014 年提升非常明显



图表 4：三张报表

损益表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	602	776	824	1,188	1,554	1,914
增长率	28.8%	6.2%	44.2%	30.8%	23.1%	
主营业务成本	-488	-629	-636	-907	-1,170	-1,427
% 销售收入	81.1%	81.0%	77.2%	76.3%	75.3%	74.5%
毛利	114	147	188	281	384	487
% 销售收入	18.9%	19.0%	22.8%	23.7%	24.7%	25.5%
营业税金及附加	-14	-23	-16	-24	-31	-38
% 销售收入	2.2%	3.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用	-13	-18	-10	-15	-20	-25
% 销售收入	2.2%	2.3%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
管理费用	-52	-72	-93	-143	-187	-230
% 销售收入	8.6%	9.3%	11.3%	12.0%	12.0%	12.0%
息税前利润 (EBIT)	35	34	68	100	146	194
% 销售收入	5.9%	4.4%	8.3%	8.4%	9.4%	10.2%
财务费用	-13	-13	0	-4	-7	-8
% 销售收入	2.1%	1.6%	0.1%	0.3%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-2	12	-4	-6	-7	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	4	3	4	4	4
% 税前利润	22.8%	7.8%	4.1%	4.0%	2.8%	2.1%
营业利润	27	37	67	94	137	183
营业利润率	4.5%	4.8%	8.1%	7.9%	8.8%	9.5%
营业外收支	1	13	3	5	5	5
税前利润	28	50	70	99	142	188
利润率	4.7%	6.4%	8.5%	8.3%	9.1%	9.8%
所得税	-8	-5	-8	-13	-18	-24
所得税率	27.0%	10.8%	11.8%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	21	44	62	86	123	163
少数股东损益	3	7	4	5	7	9
归属于母公司的净利润	18	38	58	81	116	154
净利率	2.9%	4.8%	7.0%	6.8%	7.5%	8.1%

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	198	335	288	394	393	452
应收款项	168	140	176	227	292	355
存货	222	345	378	522	673	821
其他流动资产	23	163	257	172	176	179
流动资产	610	984	1,098	1,314	1,534	1,807
%总资产	73.4%	82.1%	81.2%	83.1%	83.9%	85.1%
长期投资	77	72	111	97	97	97
固定资产	133	138	136	156	175	192
%总资产	16.0%	11.5%	10.0%	9.9%	9.6%	9.0%
无形资产	6	1	2	9	17	24
非流动资产	221	215	255	267	293	317
%总资产	26.6%	17.9%	18.8%	16.9%	16.1%	14.9%
资产总计	831	1,198	1,353	1,581	1,827	2,124
短期借款	173	178	154	164	184	214
应付款项	254	304	379	503	650	793
其他流动负债	18	19	22	78	87	96
流动负债	446	501	555	745	921	1,103
长期贷款	14	0	0	0	0	0
其他长期负债	2	4	0	0	0	0
负债	462	506	555	745	921	1,103
普通股股东权益	318	666	758	791	854	960
少数股东权益	51	27	40	45	52	61
负债股东权益合计	831	1,198	1,353	1,581	1,827	2,124

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.131	0.219	0.156	0.218	0.312	0.414
每股净资产	2.368	3.866	2.037	2.125	2.295	2.580
每股经营现金净流	0.405	0.096	0.214	0.328	0.199	0.324
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	5.52%	5.65%	7.64%	10.26%	13.60%	16.06%
总资产收益率	2.11%	3.14%	4.28%	5.13%	6.36%	7.26%
投入资本收益率	4.65%	3.50%	6.34%	8.67%	11.65%	13.69%
增长率						
主营业务收入增长率	25.89%	28.83%	6.22%	44.20%	30.78%	23.14%
EBIT增长率	89.91%	-3.51%	100.39%	45.40%	46.63%	33.12%
净利润增长率	N/A	114.24%	53.91%	40.07%	43.19%	32.77%
总资产增长率	10.48%	44.17%	12.90%	16.85%	15.59%	16.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	90.3	58.8	57.8	58.0	58.0	58.0
存货周转天数	148.2	164.6	207.3	210.0	210.0	210.0
应付账款周转天数	109.4	118.3	157.9	160.0	160.0	160.0
固定资产周转天数	80.7	60.6	57.4	42.9	34.9	29.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.82%	-22.69%	-16.78%	-27.49%	-23.09%	-23.30%
EBIT利息保障倍数	2.8	2.7	139.3	25.3	21.5	23.2
资产负债率	55.60%	42.20%	41.01%	47.13%	50.41%	51.93%

来源：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	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	1
增持	0	0	0	0	4
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.80

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


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：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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：021-61620767
传真：021-61038200
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：010-66216979
传真：010-66216793
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：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD