

期间费用增长较快拖累业绩, 打造智慧城市服务与运营平台

核心观点:

- 主营业务持续增长, 盈利能力有所下滑, 股票激励和收购导致期间费用率增长较快。公司 2015H1 实现营业收入 4.03 亿元、归属上市公司股东净利润 3459 万元, YOY+10.99%/15.86%, 业绩增长主要来自于智能建筑的增长 (YOY+23.16%)。2015Q2 单季业绩增速有所放缓, 归母净利润同比增长 14.22%。综合毛利率为 21.82%, 同比下滑 2.03pct。我们认为主要是由于智能建筑毛利率下滑 (同比下降 1.95pct)。期间费用率同比增长 2.15pct; 其中管理费用率增长 2.035pct 至 13.36%, 我们认为主要由于公司限制性股票激励计划在报告期内摊销 729.23 万元。收现比、付现比分别为 0.52/0.77, 同比分别下降 0.24/0.23, 我们判断和下游行业经营环境较差有关。经营性净现金流从 2014H1 的-8464 万元降低至 2015H1 的-12441 万元, 现金率状况有所恶化, 预计下半年经营性现金流将得到改善。公司预计前三季度归母净利润增幅 0-40%。
- “智城模式”与“医疗先行”相辅相成, 依托养老业务打造十亿级大健康产业。公司收购成电医星获得证监会无条件审核通过, 并于 2015 年 7 月 30 日完成标的资产过户, 标志着公司进入医疗信息化领域已初获成功。公司通过收购成都成电医星切入医院信息化和区域医疗信息化领域。在为当地政府提供智慧城市整体规划的同时, 医疗业务在顶层设计层面自上而下推进, 从而推动公司“医疗先行”战略的实施。公司目前在上海康桥、长宁承接了养老项目, 并通过与华数集团进行战略合作, 切入浙江养老市场, 老年人健康检测数据上传至公司云平台, 并通过与线下养老服务商合作, 共同挖掘养老运营, 搭建智慧养老平台, 预计利润规模可达 10 亿级。
- 智城落地 9 个城市, 运营模式步入 3.0 大数据时代, 投资天源环保切入智慧环保领域。2015 年以来, 公司智慧城市继续扩张, 分别与新疆石河子、生产兵团、吉林长春市和湖北荆州市合资成立智慧城市公司, 加上武汉、海南、遵义、贵安、南京 5 个城市, 公司智城模式已经进入 9 个城市和地区。公司创造性提出“3+1”智城模式, 通过“产业经营+资本并购”双轮驱动, 同时拓展“B+C”业务, 逐步从智慧城市整体建设, 转向智慧城市的前端咨询、中端建设及后端运营, 模式逐步从建设、运营步入大数据时代。投资天源环保借助其在环保行业深厚的积累, 形成公司在智慧环保领域的核心竞争力, 实现公司在智慧城市各细分领域的领先地位。
- 风险提示: 宏观经济增速下滑, 医疗布局低于预期等。
- 盈利预测与估值: 我们预测 2015~17 年 EPS 为 0.17/0.24/0.32 元 (考虑股本摊薄), CAGR 达 57%, 可给予公司 15 年 150-180 亿的目标市值, 目标价 22-25 元, 维持“推荐”评级。

主要经营指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	776	824	1100	1337	1620
增长率 (%)	25.9	6.2	33.5	21.6	21.1
净利润(百万)	38	58	122	168	223
增长率 (%)	114.2	53.9	110.2	37.7	33.2
EPS	0.06	0.09	0.17	0.24	0.32
PE	245	132	74	52	40

资料来源: 股价为 2015 年 8 月 18 日收盘价; 其中 2015-17 年考虑增发股本摊薄

延华智能 (002178.SZ)

推荐 维持评级

目标价: 22.0-25.0 元

分析师

鲍荣富

☎: 021-68097609

✉: baorongfu@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514050003

周松

☎: 021-68596786

✉: zhousong_yj@chinastock.com.cn

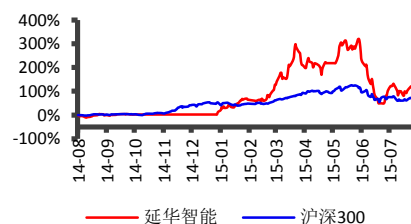
执业证书编号: S0130515050001

市场数据

时间 2015.08.18

A 股收盘价(元)	12.8
A 股一年内最高价(元)	25.19
A 股一年内最低价(元)	7.58
上证指数	4657.6
市净率	17.73
总股本 (万股)	66984.16
实际流通 A 股(万股)	56239.84
限售的流通 A 股(万股)	10744.32
流通 A 股市值(亿元)	111.1

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

《公司点评报告*延华智能 (002178): 收益质量大幅提升, 平台转型雏形初具》

2015/2/11

《公司深度报告*延华智能 (002178): 智慧城市跨入 3.0 时代, 医疗先行布局大健康》

2015/1/26

利润表(百万元)

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	776	824	1,100	1,337	1,620
营业成本	629	636	821	982	1,172
毛利率	19.0%	22.8%	25.4%	26.6%	27.7%
营业税金及附加	23	16	25	30	36
营业费用	18	10	12	14	16
营业费用率	2.29%	1.18%	1.10%	1.05%	1.00%
管理费用	72	93	105	122	141
管理费用率	9.30%	11.31%	9.50%	9.10%	8.70%
财务费用	13	0	6	4	4
财务费用率	1.62%	0.06%	0.54%	0.31%	0.23%
投资收益	4	3	3	4	4
营业利润	14	75	133	187	253
营业利润率	1.80%	9.09%	12.09%	13.98%	15.60%
营业外收入	13	4	5	5	6
营业外支出	0	1	1	1	2
利润总额	27	78	137	191	257
所得税	5	8	15	20	27
所得税率	20.2%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%
少数股东损益	7	4	7	10	13
归属于母公司股东的净	38	58	122	168	223
净利率	4.85%	7.03%	10.48%	12.04%	13.38%
EPS (元)	0.06	0.09	0.17	0.24	0.32

现金流量表 (百万元)

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	38	58	115	161	217
少数股东权益	7	4	7	10	13
折旧和摊销	263	212	9	10	11
营运资金变动	556	931	3	-29	-34
其他	149	211	4	3	2
经营现金流	1,013	1,416	139	154	209
资本支出	29	27	-18	-13	-13
投资收益	58	61	3	4	4
资产变卖	-837	-721	0	0	0
其他	750	633	0	0	0
投资现金流	0	0	-15	-9	-10
发行股票	5	-5	0	0	0
负债变化	980	411	-52	4	5
股息支出	0	0	-23	-32	-43
其他	-985	-390	-6	-5	-4
融资现金流	0	16	-81	-32	-42
现金及现金等价物	1,013	1,432	43	112	158

资产负债表(百万元)

指标名称	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	335	288	330	443	600
存货	345	378	370	442	527
应收账款	113	148	198	240	291
其他流动资产	190	285	297	306	320
流动资产	984	1,098	1,194	1,432	1,737
固定资产	129	130	140	144	149
长期股权投资	65	88	88	88	88
无形资产	0	0	0	1	1
其他长期资产	21	42	40	39	36
非流动资产	215	260	269	272	274
资产总计	1,198	1,358	1,463	1,704	2,012
短期借款	168	154	102	105	110
应付账款	240	311	271	324	387
其他流动负债	94	95	193	239	293
流动负债	501	560	566	668	790
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	4	0	0	0	0
非流动性负债	4	0	0	0	0
负债合计	506	560	566	668	790
股本	172	372	670	670	670
资本公积	389	251	-47	-47	-47
股东权益合计	666	758	850	979	1,152
少数股东权益	27	40	47	57	69
负债股东权益总	1,198	1,358	1,463	1,703	2,012

主要财务指

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
增长率 (%)					
营业收入	28.83	6.22	33.48	21.56	21.13
营业利润	(55.18)	436.60	77.62	40.48	35.18
净利润	114.2	53.9	110.2	37.7	33.2
利润率 (%)					
毛利率	18.97	22.78	25.38	26.57	27.68
EBIT Margin	4.41	8.31	12.53	14.17	15.73
EBITDA Margin	38.33	34.03	13.34	14.91	16.41
净利率	4.85	7.03	10.48	12.04	13.38
回报率 (%)					
净资产收益率	5.65	8.14	14.33	17.60	20.34
总资产收益率	3.21	4.65	8.43	10.51	12.08
其他 (%)					
资产负债率	42.20	41.23	38.70	39.22	39.28
所得税率	20.17	10.62	10.62	10.62	10.62
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

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、周松，建筑与工程行业证券分析师。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）、苏文科（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）、尚荣医疗（002551.SZ）、普邦园林（002663.SZ）、棕榈园林（002431.SZ）、蒙草抗旱（300355.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

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
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@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