

## 医疗养老持续布局，结构调整显成效

### 投资要点：

- **事件：**  
公司公告2015年年报及2016年一季报。
- **业绩稳健增长，净利润大幅提升。**公司2015年度实现营业收入11.17亿元，同比增长35.47%，归属上市公司股东净利润1.02亿元，同比增长76.52%。成电医星的并表大幅增加了2015年度公司的营业收入和净利润，2015年成电医星实现归母净利润4082万元，高于承诺的3992万元2.25%。公司通过“智城模式”布局全国市场，并购打造细分市场垂直产业链，2015年度智能建筑实现营业收入6.97亿元，同比增长23.81%，占公司营业收入的62.46%。基本每股收益0.15元/股。2016年Q1公司实现营业收入2.41亿元，同比增长25.07%；归属上市公司股东净利润918.44万元，同比增加21.31%。
- **盈利能力持续提升，期间费用控制良好，现金状况较为稳定。**公司2015年度综合毛利率为22.85%，同比增长0.07pct；净利率增长2.77pct至10.27%。净利率的提高和营业外收入的大幅增加有关，2015年度营业外收入占销售收入百分比增长2.35pct至2.88%。期间费用率持续下降，2015年度同比降低1.08pct至11.47%，其中管理费用率降低0.65pct。经营性净现金流从2014年度的7970.41万元小幅增长至2015年度的8004.86万元。
- **公司盈利数据逐季稳步提升，受益于成电医星并表，第四季度营业收入大幅提升。**2015年分季度来看，公司Q1、Q2、Q3、Q4分别实现营业收入1.91亿元、2.10亿元、2.70亿元、4.43亿元，分别同比增长16.23%、6.57%、29.81%和75.31%，分别实现归母净利润757.13万元、2701.67万元、1729.19万元、5034.4万元，同比增长22.11%、14.22%、62.98%和188.58%，第四季度归母净利润的大幅提升主要受益于成电医星的并表。
- **结构调整凸显成效。**2015年度智慧医疗实现营业收入2.16亿元，同比增长87%，占公司营业收入的19.34%，智慧医疗实现毛利率30.96%，同比增加3.09%，初步实现了“医疗先行”的策略。智慧节能实现营业收入5735.49万元，实现毛利率48.25%。同比增长6.86%。2015年度公司承接并实施了6个合同能源管理项目，为上海市400余栋国家机关办公建筑和大型公共建筑提供分项计量工程于能耗监测管理平台服务，监测电量14.5亿度，同比增长64.77%。
- **并购成电医星深化产业链，定增加快业务转型。**2015年三季度公司完成了对成电医星的收购，共同完善和不断优化智慧医疗产业链，标志着公司进入医疗信息化领域已初获成功。2015年度成电医星超额完成承诺净利润。2016年3月，公司非公开发行通过证监会审核，以不低于8.58元/股的价格募集不超过10.0386亿元。募集资金将投资于智慧节能与用户侧能源互联网平台建设与运营项目(3.52亿元)、智慧医疗与智慧养老平台建设项目(1.32亿元)、建筑智能化与信息化建设项目(1.65亿元)、“智城模式”及区域中心拓展项目(1.25亿元)、智慧城市研究院建设项目(9190万元)及补充流动资金(1.39亿元)。养老综合云平台项目涵盖1家

延华智能 (002178.SZ)

**推荐** 维持评级

### 分析师

周松

■：021-68596786

✉：zhousong\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515050001

特此鸣谢：

胡美辰 对此报告亦有贡献

**市场数据**                   **时间 2016-04-26**

A股收盘价(元)	10.13
A股一年内最高价(元)	27.16
A股一年内最低价(元)	7.59
上证指数	2964.70
市净率	6.36
总股本(亿股)	7.30
实际流通A股(亿股)	5.67
限售的流通A股(亿股)	1.63
流通A股市值(亿元)	57.40

### 相关研究

- 《公司点评报告-延华智能(002178)点评报告：定增加快智慧医疗智慧养老转型，智城模式走向全国》 2015/8/18
- 《公司点评报告-延华智能(002178)：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》 2015/8/18
- 《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

养老机构、1个养老服务信息数据中心、379个居家养老服务中心、9家托老服务中心。“智慧医疗”项目主要包括崇州市智慧医疗信息平台、公共卫生、医疗服务、医疗保障、药品管理、计划生育、综合管理等七大平台，以及居民健康卡、智慧医疗云数据中心与基础设施的建设。

- **智慧环保列入公司战略发展重要细分领域。**公司公告原上海长风延华科技有限公司现更名为上海长风延华智慧环保科技有限公司，逐渐形成具有延华特色的环保产业。长风延华以上海市普陀区环保项目为切入点，进军上海市场；以污染管理为主线，兼顾环境质量和环境政务管理，为绿色生态城市的全面实现提供技术支撑。
- **风险提示：**宏观经济波动风险、回款风险、收购不及预期风险等。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司2016-2018年EPS0.21/0.29/0.35元。综合考虑公司成长性及行业估值，我们认为可给予公司16年120-150亿的市值，对应目标价17-20元，维持“推荐”评级。

项目/年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万)	824	1117	1507	1960	2450
增长率 YoY%	6.2	35.5	35.0	30.0	25.0
净利润(百万)	57.9	102.2	154.4	209.1	255.3
增长率 YoY%	53.9	76.5	51.0	35.5	22.1
EPS (元)	0.08	0.14	0.21	0.29	0.35
PE	126	71	47	35	29

资料来源：中国银河证券研究部，股价为2016年4月26日收盘价

利润表(百万元)					资产负债表(百万元)						
指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E	指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	824	1,117	1,507	1,960	2,450	货币资金	288	503	452	588	735
营业成本	636	861	1,138	1,470	1,837	存货	378	609	1,014	1,309	1,637
毛利率	22.8%	22.9%	24.5%	25.0%	25.0%	应收账款	148	281	380	499	624
营业税金及附加	16	21	28	36	45	其他流动资产	285	57	77	94	118
营业费用	10	13	17	22	27	流动资产	1,098	1,451	1,923	2,491	3,114
营业费用率	1.18%	1.12%	1.12%	1.12%	1.12%	固定资产	130	109	134	155	181
管理费用	93	119	161	209	261	长期股权投资	88	168	168	168	168
管理费用率	11.31%	10.66%	10.66%	10.66%	10.66%	无形资产	0	21	41	40	39
财务费用	0	-3	11	12	13	其他长期资产	42	367	642	934	1,243
财务费用率	0.06%	-0.31%	0.70%	0.60%	0.52%	非流动资产	260	665	984	1,297	1,630
投资收益	3	5	5	5	5	资产总计	1,358	2,116	2,907	3,788	4,744
营业利润	67	100	146	203	256	短期借款	154	103	475	924	1,392
营业利润率	8.12%	8.99%	9.70%	10.36%	10.47%	应付账款	311	495	654	845	1,056
营业外收入	4	32	32	39	39	其他流动负债	90	246	329	403	476
营业外支出	1	0	0	0	0	流动负债	555	844	1,458	2,172	2,924
利润总额	70	132	178	242	295	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	8	18	24	33	40	其他长期负债	5	5	0	0	0
所得税率	11.8%	13.5%	13.5%	13.5%	13.5%	非流动性负债	5	5	0	0	0
少数股东损益	4	12	0	0	0	负债合计	560	849	1,458	2,172	2,924
归母净利润	58	102	154	209	255	股本	372	730	730	730	730
净利率	7.03%	9.15%	10.24%	10.67%	10.42%	资本公积	251	338	338	338	338
EPS(元)	0.08	0.14	0.21	0.29	0.35	股东权益合计	758	1,208	1,332	1,499	1,703

现金流量表(百万元)					
指标名称	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	58	102	154	209	255
少数股东权益	4	12	0	0	0
折旧和摊销	9	15	48	78	77
营运资金变动	-4	-76	-294	-175	-203
其他	13	27	70	10	16
经营现金流	80	80	-22	122	145
资本支出	-29	-12	-86	-95	-100
投资收益	2	0	5	5	5
资产变卖	9	7	-279	-292	-307
其他	133	-173	0	0	0
投资现金流	115	-177	-360	-382	-402
发行股票	38	153	0	0	0
负债变化	-44	-101	372	449	467
股息支出	0	3	-31	-42	-51
其他	14	0	-11	-12	-13
融资现金流	8	56	331	396	404
现金及等价物	203	-41	-51	136	147

主要财务指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>增长率(%)</b>					
营业收入	6.22	35.47	35.00	30.00	25.00
营业利润	80.75	49.99	45.72	38.88	26.29
净利润	53.91	76.52	51.00	35.48	22.09
<b>利润率(%)</b>					
毛利率	22.78	22.85	24.50	25.00	25.00
EBIT Margin	8.31	9.23	10.87	11.37	11.37
EBITDA Margin	9.41	10.54	14.05	15.35	14.51
净利率	7.03	9.15	10.24	10.67	10.42
<b>回报率(%)</b>					
净资产收益率	7.64	10.40	12.15	14.77	15.94
总资产收益率	4.39	6.16	6.44	6.47	6.15
<b>其他(%)</b>					
资产负债率	41.23	40.13	50.15	57.34	61.64
所得税率	11.83	13.46	13.46	13.46	13.46
股利支付率	0.00	0.00	20.00	20.00	20.00

资料来源：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。

**周松，建筑行业证券分析师。**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。

## 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 26 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:**

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)

上海地区: 何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)