

2011年11月22日

胡嘉铭

James@e-capital.com.cn

目标价(元) 18.50

公司基本资讯

产业别	IT 服务
A 股价 (11/11/22)	14.38
深证成分指数 (11/11/22)	10028.21
股价 12 个月高/低	20.31/11.3
总发行股数 (百万)	240
A 股数 (百万)	139.78
A 市值 (亿元)	20.10
主要股东	银江科技集团有限公司(38.71%)
每股净值 (元)	2.74
股价/帐面净值	5.25
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	11.47 -6.32 -29.20

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

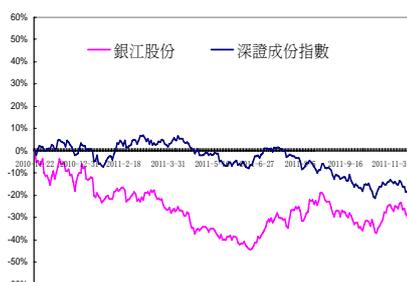
产品组合

智慧交通	38.4%
智慧建筑	26.8%
智慧医疗	19.8%
智慧城市	13.4%

机构投资者占流通 A 股比例

一般法人	75.26%
基金	16.5%

股价相对大盘走势



银江股份(300020.SZ) (首次评级) Buy 买入

智慧城市建设方兴未艾，龙头企业前景广阔

结论与建议：

公司是智慧城市建设的领先厂商，城市化和信息化进程的持续推进为公司提供了广阔的市场空间，公司利用超募资金并购优秀同业，在保持智能交通业务稳定增长的同时，智慧医疗和其他智慧城市项目快速增长，推动公司业绩较快增长。

我们预计公司 2011-2012 年实现营收 9.97 亿元和 13.58 亿元，YOY+39.84% 和 36.22%，实现净利润 0.87 亿元和 1.27 亿元，YOY+34.39% 和 45.71%。每股 EPS 为 0.36 元和 0.53 元，P/E 为 40 倍和 27 倍，首次评级给予“买入”投资建议，目标价 18.5 元（2012 年 35X）。

- **智慧城市解决方案龙头厂商：**公司是国内领先的智慧城市整体解决方案提供商，主要专注于智慧交通、智慧建筑、智慧医疗等业务。前三季公司实现营收 5.86 亿元，YOY+39.5%，净利润 4933 万元，YOY+27.19%，每股收益为 0.21 元。
- **智慧城市建设方兴未艾：**随着城市信息化的持续深化、以及城市发展模式和经济发展模式的转型的需要，“智慧城市”已成为各主要城市“十二五”规划的重头戏。
- **完善渠道建设，新签订单明显增长：**公司完善全国销售和服务体系建设，大额订单数量明显增加，预计 2011 年全年新签订单金额有望超过 15 亿元，同比增幅达 50%，为全年和 2012 年的业绩增长奠定了良好的基础。
- **股权激励年底前有望获批：**公司今年 5 月推出股权激励计划，行权条件是 2011 年-2013 年每年净利润增速不低于 20%，净资产收益率不低于 9%、10%、11%，首次行权的价格为 14.11 元。股权激励计划年底前获批的可能性较大。
- **盈利预测：**我们预计公司 2011-2012 年实现营收 9.97 亿元和 13.58 亿元，YOY+39.84% 和 36.22%，实现净利润 0.87 亿元和 1.27 亿元，YOY+34.39% 和 45.71%。每股 EPS 为 0.36 元和 0.53 元，P/E 为 40 倍和 27 倍，首次评级给予“买入”投资建议，目标价 18.5 元（2012 年 35X）。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010	2011F	2012F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	32	49	65	87	127
同比增减	%	55.40%	57.05%	31.11%	34.39%	45.71%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.525	0.618	0.405	0.363	0.529
同比增减	%	34.68%	17.79%	-34.45%	-10.41%	45.71%
A 股市盈率(P/E)	X	27.39	23.25	35.47	39.59	27.17
股利 (DPS)	RMB 元	0	0.2	0.1	0.1	0.2
股息率 (Yield)	%	0.00%	1.39%	0.70%	0.70%	1.39%

营运分析

■ 国内领先的智慧城市解决方案提供商

公司是国内领先的智慧城市整体解决方案提供商，主要专注于智慧交通、智慧建筑、智慧医疗等业务。公司以“引领智能技术未来，开启物联网新时代”为发展理念，在智能识别、移动计算、数据融合三大领域拥有完整的核心技术，具有系列化的产品和成熟的整体解决方案。

公司 09 年引入 INTEL 为战略投资者，是 INTEL 成员企业，在城市交通智能化业务、和医疗数字化无线医护系统和临床移动信息解决方案的综合竞争实力在全国排名第一。

■ 智慧城市、智慧医疗业务推动，业绩保持较快增长

前三季公司实现营收 5.86 亿元，YOY+39.5%，净利润 4933 万元，YOY+27.19%，每股收益为 0.21 元。分季度看，3Q 实现营收和净利润 2.2 亿元和 2078 万元，YOY+40.29 和 28.19%，环比小幅回落，预计 4Q 结算高峰公司营收和净利仍可保持 40%和 30%以上的增速。

智慧交通业务稳定增长，交通仍是改善民生的重要项目，预计各地政府仍将持续投入，未来大幅削减预算的可能性不大。鉴于地方财政资金偏紧，未来可能使得项目回款周期有所延长，以目前看，公司的应收账款周转天数仍保持在 100 天左右，和之前年度相比并未有明显延长。

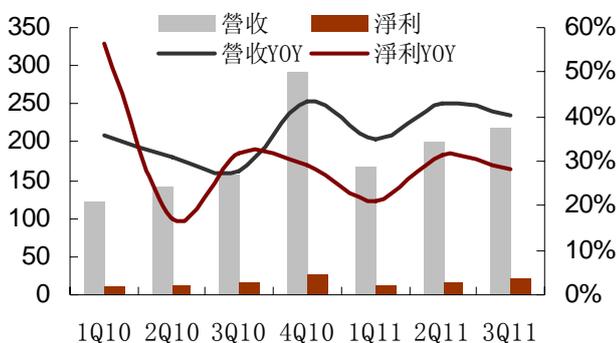
年初并购四海商达（51%股权）和浙大健康（49%股权）两家公司，合并报表导致今年智慧医疗收入大幅增加，分业务看，在保持无线临床继续增长的同时，区域医疗，电子病历都有望成为新的增长点。

智慧建筑业务，继续控制规模，未来可能向星级酒店等高端项目倾斜。

公司去年下半年新开拓了能源、环境、教育等其他领域的项目，今年统一归入智慧城市业务，从新签订单情况看，发展前景较好，但仍处于市场培育期，短期爆发增长的可能不大。

图 1：分季营收和净利润表现

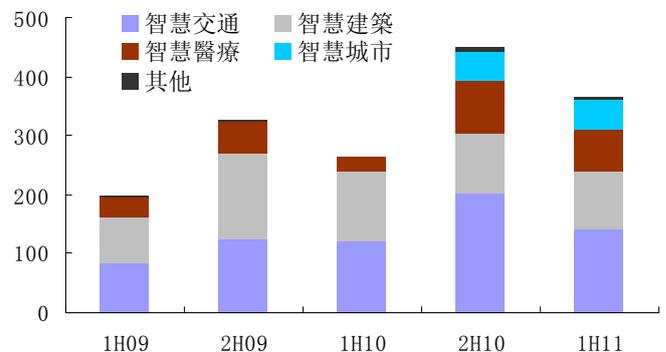
单位：百万元，%



资料来源：公司，群益证券(2011.11)

图 2：主营收入构成

单位：百万元



资料来源：公司，群益证券(2011.11)

■ “智慧城市”建设方兴未艾

“智慧城市”的概念最早出自于 IBM 的“智慧地球”，以目前国内的发展和实

践看，“智慧城市”是指以互联网、物联网、电信网、广电网、无线宽带网等网络组合为基础，以智慧技术高度集成、智慧产业高端发展、智慧服务高效便民为主要特征的城市发展新模式。

随着城市信息化的持续深化、以及城市发展模式和经济发展模式的转型的需要，“智慧城市”已成为各主要城市“十二五”规划的重头戏。中国所有一级城市均提出了“智慧城市”详细规划，80%以上的二级城市明确提出将建设“智慧城市”，“十二五”期间，城市信息化建设即将进入高峰期。

“智慧城市”建设的项目涉及到政务、产业和民生三大领域的诸多方面，各地方在项目建设中涌现了不少成功的示范应用项目，智能交通、平安城市、应急指挥系统、电子政务、数字医疗等典型应用已广泛展开。

“十一五”期间我国智慧交通行业的增速超过 20%，根据中交协 ITS 技术应用中心 TRANBBS 的研究数据显示，2010 年我国城市智能交通市场规模为 125 亿元，预计到 2015 年可达到 250 亿元，CAGR 为 15%。

IDC 预测数据显示，2010 年医疗行业 IT 市场规模是 114.1 亿元，同比增长 26.7%。预测到 2015 年市场规模达到 290.2 亿元，CAGR 为 20%。

图：智慧城市全景图



资料来源：华为，群益证券（2011.11）

图：城市智能交通市场规模

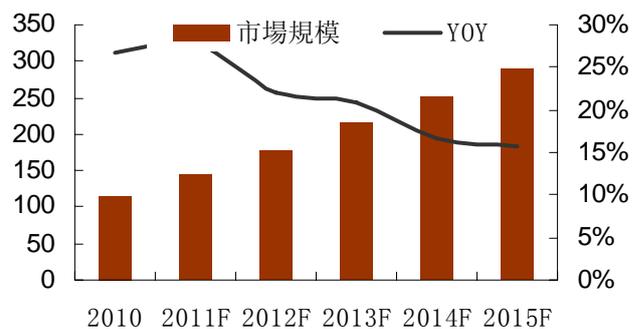
单位：亿元，%



资料来源：tranbbs，群益证券(2011.11)

图：医疗信息化市场规模

单位：亿元，%



资料来源：IDC，群益证券(2011.11)

■ 完善全国渠道布局，新签订单有望超过 15 亿元

公司继续完善五大营销平台，建立了覆盖全国的销售和服务体系，实现了销售和服务的本地化，有利于公司在全国范围拓展业务。上半年公司来自西部、北部和中部的销售收入同比增幅分别达到 78%、249%和 99%，渠道平台的效用已得到体现。

三季度公司进一步调整和优化业务架构，利用超募资金陆续设立了智慧交通、智慧医疗、智慧城市和物联网 4 个子公司。随着营销平台的完善，以及公司竞争实力和知名度的不断推升，在国内城市信息化快速发展的契机下，我们认为公司的市场份额有望持续提高。

今年以来公司的大额合同数量也有明显的增加，今年以来披露的重大合同和订单共计 3.03 亿元，而去年全年的大额合同仅为 1.14 亿元。预计 2011 年全年新签订单金额有望超过 15 亿元，同比增幅达 50%，为全年和 2012 年的业绩增长奠定了良好的基础。

表：公司中标及签订的大额合同（单位：万元）

日期	项目	金额	状态
2011-4-27	北仑人民医院一期智能化系统项目	1715	合同
2011-6-14	漳州乌石大道项目	5600	中标
2011-6-20	宁波肉类蔬菜流通追溯系统项目	3200	中标
2011-6-23	青州市智能交通及平安城市系统项目	4606	合同
2011-7-04	东航昆明新机场基地项目信息系统及智能化系统工程建设项目	9093	中标
2011-8-19	无锡湖滨区道路监控网 3.20 工程项目	2937	中标
	无锡湖滨区感知安保应用二期工程项目	3118	中标

资料来源：公司，群益证券（2011.11）

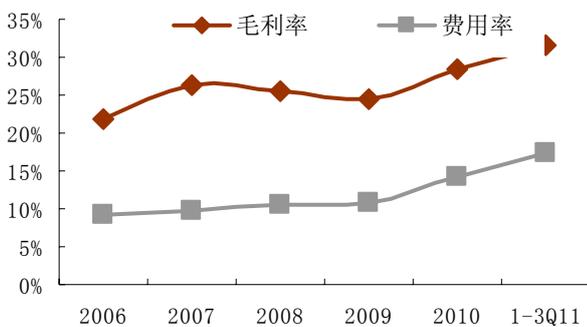
■ 产品技术水平持续提升，毛利率稳步提高

公司近几年来毛利率稳步提升，前三季度综合毛利率达到 30.41%，同比提高 1.45 个百分点。分季看，3Q 为 28.08%，环比有所回落，料 2011 年全年毛利率仍将稳步提升。

随着技术研发的加强，产品技术水平提升，成本费用下降，公司智慧交通、智慧医疗等业务毛利率稳步提升，新开拓的智慧城市业务毛利率也达到 30%左右。而毛利率较低的智慧建筑业务因不再是公司重点发展的业务，收入占比有所降低，也导致综合毛利率有所提升。

图：毛利率和费用率

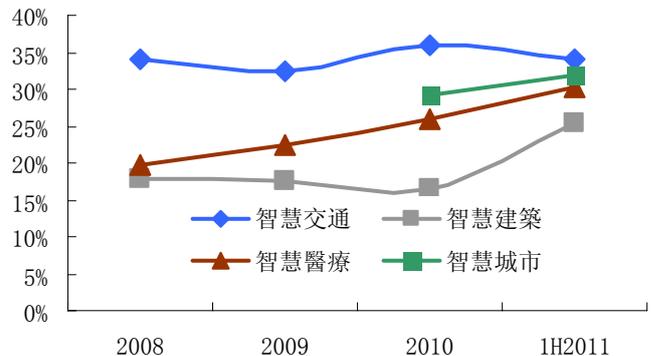
单位：%



资料来源：公司，群益证券(2011.10)

图：分业务毛利率表现

单位：%



资料来源：公司，群益证券(2011.10)

■ 股权激励计划年底前有望获批

公司今年5月推出股权激励计划，拟向235人授予1200万分股票期权，占现有总股本的5%。行权条件是以2010年净利润为基准，2011年-2013年净利润增速不低于20%，净资产收益率不低于9%、10%、11%，首次行权的价格为14.11元。目前该股权激励计划尚待证监会的批准，年底前获批的可能性较大。

盈利预测

公司是智慧城市建设的领先厂商，城市化和信息化进程的持续推进为公司提供了广阔的市场空间，公司利用超募资金并购优秀同业，在保持智能交通业务稳定增长的同时，智慧医疗和其他智慧城市项目快速增长。随着招标和项目确认高峰的来临，2011年全年净利润增速有望超过30%，2012年仍有望保持较快增速。

我们预计公司2011-2012年实现营收9.97亿元和13.58亿元，YOY+39.84%和36.22%，实现净利润0.87亿元和1.27亿元，YOY+34.39%和45.71%。每股EPS为0.36元和0.53元，P/E为40倍和27倍，首次评级给予“买入”投资建议，目标价18.5元（2012年35X）。

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 StrongBuy (ER \geq 30%)；买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
营业额	349	525	713	997	1358
经营成本	260	396	510	697	945
营业费用	11	18	34	64	84
管理费用	25	37	69	95	128
财务费用	2	2	-2	-2	-1
投资收益	-2	0	0	0	0
营业利润	35	51	67	99	146
税前利润	37	56	74	106	154
所得税	5	6	9	17	25
少数股东权益	0	0	0	2	3
净利润	32	49	65	87	127

附二：合并资产负债表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
货币资金	81	459	364	296	267
应收帐款	58	174	235	305	397
存货	139	177	411	535	695
流动资产合计	361	910	1212	1385	1609
固定资产合计	34	35	44	79	174
非流动资产合计	38	40	52	62	69
资产总计	399	950	1264	1448	1677
流动负债合计	236	356	641	833	1083
长期负债合计	0	20	0	0	0
负债合计	236	376	641	833	1083
股本	0	0	0	2	5
少数股东权益	60	80	160	160	160
股东权益合计	163	575	623	615	594
负债和股东权益总计	399	950	1264	1448	1677

附三：合并现金流量表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
经营活动产生的现金流量净额	-45	51	-25	46	68
投资活动产生的现金流量净额	-11	-4	-23	-65	-43
筹资活动产生的现金流量净额	61	318	-44	-49	-54
现金及现金等价物净增加额	5	365	-92	-68	-29

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不在此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料 and 意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。