

长期受益智慧城市建设 现金流管理决定成败

—银江股份（300020） 季报点评报告

联系人：TMT 行业研究组

日期：2012 年 12 月 21 日

www.lxzq.com.cn

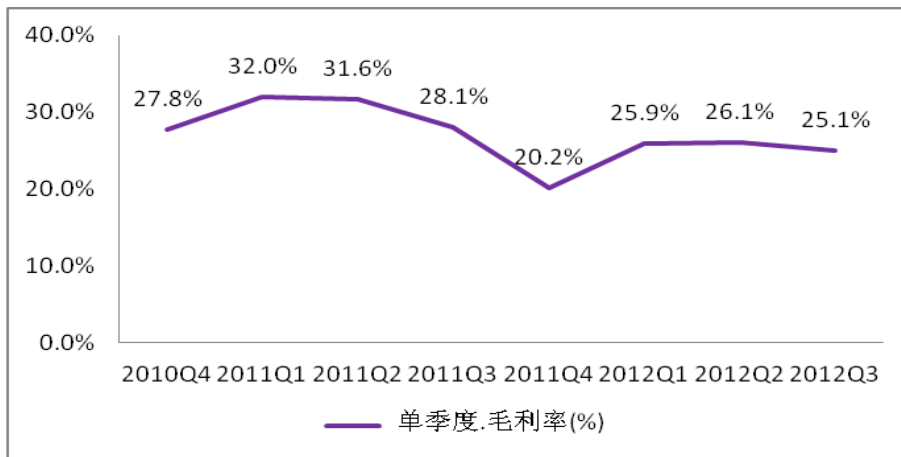
事件：

公司1-9月实现营业收入9.72 亿元，同比增长65.8%，录得净利6821万元，同比增长38.27%。其中，第三季度单季录得收入3.49亿元，实现净利润2491万，同比增长19.9%。

点评：

1、营收增势良好，毛利率下滑拖累盈利。三季度充足的订单保障公司收入持续快速增长，但纵观1-9月净利润增速逊于营收增速主要由于以下两点：1) 异域开拓业务和低毛利的智能建筑业务增加导致毛利率同比下降4.7个百分点，降幅明显；2) 业务规模激增导催生垫款需求，导致财务费用上扬。但我们认为公司由地方向全国进军，完善营销网络，参与异地市场竞争，毛利下滑符合预期，未来随着公司市场地位稳固，示范效应显现，毛利将获得企稳。

图表1 毛利率显著下滑拖累净利增长



资料来源：同花顺iFind，联讯证券投资研究中心

2、政策、民生双轮驱动，智慧城市建设市场广阔。12月16日结束的中央经济工作会议将积极稳妥推进城镇化，着力提高城镇化质量作为明年的主要任务之一。此前，住房城乡建设部亦下发通知，提出开展国家智慧城市试点工作，并就做好2012年度申报试点工作提出具体要求。通知明确，“智慧城市”是通过综合运用现代科学技术、整合信息资源、统筹业务应用系统，加强城市规划、建设和管理的新模式。开展国家智慧城市试点工作，旨在探索智慧城市建设、运行、管理、服务和发展的科学方式。根据国家信息中心披露的最新数据，我国提出智

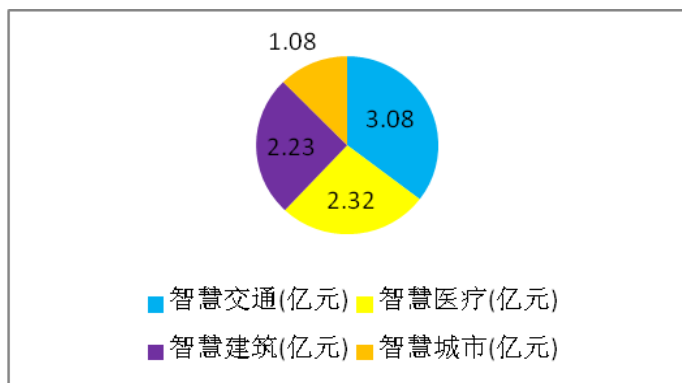
慧城市建设的城市总数已经达到 154 个，投资规模预计超过 1.1 万亿元，而其中 41 个地级以上城市都在“十二五”规划或政府报告中提出建设智慧城市。

另一方面，国家统计局宏观经济数据显示，截至 2011 年底，中国城镇人口已超过 6.9 亿人，首次超过农村人口，占总人口比重达到 51.2%。随着城镇化进程的深化，这一比例料将逐年提升。随着人口向城市集中，交通拥堵、环境和治安恶化、医疗和教育资源不足等“城市病”已经在多地显露无疑；更为关键的是，社会公共管理机构效率的提升难以和城市事务量的膨胀同步，管理的错位与缺失将成为后城镇化阶段的主要隐患。因而未雨绸缪，通过智慧化改造来提升整座城市的运转效率将成为改善民生的必经之路。广阔的市场空间和资本开支的高确定性将对深耕该领域多年，在国内交通智能化整体解决方案、医疗数字化无线医护系统、临床移动信息解决方案等多领域综合竞争力排名领先的银江股份形成持续的业绩支撑。

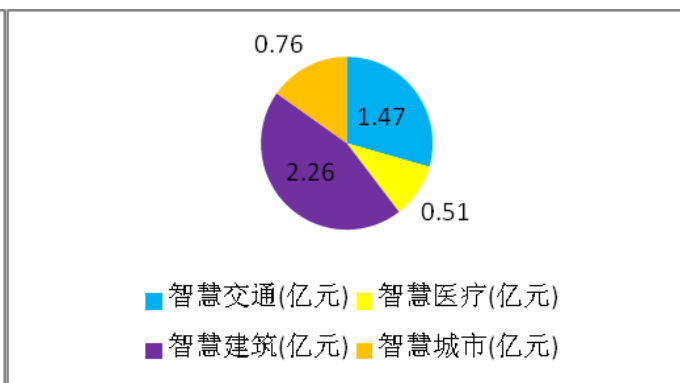
3、营销网络建设初见成效，多业务并进，订单结构较为合理。公司立足东部区域，通过设立子公司或代表处的方式实现在全国范围内营销本地化、实施本地化、服务本地化的发展战略，目前收效甚佳。半年报数据表明，公司在非优势的北部和西部的营收增长强劲，分别为 217%和 268%，在今年 10 月份公告设立广东子公司后，我们预计南区的业务将迎来新的腾飞。从新增订单的角度亦印证了我们的判断，南部区域获得了近 4000 万的金额占非东部区域新增订单金额的 24%。

政策的推动为公司业务打开了广阔的市场空间，地域的延伸强化了业绩内生增长的确切性。而公司在交通、医疗、建筑、城市管理等多领域的投入有效的满足了城市智能化建设中上游客户一站式解决方案的诉求。更值得一提的是，较为均衡的订单结构既保障了公司产能的覆盖率也可防范过于依赖单一业务的结构风险。总体而言，公司的成长性较为优良。

图表2 上半年新增订单结构



图表3 三季度新增订单结构



资料来源：公司公告、联讯证券投资研究中心

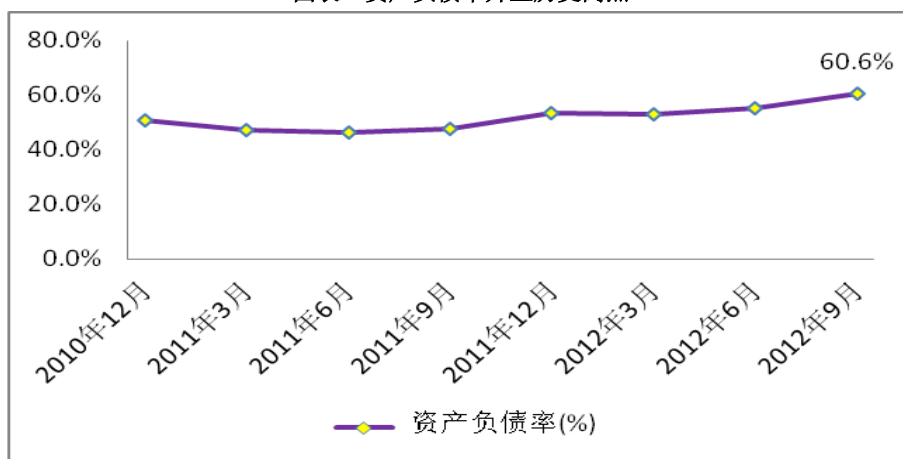
资料来源：公司公告、联讯证券投资研究中心

4、BT 模式促进行业集中 现金流管理决定成败。目前智能交通市场份额较为分散，各企业开展业务的地域特性较强。而政府公共服务部门作为主要的采购方，其未来受到地方财政预算的压力将越来越

越大，创新性的融资建设方式呼之欲出。而我们认为，BT模式（建设—移交）作为政府利用非政府资金来进行基建项目的一种融资模式有望被进一步推广。2012年7月，河北省人民政府提出将以BT 模式建设省内智能交通工程（项目总值约24亿元）亦为其它省份做出了示范。但BT 模式需要总包商先行垫付资金，完成项目建设，因此具有资金占用大、项目实施复杂、风险多元化的特点。对总包商的资金、技术、人员、以及融资能力要求极高，这一模式的推行将极大的利好于具备资本和先发双重优势的上市龙头，促进市场份额向领先企业集中。

公司于09年在创业板上市，截至三季报，账面现金储备约3.8亿元，并未在二级市场进行过再融资。公司前三季度，经营活动产生现金流量净额同比去年增加5837万元，应收账款较年初增长42.1%，略慢于营收的增长。这体现了公司开始加大回款力度，但随着合同规模增加、单体金额攀升和项目周期延长，公司应收账款绝对额必将继续上升，现金缺口将成为制约公司承接增量订单的主要隐患。考虑到公司当前资产负债率已经超过60%，为了满足项目建设垫资需求，2013年启动再融资将是大概率事件。而公司能否实现与营收增速相匹配的净利增速亦主要取决于现金流管理的优劣。

图表4 资产负债率升至历史高点



资料来源：同花顺iFind，联讯证券投资研究中心

5、短期受益跨区域拓展，长期受益行业集中度提升，给予“增持”评级。公司的短期成长逻辑在于：在高景气的行业背景下，乘项目建设和品牌优势进行跨区域拓展。长期来看：公司有望以BT 模式承建项目，利用融资优势，抢夺市场份额，尽享“马太效应”。我们预计公司 2012-2014年摊薄后每股收益分别为 0.45/0.64/0.84元，对应2012-2014年市盈率分别为：27倍/19倍/14倍，净利润复合增长率超过32%。我们认为当前价格并未完全反映公司未来良好的成长性，而控股股东的不减持承诺止于12年12月31日是目前压制股价的重要原因之一，综合考虑，我们给予公司“增持”评级，对应6个月目标价15元，对应13年市盈率23倍。

6、风险提示

大非解禁风险、竞争激烈导致毛利下滑、现金流管理不利、费用控制不利

图表5 盈利预测表

单位：百万元	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业收入	1030	1521	2100	2762
增长率 (%)	-	47.71%	38.02%	31.54%
减：营业成本	762	1147	1577	2074
毛利率 (%)	26.02%	24.60%	24.90%	24.90%
营业税金及附加	24	32	46	61
减：销售费用	59	84	115	157
占收入百分比 (%)	5.73%	5.50%	5.50%	5.70%
管理费用	81	116	162	210
占收入百分比 (%)	7.86%	7.60%	7.70%	7.60%
财务费用	(1)	9	14	18
资产减值损失	11	12	13	13
加：投资收益	1	0	0	0
二、营业利润	95	122	172	229
营业利润率 (%)	9.22%	8.02%	8.21%	8.28%
营业外收入	5	7	8	9
营业外支出	1	1	1	1
三、利润总额	98	128	179	237
减：所得税	15	19	27	35
四、净利润	83	109	153	201
归属净利润	83	109	153	201
净利润率 (%)	8.06%	7.15%	7.27%	7.28%
少数股东损益	0	0	0	0
每股收益 (元)	0.34	0.45	0.64	0.84

数据来源：公司年报，联讯证券投资研究中心

信息披露

本资料清晰准确地反映了编撰者的研究观点。编撰者本人不曾因，不因，也将不会因本资料中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

- 买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；
- 增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；
- 持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；
- 减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

- 增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
- 中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
- 减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇资料，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本资料由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本资料的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的资料均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本资料基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改资料中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求资料内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和编撰者无关。在本公司及编撰者所知情的范围内，本机构、编撰者本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。