

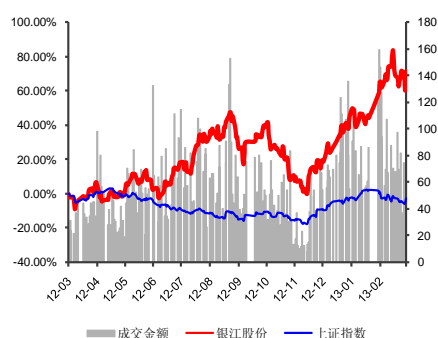
2013年3月20日

——银江股份（300020）2012年年报点评

评级：推荐（维持）

合理价格：19-20元

最近52周走势：



相关研究报告：

《股权激励获批打开上涨空间》
2011/12/23《2013年年度策略报告：数成长确定，
当看“智慧”》2012/10/31

报告作者：

卢文汉

执业证书编号：S0590512080002

联系人：

吴金雅

电话：0510-82832053

Email: wujy@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：2013年3月21日，公司公布2012年年度报告及2013年第一季度业绩预告。2012年度，公司实现营业收入146096.79万元，同比增长41.87%，营业利润12075.49万元，同比增长27.16%，归属于上市公司股东的净利润11643.96万元，同比增长41.05%。基本每股收益0.49元。2013年第一季度归属上市公司股东的净利润为1747万元—2183.75万元，比上年同期增长20%—50%。

利润分配及公积金转增股本预案：每10股派发现金0.5元（含税）。

点评：

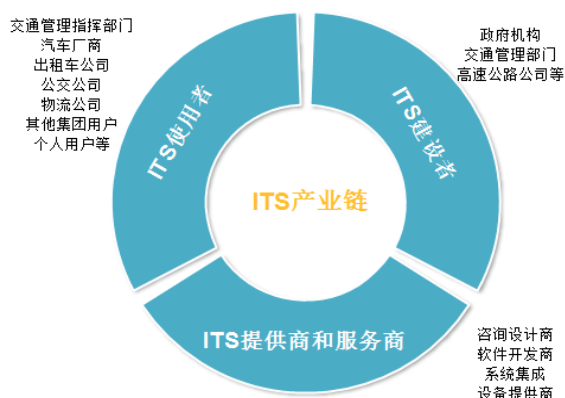
- **跑马圈地转为步步为营，公司业务量质并重促提升。**在经历前期的跑马圈地后，公司在全国的布局已卓有成效（其中智慧交通已经覆盖29个省市自治区的109个城市，智慧医疗也已进入以352家三甲医院为主的大型医院），目前公司已转变战略为步步为营，在抓紧业务“量”的同时更加注重其“质”的提升，促使毛利率有效企稳，考虑到工期问题，预计此效应将在13年得到全面体现，公司盈利能力有望进一步提升，保障业绩的快速增长。
- **智慧城市引领未来，公司业务享受政策红利。**1月29日，住建部公布了第一批90个智慧城市试点，3个月内第二批试点也将公布，整个“十二五”期间用于建设智慧城市的投资总规模将高达5000亿元，可以说相关建设已经进入高峰期。公司智慧交通、智慧医疗等业务皆是智慧城市建设的重中之重，有望享受政策红利，尤其是智慧交通可有效帮助政府创收更将受到青睐。近年来，智慧交通行业内大单不断，据Tranbbs相关数据，2012年千万级项目数量同比增长26%达235项，市场规模合计68.1亿，同比增长46%，有利于公司这类全国性系统集成商迎来新的机遇。另外，国开行也表示未来三年将提供不低于800亿的投融资额度用以支持智慧城市建设，我们认为公司有极大的概率与国开行达成合作，当然这也不会是一蹴而就的，需要耐心等待。

- **规划布局内重点软件企业，税率优惠又为净利增长注入强心针。**
公司被认定为2011-2012年度国家规划布局内重点软件企业，享受所得税10%的税率优惠，又为净利增长注入强心针，并且考虑到公司的行业属性及自身实力等，未来持续获得认定的可能性极大。
- **订单饱满，现金流改善，维持“推荐”评级。**公司2012年新增订单20亿，其中，千万级大单48个共计10亿，智慧交通7.1亿、智慧医疗3.5亿、智慧建筑6.7亿、智慧城市2.8亿，在手订单饱满。同时，公司采取积极措施，现金流较前期得到有效改善，在一定程度上减少了运营风险。公司业务全面受益智慧城市建设，预计2013-2015年EPS分别为0.68、0.95、1.35元，公司合理价值为19-20元，维持“推荐”评级。
- **风险因素：**智慧城市建设投入不达预期；地方政府资金紧张。

智能交通：行业内大单不断，利好公司业务拓展

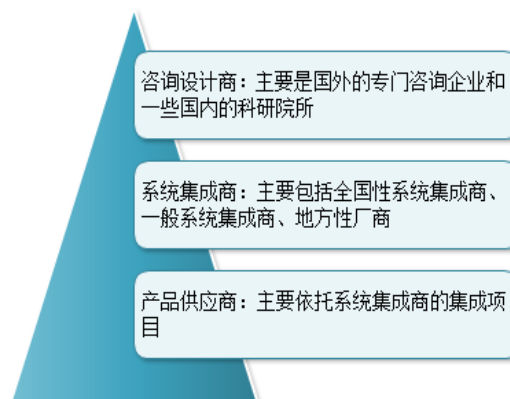
智能交通建设主要分为城市和城际两种，顾名思义，智慧城市的建设较多涉及的是城市业务，因此对比城际，我们更看好城市智能交通厂商。统观整个产业链，ITS的提供者主要涉及三类：咨询设计商、系统集成商、产品供应商。其中咨询商主要是国外的专门咨询企业和一些国内的科研院所，而一般而言产品供应商主要依托系统集成商的集成项目，因此就国内来说，目前盈利能力比较强主要是系统集成商。

图表 1: 智能交通产业链



数据来源：BAYES、国联证券研究所

图表 2: ITS 提供商细分中集成商盈利能力最强



数据来源：国联证券研究所

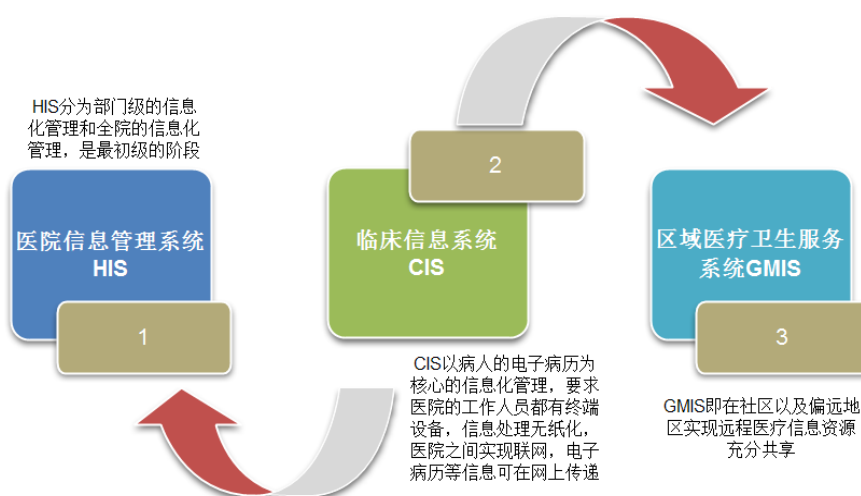
而系统集成商又分为a)具备完整系统设计、软件开发、施工能力的全国性系统集成商，b)具备系统设计、施工能力的系统集成商，c)地方性系统集成商。目前b类集成商数量上所占比例较大，但由于没有自身的核心技术，所以利润有限，市场空间呈缩小趋势；数目最多的c类地方性厂商早期受益地方保护，加之自身灵活性与多元化特点，仍有一定空间。近年来，智能交通行业千万级大单频频，根据Tranbbs相关数据，2010年千万级项目共有85项，合计金额约22亿，2011年项目数量同比增长129%达到195项，合计57.9亿元，2012年项目数量同比增长26%达235项，市场规模合计68.1亿，同比增长46%。我们认为，随着业内大单增多，地方性集成商承接能力有限，地方割据情况将大大改善，全国性集成商将面临新的机遇。

银江立足浙江，近几年积极在全国进行跑马圈地，目前省外业务已占到70%，覆盖了全国100多个城市，相信公司作为全国性城市智能交通集成商，项目承接能力较强，加上前期工程示范效应，随着行业内大单的不断涌现，公司业务定能得到更好的拓展。

智慧医疗：临床时代来临，公司望借此切入

医疗卫生信息化发展主要分三个阶段：第一阶段HIS医院信息管理系统，第二阶段CIS临床信息系统，第三阶段GMIS区域医疗卫生服务系统。目前，医院应用主要处于第一阶段以财务核算为主；随着电子病历系统的普及，临床信息系统正逐渐成为下一个热点，大约有20%左右的医院正向这一阶段转变；而涉及公共卫生信息共享的区域医疗信息化的发展也取得了一定的进展。

图表 3: 医疗卫生信息化发展三个阶段



数据来源：国联证券研究所

根据ICD预计，未来，HIS系统仍将以16.4%的年均复合增长率保持稳定发展，但其市场份额在总体解决方案中比例会逐渐减小；目前以电子病历为核心的CIS系统正是医疗信息化建设的重点，预计会保持23.6%的年均复合增长率，市场份额不断提高；而区域医疗解决方案也将进入高速增长期，将保持50.3%的年均复合增长率。

在HIS医院信息管理系统市场比较饱和的情况下，银江智慧医疗业务选择了无线临床为切入点，主要效能是将护士、医生之前桌面的操作转移到移动终端，发展电子病历产品，包括门诊、护理病历等全系列，帮助纵向医院间的信息整合，以期深入医院信息化的核心领域，再往前推广其区域医疗系统。目前临床和区域医疗正成为新的医疗信息化热点，公司智慧医疗系统已进入300多家以三甲医院为主的大型综合和专科医院，有望享受行业红利实现快速增长。

(详见我们2013年年度策略报告《数成长确定，当看“智慧”》2012/10/31)

财务报表预测与财务指标						更新日期: 13/03/20					
单位: 百万											
利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,029.8	1,461.0	2,071.3	2,901.5	4,020.2	现金	320.5	475.4	470.0	350.0	250.0
YOY(%)	44.4%	41.9%	41.8%	40.1%	38.6%	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业成本	761.9	1,078.4	1,531.4	2,143.2	2,970.9	应收款项净额	471.0	677.0	959.1	1,343.4	1,839.4
营业税金及附加	23.6	37.0	52.4	72.5	100.5	存货	502.8	704.8	1,015.1	1,390.9	1,929.3
销售费用	59.4	86.4	136.7	191.5	253.3	其他流动资产	136.5	155.8	220.9	309.4	428.7
占营业收入比(%)	5.8%	5.9%	6.6%	6.6%	6.3%	流动资产总额	1,430.8	2,013.0	2,665.0	3,393.7	4,447.4
管理费用	81.1	115.7	174.7	241.5	334.3	固定资产净值	61.3	66.8	91.0	113.7	137.6
占营业收入比(%)	7.9%	7.9%	8.4%	8.3%	8.3%	减: 资产减值准备	(10.5)	(14.8)	0.0	0.0	0.0
EBIT	103.8	143.5	176.1	252.8	361.2	固定资产净额	50.7	51.9	91.0	113.7	137.6
财务费用	-1.0	10.1	11.8	15.6	17.3	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	-0.1%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	在建工程	0.0	0.0	2.5	5.4	5.9
资产减值损失	-10.5	-14.8	14.0	14.0	14.0	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.7	2.3	0.0	0.0	0.0	固定资产总额	50.7	51.9	93.5	119.1	143.5
营业利润	95.0	120.8	178.3	251.1	357.9	无形资产	4.7	16.6	16.0	15.3	14.6
营业外净收入	3.4	9.7	5.0	5.0	5.0	长期股权投资	19.7	22.0	24.2	26.5	28.8
利润总额	98.3	130.5	183.3	256.1	362.9	其他长期资产	21.0	24.0	24.0	24.0	24.0
所得税	15.2	15.6	22.0	30.7	43.5	资产总额	1,526.9	2,127.5	2,822.7	3,578.6	4,658.2
所得税率(%)	15.5%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	循环贷款	80.0	258.0	372.6	352.7	374.6
净利润	83.1	114.8	161.3	225.4	319.4	应付款项	393.2	458.5	652.8	913.9	1,267.7
占营业收入比(%)	8.1%	7.9%	7.8%	7.8%	7.9%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	-0.6	1.6	2.3	3.2	4.5	其他流动负债	340.9	581.4	838.7	1,173.1	1,621.5
归属母公司净利润	82.6	116.4	163.6	228.6	323.8	流动负债	814.1	1,297.9	1,864.1	2,439.7	3,263.8
YOY(%)	27.3%	41.1%	40.5%	39.7%	41.7%	长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS (元)	0.34	0.49	0.68	0.95	1.35	应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	负债总额	814.1	1,297.9	1,864.1	2,439.7	3,263.8
成长能力						少数股东权益	22.1	29.4	27.6	25.1	21.5
营业收入	44.4%	41.9%	41.8%	40.1%	38.6%	股东权益	690.6	800.1	931.0	1,113.8	1,372.9
营业利润	41.9%	27.2%	47.7%	40.9%	42.5%	负债和股东权益	1,526.9	2,127.5	2,822.7	3,578.6	4,658.2
净利润	27.3%	41.1%	40.5%	39.7%	41.7%						
获利能力						现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率(%)	26.0%	26.2%	26.1%	26.1%	26.1%	税后利润	82.6	116.4	163.6	228.6	323.8
净利率(%)	8.1%	7.9%	7.8%	7.8%	7.9%	加: 少数股东损益	0.5	(1.3)	(1.8)	(2.5)	(3.6)
ROE(%)	12.0%	14.6%	17.6%	20.5%	23.6%	公允价值变动	10.5	14.8	(14.0)	(14.0)	(14.0)
ROA(%)	5.4%	5.5%	5.8%	6.4%	7.0%	折旧和摊销	7.9	9.2	7.9	9.1	10.3
偿债能力						营运资金的变动	(175.9)	(120.2)	(220.7)	(253.2)	(351.5)
流动比率	175.7%	155.1%	143.0%	139.1%	136.3%	经营活动现金流	(74.5)	19.0	(65.0)	(32.1)	(34.9)
速动比率	114.0%	100.8%	88.5%	82.1%	77.2%	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	53.3%	61.0%	66.0%	68.2%	70.1%	长期股权投资	(19.7)	(2.3)	(2.3)	(2.3)	(2.3)
营运能力						固定资产投资	0.0	1.4	(20.0)	(20.0)	(20.0)
总资产周转率	67.4%	68.7%	73.4%	81.1%	86.3%	投资活动现金流	(19.7)	(0.9)	(22.3)	(22.3)	(22.3)
应收账款周转天数	166.9	169.1	169.0	169.0	167.0	股权融资	0.0	7.3	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	235.7	232.3	235.0	230.0	230.0	长期贷款的增加/	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股指标 (元)						公司债券发行/	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股收益	0.34	0.49	0.68	0.95	1.35	股利分配	(16.0)	(23.3)	(32.7)	(45.7)	(64.8)
每股净资产	2.88	3.33	3.88	4.64	5.72	计入循环贷款前融	(16.0)	(16.0)	(32.7)	(45.7)	(64.8)
估值比率						循环贷款的增加/	83.0	176.1	114.6	(19.9)	21.9
P/E	50.2	35.6	25.4	18.1	12.8	融资活动现金流	51.0	136.8	81.9	(65.6)	(42.8)
P/B	6.0	5.2	4.5	3.7	3.0	现金净变动额	(43.2)	154.9	(5.4)	(120.0)	(100.0)

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-8283337

传真: 0510-8283217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后 关注	行业指数在未来6个月内弱于大盘 不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的 投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会 和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。