

# 注重订单质量，寻求有效增长

## 买入 维持

目标价格：24 元

### 事件：

公司今日公布 2012 年年报，实现营业收入 14.6 亿元，比上年增长 41.87%；归属于母公司所有者的净利润 1.16 亿元，比上年增长 41.05%。主营收入和利润均实现了稳步增长，比较符合市场的预期。

公司同时公布 13 年一季度业绩公告，盈利 1747-2183 万元，比上年同期增长 20-50%。

### 我们的点评：

- 业绩按市场预期稳步增长，订单的利润大幅好转。**公司 2012 年收入和盈利都有 40% 多的增长，另外一季报预增 20-50%，主要因为行业持续景气和公司承接的订单比较充裕。另外公司强调目前的经营战略是选择毛利较高的订单，改变过去牺牲利润扩张的模式，这一点我们在四季度的增长中可以验证，毛利率为 27.21%，相比前三季度明显好转，在四季度营收增长放缓的情况下，利润大幅改善，另外，由于智慧交通项目的周期长，部分项目毛利改善会体现在 13 年的业绩中。
- 营销体系逐步完善，订单保持稳定增长，更加注重质量。**公司 2012 年新增订单（含中标但未签合同的订单）20 亿。其中智慧交通业务新增订单 7 亿，智慧医疗业务新增订单 3.48 亿，智慧建筑业务新增订单 6.74 亿，智慧城市业务新增订单 2.75 亿。公司目前在智慧城市领域的订单一直保持快速增长，在国家支持智慧城市发展的大背景下，预计这部分订单增速不会减慢。从营销网络和公司的订单情况看，前期的铺点发展很成功，而从公司目前的战略看，今后应该更加重视订单的质量，采用在已经开拓的城市中“做精做细”这样的发展方式。
- 盈利预测与估值。**预计 13-15 年公司净利润 1.84 亿、2.9 亿和 4.21 亿，对应的 EPS0.77 元、1.21 元、1.76 元，按照 3 月 20 号的收盘价 17.28 元计算，对应的 PE22X、14X、9X，上调目标价格为 24 元，维持“买入”评级。

主要经营指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	1029.81	1460.97	2191.45	3265.26	4734.63
增长率 (%)	44.43	41.87	50.00	49.00	45.00
归母净利润(百万)	82.55	116.44	184.91	290.59	421.28
增长率 (%)	27.27	41.05%	58.80	57.15	44.97
每股收益	0.34	0.485	0.77	1.21	1.76
市盈率	50.82	35.63	22.44	14.28	9.81

### 中小市值研究组

#### 首席分析师：

**王凤华(S1180511010001)**

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

#### 资深分析师：

**李坤阳(S1180511030001)**

电话：010-88013558

Email: Likunyang@hysec.com

#### 研究助理：

**史余森**

电话：010-88013570

Email: shiyusen@hysec.com

**岳苗**

电话：010-88013564

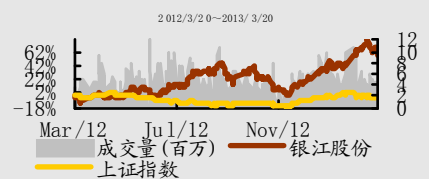
Email: yuemiao@hysec.com

**邓锐**

电话：010-88085986

Email: dengrui@hysec.com

### 市场表现



### 相关研究

《银江股份：全国市场打开，战略定位清晰》  
2012/8/30

《银江股份：订单饱满，公司盈利稳定增长》  
2012/10/29

## 公司业绩分析

从公司 12 年的业绩看,增长比较稳定,符合市场的预期。收入 14.6 亿元,增长 41.04%,净利润 1.16 亿元,增长 41.87%。分产品来看,公司智慧交通业务收入 5.57 亿元,比上年度增长了 25.47%;智慧医疗业务收入 2.69 亿元,比上年度增长了 46.19%;智慧建筑业务收入 4.23 亿元,比上年度增长了 56.78%;智慧城市业务收入 1.98 亿元,比上年度增长了 62.92%。上述业务收入的增长主要得益于行业持续景气和公司承接的订单比较充裕,通过项目建设实现了各业务营业收入的快速增长。从各产品情况看,智慧交通领域的收入和盈利增速要稍微低于预期,主要是因为交通项目工期较长使得确认营收的时间较长,结果是营收增长速度反而低于订单增长速度,同时毛利率提升效果相对滞后。

另外,13 年一季度的业绩也实现 20-50% 的增长,相比 12 年一季度业绩增长 10.36% 来说,13 年的业绩增速有明显的扩大趋势,主要受益于新增合同较多,履行完毕的合同额较去年同期有较大增长。

公司在公告中指出目前已经改变过去跑马圈地在全国扩张获取订单的形式,而是有选择性的挑选毛利较高的订单,放弃一些毛利较低的订单,改善公司的盈利结构。我们也可以从 2012 年公司全年的财务指标分析中进行验证,2012 年四季度在收入方面由于季节性原因影响,是四个季度中确认收入最多的,但环比增速几乎为零,排除季节性因素后,收入增长不明显;2012 年四季度毛利实现 27.21%,相比以前三个季度明显好转。但我们分析由于智慧交通项目的周期较长,部分项目的毛利增长应该在 2013 年的业绩中体现。可以看出公司寻求更成熟有效的增长方式,不再以压缩利润的形式追求订单放量。短期内不注重质量的快速扩张可以提高业绩但相对会损害公司的盈利能力,一个好的发展战略才会对公司长远发展产生有利影响。从这一点上看,我们预计公司将延续这种健康有效的发展方式,将订单的放量建立在注重质量的基础上。

从其他一些指标看,2012 年四季度的净利润同比增速 45%,而环比增速 100%,说明净利润排除季节性因素影响后仍有大幅的上涨。总结来看,四季度的利润增速要远远高于收入的增速,体现在毛利上,四季度净利 9.9% 可以说是公司 2010 年以来的最好水平。

**表 1: 公司 2012 年全年指标**

	2012/3/31	2012/6/30	2012/9/30	2012/12/31
每股收益(累计)	0.06	0.18	0.28	0.49
每股收益(单季度)	0.06	0.12	0.10	0.2
环比增长(%)		100.00	-16.67	100
毛利率(%)	25.85	26.01	25.67	27.21
环比增长(%)		0.65%	-1.31%	6
净利率(%)	5.99	7.35	6.84	9.9
环比增长(%)		22.75	-6.95	44.73
营业收入(百万)	237.84	384.90	349.36	448.86
营业收入同比增速(%)	43.11	92.08	58.87	0.01
营业收入环比增速(%)	-46.35	61.83	-9.23	28.48
净利润(百万)	14.25	28.30	23.90	48.23
净利润同比增速(%)	10.36	77.51	16.60	101.2



医院。从营销网络和公司的订单情况看，前期的铺点发展很成功，而从公司目前的战略看，今后应该更加重视订单的质量，采用在已经开拓的城市中“做精做细”这样的发展方式。

目前12年实现收入14亿元，我们假设有60%的合同来自于当年新增订单即8.4亿元，那么依然有11.6亿元的收入将推迟到13年结算。这样来看，即使13年新增订单与12年的20个亿持平，13年也可以保证23个亿的收入确认。我们认为公司订单数量和质量都有所提高，业绩保持平稳增长。

报表预测						
利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	713.04	1029.81	1460.97	2191.45	3265.26	4734.63
减: 营业成本	510.08	761.93	1078.39	1615.10	2399.97	3479.95
营业税金及附加	20.69	23.63	37.01	56.47	84.13	121.99
营业费用	33.68	59.39	86.40	129.60	193.11	280.01
管理费用	69.10	81.09	115.67	173.50	258.52	374.85
财务费用	-1.69	-1.02	10.14	3.18	-1.49	1.58
资产减值损失	14.28	10.54	14.85	14.85	14.85	14.85
加: 投资收益	0.00	0.70	2.25	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>66.90</b>	<b>94.96</b>	<b>120.75</b>	<b>198.76</b>	<b>316.18</b>	<b>461.39</b>
加: 其他非经营损益	6.93	3.36	9.70	6.70	6.70	6.70
<b>利润总额</b>	<b>73.82</b>	<b>98.32</b>	<b>130.46</b>	<b>205.45</b>	<b>322.88</b>	<b>468.09</b>
减: 所得税	8.96	15.19	15.62	20.55	32.29	46.81
<b>净利润</b>	<b>64.86</b>	<b>83.13</b>	<b>114.83</b>	<b>184.91</b>	<b>290.59</b>	<b>421.28</b>
减: 少数股东损益	0.00	0.58	-1.61	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>64.86</b>	<b>82.55</b>	<b>116.44</b>	<b>184.91</b>	<b>290.59</b>	<b>421.28</b>
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	344.49	295.50	445.73	145.55	46.90	47.35
应收和预付款项	437.04	607.46	832.77	1213.57	1611.99	2281.33
存货	411.38	502.80	704.81	1163.18	1612.57	2412.27
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	19.70	21.96	21.96	21.96	21.96
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	43.88	50.72	51.93	37.08	22.24	7.39
无形资产和开发支出	0.96	10.54	22.47	22.45	22.43	22.41
其他非流动资产	0.93	1.58	2.19	1.09	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>1238.68</b>	<b>1488.29</b>	<b>2081.85</b>	<b>2604.89</b>	<b>3338.09</b>	<b>4792.70</b>
短期借款	10.00	80.00	258.00	0.00	0.00	55.62
应付和预收款项	605.32	695.56	994.31	1608.93	2080.60	3100.45
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	<b>615.32</b>	<b>775.56</b>	<b>1252.31</b>	<b>1608.93</b>	<b>2080.60</b>	<b>3156.06</b>
股本	160.00	240.00	240.00	240.00	240.00	240.00
资本公积	310.63	231.31	236.42	236.42	236.42	236.42
留存收益	152.74	219.29	323.73	490.14	751.67	1130.83
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>623.36</b>	<b>690.60</b>	<b>800.14</b>	<b>966.56</b>	<b>1228.09</b>	<b>1607.24</b>
少数股东权益	0.00	22.13	29.40	29.40	29.40	29.40
<b>股东权益合计</b>	<b>623.36</b>	<b>712.73</b>	<b>829.54</b>	<b>995.96</b>	<b>1257.49</b>	<b>1636.64</b>
负债和股东权益合计	1238.68	1488.29	2081.85	2604.89	3338.09	4792.70
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	-24.67	-49.50	37.45	-27.21	-77.78	-18.16
投资性现金净流量	-22.75	-39.70	-20.03	6.03	6.03	6.03
筹资性现金净流量	-44.47	41.91	116.68	-279.00	-26.89	12.58
<b>现金流量净额</b>	<b>-91.89</b>	<b>-47.28</b>	<b>134.10</b>	<b>-300.18</b>	<b>-98.65</b>	<b>0.45</b>

财务分析和估值指标汇总						
	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>收益率</b>						
毛利率	28.46%	26.01%	26.19%	26.30%	26.50%	26.50%
三费/销售收入	14.18%	13.54%	14.53%	13.98%	13.79%	13.86%
EBIT/销售收入	10.09%	9.40%	9.58%	9.49%	9.82%	9.91%
EBITDA/销售收入	10.78%	10.29%	10.34%	9.54%	9.86%	9.91%
销售净利率	9.10%	8.07%	7.86%	8.44%	8.90%	8.90%
<b>资产获利率</b>						
ROE	10.40%	11.95%	14.55%	19.13%	23.66%	26.21%
ROA	5.81%	6.50%	6.72%	7.98%	9.61%	9.79%
ROIC	36.88%	26.68%	22.58%	27.59%	32.40%	33.47%
<b>增长率</b>						
销售收入增长率	35.92%	44.43%	41.87%	50.00%	49.00%	45.00%
EBIT 增长率	24.54%	34.59%	44.58%	48.62%	54.22%	46.24%
EBITDA 增长率	25.09%	37.85%	42.61%	38.40%	53.93%	45.74%
净利润增长率	31.10%	28.17%	38.14%	61.02%	57.15%	44.97%
总资产增长率	32.88%	20.15%	39.88%	25.12%	28.15%	43.58%
股东权益增长率	8.49%	10.79%	15.86%	20.80%	27.06%	30.87%
经营营运资本增长率	110.25%	69.84%	31.27%	41.56%	48.99%	39.43%
<b>资本结构</b>						
资产负债率	49.68%	52.11%	60.15%	61.77%	62.33%	65.85%
投资资本/总资产	23.90%	34.10%	31.53%	33.49%	37.24%	35.31%
带息债务/总负债	1.63%	10.32%	20.60%	0.00%	0.00%	1.76%
流动比率	1.94	1.81	1.58	1.57	1.57	1.50
速动比率	1.27	1.16	1.02	0.84	0.80	0.74
股利支付率	24.81%	19.38%	0.00%	10.00%	10.00%	10.00%
收益留存率	75.19%	80.62%	100.00%	90.00%	90.00%	90.00%
<b>资产管理效率</b>						
总资产周转率	0.58	0.69	0.70	0.84	0.98	0.99
固定资产周转率	16.25	20.30	28.13	59.09	146.83	640.60
应收账款周转率	3.04	3.24	3.24	2.95	3.16	3.07
存货周转率	1.24	1.52	1.53	1.39	1.49	1.44
<b>业绩和估值指标</b>						
EBIT	71.91	96.78	139.93	207.96	320.71	469.00
EBITDA	76.84	105.92	151.06	209.07	321.83	469.02
NOPLAT	56.91	78.97	114.60	181.14	282.62	416.08
净利润	64.86	82.55	116.44	184.91	290.59	421.28
EPS	0.270	0.344	0.485	0.770	1.211	1.755
BPS	2.597	2.877	3.334	4.027	5.117	6.697
PE	60.98	47.91	33.97	21.39	13.61	9.39
PEG	1.46	0.92	0.63	N/A	N/A	N/A
PB	6.34	5.73	4.94	4.09	3.22	2.46
PS	5.55	3.84	2.71	1.80	1.21	0.84
PCF	-160.33	-79.90	105.61	-145.38	-50.85	-217.85
EV/EBIT	32.12	38.97	27.24	18.57	12.38	8.61
EV/EBITDA	30.06	35.61	25.23	18.47	12.34	8.61
EV/NOPLAT	40.58	47.77	33.26	21.32	14.05	9.71
EV/IC	7.80	7.43	5.81	4.43	3.19	2.39
ROIC-WACC	36.92%	26.73%	22.63%	32.21%	37.01%	37.76%
股息率	0.004	0.004	0.000	0.005	0.007	0.011

**作者简介:**

**王风华:** 宏源证券研究所首席分析师, 中小市值上市公司研究组组长, 《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学研究生, 本科毕业于江西财经大学。15 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 尚荣医疗、金宇集团、中弘股份、双塔食品、利亚德、蒙草抗旱、黄海机械、中国医药、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、德力股份、长信科技、金陵药业、煌上煌、积成电子、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、围海股份等。

**机构销售团队**

区域	姓名	电话	电话	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。