

引领智能技术未来，全面布局智慧城市

——银江股份(300020)公司投资价值分析

核心观点

保持传统优势，全面拓展智慧城市领域。公司以智慧建筑起家，进而确立智慧交通、智慧医疗、智慧建筑为公司的三大主要业务。公司以“引领智能技术未来”为企业服务理念，通过对“智能识别、移动计算、数据融合”等信息技术的应用开发，在各细分领域逐渐建立起龙头优势。公司积极向其他智慧城市领域拓展，为智慧能源、智慧教育、智慧环境、智慧旅游、智慧金融等众多行业用户提供先进的解决方案和产品。目前公司已发展成为中国领先的智慧城市整体解决方案提供商，同时也是中国智慧城市建设的先驱之一。

“产学研用”相结合，创新融合一体化。作为人才与技术密集型企业，公司多年来一直非常注重行业应用技术与自主创新技术的发展。公司始终强调产品研发与市场需求的紧密结合，需求来源于客户，产品又服务于客户，研发与市场形成了良好互动和相互促进。公司以集成创新为主，兼备原始创新、消化吸收再创新。公司积极与高校、企业合作，将世界先进智能技术与国内市场需求的有机融合，有效整合社会资源，从而提高公司综合竞争能力。

深化营销布局，落实基地战略。公司是率先进行全国区域布局的企业之一，目前已经建立了基本覆盖全国的营销网络和服务体系。公司通过完善和优化营销体系和专业子孙公司基地城市的建设，实现营销本地化、实施本地化和服务本地化，扩大公司智能化和信息化系统本地化应用，使得公司业务得以向全国主要区域渗透，争取到更多大项目订单。

订单饱满，业绩增长有保障。2012年公司新增订单（含中标但未签合同的订单）共计20.04亿元。今年一季度，公司又迎来了开门红。一季度新签订单4.46亿。其中，千万元级项目订单14个，合同额2.8亿，占比62.8%，大项目占比提高显示了公司项目承接能力和市场影响力不断提升。

智慧城市建设成必然趋势，未来发展空间巨大。城镇化进程的加快，使城市被赋予了前所未有的经济、政治和技术的权利。而与此同时，城市也面临着环境污染、交通堵塞、能源紧张等多方面的挑战。在新环境下，“智慧城市”成为解决城市问题的一条可行道路，也是未来城市发展的必然趋势。数据显示，2016年全球智慧城市建设将达到10234亿美元，2011-2016年的年复合增长率将达到14.2%，未来市场空间巨大。

盈利预测与投资评级：我们预计公司13-15年的净利润分别为1.6亿元、2.1亿元和2.7亿元，对应的EPS分别为0.67元、0.89元和1.14元。我们长期看好公司所在的智慧城市领域发展，继续给予公司推荐投资。

财务数据与估值

	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万)	1460.97	2048.20	2804.66	3673.35
同比增速(%)	41.66%	40.61%	36.93%	30.97%
净利润(百万)	114.83	158.86	210.95	270.09
同比增速(%)	41.05%	38.28%	32.76%	28.04%
EPS(元)	0.49	0.67	0.89	1.14
P/E	41.84	30.56	23.02	17.98

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	24000.00
流通A股(万股)	23474.55
52周内股价区间(元)	9.4-20.99
总市值(亿元)	47.88
总资产(亿元)	21.27
每股净资产(元)	3.33
目标价	6个月 12个月

相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-银江股份(300020):行业景气度持续，公司高速增长可期》 2013-03-25
- 《国都证券-公司研究-公司点评-银江股份(300020):订单稳步增长，市场开拓顺利》 2012-10-26
- 《国都证券-公司研究-公司点评-银江股份(300020)中报点评:智慧城市建设加速，公司业绩快速增长》 2012-08-21

研究员: 邓婷

电话: 010-84183228

Email: dengting@guodu.com

执业证书编号: S0940510120007

联系人: 张咏梅

电话: 010-84183135

Email: zhangyongmei@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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，特此声明。

正文目录

投资要点	4
一、中国领先的智慧城市整体解决方案提供商	5
1.1 公司的基本情况	5
1.2 公司的财务状况分析	7
二、三大业务稳定发展，为业绩支撑保驾护航	10
2.1 智能交通：项目重点攻取、行业横向拓展	10
2.2 智慧医疗：“产学研用”相结合，合作带动创新	12
2.3 智能建筑：偏向高端，与其他业务相结合	14
三、智慧城市再拓展新领域，未来增长可期	15
3.1 智慧城市是未来城镇建设的必然趋势，发展空间巨大	15
3.2 依托既有技术，全面进军智慧城市领域	18
四、创新融合一体化，技术营销齐头并进	19
4.1 坚持技术创新融合，与市场良性互动	19
4.2 深化营销布局，落实基地战略，做大做强业务	20
五、投资评级与盈利预测	21
5.1 盈利预测	21
5.2 投资评级	22
六、风险提示	22
6.1 智慧城市建设低于预期的风险	22
6.2 竞争加剧导致毛利率下降的风险	22
6.3 公司规模扩张后可能带来的管理风险和资金风险	22

图表目录

图 1: 公司投资逻辑	4
图 2: 公司城市智能交通解决方案示意图	5
图 3: 公司医疗信息化解决方案示意图	5
图 4: 2006-2012 年公司营业收入增长情况	7
图 5: 2006-2012 年公司净利润增长情况	7
图 6: 2006-2012 年公司综合毛利率情况	8
图 7: 2006-2012 年公司各业务毛利率情况	8
图 8: 2006-2012 年公司管理费用情况	8
图 9: 2006-2012 年公司销售费用情况	8
图 10: 2006-2012 年公司存货情况	9
图 11: 2006-2012 年公司应收账款情况	9
图 12: 2006-2012 年公司智能交通业务规模及收入利润占比情况	10
图 13: 2011-2015 年城市智能交通规模预测	11
图 14: 中国医疗行业 IT 解决方案市场规模预测	12
图 15: 医疗信息化发展阶段	12
图 16: 2006-2012 年公司智慧医疗业务规模及收入利润占比情况	13
图 17: 2005-2016 年中国建筑智能化系统工程市场规模及预测	14
图 17: 2006-2012 年公司智能建筑收入及利润占比情况	15
图 19: 1987-2011 年中国城市化进程	16
图 20: 2011-2020 年我国城市化率水平变化情况	16
图 14: 2011-2016 年全球智慧城市市值变化	16
图 22: 2008-2014 年中国智慧城市 IT 投入市场规模	17
图 23: 13 个参评城市智慧城市发展总体水平	17
图 24: “智慧城市”可以帮助解决中国城市发展的挑战	18
图 25: 2010-2012 年公司智慧城市业务规模及收入利润占比情况	19
图 26: 2006-2010 年公司浙江省外收入占比情况	20
图 27: 2011-2012 年公司各地区收入占比情况	20
表 1: 公司 2013 年一季度前十大股东情况	6
表 2: 公司收入和净利润呈季节性特点	7
表 3: 公司 2006-2012 存货情况	9
表 4: 公司 2006-2012 年营运能力情况	10
表 5: 公司 10-12 年研发投入规模和比重	19
表 6: 公司人员构成	20
表 7: 公司盈利预测表	21

投资要点

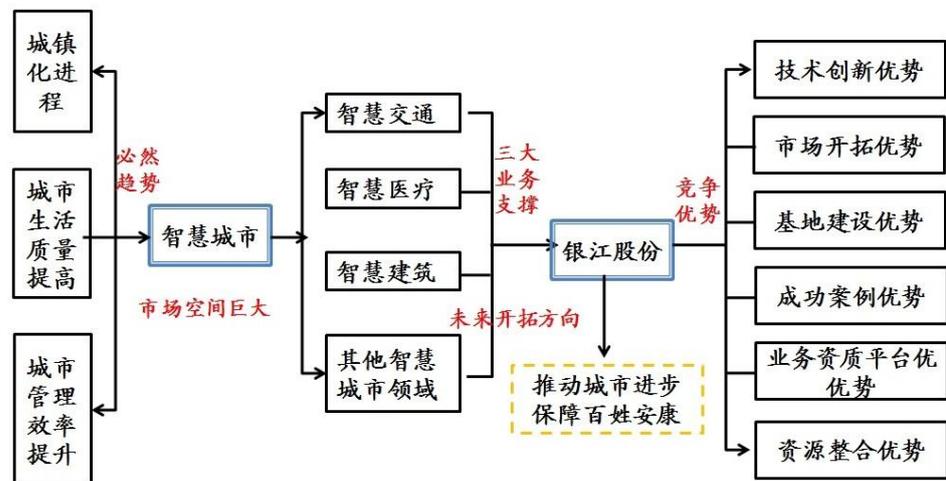
保持传统优势，全面拓展智慧城市领域。银江股份以智慧建筑起家，进而确立智慧交通、智慧医疗、智慧建筑为公司的三大主要业务。公司以“引领智能技术未来”为企业服务理念，通过对“智能识别、移动计算、数据融合”等信息技术的应用开发，在各细分领域逐渐建立起龙头优势。公司积极向其他智慧城市领域拓展，为智慧能源、智慧教育、智慧环境、智慧旅游、智慧金融等众多行业用户提供先进的解决方案和产品。目前已发展成为中国领先的智慧城市整体解决方案提供商，同时也是中国智慧城市建设的先驱之一。

“产学研用”相结合，创新融合一体化。作为人才与技术密集型企业，公司多年来一直非常注重行业应用技术与自主创新技术的发展。公司始终强调产品研发与市场需求的紧密结合，需求来源于客户，产品又服务于客户，研发与市场形成了良好互动和相互促进。公司以集成创新为主，兼备原始创新、消化吸收再创新。公司积极与高校、企业合作，将世界先进智能技术与国内市场需求的有机融合，有效整合社会资源，从而提高公司综合竞争能力。

深化营销布局，落实基地战略。公司是率先进行全国区域布局的企业之一，目前已经建立了基本覆盖全国的营销网络和服务体系。公司通过完善和优化营销体系和专业子孙公司基地城市的建设，实现营销本地化、实施本地化和服务本地化，扩大公司智能化和信息化系统本地化应用，使得公司业务得以向全国主要区域渗透，争取到更多大项目订单。

智慧城市建设成必然趋势，未来发展空间巨大。城镇化进程的加快，使城市被赋予了前所未有的经济、政治和技术的权利。而与此同时，城市也面临着环境污染、交通堵塞、能源紧张等多方面的挑战。在新环境下，“智慧城市”成为解决城市问题的一条可行道路，也是未来城市发展的必然趋势。数据显示，2016 年全球智慧城市建设将达到 10234 亿美元，2011-2016 年的年复合增长率将达到 14.2%，未来市场空间巨大。

图 1: 公司投资逻辑



数据来源：国都证券

一、中国领先的城市智能化整体解决方案提供商

1.1 公司的基本情况

1.1.1 公司的主要业务

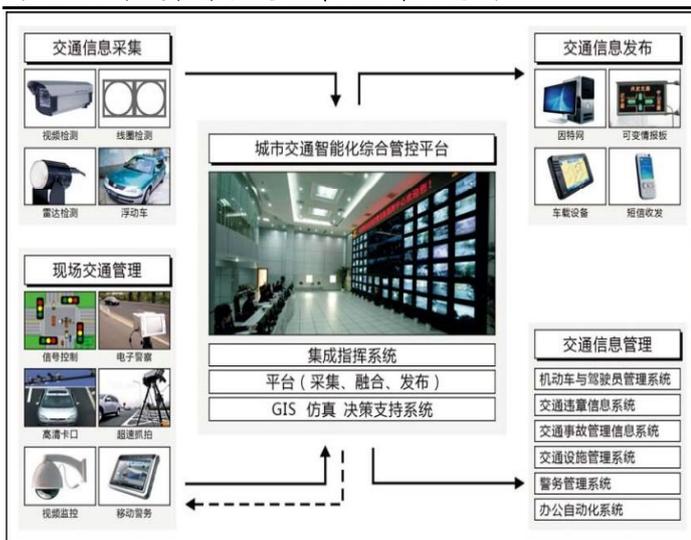
公司的前身为杭州银江电子有限公司，成立于1992年11月13日。2007年9月公司整体变更为股份有限公司。

公司自成立以来一直专注于向交通、医疗、建筑等行业，以“引领智能技术未”为企业服务理念，通过对“智能识别、移动计算、数据融合”等信息技术的自主应用开发，提供城市交通智能化、医疗信息化和建筑智能化领域的行业解决方案。

公司智能化系统包括自主研发的系统平台、应用软件、中间件、控制模块及设备，通过系统集成，满足客户不断提升的信息化建设需求。公司主营业务一般以工程总承包形式开展，按照合同总价收费，方案设计、软件开发等增值服务绝大多数情况下为智能化系统工程的一部分而非单独对外销售，其价值往往包含于整个工程合同之中。

公司目前主要智能化系统工程产品包括城市交通智能化、医疗信息化和建筑智能化三类。在城市交通智能化领域，公司主要为客户提供城市交通智能化管控综合平台系统、城市交通智能化诱导系统、快速公交信号优先控制系统等各类城市交通管理应用系统；在医疗信息化领域，公司主要提供医院数字化医疗解决方案，包括整体信息化系统和电子病历数据交换平台系统、无线医护系统、病患管理系统等各类医疗信息化管理应用系统；在建筑智能化集成领域，公司能够提供涵盖建筑智能化规划咨询、工程设计、系统设备采购、工程施工、集成调试、项目管理以及运维增值全过程服务。

图 2：公司城市智能交通解决方案示意图



资料来源：公司招股说明书，国都证券

图 3：公司医疗信息化解决方案示意图



资料来源：公司招股说明书，国都证券

近年来，公司紧紧围绕“致力智慧城市建设”的战略目标，积极开拓智慧城市建

设的其他领域，在能源、教育、环境等细分行业都提出了相应的解决方案。

1.1.2 公司的股权结构

公司控股股东银江科技集团 2003 年 7 月成立于浙江省杭州市，法定代表人为王辉。王辉、刘健夫妇为公司的实际控制人。王王辉先生持有银江科技集团 44.40% 的股份，刘健女士持有银江科技集团 6.00% 的股份，另外刘健女士直接持有公司 0.76% 的股份。

表 1: 公司 2013 年一季度前十大股东情况

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)	股本性质
银江科技集团有限公司	88,413,000	36.84	A 股流通股
国泰君安证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	12,742,558	5.31	A 股流通股
中国建设银行-信达澳银领先增长股票型证券投资基金	4,970,827	2.07	A 股流通股
中国工商银行-广发聚瑞股票型证券投资基金	4,537,893	1.89	A 股流通股
中国农业银行-国泰金牛创新成长股票型证券投资基金	3,937,857	1.64	A 股流通股
中国国际金融有限公司约定购回专用账户	3,853,766	1.61	A 股流通股
交通银行-泰达宏利价值优化型成长类行业证券投资基金	2,689,518	1.12	A 股流通股
中国农业银行-景顺长城内需增长贰号股票型证券投资基金	2,264,887	0.94	A 股流通股
广发证券-交行-广发集合资产管理计划(3 号)	2,111,159	0.88	A 股流通股
钱小鸿	1,825,800	0.76	限售流通 A 股,A 股流通股
合计	127,347,265	53.06	

资料来源: wind, 国都证券

1.1.3 公司的竞争对手情况

智能交通领域:

公司连续多年被评为中国交通智能化整体解决方案综合竞争力排名第一。

在国内交通智能化市场上比较知名的厂商有青岛海信网络科技股份有限公司、北京四通智能交通系统集成有限公司等，这些都将与公司在全国市场上形成一定得竞争。

医疗信息化领域:

公司连续多年被评为中国医疗数字化无线医护系统和临床移动信息解决方案综合竞争力排名全国第一。

在国内医疗信息化市场上比较知名的厂商有: 东软集团股份有限公司、方正众邦

数字医疗有限公司、天健科技集团、杭州创业软件集团等。各家厂商为了提高自身的竞争优势，扩大市场份额，在产品研发、市场策略方面都作了很大努力，并具有各自的特点和优势。

智能建筑领域:

公司连续多年被评为中国智能建筑行业十大品牌。

近年来，国内房地产行业高速发展，极大地促进了国内建筑智能化市场的发展。由于巨大的市场需求，建筑的智能工程技术也日趋成熟和不断发展，我国不少智能建筑技术研发成果接近国际水平，行业内领先的企业包括泰豪科技股份有限公司、上海华东电脑股份有限公司和上海延华智能科技股份有限公司等上市公司。

近年来，公司在上述领域均发展良好，各项业务都取得了良好的成绩，显现了优秀的综合竞争实力。

1.2 公司的财务状况分析

1.2.1 盈利能力不断提升，成长能力良好

2006至2012年公司营业收入增长了13倍之多，6年的复合增长率达到53.59%。在公司规模大幅增长的同时，公司的盈利能力也得到了不断的提升。2006-2012年期间，公司的净利润增长了12倍，6年的复合增长率高达52.22%，显现了良好的成长能力。

图 4: 2006-2012 年公司营业收入增长情况



资料来源: wind, 国都证券

图 5: 2006-2012 年公司净利润增长情况



资料来源: wind, 国都证券

公司具有一定的季节性销售特点，即在每年的上半年可确认营业收入较少，下半年可确认营业收入较多。公司通常年初投标承接工程，下半年实施的工程量较大，导致按照完工百分比法可确认的项目成本增加，相应引起可确认的营业收入增加。不过，近年来这种状况有所改善。

表 2: 公司收入和净利润呈季节性特点

	2009年	2010年	2011年	2012年
上半年度营业收入	197.96	263.67	366.57	622.74

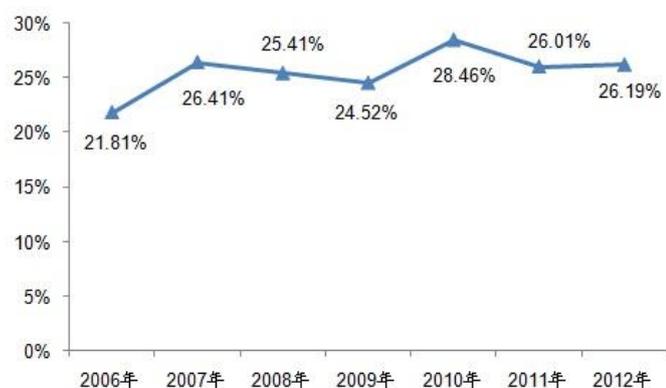
年度营业收入	524.62	713.04	1,029.81	1,460.97
上半年度营业收入占比	37.73%	36.98%	35.60%	42.63%
上半年度净利润	16.98	22.57	28.55	43.30
年度净利润	49.47	64.86	82.55	116.44
上半年度净利润占比	34.32%	34.80%	34.59%	37.19%

资料来源: wind, 国都证券

1.2.2 毛利率呈上升趋势, 费用控制良好

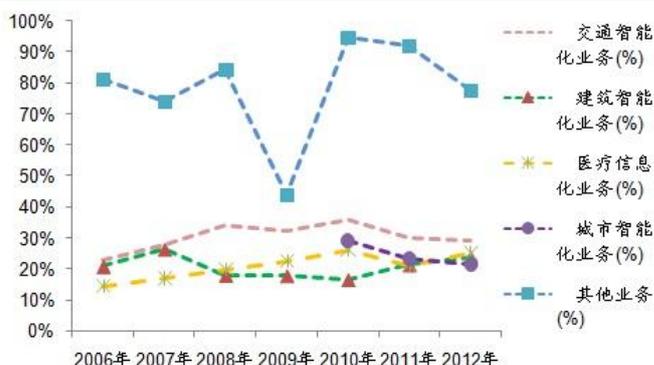
公司 2009-2012 年的毛利率分别为 24.52%、28.46%、26.01%和 26.19%，整体较为稳定并呈曲折上升的趋势。分业务来看，虽然各个细分领域的毛利率有些波动，但总体呈现了较为稳定的趋势。

图 6: 2006-2012 年公司综合毛利率情况



资料来源: wind, 国都证券

图 7: 2006-2012 年公司各业务毛利率情况



资料来源: wind, 国都证券

2009-2012 年, 公司的期间费用占营业收入的比重分别为 10.8%、14.2%、13.5%和 14.5%，整体呈较为稳定的态势，费用控制较为良好。其中销售费用占营业收入的比重呈递增的趋势，主要是由于公司的业务规模日益扩大，处于快速扩张阶段，因此导致销售费用随之不断增长。

图 8: 2006-2012 年公司管理费用情况



资料来源: wind, 国都证券

图 9: 2006-2012 年公司销售费用情况



资料来源: wind, 国都证券

1.2.3 项目特点致使公司存货和应收账款的余额较大

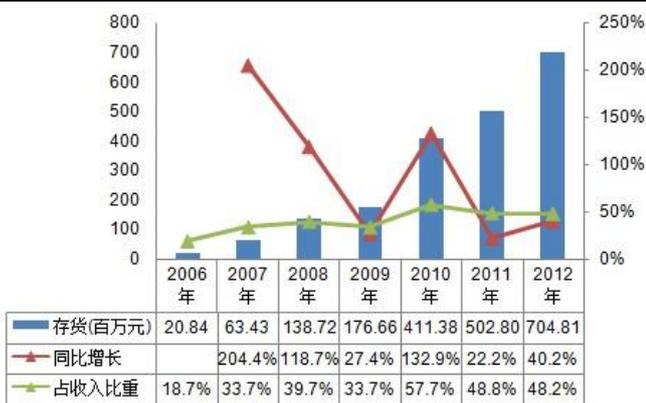
2009-2012 年公司存货占营业收入的比重分别为 33.7%、57.7%、48.8%和 48.2%。公司近年来存货余额增长较快，余额较大。在各种存货类别中，工程施工增长较快，其增长较快主要是随着公司业务的扩大，未完工智能化工程项目越来越多，未完工智能化工程项目单体合同金额越来越大，同时部分项目合同规定项目在完成隐蔽工程部分后进行一次结算，然后在项目整体完工后进行工程结算。由于隐蔽工程占整体工程比例较小，造成部分项目完工比例高，但结算比例低，致使工程施工期末余额较大，应收账款余额小。

表 3: 公司 2006-2012 存货情况

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
工程施工	1921.65	5960.47	12656.31	15817.85	39746.88	48923.33	66712.5
同比增长		210.17%	112.34%	24.98%	151.28%	23.09%	36.36%
原材料	162.11	219.18	265.87	757.08	625.89	409.45	1569.55
同比增长		35.20%	21.30%	184.76%	-17.33%	-34.58%	283.33%
库存商品	0	163.07	949.82	1091.38	765.67	947.15	2196.77
同比增长			482.46%	14.90%	-29.84%	23.70%	131.93%
委托加工物资	0	0	0	0	0	0	1.76
存货跌价准备	0	0	0	0	0	0	0
存货合计	2083.76	6342.72	13872.00	17666.31	41138.44	50279.93	70478.82

资料来源：公司公告，国都证券

图 10: 2006-2012 年公司存货情况



资料来源：wind，国都证券

图 11: 2006-2012 年公司应收账款情况



资料来源：wind，国都证券

2009-2012 年，公司应收账款占营业收入的比重分别为 33.2%、32.9%、30.8%和 30.8%，比例大体维持在正常的范围内，并呈略有下降的趋势。

公司应收账款占营业收入比重较大的原因主要是由于公司结算方式一般为工程项目合同签订时支付工程款的 20%，决算后支付到工程总款的 95%，剩余 5%尾款作为工程质保金并于质保期到期后支付（竣工验收后 1-3 年）。随着公司业务规模不断扩大，公司所承接的单体项目的合同金额越来越大，实施周期越来越长，造成相应的

收款周期越来越长，结算后挂账的金额也越来越大。此外，公司主要客户为政府部门、医院、学校、金融、电力等公共部门，其作为业主的项目在项目结束后均要经过造价审计后才可进入付款审批阶段，其付款审批周期较长，也造成公司收款时间较长。

表 4: 公司 2006-2012 年营运能力情况

营运能力	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
营业周期(天)	110.62	146.74	185.76	222.90	310.66	312.46	296.19
存货周转天数(天)	86.20	109.49	139.74	143.36	207.52	215.97	201.57
应收账款周转天数(天)	24.42	37.25	46.03	79.54	103.14	96.49	94.62
存货周转率(次)	4.18	3.29	2.58	2.51	1.73	1.67	1.79
应收账款周转率(次)	14.74	9.66	7.82	4.53	3.49	3.73	3.80
流动资产周转率(次)	1.24	1.17	1.18	0.83	0.67	0.78	0.85
固定资产周转率(次)	14.07	23.52	16.50	15.17	18.10	21.77	28.47
资产周转率(次)	1.13	1.10	1.09	0.78	0.64	0.74	0.80

资料来源: wind, 国都证券

二、三大业务稳定发展，为业绩支撑保驾护航

2.1 智能交通：项目重点攻取、行业横向拓展

银江股份长期致力于智能交通技术的研发，处于国内智能交通技术研究领域的领先地位。公司是国内领先、具备最高资质等级的城市智能交通系统解决方案的提供商之一。近年来，公司的智能交通业务发展良好，一直是公司利润的主要来源，并呈现快速增长的态势。

图 12: 2006-2012 年公司智能交通业务规模及收入利润占比情况

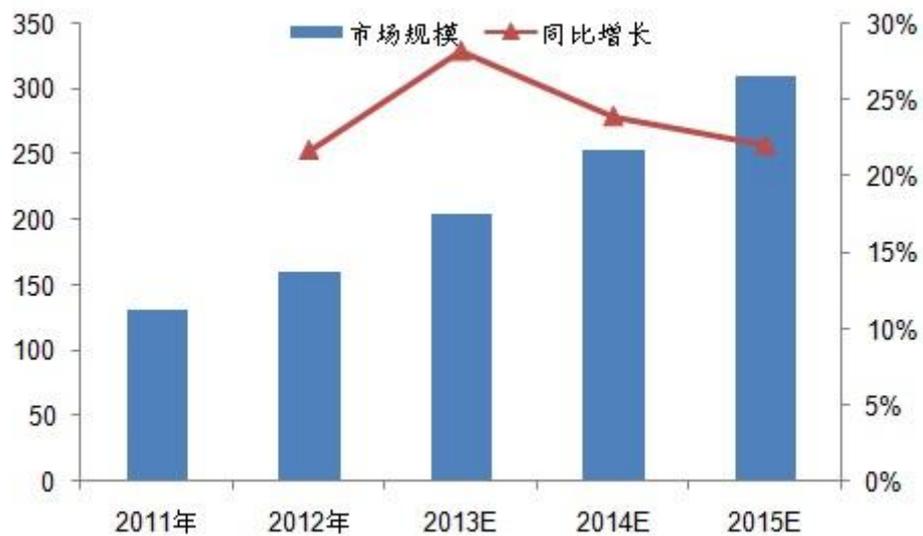


数据来源: wind, 国都证券

城市交通在国家经济社会发展中具有重要地位和作用，完善道路交通系统，是实现经济社会可持续发展和国民生活便利性的重要保证。城市化进程加快、城市机动车保有量增长迅速、土地资源约束严重，使得发展城市智能交通成为必需。交通问题是世界各国面临的共同问题。交通拥挤造成了巨大的时间浪费，加大了环境污染。交通问题也造成了巨大的经济损失。为了缓解经济发展带来的交通运输方面的压力，尽量地利用现有的资源，使其发挥最大的作用，各国都加大了对智能交通系统的研究和建设的力度。

据中国交通技术网的数据显示，未来 3 年城市智能交通的市场规模年复合增长率将超过 20%以上，行业发展前景良好。

图 13: 2011-2015 年城市智能交通规模预测



数据来源: Tranbbs, 国都证券

城市智能交通一向是公司的主营业务和核心发展领域，目前公司以提供产品和服务为主。公司在这个领域的优势产品主要是基于城市公安交警管理部门的集成管控平台。此外，公司在非常现场执法、动态信息服务等领域的产品也具有非常强的竞争力。

公司目前的智慧交通应用系统已经覆盖了 29 个省市自治区(包括 22 个省、4 个自治区、3 个直辖市)的 109 个城市(包括杭州、南昌、西安、广州、重庆、石家庄等 23 个省会城市和直辖市、48 个地级城市、38 个县级城市)。

公司在基本完成市场全国化布局后，从 12 年下半年开始改变战略，主动回避了部分风险较大、利润率较低的招标项目，使得订单和营收增速放缓但利润增速上升，实现了营收增长和利润增长的同步。公司未来将采取对重点城市的重点项目做大、做强、做深的战略，积极去获取更多大项目订单，落实更多重大样板工程项目建设，从而实现市场做多基地做强的经营目标，实现公司业务质与量的协调健康快速发展。

公司在保持城市智能交通领域优势的同时，也积极向公共交通、高速公路、轨道交通、铁路、民航等领域拓展，不断扩大智能交通的外延。

目前公司在其他智能交通领域也获得了初步的进展，比如上海轨道交通 11 号的建设、高铁中的厦深线福建段的建设、东航昆明新机场的建设等。

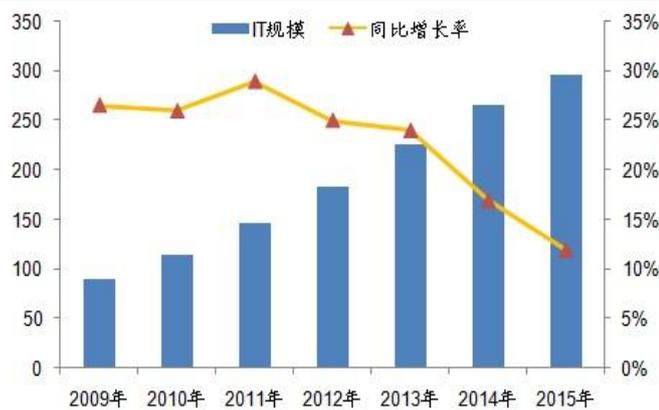
未来公司将根据现有成熟领域的发展，积极开拓具有交通特色的盈利模式，不断寻求与市场上的各个参与者合作，进而向运营等新的方向发展。

2.2 智慧医疗：“产学研用”相结合，合作带动创新

医疗信息化是充分把 IT 技术应用于医疗行业，其核心是围绕每一个客户，将整个社会的医疗资源和医疗服务，如医院、专家、医疗保险、药品供应商，医疗设备供应商等等连接在一起，整合为一个系统，以提高全社会的医疗服务水平和运作效率。随着医学的快速发展、医疗设备的不断更新以及人们对医疗服务的需求水平不断的提升，医院管理越来越复杂。为缓解“看病难、看病贵”的问题，提高人民的健康水平，医疗信息化建设已经成为医院现代化建设和发展不可逆转的方向。

与美国等发达国家相比，我国的医疗机构信息化建设的研究和实践起步较晚，但随着我国医疗改革的深入以及国家政策的大力支持，医疗信息化迎来重大的发展机遇。目前，我国医疗信息化投入占医疗卫生支出的比例仅为 1%左右，与发达国家 3%-5%的占比还有很大的差距，行业未来发展空间巨大。根据 IDC 发布的《中国医疗行业 IT 解决方案市场 2012-2016 预测与分析》报告显示，2011 年医疗行业 IT 花费是 146.3 亿元，较上一年增长 28.9%。IDC 预测 2016 年医疗行业 IT 花费市场规模将达 339.9 亿元，2011 至 2016 年的年复合增长率为 18.4%，未来五年的增长速度仍会高于中国其他行业 IT 市场的平均增速。

图 14: 中国医疗行业 IT 解决方案市场规模预测



资料来源: IDC, 国都证券

图 15: 医疗信息化发展阶段



资料来源: 华赛, 国都证券

基层医院信息系统的普及建设和全面升级, 大型医院的数字化医院建设, 区域医疗信息平台在全国范围内的扩展和公共卫生信息系统建设的启动, 将成为未来医疗行业信息化发展的四个主要驱动力。此外, 移动应用系统开始在大型医院使用, 社交媒体继续尝试提供新的医疗服务模式, 云计算技术被广泛接受并且逐渐应用。根据 GSM 协会 (GSMA) 的分析, 移动技术有利于提供高效、可升级和费用较低的医疗保

健服务，将对医疗保健行业发挥更加重要的作用。预计到2017年移动医疗市场的发展将带来230亿美元的收入，届时，欧洲将成为全球最大的移动医疗市场，营收将达69亿美元，亚太地区和北美紧随其后，营收分别为68亿美元和65亿美元，中国市场移动医疗市场的营收则为25亿美元。

公司以市场为导向、以企业研发中心为主体、以研究型大学为依托，形成了“产、学、研、用”相结合的自主创新体系及成果产业化的模式。公司智慧医疗产品全面覆盖了数字医院、移动医疗、区域医疗、远程医疗、医疗物联网、电子病历六大领域，以自主研发的医疗信息化应用系统平台和应用支撑平台为基础，通过综合应用各种先进的信息技术，实现医疗信息的采集、共享与流动，提高了医护人员的工作效率和管理水平。目前，公司的智慧医疗应用系统已进入了以352家三甲医院为主的大型医院。

图 16: 2006-2012 年公司智慧医疗业务规模及收入利润占比情况



数据来源: wind, 国都证券

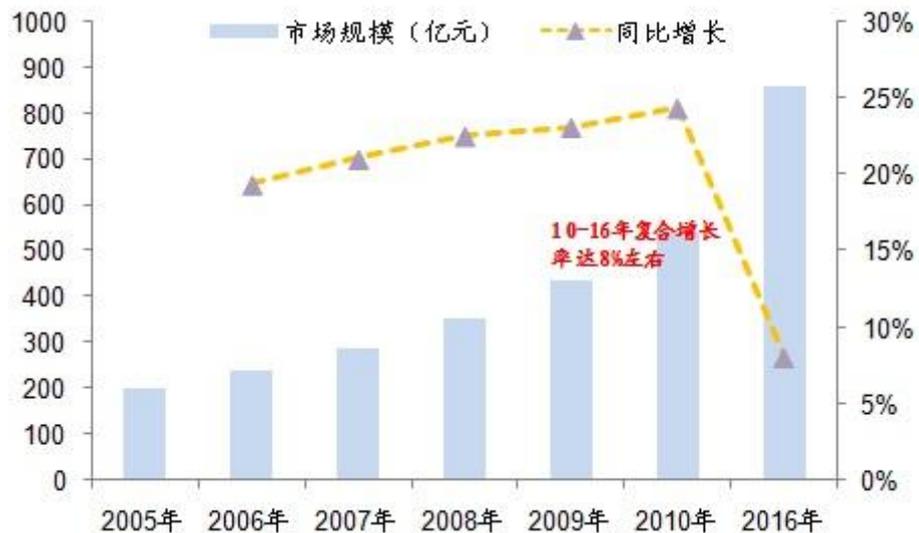
公司已与清华大学、浙江大学、同济大学等知名大学成立联合研究机构或联合研究小组，开发领先的智慧交通和智慧医疗应用技术。公司还与 INTEL、IBM、微软等国际知名企业建立了合作关系，实现了公司在营销渠道、软硬件技术和行业影响力的提升。例如，2006年9月，公司承接的邵逸夫医院数字化改建工程顺利完工，并帮助邵逸夫医院成功通过 JCI 标准认证，成为国内首家通过此认证的大型公立医院；公司通过与 MOTOROLA、INTEL 等企业的技术合作，成功研发出应用于医疗领域的移动终端产品 MCA 等。公司是 INTEL 数字医疗行业在国内的唯一合作伙伴，同时，银江也是 MOTOROLA 企业移动中国医疗行业总代理，是 BEA、SIEMENS 等公司在医疗行业的核心合作伙伴。

根据 CCID 研究报告，2008 年公司在无线医疗解决方案综合竞争力评估中位居行业第一位、临床移动信息系统解决方案中综合竞争力评估中位居行业第一位。随着我国医疗信息化的快速发展，公司将极大受益。

2.3 智能建筑：偏向高端，与其他业务相结合

近年来，我国房地产业迅速发展。房地产开发商和投资商对楼宇智能化日益重视，高档商业楼盘、政府办公楼、智能家居、体育场馆等建筑对智能化的应用越来越广泛，对智能化功能的需求也更趋向多元化和综合化，楼宇智能化需求量非常大。过去几年来，我国楼宇智能化系统工程行业市场规模迅速扩大，行业初具规模。据统计，目前智能化楼宇占新建楼宇的比例，美国为 70%，日本为 60%，而中国，2012 年才达到 33% 左右，可见我国的楼宇智能化行业发展空间之大。据中投顾问的《2013-2017 年中国智能建筑行业深度调研及投资前景预测报告》预计，随着我国现代化步伐的加快，建筑行业发展将继续推进，2016 年中国智能建筑产业总值将达到 861 亿元人民币。

图 17：2005-2016 年中国建筑智能化系统工程市场规模及预测



数据来源：赛迪，中投顾问，国都证券

经过多年的发展，公司已成为行业内综合业务资质等级最高、种类最全的公司之一。目前，公司已取得了计算机系统集成壹级资质、建筑智能化工程专业承包壹级资质、建筑智能化系统集成专项工程设计甲级资质、电子工程专业承包壹级资质，并通过了 CMMI 三级认证、ISO9000 管理体系认证、ISO14001 环境管理体系、ISO 27001:2005 信息安全管理体系统、OHSMS18001 职业健康安全管理体系认证。上述资质及认证有力地保证了公司承接相关业务的能力，使公司在项目招投标过程中拉开与竞争对手间的差距，为公司业务的拓展奠定了良好的基础。

据行业不完全统计，全国从事建筑智能化工程的企业不少于 3000 家，大部分企业规模较小，行业集中度较低，单个企业占行业的市场份额均较小。国家相关部门对智能建筑行业企业加强了资质管理，当前全国具备“建筑智能化工程设计与施工壹级资质”和“计算机系统集成壹级资质”这两项重要资质的行业企业并不多。未来随着市场管理逐渐规范，资质齐全的公司和有典型重大示范性工程项目经验的公司将占据越来越多的市场份额。

近年来，智能建筑业务一直是公司的三大支柱产业之一，对利润贡献度良好。但

随着市场竞争的激烈，公司这项业务从 07 年至 10 年，毛利率逐步下滑。为此，公司调整了经营策略，开始转向毛利率较高的项目，并取得良好的效果。2011-2012 年，公司智能建筑业务毛利率持续回升，盈利情况不断改善。

图 18: 2006-2012 年公司智能建筑收入及利润占比情况



数据来源: wind, 国都证券

智能交通、医疗信息化通常以智能建筑已经完成的综合布线、数据网络、中心机房等为硬件基础，因此部分客户在智能交通、医疗信息化工程招标时也会同时进行包括弱电系统等智能建筑系统的工程招标，而公司能够满足客户对上述系统的全部需求，如制定并实施医院等公共部门大楼包括弱电系统在内的全部智能化系统工程项目、设计并实施城市公路交通系统全集成项目。结合公司在建筑智能化领域的经验和优势，能无缝集成所接项目中的弱电系统、门禁系统等智能建筑相关项目的设计和施工，使得公司能够在智能交通、医疗信息化工程领域为客户提供最便捷完整的一条龙服务，因此在项目竞标过程中公司具有明显的综合竞争优势。

在建筑智能化领域，公司将依托传统行业的项目经验，在建筑智能化、节能建筑、绿色建筑方面有所创新，综合竞争实力不断增强。

三、智慧城市再拓展新领域，未来增长可期

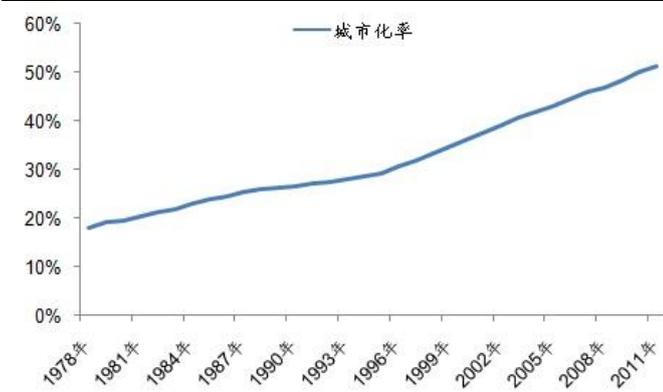
3.1 智慧城市是未来城镇建设的必然趋势，发展空间巨大

城镇化是我国最具潜力的内需所在，据预测，一个农民转化为市民，消费需求将增加 1 万多元。据中国社科院 2012 年 2 月份发布的《2012 年社会蓝皮书》显示，2011 年末我国城镇人口占总人口比重首次超过 50%，在统计学意义上，中国已成为“城市化”国家。预计 2020 年中国的城市化率将达到 55%，其间 1.5 亿中国人将完成从农民到市民的空间、身份转化。

城镇化进程的加快，使城市被赋予了前所未有的经济、政治和技术的权利。城市被推到了重要的地位，发挥着主导作用。与此同时，城市也面临着环境污染、交

通堵塞、能源紧张等多方面的挑战。在新环境下，如何解决城市发展所带来的问题，实现可持续发展成为城市规划建设的重要命题。在此背景下，“智慧城市”成为解决城市问题的一条可行道路，也是未来城市发展的趋势。

图 19: 1987-2011 年中国城市化进程



资料来源: wind, 国都证券

图 20: 2011-2020 年我国城市化率水平变化情况

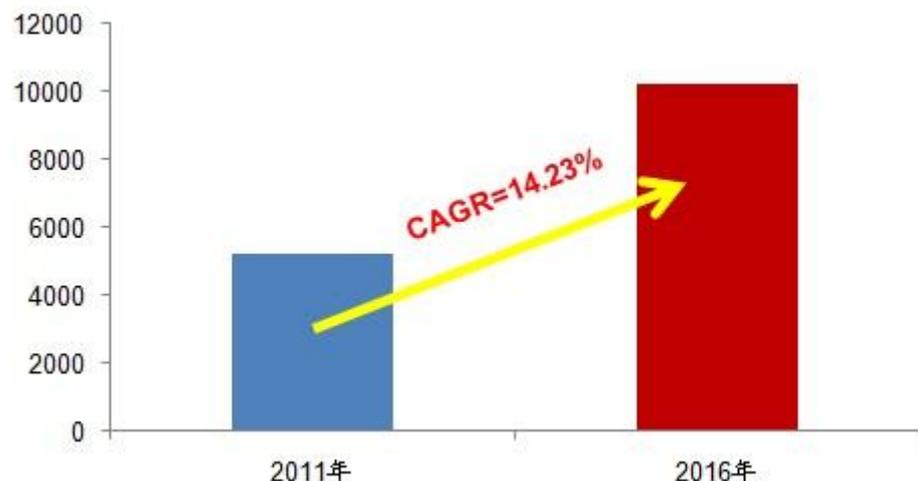


资料来源: 中国社科院, 国都证券

据世界银行测算：一个百万人口的智慧城市建设，当其达到实际应用程度的75%时，该城市的GDP在不变的条件下将能增加3.5倍。这意味着“智慧城市”可促进经济翻两番，完全有可能实现“四倍跃进”的城市可持续发展目标。智慧城市的经济价值在于不仅可提高GDP，更在于可以促进城市服务转型和服务经济增长。

目前在全球范围约有700多座城市的人口超过50万，并且他们的增长速度要快于中心城市人口增长的平均速率。据市场研究公司MarketsandMarkets近期发布的一项研究报告显示，预计未来20年投资于“智慧城市”的基础设施资金将累积达到30-40万亿美元。该报告指出，智慧城市在2011年的整体市值为5263亿美元，预计2016年将翻一番达到10234亿美元，2011-2016年的年复合增长率将达到14.2%。

图 21: 2011-2016 年全球智慧城市市值变化



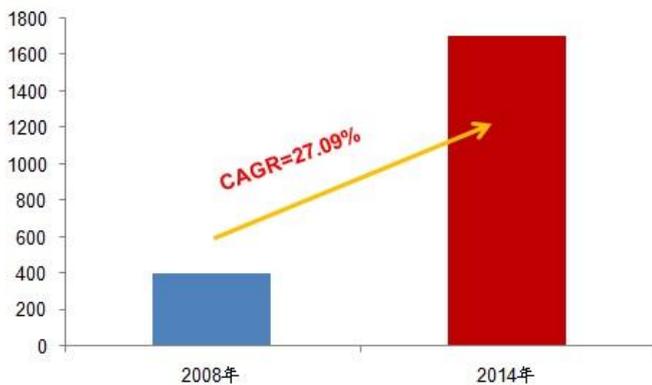
数据来源: MarketsandMarkets, 国都证券

从三大电信运营商得到的最新数据显示，截至 2012 年 6 月底，三大运营商已在全国 320 多个城市，和当地政府合作建设智慧城市。三大运营商预测，2012 年下半年将有超过 80 个城市和运营商合作建智慧城市，到 2012 年底全国开建智慧城市的城市数有望突破 400 个。

据赛迪顾问的统计报告显示，目前国内已经有 50 多个城市在如火如荼地建设智慧城市，有 150 个城市正计划推出智慧城市发展战略，计划投资规模超过 1.1 万亿元。而在“十二五”规划或政府报告中提出建设智慧城市的县级以上城市共有 41 个，其中副省级城市 10 个，直辖市中北京、上海、天津均提出了智慧城市建设。2014 年我国将迎来智慧城市建设的高峰期，建设智慧城市比例将超过 17.5%。据预测，到 2014 年，中国智慧城市的 IT 投入预计可达到 1700 多亿元的规模。而未来 5 年，各个地方政府的 IT 投入预计为 8000 亿元以上。而根据计世资讯数据显示，2008 年中国城市信息化总体市场投资规模仅为 403.5 亿元。6 年间，智慧城市的 IT 市场规模将近翻了两番，复合增长率高达 27.09%。

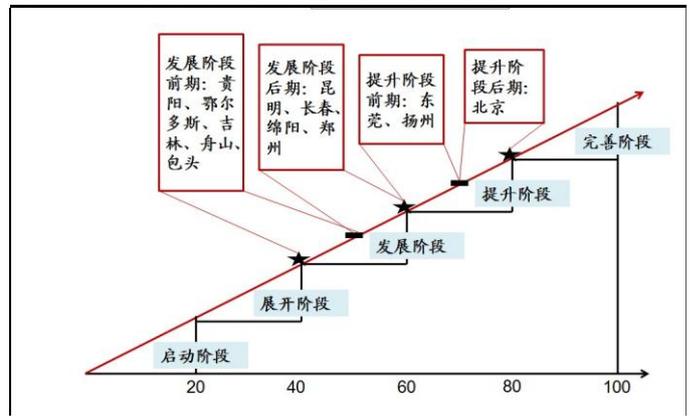
赛迪信息选取了 13 个城市，对它们的智慧城市发展状况进行了评价。按照赛迪信息的发展阶段模型，参评城市大都处在发展阶段和提升阶段。同时，赛迪信息认为，全国智慧城市建设已经成燎原之势。智慧城市发展将呈现三个趋势。第一，产业链条不断完善，将进入高速增长期。第二，产业资源充分融合，一体化趋势明显。第三，运营将成为引领商业模式创新和带动产业繁荣的关键。

图 22: 2008-2014 年中国智慧城市 IT 投入市场规模



资料来源：赛迪信息，国都证券

图 23: 13 个参评城市智慧城市发展总体水平

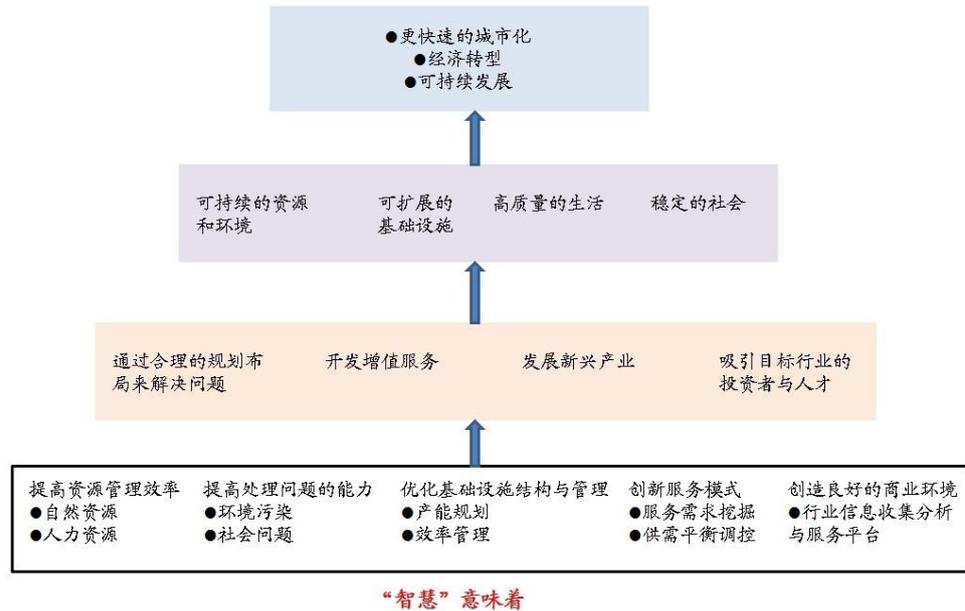


资料来源：赛迪信息，国都证券

智慧城市建设包括智慧政府、智慧民生、智慧人文、智慧城市产业发展等方面，重点围绕交通、能源、物流、工农业、金融、智能建筑、医疗、环保、市政管理、城市安全等重点行业的应用，实现城市各个层面的管理与服务全面智慧化。

未来的智慧城市应该是网络宽带化、管理智能化、产业高端化和信息技术应用普及化的城市，是信息时代的城市发展新模式，其核心目标是通过先进信息技术的研发与推广技术，推动城市管理模式创新，提高城市运行效率，改善城市公共服务水平，为城市提供源源不断的发展动力，从而实现城市运行的最佳状态。

图 24: “智慧城市”可以帮助解决中国城市发展的挑战



数据来源: IBM 商业价值研究院分析, 2010, 国都证券

3.2 依托既有技术, 全面进军智慧城市领域

公司是国内少数率先提出“致力智慧城市建设”战略目标的企业之一。2009年, 公司在全面提升在智慧交通、智慧医疗、智慧建筑解决方案的同时, 推出了银江智慧城市白皮书, 明确了银江参与智慧城市的技术方向, 并确定了智慧城市建设的六大重点领域: 交通、医疗、建筑、教育、环境、能源, 在教育智能化、环境智能化、能源智能化等领域展开解决方案的基础性研究。2010年之后, 公司的智慧城市解决方案进一步拓展, 开展出智慧金融、智慧旅游等新领域。

公司通过对“智能识别、数据融合、移动计算”等信息技术的自主开发应用, 打造物联网全新时代, 提供成熟、领先的行业整体解决方案, 致力于智慧城市的建设, 实现公司的快速健康发展。

除了智慧医疗、智慧交通和智慧建筑三大业务外, 公司将其他智慧城市领域的业务统称智慧城市业务。近两年来, 这项业务实现了快速增长, 11-12年的同比增长率分别高达 133%和 63%, 对公司的利润贡献度逐步增大。

图 25: 2010-2012 年公司智慧城市业务规模及收入利润占比情况



数据来源: wind, 国都证券

四、创新融合一体化，技术营销齐头并进

4.1 坚持技术创新融合，与市场良性互动

作为人才与技术密集型企业，公司多年来一直非常注重行业应用技术研究 with 自主创新技术的发展。

公司始终强调产品研发与市场需求的紧密结合，需求来源于客户，产品又服务于客户，研发与市场形成了良好互动和相互促进。公司先后成功申报国家科技支撑计划项目、国家 863 计划项目、国家火炬计划项目、浙江省重大科技专项等重大课题，设立了浙江省智能交通工程技术研究中心，建立了院士专家工作站，被认定浙江省博士后工作试点单位。

表 5: 公司 10-12 年研发投入规模和比重

	2012 年	2011 年	2010 年
研发投入金额 (元)	47,538,331.02	29,732,340.08	33,737,993.72
研发投入占营业收入比例 (%)	3.25%	2.89%	4.73%

资料来源: 公司公告, 国都证券

公司以市场为导向、以企业研发中心为主体、以研究型大学为依托，形成了“产、学、研、用”相结合的自主创新体系及成果产业化的模式。通过密切跟踪行业技术发展趋势，提升自主创新能力，保证了公司细分行业整体解决方案和产品开发设计保持国内领先水平。目前，公司及全资和控股子公司已取得行业资质证书 28 项、国家专利 12 项、软件产品 29 项、各类软件著作权 159 项，承担或参与起草国家和行业标准编写 4 部，申请发明专利 20 项，出版技术专著 9 部。

作为中国第一个提出了智慧城市理念的本土企业，在对中国智慧城市新理念、技术、建设经验进行了总结的基础上，牵头编著的《智慧城市》已由清华大学出版社出版并发行，在学术界和行业内产生了重要影响。

公司现有工程技术人员 551 人，公司已形成良好的持续创新研发机制，保证了公司的技术领先地位。公司通过具体项目的实践来不断充实市场、营销、技术、服务和管理类的人才队伍，并通过股权激励吸引和留住公司的高端人才和业务骨干。

表 6: 公司人员构成

专业构成	人数(人)	占总人数比例 (%)
管理服务人员	110	13.35%
工程技术人员	551	66.87%
市场营销人员	163	19.78%
合计	824	100.00%

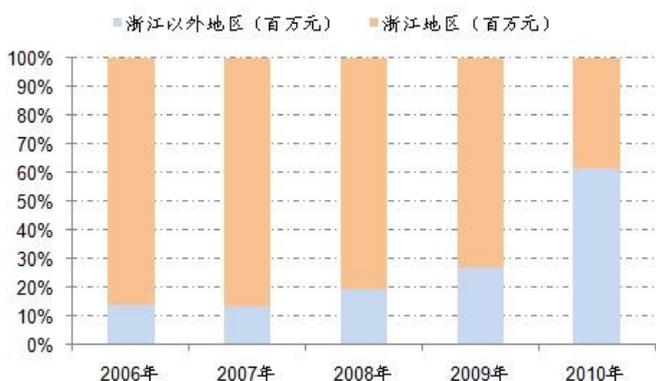
资料来源：公司公告，国都证券

公司的核心技术创新情况是以集成创新为主，兼备原始创新、消化吸收再创新。公司积极与高校、企业合作，结合公司二次技术开发及对本土应用市场的把握，较好地实现世界先进智能技术与国内市场需求的有机融合，有效整合社会资源，从而提高公司综合竞争能力。

4.2 深化营销布局，落实基地战略，做大做强业务

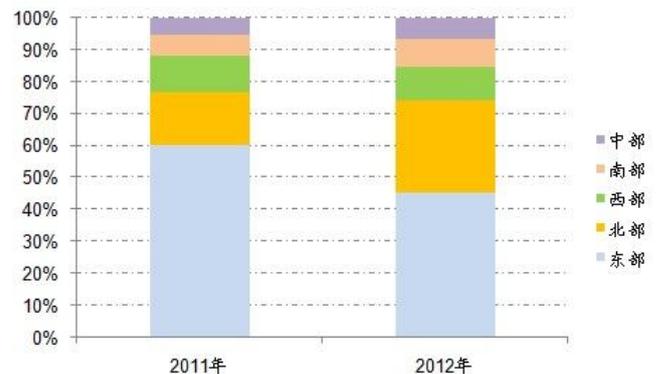
公司是率先进行全国化布局的企业之一，并在近些年来取得了非常好的效果。2006 年公司省外业务仅占 14%，到 2010 年公司省外业务已经完全超过省内业务。目前，公司已建立了基本覆盖全国的营销网络和服务体系。其中，智慧交通应用系统覆盖了 29 个省市自治区（包括 22 个省、4 个自治区、3 个直辖市）的 109 个城市（包括杭州、南昌、西安、广州、重庆、石家庄等 23 个省会城市和直辖市、48 个地级城市、38 个县级城市）；智慧医疗应用系统已进入了以 352 家三甲医院为主的大型医院。截止 2012 年末，公司在上海、湖南等地共设立了 38 家分公司，公司在各个地区的收入占比也日趋平衡。

图 26: 2006-2010 年公司浙江省外收入占比情况



资料来源：wind，国都证券

图 27: 2011-2012 年公司各地区收入占比情况



资料来源：wind，国都证券

公司高度重视全国化市场布局和拓展、业务基地的筛选和建设。公司从开始便采取“三级渠道营销模式”，立体推广公司产品及服务。第一级渠道为公司直属的分公司或办事处，实施本地化策略，完成三大主要职能，从“样板建设”、“品牌推广”，最终成为“技术服务”部门，负责公司当地合作伙伴和加盟商的业务承接、实施、后继服务；第二级渠道为公司战略联盟（如 INTEL 等），作为三级渠道营销模式的信息源，完成“市场分析”、“加盟信息”和“项目收集”；第三级渠道为公司的业务加盟商和合作伙伴，完成“项目合作”、“需求反馈”、“客户教育”等。

公司通过完善和优化覆盖全国的营销体系和专业子孙公司基地城市的建设，实现营销本地化、实施本地化和服务本地化，扩大公司智能化和信息化系统本地化应用，使得公司业务得以向全国主要区域渗透，争取到更多大项目订单。

2012 年，公司新增订单（含中标但未签合同的订单）共计 200,402 万元（其中千万元级大项目订单 48 个共计 103,616 万元，约占全年新增订单总额的 52%）。其中，按领域划分：智慧交通业务新增订单 70,621 万元，智慧医疗业务新增订单 34,842 万元，智慧建筑业务新增订单 67,402 万元，智慧城市业务新增订单 27,537 万元。按区域划分：东部地区新增订单 105,342 万元，南部地区新增订单 13,921 万元，西部地区新增订单 16,102 万元，北部地区新增订单 39,866 万元，中部地区新增订单 25,171 万元。

未来，公司将继续依托已经建成的由各区域运营中心和各分公司组成的全国化市场网络，积极布局和建设公司的基地城市业务，并覆盖周边城市，争取更多大项目订单，落实更多重大样板工程项目建设，实现市场做多基地做强的经营目标，实现公司业务质与量的协调健康快速发展。

五、投资评级与盈利预测

5.1 盈利预测

我们预计公司 2013-2015 年营收分别为 20.48 亿元、28.04 亿元和 36.73 亿元，净利润分别为 1.6 亿元、2.1 亿元和 2.7 亿元，同比分别增长 38.28%、32.76%和 28.04%，2013-2015 年对应的 EPS 分别为 0.67 元、0.89 元和 1.14 元。

表 7: 公司盈利预测表

单位：（百万元）	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	1460.97	2048.20	2804.66	3673.35
营业收入	1460.97	2048.20	2804.66	3673.35
营业总成本	1342.46	1880.29	2578.27	3380.55
营业成本	1078.39	1518.56	2093.54	2757.84
营业税金及附加	37.01	41.40	54.13	60.40
销售费用	86.40	125.32	171.30	237.28

管理费用	115.67	151.78	196.13	248.94
财务费用	10.14	22.34	34.57	38.63
资产减值损失	14.85	20.89	28.61	37.47
其他经营收益	2.25	3.11	4.10	5.33
营业利润	120.75	171.02	230.49	298.12
加：营业外收入	10.22	10.00	10.00	10.00
减：营业外支出	0.52	0.50	0.50	0.50
利润总额	130.46	180.52	239.99	307.62
减：所得税	15.62	21.66	29.04	37.53
净利润	114.83	158.86	210.95	270.09
减：少数股东损益	(1.61)	(2.16)	(2.80)	(3.59)
归属于母公司所有者的净利润	116.44	161.01	213.75	273.68

资料来源：国都证券

5.2 投资评级

建设“智慧城市”是解决环境污染、交通堵塞、能源紧张等诸多城市问题的可行道路之一，是未来城市发展的必然趋势。”智慧城市”建设的市场空间巨大，发展前景良好。我们看好公司未来在智慧城市建设行业中的发展，继续维持公司推荐评级。

六、风险提示

6.1 智慧城市建设低于预期的风险

公司所处智慧城市建设相关细分行业与国家宏观经济运行状况密切，公司的发展与国民经济运行状况呈正相关性，公司的多数客户为政府客户，所以国家宏观调控政策的力度、经济复苏振兴政策的力度都直接和间接影响公司主营业务和公司客户。

如果智慧城市建设的速度低于预期可能会影响到公司的业绩增长情况。

6.2 竞争加剧导致毛利率下降的风险

目前越来越多的厂商参与到智慧城市的建设之中，市场竞争激烈可能导致公司项目毛利率下降从而对公司的利润形成侵害。

6.3 公司规模扩张后可能带来的管理风险和资金风险

随着公司资源整合和全国市场战略布局的实施，公司业务规模的不断扩大，各类订单项目在全国各地的不断增多，覆盖区域更广，使公司充分及时地掌握全国各地项目现场工程进度、安全、质量、人力资源配备等方面信息的难度进一步加大，同时公司对资金的需求也越来越大，从而给公司带来一定的经营风险。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
肖世俊	研究管理、策略研究	xiaoshijun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
王树宝	煤炭、钢铁、电力	wangshubao@guodu.com	刘洵	IT	liuyun@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	张威	房地产	zhangweiwei@guodu.com
丰亮	汽车及零部件	fengliang@guodu.com	卢珊	食品饮料	lushan@guodu.com
王寅	医药	wangyin@guodu.com	袁放	有色	yuanfang@guodu.com
杨志刚	家电/旅游	yangzhigang@guodu.com	张咏梅	IT	zhangyongmei@guodu.com
向磊	机械	xianglei@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com