

2013年09月06日

银江股份 (300020.SZ)

收购亚太安讯 打造全产业链服务提供商

—银江股份收购亚太安讯点评

事件: 银江股份及其全资孙公司北京银江拟通过发行股份和支付现金相结合的方式, 以 60,000 万元购买亚太安讯 100% 股权。其中以 21.33 元/股向李欣等 13 名股东发行 2344 万股, 并以 19.20 元/股向不超过 10 名特定投资者发行不超过 1042 万股配套募集资金。李欣承诺 2013-2015 年亚太安讯的扣非净利润不低于 5,000、5,750 和 6,613 万元。

点评:

- ▶ **亚太安讯是北京本土提供轨道交通智能化系统的领先企业。**亚太安讯主营城市轨道交通视频安防监控、石油石化站点视频安防监控及车载 GPS 运营监控。2012 年, 亚太安讯实现营业收入 1.69 亿元, 净利润 4,130 万元。
- ▶ **区域市场占有率高, 有望直接受益于北京轨道交通建设。**亚太安讯在北京轨道交通领域拥有较高的中标率及市场占有率, 而且是相关行业标准的制定者之一。2012 年 11 月, 发改委印发了《北京市城市轨道交通近期建设规划调整》, 北京未来将新增 8 号线 3 期、16 号线永丰至榆树庄站、新机场快线、S1 线东段等工程, 新增项目估算总投资为 707 亿元, 公司有望从中受益。此外, 亚太安讯积极开拓北京以外的市场, 目前已在长沙地区有所斩获。
- ▶ **收购将整合双方优势, 带来新的业绩增长点。**收购亚太安讯使公司成功将业务拓展至城市轨道交通领域, 进一步巩固其在智能化服务综合业务中的领导地位, 成为全产业链服务提供商, 并有助于其在以北京为中心的华北地区的业务拓展。此外, 未来智能化交通倾向道路、轨道、航空交通等综合性数据整合, 本次收购也为未来行业内业务整合提供基础。
- ▶ **投资建议:** 此次收购对价对应亚太安讯 2013 年净利润 PE 约 12 倍, 价格合理。我们假设收购于年底完成, 预计 2013-2015 年 EPS 分别为 0.68、1.02 和 1.39 元, 给予 2014 年 30 倍 PE, 上调目标价至 30.6 元, 维持“买入-A”投资评级。
- ▶ **风险提示:** 亚太安讯应收账款发生坏账风险; 管理团队及核心人员流失风险。

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,029.8	1,461.0	1,961.8	2,810.3	3,697.2
净利润	82.6	116.4	163.3	245.7	336.1
每股收益(元)	0.34	0.48	0.68	1.02	1.39
每股净资产(元)	2.86	3.31	3.81	6.52	7.14
盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	66.3	47.0	33.5	22.3	16.3
市净率(倍)	7.9	6.8	5.9	3.5	3.2
净利润率	8.0%	8.0%	8.3%	8.7%	9.1%
净资产收益率	11.7%	13.8%	17.3%	13.5%	16.9%
股息收益率	0.3%	0.2%	0.9%	1.2%	2.7%
ROIC	30.6%	26.6%	27.6%	30.6%	22.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

系统集成及 IT 咨询

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

30.60 元

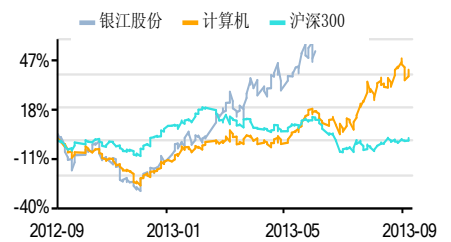
股价 (2013-09-05)

22.67 元

交易数据

总市值 (百万元)	5,440.80
流通市值 (百万元)	5,320.11
总股本 (百万股)	241.43
流通股本 (百万股)	236.29
12 个月价格区间	9.82/22.67 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	18.97	42.85	95.24
绝对收益	21.75	34.30	101.69

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511050001
huyw@essence.com.cn
021-68766271

侯利

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020031
houli@essence.com.cn
010-66581842

报告联系人

汤扬扬

021-68765335

tangyy@essence.com.cn

相关报告

- 业绩符合预期积极布局智慧 2013-08-20
城市—银江股份 2013 年中
报点评
- 业绩符合预期新签订单大幅 2013-04-22
增加
- 毛利率触底回升现金流首度 2013-03-21
转正—银江股份 2012 年年
报点评

公司拟收购轨道交通智能化系统提供商亚太安讯。公司及其全资孙公司北京银江拟通过发行股份和支付现金相结合的方式, 购买李欣、昆山中科、兰馨成长等 13 名股东持有的亚太安讯合计 100% 股权, 其中李欣持有亚太安讯 75.03% 股权, 系原实际控制人。本次交易中亚太安讯作价 60,000 万元, 其中以 21.33 元/股向李欣等 13 名股东发行 2344 万股, 并以 19.20 元/股向不超过 10 人发行不超过 1042 万股配套募集资金。

业绩承诺和奖励安排: 李欣承诺亚太安讯 2013-2015 年扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不得低于 5,000 万元、5,750 万元和 6,613 万元。如亚太安讯于 2013-2015 年期间实际盈利数累计计算超过各年度承诺盈利数累计总额的, 上市公司同意给予李欣现金奖励。奖励金额为实际盈利数累计金额超过承诺盈利数累计金额 125% 部分的 50%, 且最高额不得高于 1 亿元, 并在 2015 年实际盈利数确定后统一结算。
 奖励金额 = (各年实际盈利数总和 - 各年承诺盈利数总和 × 125%) × 50%

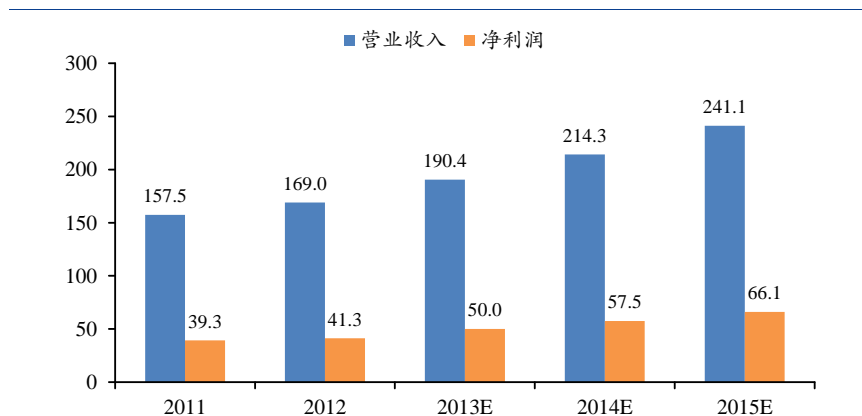
亚太安讯是北京本土提供轨道交通智能化系统的领先企业。亚太安讯主营城市轨道交通视频安防监控、石油石化站点视频安防监控及车载 GPS 运营监控。2012 年, 亚太安讯实现营业收入 1.69 亿元, 净利润 4,130 万元, 其中轨道交通视频安防监控业务是其主要收入和利润来源, 而石油石化领域安防监控智能化服务及出租车 GPS 运营监控项目目前的年销售额约在 2,000 万左右。

表 1: 亚太安讯合并利润简表

项目	2011 年	2012 年	2013 年 1-5 月
营业收入	15,745.50	16,900.68	3,810.95
营业成本	8,515.77	8,940.00	2,163.59
营业利润	4,578.75	4,807.55	221.86
利润总额	4,551.15	4,860.48	221.45
净利润	3,928.66	4,129.92	188.08

数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 1: 亚太安讯营业收入及净利润情况 (单位: 百万元)



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

亚太安讯在北京轨道交通领域拥有较高的市场占有率。2010 年北京市共有 5 条轨道交通通信系统招标, 亚太安讯参与了 4 个项目; 2011 年北京地铁 8 号线、9 号线、10 号线一期、6 号线一期等项目公开招标, 亚太安讯参与了其中的北京地铁 8 号线通讯项目; 2012 年北京地铁 7 号线、14 号线公开招标, 亚太安讯参与了其中的 7 号线项目。综合来看, 近三年以来亚太安讯在北京轨道交通领域拥有 50% 左右的中标比例。

在手订单饱满, 受益于北京轨道交通建设。截至 2013 年 5 月末, 亚太安讯在建轨道交通

安防监控项目主要有北京地铁 6 号线三标安检设备采购项目、昌八线的门禁、CCTV 和安检项目以及北京地铁 7 号线视频监控系统工程，合同金额总计约 8,317 万元。2012 年 11 月，发改委印发了《北京市城市轨道交通近期建设规划调整》，北京未来将新增 8 号线 3 期、16 号线永丰至榆树庄站、新机场快线、S1 线东段等工程，新增项目估算总投资为 707 亿元，公司有望从中受益。此外，亚太安讯积极开拓北京以外的市场，目前已在长沙地区有所斩获。

表 2：2010-2012 年亚太安讯在北京轨道交通安防监控项目具体中标情况

项目	2010 年		2011 年		2012 年		三年平均
	投标项目数	中标项目数	投标项目数	中标项目数	投标项目数	中标项目数	中标比例
CCTV 系统	5	4	3	1	2	1	54.30%
门禁系统	6	3	2	1	2	1	50.00%
安检系统	2	1	5	2	4	1	38.30%
PIS 系统	无	无	无	无	2	1	50.00%

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总(2013年09月06日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1,029.8	1,461.0	1,961.8	2,810.3	3,697.2	成长性					
减:营业成本	761.9	1,078.4	1,446.0	2,041.1	2,696.3	营业收入增长率	44.4%	41.9%	34.3%	43.2%	31.6%
营业税费	23.6	37.0	54.9	75.9	92.4	营业利润增长率	41.9%	27.2%	45.3%	53.4%	35.2%
销售费用	59.4	86.4	123.6	182.7	232.9	净利润增长率	27.3%	41.1%	40.2%	50.5%	36.8%
管理费用	81.1	115.7	156.0	238.9	314.3	EBITDA 增长率	45.7%	37.6%	32.0%	48.8%	32.5%
财务费用	-1.0	10.1	5.9	2.5	-2.7	EBIT 增长率	44.0%	39.3%	38.6%	49.8%	32.9%
资产减值损失	10.5	14.8	-	-	-	NOPLAT 增长率	30.0%	52.2%	34.8%	47.2%	34.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	75.2%	29.6%	33.0%	85.6%	-1.7%
投资和汇兑收益	0.7	2.3	-	-	-	净资产增长率	14.3%	16.4%	13.8%	92.4%	9.3%
营业利润	95.0	120.8	175.5	269.2	363.9	利润率					
加:营业外净收支	3.4	9.7	10.0	10.0	18.0	毛利率	26.0%	26.2%	26.3%	27.4%	27.1%
利润总额	98.3	130.5	185.5	279.2	381.9	营业利润率	9.2%	8.3%	8.9%	9.6%	9.8%
减:所得税	15.2	15.6	22.3	33.5	45.8	净利润率	8.0%	8.0%	8.3%	8.7%	9.1%
净利润	82.6	116.4	163.3	245.7	336.1	EBITDA/营业收入	9.9%	9.6%	9.4%	9.8%	9.9%
						EBIT/营业收入	9.1%	9.0%	9.2%	9.7%	9.8%
资产负债表						运营效率					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	固定资产周转天数	17	13	9	6	4
货币资金	320.5	475.4	430.0	556.8	700.6	流动营业资本周转天数	104	108	112	109	94
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	462	424	391	331	306
应收帐款	471.0	677.0	868.0	1,097.2	1,251.0	应收帐款周转天数	96	95	101	91	87
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	160	149	137	122	116
预付帐款	136.5	155.8	155.8	155.8	155.8	总资产周转天数	488	450	410	371	357
存货	502.8	704.8	792.3	1,118.4	1,255.8	投资资本周转天数	129	133	130	148	145
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	11.7%	13.8%	17.3%	13.5%	16.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.4%	5.4%	7.0%	7.1%	8.6%
长期股权投资	19.7	22.0	-	-	-	ROIC	30.6%	26.6%	27.6%	30.6%	22.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	50.7	51.9	49.5	47.0	44.5	销售费用率	5.8%	5.9%	6.3%	6.5%	6.3%
在建工程	-	-	10.0	20.0	25.0	管理费用率	7.9%	7.9%	8.0%	8.5%	8.5%
无形资产	4.7	16.6	15.5	14.5	13.5	财务费用率	-0.1%	0.7%	0.3%	0.1%	-0.1%
其他非流动资产	20.8	23.8	17.0	441.0	443.0	三费/营业收入	13.5%	14.5%	14.5%	15.1%	14.7%
资产总额	1,526.9	2,127.5	2,338.2	3,450.7	3,889.3	偿债能力					
短期债务	80.0	258.0	297.3	246.5	196.9	资产负债率	53.3%	61.0%	59.6%	47.4%	49.0%
应付帐款	457.0	599.9	633.8	894.7	1,181.9	负债权益比	114.2%	156.5%	147.7%	90.0%	96.0%
应付票据	48.4	46.2	59.4	83.9	110.8	流动比率	1.76	1.55	1.61	1.79	1.77
其他流动负债	228.6	393.3	403.2	409.2	415.2	速动比率	1.14	1.01	1.04	1.11	1.11
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-91.96	12.91	30.86	106.82	-136.18
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	814.1	1,297.9	1,394.4	1,634.9	1,905.4	DPS(元)	0.07	0.05	0.20	0.27	0.61
少数股东权益	22.1	29.4	29.4	29.4	29.4	分红比率	19.4%	10.3%	30.0%	30.0%	50.0%
股本	240.0	240.0	240.0	273.9	273.9	股息收益率	0.3%	0.2%	0.9%	1.2%	2.7%
留存收益	450.6	560.1	674.4	1,512.6	1,680.6						
股东权益	712.7	829.5	943.8	1,815.8	1,983.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	EPS(元)	0.34	0.48	0.68	1.02	1.39
净利润	82.6	116.4	163.3	245.7	336.1	BVPS(元)	2.86	3.31	3.81	6.52	7.14
加:折旧和摊销	9.1	11.1	3.6	3.5	3.4	PE(X)	66.3	47.0	33.5	22.3	16.3
资产减值准备	10.5	14.8	-	-	-	PB(X)	7.9	6.8	5.9	3.5	3.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-110.8	35.3	3,828.6	-6.7	19.9
财务费用	-3.2	11.2	5.9	2.5	-2.7	P/S	5.3	3.7	2.8	2.2	1.7
投资损失	-0.7	-2.3	-	-	-	EV/EBITDA	25.5	20.5	28.9	21.5	15.7
少数股东损益	0.6	-1.6	-	-	-	CAGR(%)	43.5%	43.0%	40.8%	36.2%	35.6%
营运资金的变动	-148.3	-115.3	-266.0	-278.0	18.9	PEG	1.5	1.1	0.8	0.6	0.5
经营活动产生现金流量	-50.0	36.8	-93.3	-26.2	355.7	ROIC/WACC	3.1	2.7	2.8	3.1	2.3
投资活动产生现金流量	-39.7	-20.0	12.0	-10.0	-5.0	REP	1.8	1.7	2.3	1.3	1.7
融资活动产生现金流量	41.9	116.7	-15.5	572.9	-215.0						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

买入—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；

增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；

中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；

卖出—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上；

风险评级：

A—正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B—较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

■ 分析师声明

胡又文、侯利分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ **销售联系人**

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	李倩		liqian1@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

