本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

宏源证券 HONGYUAN SECURITIES

强强联合，协同效应明显

增持 维持

目标价格：30.80 元

投资要点：

- 公司 9 月 6 日复牌并公告拟通过发行股份和支付现金相结合的方式，购买李欣等 13 名股东持有的亚太安讯合计 100% 股权，总估值 6 亿元。公司拟配套融资 2 亿，作价不低于 19.2 元，并向李欣等股份发行股份 2300 万股，价格不低于 21.33 元。亚太安讯承诺 13-15 年实现的净利润（扣非后）分别不低于 5000 万元、5750 万元和 6613 万元。

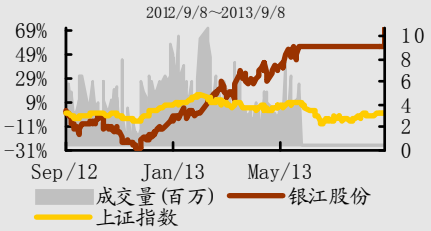
报告摘要：

- **强强联合，协同效应明显。**公司主营业务主要集中于智能化交通、信息化医疗以及智能化建筑三个细分行业，近两年更致力于成为智慧城市整体解决方案提供商。此次并购亚太安讯从产业链结构和市场渠道等方面给上市公司提供补充。（1）产品结构方面：亚太安讯主要从事城市轨道交通、石油石化站点视频安防监控及车载 GPS 运营监控的服务提供商，公司的城市交通智能化业务主要覆盖**城市道路交通智能化服务**，而亚太安讯主要从事**城市轨道交通智能化服务**。本次交易完成后，公司将丰富智能化交通业务种类，延伸服务领域，成为全产业链提供商。（2）市场渠道方面：上市公司着重以浙江省为中心逐步向其他地区城市扩展延伸，在华北地区的市场份额相对较少，而亚太安讯在北京地区已占据了较强市场地位，其在北京本土牢固的渠道根基将有利于上市公司原有业务在华北地区的拓展。与此同时，上市公司还能凭借自身的渠道优势拓宽亚太安讯在其他地区的市场空间。
- **丰厚的业绩主推公司业绩成长。**标的公司主营收入 2011 年和 2012 年分别达到 1.57 亿和 1.69 亿，承诺 13-15 年扣非后净利不低于 5000 万元、5750 万元和 6613 万元。13 年的承诺利润占上市公司 12 年净利的 31%，影响巨大，丰厚的业绩对上市公司贡献明显。
- **盈利预测与估值。**不考虑并表，预计 13-15 年上市公司净利 1.84 亿、2.9 亿和 4.21 亿，对应的 EPS0.77、1.21 和 1.76 元，目标价 30.8 元，维持“增持”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	0.49	0.77	1.21	1.76
市盈率	110.57	78.39	22.44	14.28	9.81

中小市值研究组
首席分析师：
王凤华(S1180511010001)
新财富中小市值最佳分析师
电话：010-88013568
Email：wangfenghua@hysec.com
研究助理：
岳苗
电话：010-88013564
Email：yuemiao@hysec.com

市场表现



行情数据

当前股价	22.67
总股本(千股	240,000
总市值(百万)	5,441
流通市值(百万)	5,320
12 个月最高价	23.26
12 个月最低价	9.86

相关研究

《银江股份：注重智慧城市业务》 2013/08/20

《银江股份：注重订单质量，寻求有效增长》 2013/03/20

《银江股份：订单饱满，公司盈利稳定增长》 2012/10/29

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

一、强强联合，1+1>2

公司 9 月 6 日复牌并公告拟通过发行股份和支付现金相结合的方式，购买李欣等 13 名股东持有的亚太安讯合计 100% 股权，交易作价 6 亿元。公司拟配套融资 2 亿元，作价不低于 19.2 元，此外，向李欣等股份发行股份 2300 万股，对价 5 亿元，价格不低于 21.33 元。亚太安讯承诺 13-15 年实现的净利润（扣非后）分别不低于 5000 万元、5750 万元和 6613 万元。

公司此次和亚太安讯的合并重组是在充分考虑国家政策导向和主营发展战略的基础上进行的，是公司实现横向和纵向联合发展的重要策略，标的公司从经营范围、地域优势等方面对公司的主营做出了补充，强化和上市公司的协同效应，并用丰厚的盈利促进上市公司的业绩发展，此次重组对上市公司具有重要意义。

（一）强强联合，优势互补

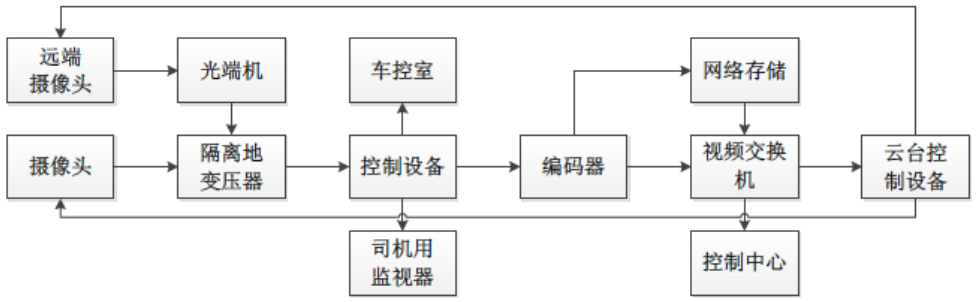
公司主营业务主要集中于智能化交通、信息化医疗以及智能化建筑三个细分行业，近两年更是依托于智慧城市的政策鼓励，注重成为智慧城市整体解决方案提供商。

智慧交通是公司目前占比最大的主营业务，也是公司的核心竞争力。国家近年出台《道路交通安全“十二五”规划》、《道路交通科技发展“十二五”规划》等多项政策扶植引导智能化交通的发展，同时 2012 年物联网发展专项资金拟支持项目中有 19 个智能交通项目。此外，《2012-2020 年中国智能交通发展战略征求意见》预期至 2020 年，我国智能交通技术的总体水平达到发达国家 2010 年的水平，智能化交通产业总产值规模超过 1000 亿元。智能化交通加速发展期已迅速到来。

在此背景下，公司更加注重在智慧交通细分领域的发展，逐步深入更精细的领域，而标的公司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，此次并购从产品结构和市场渠道等方面填补了公司的不足。

（1）产品结构方面的补充。亚太安讯作为一家从事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 运营监控的服务提供商，目前是北京地区相关细分行业的领先企业之一。其中**轨道交通视频安防监控业务**是亚太安讯目前收入和利润的主要来源。经过十余年的市场磨砺，亚太安讯在区域性业界内已建立较高的市场地位并成为相关行业标准的制定者之一。其业务也从过去单一的设备提供商过渡到拥有设备定制及全方位系统设计能力的智能化系统服务供应商。

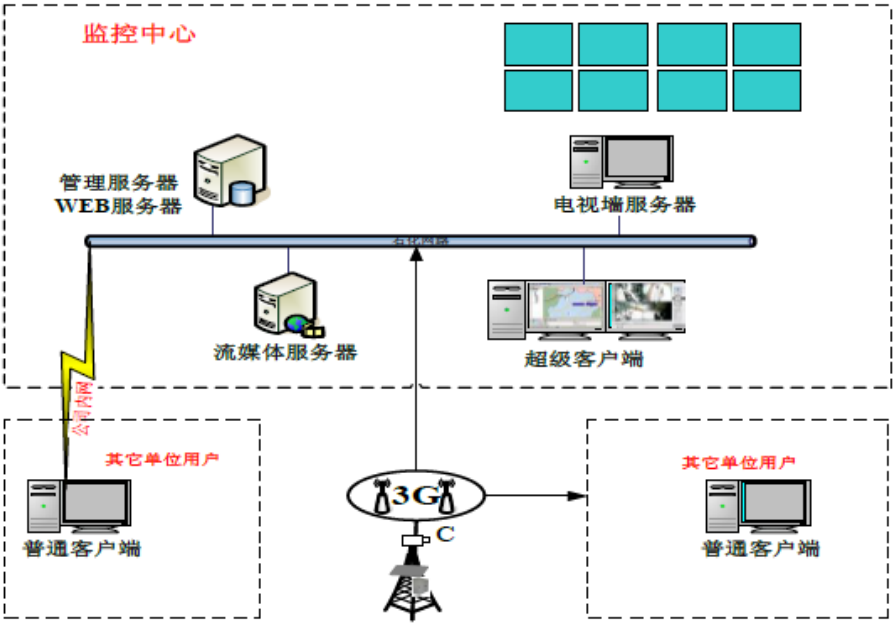
图 1: 轨道交通视频监控解决方案



资料来源：宏源证券，公司公告

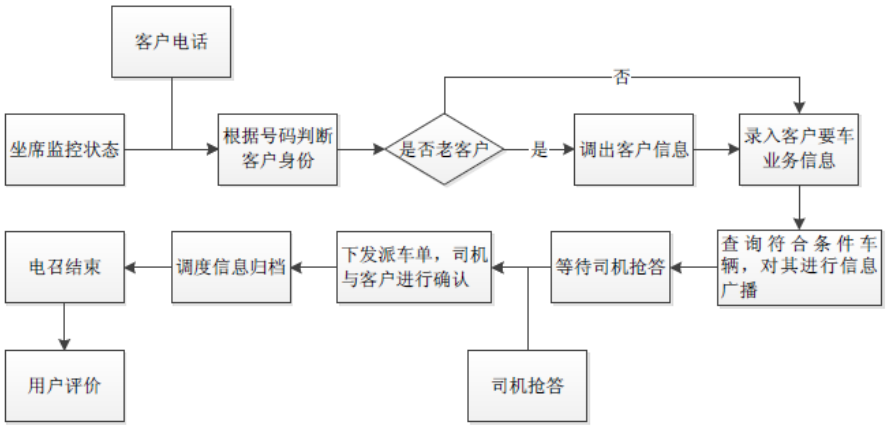
本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

图 2: 石油石化系统视频监控解决方案



资料来源：宏源证券，公司公告

图 3: GPS 监控业务流程



资料来源：宏源证券，公司公告

相比而言，公司的城市交通智能化业务主要覆盖**城市道路交通智能化服务**，而亚太安讯主要从事**城市轨道交通智能化服务**。本次交易完成后，公司将丰富智能化交通业务种类，使公司的服务领域逐步延伸，成为全产业链服务的提供商。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。

（2）市场渠道方面的补充。发展至今，上市公司的业务已覆盖全国十余个省、直辖市、自治区，是行业内服务区域较广的企业之一。战略布局上，上市公司着重以浙江省为

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

中心逐步向其他地区城市扩展延伸，目前公司在华北地区的市场份额相对较少，而亚太安讯在北京地区已占据了较强市场地位和声誉。本次交易后，亚太安讯在北京本土牢固的渠道根基将有利于上市公司原有业务在华北地区的拓展。与此同时，上市公司还能凭借自身的渠道优势和布点能力拓宽亚太安讯在其他地区城市的市场空间，节约公司整体营销费用，提高网点的综合利用效率。

（二）丰厚的业绩推动公司盈利增长

公司主营收入 2011 年和 2012 年分别达到 1.57 亿和 1.69 亿，2013 年由于季节性影响，上半年收入极低，只有 3810 万，但是预计全年收入依然保持稳定增长的态势。

亚太安讯承诺 13-15 年实现的净利润（扣非后）分别不低于 5000 万元、5750 万元和 6613 万元。上市公司 12 年的利润为 1.16 亿元，标的公司 13 年的利润占上市公司 12 年利润总额的 31%，影响巨大。此次收购，不但从产业业务结构、产业链和市场渠道等方面对上市公司的业务进行补充整合，同时也将在盈利方面对上市公司有较大的促进。

二、盈利预测与估值

在不考虑标的公司并表的情况下，预计 13-15 年上市公司净利润 1.84 亿、2.9 亿和 4.21 亿，对应的 EPS0.77 元、1.21 元、1.76 元，对应的 PE 为 29.44、18.73 和 12.88 倍，目标价格为 30.8 元，维持“增持”评级。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

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
营业利润	66.90	94.96	120.75	198.76	316.18	461.39
加: 其他非经营损益	6.93	3.36	9.70	6.70	6.70	6.70
利润总额	73.82	98.32	130.46	205.45	322.88	468.09
减: 所得税	8.96	15.19	15.62	20.55	32.29	46.81
净利润	64.86	83.13	114.83	184.91	290.59	421.28
减: 少数股东损益	0.00	0.58	-1.61	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	64.86	82.55	116.44	184.91	290.59	421.28
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
资产总计	1238.68	1488.29	2081.85	2604.89	3338.09	4792.70
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
负债合计	615.32	775.56	1252.31	1608.93	2080.60	3156.06
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
归属母公司股东权益	623.36	690.60	800.14	966.56	1228.09	1607.24
少数股东权益	0.00	22.13	29.40	29.40	29.40	29.40
股东权益合计	623.36	712.73	829.54	995.96	1257.49	1636.64
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
现金流量净额	-91.89	-47.28	134.10	-300.18	-98.65	0.45

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

财务分析和估值指标汇总

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收益率						
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%
资产获利率						
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%
增长率						
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%
资本结构						
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%
资产管理效率						
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
业绩和估值指标	**2010A**	**2011A**	**2012A**	**2013E**	**2014E**	**2015E**
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

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

作者简介:

王凤华: 宏源证券研究所首席分析师，分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组，《新财富》2012年最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生，本科毕业于江西财经大学。16 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，10 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：紫光股份、新天科技、蒙发利、易联众、科力远、盛运股份、海越股份、利德曼、金宇集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、众生药业、华星化工、久立特材、佳都新太、中弘股份、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、中恒集团、煌上煌、积成电子、开尔新材、超华科技、探路者、滨江集团、永新股份、山大华特等。

机构销售团队					
公募	北京片区	李　倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗　云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚　曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴　蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵　越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
		周　迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
机构	上海保险/私募	赵　佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李　岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张　瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱　隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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范围包括证券投资咨询业务。