

盈利承诺偏保守 协同效应有看点

——银江股份重大资产收购电话会议纪要

事件: 2013年9月9日,我们组织了银江股份重大资产收购电话会议,共有80位机构投资者参会,与公司副董事长兼董事会秘书吴越先生就收购亚太安讯等投资者关心的议题进行讨论。参会者共80人。

投资建议: 公司充分受益于智慧城市建设大潮,业绩有望保持快速增长。此次收购亚太安讯使公司成功进入了轨道交通领域,成为新的盈利增长点。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,目标价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。

投资评级 **买入-A**

维持评级

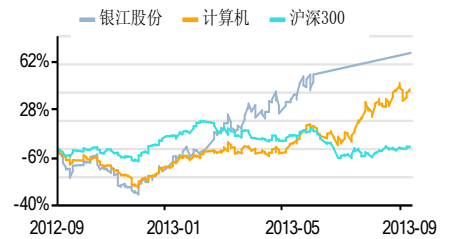
6个月目标价 **30.60元**

股价(2013-09-09) **27.43元**

交易数据

总市值(百万元)	6,622.35
流通市值(百万元)	6,481.40
总股本(百万股)	241.43
流通股本(百万股)	236.29
12个月价格区间	10.06/27.43元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	14.24	22.75	86.09
绝对收益	21.00	21.00	91.42

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

相关报告

- 收购亚太安讯打造全产业链 2013-09-06
- 服务提供商—银江股份收购亚太安讯点评
- 业绩符合预期积极布局智慧城市—银江股份2013年中报点评 2013-08-20
- 业绩符合预期新签订单大幅增加 2013-04-22

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

一、公司介绍环节

公司这次收购历时比较久，大概三个月多一点，公告中出的直接是报告书而不是预案，一般来讲，并购正常的流程是开第一次董事会发布预案，然后开第二次董事会出报告书，银江股份在这三个月里等于是两件事情都做了，下一步可能就是直接开股东大会，通过后可能就是提交材料到证监会重组委了。

二、问答环节

Q：亚太安讯的轨道交通业务在北京地区的市占率比较高，报告书中还有一块业务是车载导航系统，请问这一块的业务具体情况是怎么样的？

A：亚太安讯有一块业务是做车载导航的，大家可以在收购报告中看到，它的车载导航业务收入在前几年是比较高的，但是这两年却是往下走，趋于平稳。北京现在有 2000 多辆出租车装的都是亚太安讯自主开发的车载导航终端设备，前几年是因为是设备销售的一次性收入，所以收入会比较高，后面是因为收入主要来自后续的纯服务性收入，可能规模就比较小些。

对于银江股份来说，城市智能交通的发展，我们比较关注的有两个问题，第一个就是数据的采集。对于城市职能交通来讲，数据采集的布点不可能布的非常密，我们考虑到出租车作为城市中流动性非常强的交通工具，装上我们的 GPS 设备以后，就成为我们所说的“浮动车”。“浮动车”给我们提供了数据，间接反映城市交通的状况。我估计以后城市交通要面向出行者包括管理者去服务的话，交通路况的数据作为最基础的数据是非常重要的。固定点的数据采集加上“浮动车”的数据作为补充的话，两者融合就能比较全面客观的得到路况情况。行业的发展肯定是这样：先修路，然后上智能交通系统，通过“浮动车”的数据采集融合以后，最终以免费或收费的方式向出行者提供交通信息服务，从银江股份来说，我们是比较关注这块业务的。

Q：公司和收购标的的协同效应目前是怎么考虑的？

A：亚太安讯的业务主要由三大块组成，首先肯定是轨道交通这一块，也是我们这一次收购的主要内容。公司看好城市智能交通未来 3 到 5 年的发展，但是我们也应该认识到城市智能交通只能缓解目前的交通拥堵，不能根治交通拥堵，真正的出路应该在公共交通，公共交通虽有多种方式，但是最具有成长性最有潜力的一块肯定是轨道交通。轨道交通具有这样的特点。如果只开通一条线可能对交通状况的改善不是那么明显，必须要成环成网，这一块的市场就会非常的大。银江尽管以前也做过轨道交通的项目，像上海的 11 号线，但是如果要靠我们自己发展的话会很慢，而且这个行业还有一个很大的特点是招标时比较看重公司过往的业绩，如果之前有大项目的成功案例，中标的可能性就会大大提高。考虑协同效应的话，第一点就是“南北布局”的问题，银江是一家南方公司，我们可能在华东地区做的不错，但是华北也是我们想拓展的区域，如果能利用亚太安讯在北方的资源和渠道，我们去开拓北方的市场会很有帮助。对亚太安讯来讲可以借助银江股份，将其市场拓展到其他的二线城市。

第二块协同效应，亚太安讯还做中石油、中石化加油站的视频监控，这一块是垂直管理的，亚太安讯现在只做了北京还有好像是安徽的业务，理论上掌握了资源的话，想扩展到其他省份，是很有可能。这一块我们认为也是可以大力发展的。“业务互补、区域互补”，两者相互协助，扩大彼此的业务，发挥好协同效应。

Q：亚太安讯过去几年业绩的增速都不太高，为什么在行业发展相当不错的情况下，亚太安讯增长的不是特别快？

A：亚太安讯有两个特点和其他的同类公司是不同的。第一个是它的毛利是比较高的，

原因有两点：第一个是项目本身控制运营的比较好，所以毛利较高，另一个可能跟老总的风格有关，当一个项目毛利低于某个水平时，可能公司就不做了，所以总体毛利水平是比较高的。

第二个不同点在公司的营收的确认上，一般都是按照完工进度法的，但是亚太安讯是等到项目完工通过验收才确认收入的，所以亚太安讯的确认更严格一点。

在此次的谈判中，我觉得有一点是非常好的，就是在公司的成长性方面。为什么我们要把未来的营业收入增速放缓一点，可能有以下几点：第一是大家有对赌协议的，如果要求的增速过快，而实际达不到的话对各方来说可能都比较麻烦，最吃亏的是亚太安讯的管理层股东；第二点是上市公司如果要求的增速过高，实际完成不了的话，对上市公司的风险也是比较大的。第三对中介机构来说，如果业绩不达标他们也会很麻烦。所以我们在做盈利预测时，就采取了比较保守的估计。交易对手可能也觉得这样的估计比较保守，他们就提出意见，说是如果盈利大大超出预期怎么办，大家可以看到在报告中，我们有一块特别的内容就是如果未来几年盈利超过预期的 25% 的部分，银江股份是会和交易对手的管理层股东五五分成的，这一块相当于和业绩挂钩的奖金。交易对手管理层股东同时承担了未来业绩的风险和收益，因此它就有激励去创造更大的盈利，这也是符合公司利益的。监管部门也觉得我们这样的设计还是有亮点的，也比较认可。

我再补充一点关于这家公司的业绩保证情况。它的业绩扩张和提升可以有两条线去做：第一块是继续把北京的项目控制好，在轨道交通视频监控这一块传统业务有所发展，然后是可以把业务横向拓展，比如可以做乘客信息系统；第二块是京外的市场能不能开拓，我们也非常高兴的看到它在京外的项目也逐渐开始起步，如果说除了北京以外，它再拿下一个二线城市，在它的总收入有一定占比的话，对它完成业绩承诺是非常有帮助的。第三点是考虑到北京市场 2013 可能是一个低谷，这也是我们把增速定的比较保守的原因。2014、2015 即使不开拓京外市场，业绩也基本上是有保证的。

Q：目前做轨交安防监控的公司不少，亚太安讯体量还是蛮大的，在市场中竞争位置中大概是怎么样的，有哪些标杆性的项目？

A：目前亚太安讯的项目都是在北京，应该说在北京的做这块的公司的亚太安讯是最好的之一，算是数一数二的。今年下半年公司也将逐渐拓展在京外的项目。至于亚太安讯的标杆性项目大家可以关注下我们发布的报告草案，上面列举的比较详细清楚。

Q：为什么在报告草案中的业绩预测比较保守？

A：第一，如果业绩写高了，到时没有达标，对各方来说都是比较麻烦的事情；第二，现在的很多并购都把业绩写的保守点，当时中介结构提出说银江能不能拿出 2014、2015 年全部跟踪的项目，由于银江股份自身的项目周期比较短，是无法拿到像 2014 年甚至 2015 年的跟踪项目的。行业本身的增长性是非常不错的，因此我们不担心把盈利预测写低一点，行业普遍的也是预期比较保守。

Q：一线城市可能轨道交通市场较为饱和，不知道去二三线城市的竞争态势是怎样的？

A：一线城市的竞争态势可能并没有完全确定下来，另外到二三线城市拓展还有个问题是毛利率能不能维持比较高的水平。这部分是存在不确定性的。上海、广州的毛利确实没有北京高。

Q：轨道交通项目的金额是和里程数直接相关的吗？每一公里的金额大概是多少？

A：项目金额不仅和总里程数有关，而且和站点的数目有关。肯定是站点越多，站点之间里程数越多，金额越多。至于每一公里的金额目前我还没有确切的数据。但是从了解

的情况来看，一千万以下的项目是比较小的。

Q：智慧城市的新一轮名单已经出来，能讲一下行业的态势是怎样的吗？

A：智慧城市第二批名单出来，城市是比预期要多的。这里面分两类来看，一类城市是自己本身就想建智慧城市，另一类是想获取政府支持性资金的。而在智慧城市名单中的城市只有少部分是可以取得国开行的贷款支持，大部分是拿不到配到资金的。因此就会有不少城市会放弃掉智慧城市建设或者缩减规模。智慧城市不是造房子，而是要提高管理效率、让城市转型升级、培育新兴产业，实现智慧城市运营和服务的。如果政府是想切实建设智慧城市，能够做好细分领域的运营，最后能实现自身造血，放水养鱼的，政府就会切实去建设。另一部分拿到国开行的贷款的也会去大力推动的。

我再补充一点，如果公司能实现营收 70% 的收入来自北京市场，30% 来自京外市场，那么实现业绩承诺是没有问题的，还有一块是加油站的视频监控项目，如果能实现再开拓一到两个省的加油站项目，那么对实现业绩承诺也有很大帮助，这一块可以看做是机动业绩。

值得关注的一点是，亚太安讯的季节性比较强。如果收购在年底前完成，可以并一个月报表的话，实际上可能相当于并了业绩承诺中两个月甚至三个月的业绩。所以，如果收购在 12 月份完成，到时的结果也可以验证能否完成今年的业绩承诺。

财务报表预测和估值数据汇总(2013年09月10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
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	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