

2013年12月20日

银江股份 (300020.SZ)

再下一城 新模式走出新天地

事件：公司与莱西市人民政府就创建“智慧莱西”城市建设项目达成合作，并于2013年12月19日正式签订了《框架合作协议书》。

点评：

- **智慧城市新模式可复制性强，未来有望成为常态。**莱西市政府计划投入5亿元用于“智慧莱西”的项目建设，项目实施内容包含智慧政务、智慧交通、智慧城管、平安城市、休闲体育大会、智慧市政、智慧医疗、智慧教育、智慧养老等方面，协议有效期长达10年。莱西项目是继章丘项目后，公司在2个月内签订的第2个智慧城市合作协议，充分表明公司探索的智慧城市新模式可复制性强，预计将成为常态。
- **莱西市政府财政实力较强，协议履行有保障。**莱西市隶属于青岛市，是国务院确定的沿海地区对外开放县市，也是中国农村综合实力百强县市之一。2012年全市生产总值实际完成529.9亿元，地方财政收入年初预算完成29.5亿元，地方财政支出完成31.6亿元，具备较强的履约能力。
- **系统集成行业集中度提升将是趋势，公司外延并购将成为常态。**计算机系统集成行业集中度较低，中低端市场竞争激烈，但高端市场高门槛的特点使得领先企业有充分的发展空间。公司作为行业内少数资质齐全且有典型重大示范性工程项目经验的龙头企业，拥有很强的渠道和资金优势，未来持续通过外延式收购弥补薄弱环节将成为公司做大做强的重要手段。
- **投资建议：**考虑章丘和莱西这两个项目，我们预计全年公司订单总额有望达到30亿元，同比增长50%。公司作为中国智慧城市建设领域内的领军企业，将分享智慧城市建设红利。预计公司2013-2015年EPS分别为0.68、1.02和1.39元，50%净利润增速对应明年20倍PE，估值处于板块最低，维持“买入-A”投资评级，6个月目标价30.6元。
- **风险提示：**地方政府财政紧张，公司资源整合及规模扩张后带来的管理风险。

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

公司快报

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(2013-12-19) **22.17元**

交易数据

总市值(百万元)	5,147.88
流通市值(百万元)	5,038.53
总股本(百万股)	241.91
流通股本(百万股)	236.77
12个月价格区间	11.23/27.43元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	0.64	-18.69	78.20
绝对收益	4.83	-14.68	89.49

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

汤畅场

021-68765335
tangyy@essence.com.cn

相关报告

- “智慧章丘”意义重大关注 2013-11-13
- 后续市场开拓
- 业绩符合预期估值处于板块 2013-10-25
- 低端—银江股份三季报点评
- 盈利承诺保守协同效应有 2013-09-10
- 看点——银江股份重大资产收购电话会议纪要

财务报表预测和估值数据汇总(2013年12月19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%
						运营效率					
						固定资产周转天数	17	13	9	6	4
						流动营业资本周转天数	104	108	112	109	94
						流动资产周转天数	462	424	391	331	306
						应收账款周转天数	96	95	101	91	87
						存货周转天数	160	149	137	122	116
						总资产周转天数	488	450	410	371	357
						投资资本周转天数	129	133	130	148	145
						投资回报率					
						ROE	11.7%	13.8%	17.3%	13.5%	16.9%
						ROA	5.4%	5.4%	7.0%	7.1%	8.6%
						ROIC	30.6%	26.6%	27.6%	30.6%	22.2%
						费用率					
						销售费用率	5.8%	5.9%	6.3%	6.5%	6.3%
						管理费用率	7.9%	7.9%	8.0%	8.5%	8.5%
						财务费用率	-0.1%	0.7%	0.3%	0.1%	-0.1%
						三费/营业收入	13.5%	14.5%	14.5%	15.1%	14.7%
						偿债能力					
						资产负债率	53.3%	61.0%	59.6%	47.4%	49.0%
						负债权益比	114.2%	156.5%	147.7%	90.0%	96.0%
						流动比率	1.76	1.55	1.61	1.79	1.77
						速动比率	1.14	1.01	1.04	1.11	1.11
						利息保障倍数	-91.96	12.91	30.86	106.82	-136.18
						分红指标					
						DPS(元)	0.07	0.05	0.20	0.27	0.61
						分红比率	19.4%	10.3%	30.0%	30.0%	50.0%
						股息收益率	0.3%	0.2%	0.9%	1.2%	2.7%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	82.6	116.4	163.3	245.7	336.1	EPS(元)	0.34	0.48	0.68	1.02	1.39
加:折旧和摊销	9.1	11.1	3.6	3.5	3.4	BVPS(元)	2.86	3.31	3.81	6.52	7.14
资产减值准备	10.5	14.8	-	-	-	PE(X)	66.3	47.0	33.5	22.3	16.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.9	6.8	5.9	3.5	3.2
财务费用	-3.2	11.2	5.9	2.5	-2.7	P/FCF	-110.8	35.3	3,828.6	-6.7	19.9
投资损失	-0.7	-2.3	-	-	-	P/S	5.3	3.7	2.8	2.2	1.7
少数股东损益	0.6	-1.6	-	-	-	EV/EBITDA	25.5	20.5	28.9	21.5	15.7
营运资金的变动	-148.3	-115.3	-266.0	-278.0	18.9	CAGR(%)	43.5%	43.0%	40.8%	36.2%	35.6%
经营活动产生现金流量	-50.0	36.8	-93.3	-26.2	355.7	PEG	1.5	1.1	0.8	0.6	0.5
投资活动产生现金流量	-39.7	-20.0	12.0	-10.0	-5.0	ROIC/WACC	3.1	2.7	2.8	3.1	2.3
融资活动产生现金流量	41.9	116.7	-15.5	572.9	-215.0	REP	1.8	1.7	2.3	1.3	1.7

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
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@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
	范洪群	0755-82558087	fanhq@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

