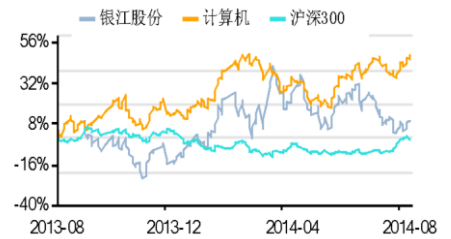


交易数据

总市值 (百万元)	7,661.02
流通市值 (百万元)	6,631.92
总股本 (百万股)	274.59
流通股本 (百万股)	237.70
12个月价格区间	18.96/35.51元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-6.02	-4.52	19.60
绝对收益	4.10	6.33	23.07

胡又文

分析师

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

报告联系人

汤扬扬

021-68765335

tangyy@essence.com.cn

相关报告

智慧城市持续突破业绩有望	2014-06-08
持续高增长	
业绩持续高增长 扩张势头强劲	2014-04-25
智慧城市再获重大突破 30 亿大单彰显行业龙头实力	2014-04-13

业绩符合预期 新增订单高速增长

——银江股份 2014 年中报点评

- **业绩符合预期。**2014年上半年,公司实现营业收入8.89亿元,同比增长19.85%;营业利润9526万元,同比增长53.98%;实现归属于上市公司股东的净利润8986万元,同比增长40.49%;每股收益0.33元,符合预期。
- **费用率下降导致净利润增速超过收入增速。**上半年,公司销售费用率为4.20%,管理费用率为9.16%,分别较去年同期减少了0.67、1.01个百分点,主要原因除了公司控制费用以外,还有盈利能力较高的亚太安讯并表的因素。亚太安讯于今年3月纳入合并报表范围,本期贡献净利润799.55万元,净利率22.84%。
- **新增订单高速增长,异地扩张成效显著。**上半年,公司共签订订单(含中标但未签合同的订单,不含框架总包项目)共计9.15亿元,年初至今签订的框架总包项目总规模高达51亿元。尤其值得注意的是,这是在公司加大对订单质量控制力度前提下完成的,今年以来主要承接1000万元以上订单。此外,公司异地拓展也非常顺利,上半年新增订单中,华东以外地区的占比达到37.95%。
- **智慧城市跑马圈地,为后续数据运营打下基础。**上半年,公司签订了“重庆南岸智慧健康”、“智慧观山湖”、“智慧安丘”、“智慧公主岭”、“智慧金湖”等战略框架合作协议,未来将通过实施顶层设计,深度介入数据运营。智慧健康、智慧交通、智慧旅游等都具备B2C应用的潜力,公司将开辟出新的盈利模式。
- **投资建议:**公司已经突破了异地扩张的制约,与亚太安讯的协同效应正在逐步显现。资金瓶颈则有望通过创业板再融资解决,助力其进入新一轮快速发展期。我们预测公司2014-2015年EPS分别为1.00和1.44元,维持“买入-A”评级,目标价40元。
- **风险提示:**竞争加剧带来的毛利率降低风险,公司资源整合及规模扩张后带来的管理风险和资金风险。

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,461.0	1,854.7	3,002.2	4,531.3	6,187.7
净利润	116.4	145.7	277.6	398.1	529.6
每股收益(元)	0.42	0.53	1.00	1.44	1.91
每股净资产(元)	2.91	3.51	6.71	7.72	9.05

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	70.6	56.4	29.9	20.8	15.7
市净率(倍)	10.3	8.5	4.5	3.9	3.3
净利润率	8.0%	7.9%	9.2%	8.8%	8.6%
净资产收益率	13.8%	14.0%	14.6%	18.2%	20.7%
股息收益率	0.1%	0.0%	1.0%	1.4%	1.9%
ROIC	26.6%	24.3%	38.4%	25.4%	29.7%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

2014 年上半年收入增长 19.8%，净利润增长 40.5%。2014 年上半年公司实现营业收入 8.89 亿元，同比增长 19.8%，环比增长 123.6%；归属于母公司股东净利润为 8986 万元，同比增长 40.5%，环比增长 207.2%，对应 EPS 为 0.33 元。

表 1：公司报告期利润表

报告期 单位：百万元	2012A	1Q13	1H13	1-3Q13	2013A	1Q14	1H14	1H14	
								YoY	QoQ
一、营业总收入	1,487	313	742	1,155	1,855	398	889	19.8%	123.6%
二、营业总成本	1,374	291	680	1,063	1,713	371	800	17.6%	115.9%
营业成本	1,144	232	533	871	1,418	303	633	18.7%	109.1%
营业税金及附加	35	8	20	30	52	12	23	15.0%	89.6%
销售费用	52	15	36	33	58	18	37	3.3%	112.9%
管理费用	119	33	75	108	146	34	81	8.0%	139.5%
财务费用	8	3	7	10	7	4	10	54.1%	138.5%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	-	-
三、其他经营收益	2	(1)	(0)	0	3	(1)	6	-17807%	-678.7%
投资收益	2	(1)	(0)	0	3	(1)	6	-17807%	-678.7%
四、营业利润	116	21	62	92	144	26	95	54.0%	261.6%
加：营业外收入	10	1	11	13	15	7	7	-31.9%	6.3%
减：营业外支出	2	0	0	0	2	0	0	-6.6%	5.5%
五、利润总额	125	22	72	104	157	33	102	41.4%	210.7%
减：所得税	16	5	12	16	16	5	12	5.3%	145.9%
六、净利润	109	17	61	88	141	28	90	48.3%	222.2%
减：少数股东损益	(2)	(2)	(3)	(5)	(4)	(1)	0	-105.3%	-113.1%
归属于母公司净利润	111	20	64	93	146	29	90	40.5%	207.2%
每股收益（按最新股本）	0.40	0.07	0.23	0.34	0.53	0.11	0.33	40.5%	207.2%

报告期	2012A	1Q13	1H13	1-3Q13	2013A	1Q14	1H14	1H14	
								YoY	QoQ
毛利率	23.09%	25.91%	28.16%	24.56%	23.52%	23.94%	28.85%	0.70%	4.91%
期间费用率	12.04%	16.31%	15.92%	13.06%	11.40%	14.03%	14.50%	-1.43%	0.47%
其中：销售费用率	3.52%	4.81%	4.88%	2.82%	3.15%	4.42%	4.20%	-0.67%	-0.21%
管理费用率	7.98%	10.38%	10.16%	9.37%	7.88%	8.55%	9.16%	-1.01%	0.61%
财务费用率	0.54%	1.12%	0.88%	0.87%	0.37%	1.06%	1.14%	0.25%	0.07%
营业利润率	7.81%	6.80%	8.34%	7.96%	7.78%	6.62%	10.71%	2.37%	4.09%
所得税率	12.44%	21.34%	16.04%	15.69%	9.92%	15.09%	11.94%	-4.10%	-3.15%
净利润率	7.35%	5.54%	8.18%	7.60%	7.62%	7.02%	10.12%	1.94%	3.10%
营业收入同比增速	44.44%	31.69%	-23.65%	18.76%	24.69%	27.03%	19.85%	43.50%	-7.18%
净利润同比增速	34.63%	35.40%	-6.22%	36.37%	31.06%	48.42%	40.49%	46.72%	-7.93%

数据来源：WIND，安信证券研究中心

二季度单季收入增长 14.6%，净利润增长 37.0%。2014 年第二季度公司实现营业收入 4.92 亿元，同比增长 14.6%，环比增长 23.6%；归属于母公司股东净利润 6061 万元，同比上升 37.0%，环比增长 107.2%，对应 EPS 为 0.22 元。

表 2：公司单季度利润表

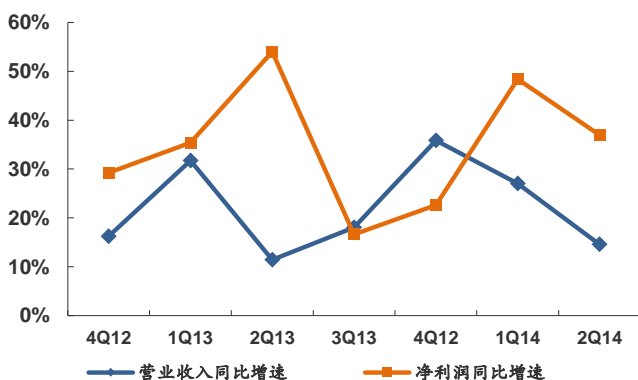
单季度 单位：百万元	2012A	1Q13	1H13	1-3Q13	2013A	1Q14	2Q14	2Q14	
								YoY	QoQ
一、营业总收入	515	313	429	412	700	398	492	14.6%	23.6%
二、营业总成本	477	291	389	382	650	371	430	10.4%	15.9%
营业成本	421	232	301	338	547	303	330	9.6%	9.1%
营业税金及附加	10	8	12	10	22	12	11	-11.4%	-10.4%
销售费用	(1)	15	21	(4)	26	18	20	-6.1%	12.9%
管理费用	36	33	43	33	38	34	47	10.5%	39.5%
财务费用	3	3	3	3	(3)	4	6	91.6%	38.5%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	-	-
三、其他经营收益	2	(1)	1	0	3	(1)	7	807.0%	-778.7%
投资收益	2	(1)	1	0	3	(1)	7	807.0%	-778.7%
四、营业利润	40	21	41	30	52	26	69	69.9%	161.6%
加：营业外收入	6	1	10	2	2	7	0	-95.6%	-93.7%
减：营业外支出	1	0	0	0	2	0	0	-95.0%	-94.5%
五、利润总额	45	22	50	32	53	33	69	38.0%	110.7%
减：所得税	2	5	7	5	(1)	5	7	5.1%	45.9%
六、净利润	43	17	43	27	54	28	62	43.2%	122.2%
减：少数股东损益	(0)	(2)	(1)	(2)	1	(1)	1	-265.5%	-213.1%
归属于母公司净利润	43	20	44	29	53	29	61	37.0%	107.2%
每股收益（按最新股本）	0.16	0.07	0.16	0.11	0.19	0.11	0.22	37.0%	107.2%

单季度 单位：百万元	2012A	1Q13	1H13	1-3Q13	2013A	1Q14	2Q14	2Q14	
								YoY	QoQ
毛利率	18.22%	25.91%	29.79%	18.08%	21.81%	23.94%	32.83%	3.04%	8.89%
期间费用率	7.47%	16.31%	15.64%	7.90%	8.67%	14.03%	14.88%	-0.77%	0.85%
其中：销售费用率	-0.14%	4.81%	4.93%	-0.89%	3.70%	4.42%	4.03%	-0.89%	-0.38%
管理费用率	7.01%	10.38%	10.01%	7.95%	5.42%	8.55%	9.65%	-0.36%	1.10%
财务费用率	0.60%	1.12%	0.71%	0.84%	-0.46%	1.06%	1.19%	0.48%	0.13%
营业利润率	7.83%	6.80%	9.46%	7.29%	7.48%	6.62%	14.02%	4.56%	7.40%
所得税率	4.94%	21.34%	13.72%	14.89%	-1.45%	15.09%	10.45%	-3.27%	-4.64%
净利润率	8.32%	5.54%	10.11%	6.56%	7.65%	7.02%	12.63%	2.52%	5.61%
营业收入同比增速	16.25%	31.69%	11.45%	18.02%	35.86%	27.03%	14.60%	3.15%	-12.43%
净利润同比增速	29.22%	35.40%	53.99%	16.61%	22.63%	48.42%	36.96%	-17.02%	-11.46%

数据来源：WIND，安信证券研究中心

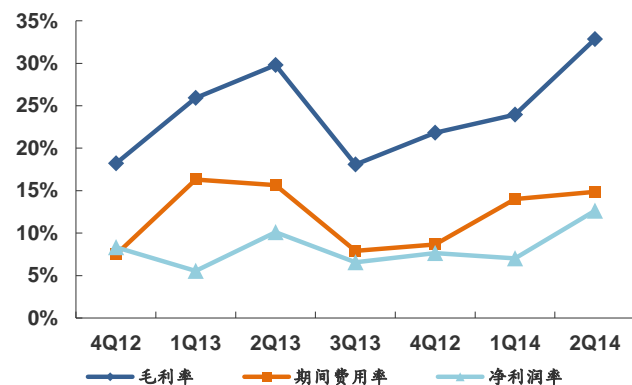
二季度毛利率比去年同期增加 3.04%，期间费用率较去年同期下降 0.77%。2014 年第二季度公司综合毛利率为 32.83%，较去年同期增加 3.04 个百分点，较上期下降 0.77 个百分点；销售费用率为 4.03%，较去年同期下降 0.89 个百分点，较上期下降 0.38 个百分点；管理费用率为 9.65%，较去年同期下降 0.36 个百分点，较上期增加 1.10 个百分点。

图 1：单季度营业收入及净利润增长趋势



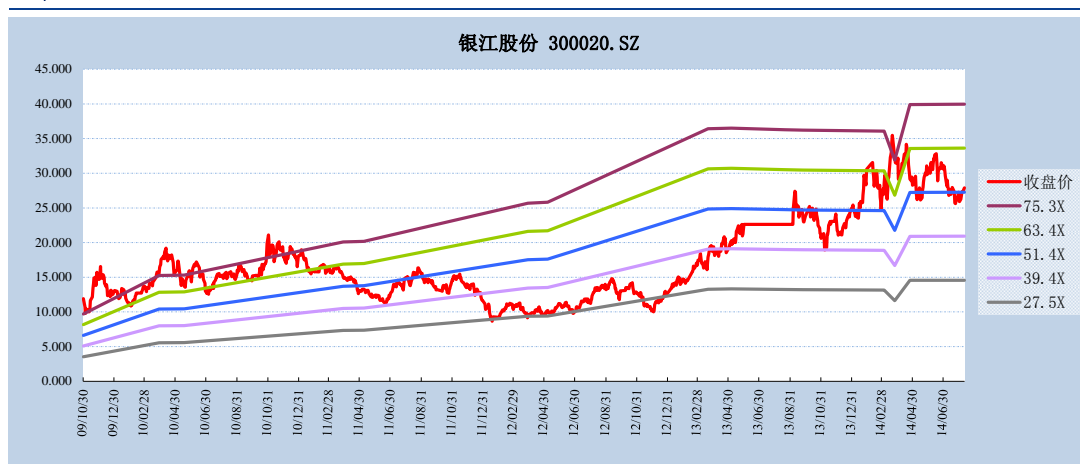
数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 2：单季度利润率变化趋势



数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 3：公司的 PE-Band



数据来源：WIND，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总(2014年08月11日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,461.0	1,854.7	3,002.2	4,531.3	6,187.7	成长性					
减:营业成本	1,078.4	1,418.4	2,253.9	3,405.3	4,672.7	营业收入增长率	41.9%	26.9%	61.9%	50.9%	36.6%
营业税费	37.0	52.2	78.1	113.3	154.7	营业利润增长率	27.2%	19.5%	98.5%	46.7%	33.2%
销售费用	86.4	58.5	135.1	226.6	309.4	净利润增长率	41.1%	25.1%	90.6%	43.4%	33.0%
管理费用	115.7	146.2	234.2	353.4	482.6	EBITDA 增长率	37.6%	17.2%	81.2%	43.8%	31.8%
财务费用	10.1	6.8	4.7	1.3	-2.2	EBIT 增长率	39.3%	15.4%	92.7%	44.8%	32.3%
资产减值损失	14.8	31.1	10.0	11.2	10.6	NOPLAT 增长率	52.2%	18.5%	90.4%	41.7%	32.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	29.6%	20.3%	114.4%	12.9%	13.9%
投资和汇兑收益	2.3	2.8	-	-	-	净资产增长率	16.4%	21.8%	88.8%	14.6%	17.0%
营业利润	120.8	144.3	286.4	420.2	559.9	利润率					
加:营业外净收支	9.7	12.6	15.0	12.5	15.8	毛利率	26.2%	23.5%	24.9%	24.9%	24.5%
利润总额	130.5	156.8	301.4	432.7	575.7	营业利润率	8.3%	7.8%	9.5%	9.3%	9.0%
减:所得税	15.6	15.6	23.8	34.6	46.1	净利润率	8.0%	7.9%	9.2%	8.8%	8.6%
净利润	116.4	145.7	277.6	398.1	529.6	EBITDA/营业收入	9.6%	8.8%	9.9%	9.4%	9.1%
						EBIT/营业收入	9.0%	8.1%	9.7%	9.3%	9.0%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	13	12	8	5	4
货币资金	475.4	483.4	540.6	565.5	639.4	流动营业资本周转天数	108	104	94	87	77
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	424	419	316	267	245
应收帐款	677.0	809.5	1,058.6	1,413.4	1,728.7	应收帐款周转天数	95	102	81	66	63
应收票据	-	4.0	4.1	6.2	8.5	存货周转天数	149	153	127	114	111
预付帐款	155.8	127.2	127.2	127.2	127.2	总资产周转天数	450	454	371	320	285
存货	704.8	876.0	1,235.0	1,632.7	2,176.3	投资资本周转天数	133	130	138	133	110
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	13.8%	14.0%	14.6%	18.2%	20.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.4%	5.5%	7.6%	9.0%	9.9%
长期股权投资	22.0	24.7	25.0	26.0	23.5	ROIC	26.6%	24.3%	38.4%	25.4%	29.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	51.9	71.2	67.8	64.4	61.0	销售费用率	5.9%	3.2%	4.5%	5.0%	5.0%
在建工程	-	-	10.0	20.0	25.0	管理费用率	7.9%	7.9%	7.8%	7.8%	7.8%
无形资产	16.6	44.6	41.7	38.9	36.3	财务费用率	0.7%	0.4%	0.2%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	23.8	112.4	529.5	531.7	534.1	三费/营业收入	14.5%	11.4%	12.5%	12.8%	12.8%
资产总额	2,127.5	2,553.1	3,639.5	4,426.1	5,360.0	偿债能力					
短期债务	258.0	296.9	296.5	246.3	195.8	资产负债率	61.0%	60.4%	47.6%	50.6%	52.3%
应付帐款	599.9	794.1	988.0	1,492.7	2,048.3	负债权益比	156.5%	152.7%	90.8%	102.5%	109.6%
应付票据	46.2	72.7	92.6	139.9	192.0	流动比率	1.55	1.50	1.72	1.68	1.67
其他流动负债	393.3	373.2	349.0	355.0	361.0	速动比率	1.01	0.93	1.00	0.95	0.89
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	12.91	22.28	62.30	313.20	-258.95
其他非流动负债	-	5.5	5.5	5.5	5.5	分红指标					
负债总额	1,297.9	1,542.9	1,732.2	2,240.1	2,803.3	DPS(元)	0.04	-	0.30	0.43	0.57
少数股东权益	29.4	47.1	47.1	47.1	47.1	分红比率	10.3%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	240.0	242.6	277.2	277.2	277.2	股息收益率	0.1%	0.0%	1.0%	1.4%	1.9%
留存收益	560.1	720.5	1,583.0	1,861.7	2,232.4						
股东权益	829.5	1,010.2	1,907.3	2,186.0	2,556.7						
						现金流量表					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E						
净利润	116.4	141.3	277.6	398.1	529.6	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	11.1	14.8	6.4	6.2	6.0	EPS(元)	0.42	0.53	1.00	1.44	1.91
资产减值准备	14.8	31.1	10.0	11.2	10.6	BVPS(元)	2.91	3.51	6.71	7.72	9.05
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	70.6	56.4	29.9	20.8	15.7
财务费用	11.2	15.4	4.7	1.3	-2.2	PB(X)	10.3	8.5	4.5	3.9	3.3
投资损失	-2.3	-2.8	-	-	-	P/FCF	53.0	135.2	-14.8	57.4	35.6
少数股东损益	-1.6	-4.4	-	-	-	P/S	5.6	4.4	2.8	1.8	1.3
营运资金的变动	-115.3	-294.7	-429.3	-202.3	-253.1	EV/EBITDA	20.5	35.6	26.9	18.5	13.9
经营活动产生现金流量	36.8	-9.5	-130.7	214.5	290.9	CAGR(%)	51.3%	55.3%	35.7%	32.0%	30.9%
投资活动产生现金流量	-20.0	-60.2	-10.3	-11.0	-2.5	PEG	1.4	1.0	0.8	0.7	0.5
融资活动产生现金流量	116.7	90.2	614.4	-170.9	-207.2	ROIC/WACC	2.7	2.5	3.9	2.6	3.0
						REP	1.7	3.2	1.3	1.7	1.3

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	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	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@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

