

银江股份 (300020)

强烈推荐

行业：IT 服务

大交通大健康，鹰击智慧城市 2.0 长空

公司从智慧城市的建设者到运营者起航，依靠为政府搭建平台，随着政府在医疗养老、交通的互联网化与商业化运营，将优先受益城市服务运营的盛宴。健康养老爆发和医疗资源下沉下，看好公司立足智慧城市、打造社区医疗养老 O2O 闭环的商业模式；政府将车驾管业务移至线上，可对接的汽车消费大市场的潜在空间大，公司有望参与。在智慧城市 2.0 运营时代，相对于 BAT 互联网巨头，公司作为建设者的线下资源价值、占位优势凸显；同时非公开定增已获证监会通过，有助内生外延发展，建议买入。

投资要点：

✦ **智慧城市 2.0，运营曙光初现；与政府同行，资源开放的优先受益者。**在政府资源开放的趋势下，建设者凭借积累的众多线下资源和经验，重度垂直的特性将为其获得资源开放的受益赢得优先入场券。同时，国家鼓励特许经营、私有资本参与政府智慧民生的建设与运营，能较大加速从建设到运营的过渡。

✦ **大交通龙头有望抢占互联网交通平台的线上入口占位，对接汽车大消费群体的数百亿市场。**平台作为政府车驾管业务的线上入口，具有重度垂直、强黏性的特征，对接车驾管的缴费服务只是一个开端，可沉淀的驾驶人数据、车辆数据、违法数据、事故数据等具有很强的向互联网车险销售、网上 4S 平台商业变现的能力，市场可达数百亿。此外，我们预计能获得公安部交管局数据开放资质的企业数量将为有限。

✦ **大健康以社区为中心，掘金养老、医疗 O2O 的大蓝海。**政府鼓励民间资本参与有望加速智慧养老运营空间的打开，分级诊疗的实现将盘活社区医院，激活社区慢病健康管理的潜在市场。公司为政府和商业地产搭建的老年人安防监测平台、慢病监测数据平台助力养老和医疗 O2O 的闭环，掘金健康养老、慢病健康管理。此外，地产、保险等投资的商业化高端养老社区，信息化需求强劲，同时公司也有望与保险方开展医养结合领域更深层次的合作。

✦ **持续“强烈推荐”，看好公司为政府搭建平台，在医养、交通领域的商业化运营，且相对 BAT 等巨头具有行业经验壁垒和线下资源的占位优势 将显著受益城市服务运营的盛宴，建议买入。**预计 14-16 年 EPS 0.80/1.17/1.81 元，对应当前股价 49/33/21 倍。维持强烈推荐评级，上调目标价至 60.8 元，对应 15、16 年 52、34 倍 PE。

✦ **风险提示：**项目结算进度不达预期，商业化运营进展低于预期

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1855	2180	3396	4796
收入同比(%)	25%	18%	56%	41%
归属母公司净利润	146	220	324	501
净利润同比(%)	31%	51%	47%	55%
毛利率(%)	23.5%	25.6%	26.8%	28.6%
ROE(%)	15.1%	11.7%	14.8%	18.8%
每股收益(元)	0.53	0.80	1.17	1.81
P/E	73.86	48.95	33.24	21.48
P/B	11.17	5.71	4.91	4.03
EV/EBITDA	64	41	25	15

资料来源：wind、中国中投证券研究总部

作者

署名：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：雷雳

S0960115010002

0755-82026908

leili@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 60.8

当前股价： 41.60

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	277
流通股本(百万股)	260
总市值(亿元)	115
流通市值(亿元)	108
成交量(百万股)	6.52
成交额(百万元)	274.06

股价表现



相关报告

《银江股份-居家养老、分级诊疗东风至，就位社区医养大宴》2015-03-02

目录

一、公司简介：智慧城市的建设者，运营齐驱动	4
1.1 大交通龙头，涵盖智慧城市众多领域	4
1.2 城市信息化高歌猛进，公司近七年业绩 CAGR =42%	5
1.3 占领智慧城市总包高地，大健康大交通的运营起航	6
二、智慧城市从 1.0 到 2.0，“运营”曙光初现	8
2.1 “PPP+智慧城市”，开启智慧民生的盛宴	8
2.2 智慧城市 2.0，政府数据开放大趋势，运营曙光初现	10
2.3 与政府同行，资源开放的优先受益者	13
三、大交通龙头，交管数据开放的盛宴开幕	14
3.1 传统行业方兴未艾，智慧交通 20%+增速	14
3.2 网上车管所——线上政务入口，交管数据开放的百亿盛宴	14
四、大健康千亿级蓝海，切入社区医养结合 O2O	16
4.1 智慧社区养老 400 亿市场，健康养老爆发在即	17
4.1.1 养老人口基数庞大，产业资本纷纷布局	17
4.1.2 民间资本参与，加速智慧养老空间打开	18
4.2 分级诊疗吹暖社区医院的春天，社区慢病管理潜力大	20
4.2.1 分级诊疗势在必行，15 年医改重头戏	20
4.2.2 社区慢病管理 O2O 将受益显著，“平台建设+运营”数百亿市场	22
五、投资策略：强烈推荐，目标价 60.8 元	24
六、风险提示	25

图表目录

图 1 各项主营业务收入占比.....	4
图 2 公司主营业务近三年变化趋势.....	4
图 3 在智慧城市建设中，公司具备提供众多领域解决方案的优势.....	5
图 4 公司收入较快增长（07-14 年 CAGR=42%）.....	5
图 5 净利润维持高增速（07-14 年 CAGR=41%）.....	5
图 6 全球政府开放数据：较大共识、快速但不均匀.....	10
图 7 政府开放数据的动力和阻碍，及全球普遍开放的数据.....	12
图 8 城市智能交通行业维持 20%-30%增速，14 年市场规模约 250 亿元.....	14
图 9 互联网交通管理平台，在全国各省份试运行.....	15
图 10 我国人口老龄化趋势加剧.....	18
图 11 养老机构床位数较快增长.....	18
图 12 公司养老社区健康管理平台猜想.....	20
图 13 公司社区医院慢病健康管理平台猜想.....	23
表 1 公司已公布的 18 个智慧城市总包项目.....	6
表 2 智慧城市从建设到运营的过程示意图.....	7
表 3 智慧城市建设中，企业参与建设运营的各种模式分类.....	9
表 4 全国及地方鼓励 PPP 项目，多在交通、环保水利、医疗养老、建筑等领域.....	9
表 5 英法等国建立开放数据宪章，明确优先发布的数据范围.....	11
表 6 传统服务政府的 IT 企业及互联网巨头，均不遗余力推动政府开放数据.....	12
表 7 智慧城市板块中，相关公司运营服务布局的对比.....	13
表 8 公司在智慧城市总包内，已成立 2 家公私合营企业负责运营.....	13
表 9 互联网交通管理平台违章缴费分成+车险销售+网上 4S 店总收入估算（亿元/年）.....	16
表 10 国家及各省对养老服务业支持政策列举.....	17
表 11 地产、保险、建筑、石油等企业布局高端养老产业.....	17
表 12 我国智慧养老建设+运营年均市场空间估算.....	19
表 13 国家鼓励民间资本参与养老服务业及推进养老信息化.....	19
表 14 我国部分省市分级诊疗政策目标与实施方案.....	20
表 15 我国 2020 年基层医疗卫生机构与医院每千人口床位数规划.....	21
表 16 我国社区医院监测平台建设年均市场空间估算.....	22
表 17 社区医院慢病监测平台运营市场空间估算.....	23
表 18 公司的营业收入及利润预测.....	24

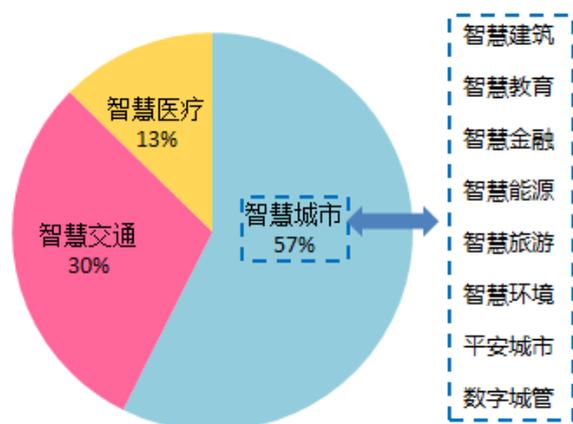
一、公司简介：智慧城市的建设者，运营齐驱动

1.1 大交通龙头，涵盖智慧城市众多领域

公司是国内领先的智慧城市整体解决方案提供商和建设运营商，自主研发的软件系统，及可穿戴设备、移动智能终端产品主要应用于交通、医疗、建筑等行业，并通过整合其他子行业的资源，为城市建设提供较全面的智能化和信息化整体解决方案。公司是国内软件行业内综合业务资质等级最高且种类最齐全的公司之一，同时入选 2014 年中国软件业务收入前百家企业。

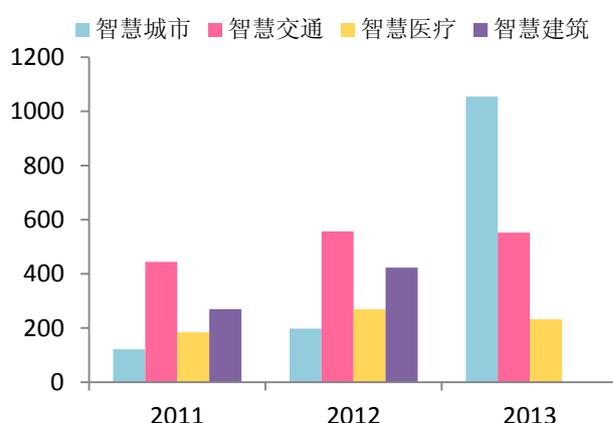
公司的主营业务分为智慧交通、智慧医疗、智慧城市¹，主要客户为政府、交通管理部门、医院、城建部门及其他政府事业单位、大型企业，已分别覆盖全国 170 多个城市交通建设、600 多家大中型医院、18 个智慧城市总包，行业优势地位明显。特别地，在交通智能化、公共交通、轨道交通、数字医院、无线移动医疗、临床移动信息等系统解决方案子领域，公司综合竞争力处在全国第一梯队。2007 年被原信息产业部评为“交通智能化领域行业解决方案排名全国第一”，且 11-14 年连续被 TRANBBS(中国交通技术网)评选入“城市智能交通 (ITS) 十大优秀系统集成商”、“智能交通 BIG4”²之一。

图 1 各项主营业务收入占比



资料来源：13 年公司年报、中国中投证券研究总部

图 2 公司主营业务近三年变化趋势



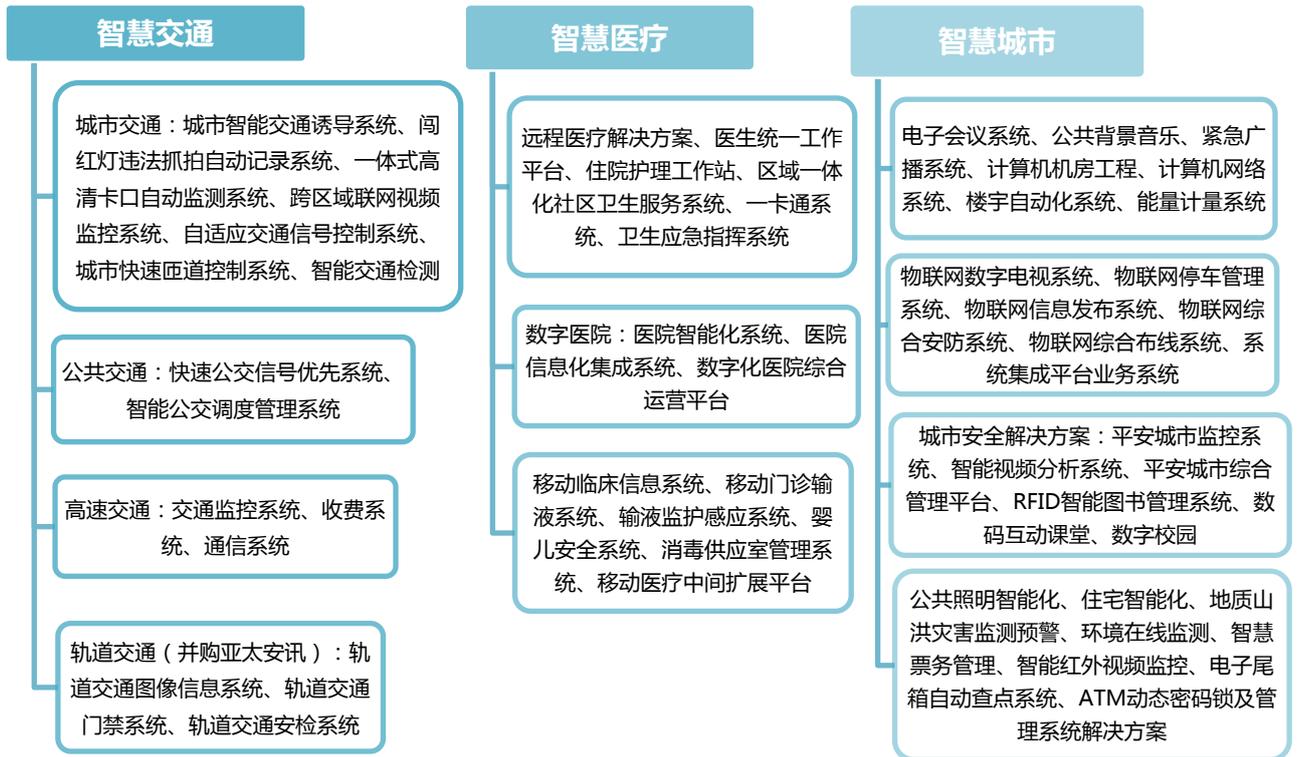
资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

由于智慧城市涉及的领域众多，为了保持项目建设的质量和统一性，及避免重复建设，承建智慧城市对企业的资源整合能力提出较高的要求。公司凭借自身业务覆盖面广，在智慧交通、智慧医疗、智慧建筑等多个领域都能够提供整体解决方案，奠定了公司在智慧城市领域较强的综合竞争力。

¹从 2013 年起，公司将智慧建筑，及原智慧交通板块的平安城市、数字城管业务纳入到智慧城市板块。

²据 Tranbbs 历年对行业规模排名统计，智能交通领域的前四大龙头企业：银江股份、上海电科所、易华录、青岛海信。

图 3 在智慧城市建设中，公司具备提供众多领域解决方案的优势

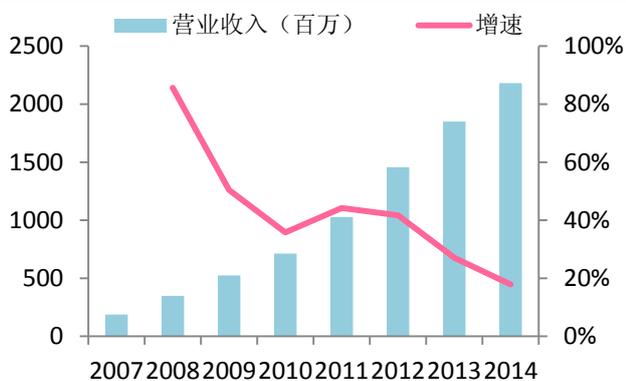


资料来源：公司网站、中国中投证券研究总部

1.2 城市信息化高歌猛进，公司近七年业绩 CAGR =42%

近年来，在我国新型城镇化的进程下，政策利好并给予投资倾斜，物联网等信息技术大规模应用于城市建设。在城市交通智能化水平的提升、09 年新医改后医疗信息化雨后春笋般的发展、城市市政楼宇兴建和房地产市场的繁荣等因素的刺激下，公司所处的智能交通、医疗信息化、建筑智能化等行业迎来蓬勃发展。相应地，公司规模也实现了快速增长，且近 6 年来净利润增速维持在 30%-60%的高位，07-14 年的营收、净利润年均复合增速分别高达 42%、41%。

图 4 公司收入较快增长(07-14 年 CAGR=42%)



资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

图 5 净利润维持高增速 (07-14 年 CAGR=41%)



资料来源：Wind、中国中投证券研究总部

1.3 占领智慧城市总包高地，大健康大交通的运营起航

自 2013 年迄今，公司已公布签约的智慧城市总包项目共 18 个，协议中均包括顶层设计、建设、运营的环节。因此，我们认为，经历 3~5 年的初建期，城市信息化基础得以建立，预计自 16-17 年起，可能迎来较成熟的总包城市运营服务落地。同时，公司在交通、健康领域的商业模式正在逐步清晰，将率先实现企业运营。

表 1 公司已公布的 18 个智慧城市总包项目

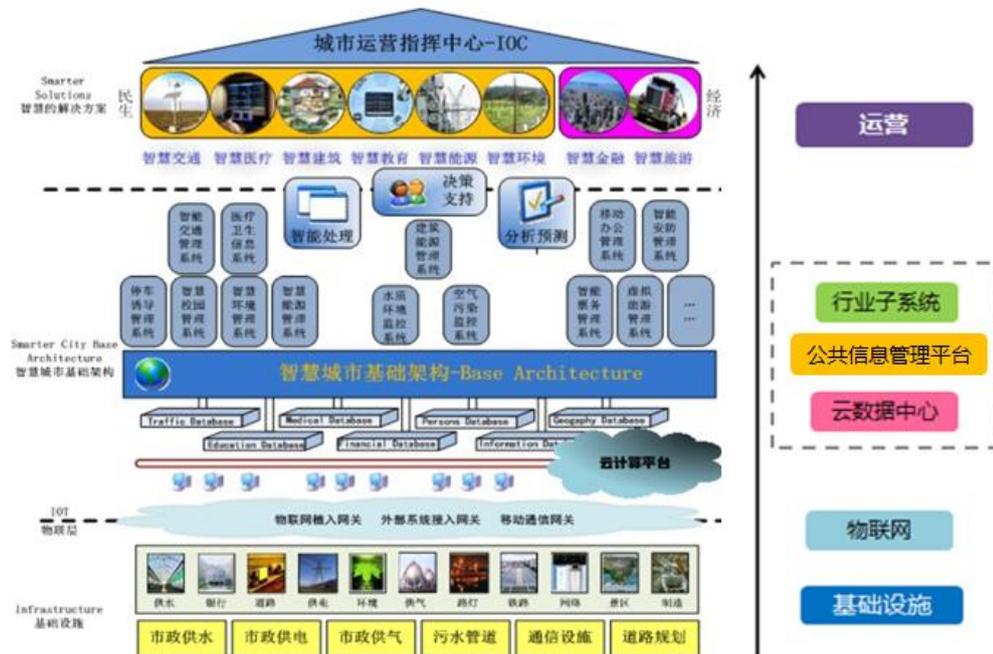
总包项目	年限	协议金额 (亿元)	涉及领域	总人口 (万)
智慧章丘	10	2.6	“智慧政府”之云数据中心；“智慧医疗”之区域医疗、健康档案、健康管理运营等；“智慧交通”之综合管控平台、GPS 定位、交通诱导系统等；“智慧城管”之指挥中心、资源调度	102
智慧莱西	10	5	智慧政务、智慧交通、智慧城管、平安城市、休闲体育大会、智慧市政、智慧医疗、智慧教育、智慧养老等	75
智慧健康 南岸	5	5	打造国内全面领先的智慧医疗健康产业，包含“智慧健康”公众云服务平台的建设、智慧健康之区域医疗、健康网、居民健康档案、预约挂号、在线查询、讲座咨询、居家养老、慢病监控、药联网、医疗物联网、社区居民健康管理和就医服务、在线支付体系、药品网上售卖和配送系统等项目和相关产业的建设	64
智慧观山 湖	5	30	智慧旅游、智慧交通、智慧医疗、智慧养老、智慧政务、智慧城管、平安城市、智慧能源、智慧教育、智慧环境等	25
智慧安丘	5	4	安丘云计算中心、智慧政务、智慧交通、智慧城管、平安城市、智慧市政、智慧医疗、智慧教育、智慧养老等。打造“智慧公共服务平台——潍 V”为执政者提供决策服务、为基层提供业务服务、为居民提供信息服务	95
智慧公主 岭	5	7	智慧交通、智慧医疗、平安城市、智慧物流、智慧城管、智慧教育	108
智慧金湖	5	5	“智慧城市”之云数据中心、城市公共信息平台、城市公共数据库、城市建设综合指挥平台等；以及“智慧医疗”、“智慧社区”、“智慧旅游”、“智慧农业”和医疗康复中心	37
智慧镜湖	5	4.5	“城市宝”为核心，整合网上办事大厅、96365 生活服务管理平台、市容管理平台、网格化管理平台等公共服务惠民平台，同步完成城市基础数据库及云计算中心、智慧交通、智慧旅游、智慧商贸、智慧教育、智慧养老	385
智慧长兴	5	8	构建云数据中心、智慧医疗、智慧家居、智慧交通、智慧能源、智慧建设、智慧旅游、智慧农业、智慧教育、智慧社区、智慧市政、智慧城管等系统，充分利用城市公共数据库和公共信息平台基础上，提供海量数据挖掘分析的智能决策服务	64
智慧梅州	5	20	大数据中心、智慧旅游、智慧交通、智慧医疗、智慧政务、智慧城管、智慧社区、平安城市、智慧能源、智慧教育、智慧环境、智慧养老	525
智慧东丰	2	2	“智慧城管”、“智慧养老”、“智慧教育”、“智慧医疗”等	40

智慧昌化	5	5	开发“城市运营中心”	2
智慧焦作	5	7	智慧交通、智慧医疗、平安城市、智慧旅游、智慧城管等	351
智慧宿州	5	10	打造以掌上服务平台为中心，整合智慧健康服务系统、智慧社区服务系统、公共就业信息服务系统、优质教育 信息资源公共服务系统、智慧旅游服务系统、农村信息化综合服务系统、智慧食 品和药品安全监管系统和企业公共服务系统	642
智慧嘉祥	5	3.5	建设城市数据中心、城市公共信息服务平台、城市基础数据库、城市运营指挥决策平台以及智慧健康(养老)、智慧旅游、智慧农业等	87
智慧微山	5	5	智慧旅游、智慧交通、智慧医疗、平安城市等	72
智慧宁化	3~5	2	“城市运营中心”为核心，建设智慧照明产业园为试点，整合网上办事大厅、生活服务平台等公共服务惠民平台，完成云数据中心、智慧医疗、智慧交通等建设	37
智慧临安	3~5	2	智慧医疗、城管、交通、水利、旅游、环保、政务、家居和平安城市等领域	53
总计		127.6		2764

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

从建设到运营，智慧城市是一个渐近迭代的过程，空间广阔、基础薄弱是当下的特征。前期需要完成公共信息平台与数据中心的搭建，以及子系统的完善等，才能将数据接入与分析并进行有效的运营，且运营本身也将是一个不断填充与完善的过程。我们预计，城市基本实现运营的建设周期可能要 3~5 年左右。

表 2 智慧城市从建设到运营的过程示意图



资料来源：公司官网、中国中投证券研究总部

二、智慧城市从 1.0 到 2.0，“运营”曙光初现

从 2012 年住建部提出第一批“智慧城市试点名单”以来，全国城市的信息化建设预计有数十个城市已有了较明显的成果，进入到从概念到建设与运营并行的阶段。智慧城市从建设 1.0 时代，迈入了 IT 企业能够提供运营服务曙光初现的 2.0 时代。

基础建设方面，在不断完善基础设施及物联的同时，各地智慧城市正将中心转到投建数据中心与信息管理平台，以用于接下来的运营。资金困扰是过去基础建设中面临的较大约束，我们认为国家鼓励特许经营、私有资本参与政府基础性建设与运营，对信息化基础铺设能起到较大加速的作用；

运营服务方面，政府数据的开放使用对于企业能否进行商业化的运营起到关键的作用。我们认为，社会资本愿意参与的智慧城市运营多是在具有数据变现价值的领域，且政府提升公众对自身公信力的需求，以及互联网巨头对政府的游说等，均对政府进一步开放数据和资源形成冲击。

2.1 “PPP+智慧城市”，开启智慧民生的盛宴

迄今为止，住建部公布了三批智慧城市试点城市名单，共包括 277 个城市，约有 100 个左右城市已经开展建设。由于智慧城市涵盖的领域众多，需要投入的金额巨大，而政府主导的信息化投入很大程度上受限于地方财政的状况。在智慧城市建设的主导者资金不足的背景，政府需引入企业参与投资，PPP 模式受到热捧。不同于以往智慧城市建设多采用的项目工程、BT 及 BOT、BLT 等变种模式，社会资本与政府共同合作的 PPP 模式下，企业有望更多更早地参与到项目的规划中，且 PPP 合作针对的多是运营服务可行性较大的项目。

究其 PPP (Public-Private-Partnership) 涉及的概念广泛，不同项目企业参与的方式个体化差异较大，可以按收入模式、运作模式、政府开放给企业的程度、集群特征等众多方式分类。例如，以政府对企业开放程度来分，就存在以下三种模式的并存：传统项目、特许经营合作、完全商业化。

我们认为：1. 在琳琅满目的分类方式中，特许经营、商业化、使用者付费、股权转让、合资、城市集群是智慧城市的建设与运营的未来趋势，市场化程度高的模式占比将越来越高。尽管社会资本的进入尚没有较好的规范，城市建设引入商业化的运营，不仅能满足政府服务职能转型的需求，还可利用大数据运营应用服务的创收，来弥补政府日常运维的费用并对参与企业产生激励，是政府、企业、百姓多方的共赢；

2. PPP 模式本身只代表政企合作关系的建立，目前国内还没有完善的法律制度及成熟的案例，尚需契约精神的考验。不同项目的权责划分、利益分成模式个体化差异可能较大，对智慧城市承包厂商的项目识别、融资能力、与政府交涉等方面提出更高要求。

表 3 智慧城市建设中，企业参与建设运营的各种模式分类

分类模式	名称	特点
政府开放程度	传统项目	政府几乎不开放资源，是建设的主体、出资方，企业完成项目建设完工，存在垫资
	特许经营合作	政府向企业发放特许经营权证，可以参与基础设施的经营管理，既可向使用者收费，也可通过政府收费
收入模式	完全商业化	政府提供资源不出钱，企业商业化自由度大
	政府付费	收入来源是政府，如政府不擅长或没有能力去做的公共服务
	使用者付费	收入来源是使用者，如高速公路等
运作模式	外包	IT 外包运维服务等
	包含融资	项目运行过程中有融资行为发生，建设、运营、转移类的都有，BT 及各种 BT 变种
	股权转让	企业的引入可以有助提升政府的效益，拉入企业参股运营
单点/总体	合资	由政府自己和社会资本合资共同发起，成立一家合资公司
	单个项目	以某个项目为核心来运作，包括政府自建自营、商业建设运营(又可分为建设转移、购买服务、特许经营等)
	城市集群	较深入的股权关系，涉及和城市的长期战略关系，成立一个项目公司或项目群公司，便于从金融机构融资；其中一些项目可以委托给其他企业去建设

资料来源：中国中投证券研究总部

从 2014 年底起，财政部、住建部等部委连续发文，鼓励社会资本进入，在市政公用基础设施领域开展政企合作，公布的项目多是交通、环保水利、医疗养老、建筑等民生领域，智慧民生的建设与运营将拔得头筹。

表 4 全国及地方鼓励 PPP 项目，多在交通、环保水利、医疗养老、建筑等领域

单位	批准的 PPP 项目数量及总额	涉及领域
财政部 住建部	2015 年 2 月 13 日《关于市政公用领域开展政府和社会资本合作项目推介工作的通知》，以存量项目改造为主	污水处理、垃圾处理、城市供水、供热供气、公共交通基础设施、公共停车场、地下综合管廊等
财政部	2014 年 12 月 4 日《关于推广政府和社会资本合作模式有关问题的通知》，确定 30 个 PPP 示范项目，新建项目 8 个，地方融资平台存量项目 22 个，总金额达 1800 亿。	环保水利（16 个）、城市轨道（6 个）
福建省	28 个试点项目，投资额共计 1479 亿	环保水利、健康养老（2 个）、交通（9 个）、文化旅游、市政
山东省	200 个“百镇建设”示范镇	交通道路、公共停车场、污水处理、供水供热、地下管网改造等
广西省	15 个拟采用 PPP 模式的存量债务项目，总额 217 亿	城市供水供热供气、污水和垃圾处理、轨道交通、医疗和养老服务等
重庆市	10 个项目，总额达 1018 亿	交通设施、市政基础设施、土地整治等

云南省	首批 80 个项目，涉及总投资 1005 亿	交通、市政设施、文化旅游、社会事业、园区等
湖南省	首推 30 个 PPP 项目，总额 583 亿	交通基础设施、环保、农业水利、文化旅游等
江西省	首批 80 个 PPP 项目，总投资 1065 亿	交通（13 个）、铁路、港口航运、医疗养老（18 个）、文化旅游、生态环保、污水垃圾处理等

资料来源：各相关政府网站、中国中投证券研究总部

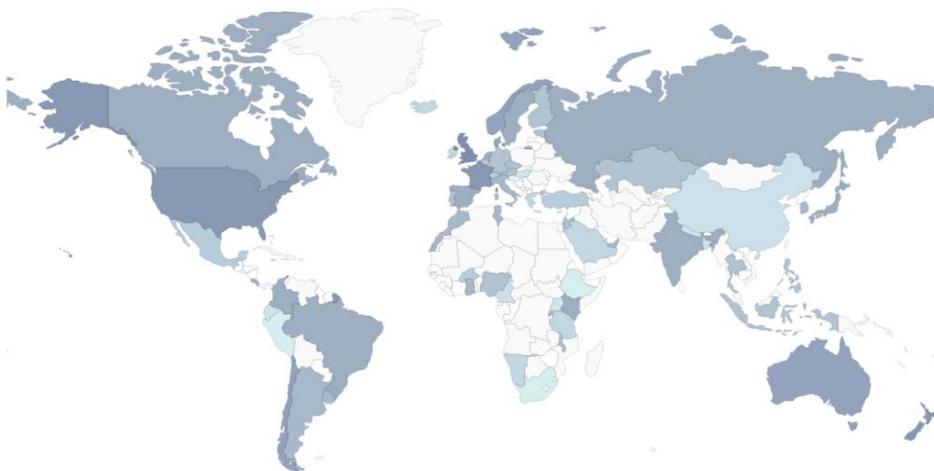
2.2 智慧城市 2.0，政府数据开放大趋势，运营曙光初现

在智慧城市 2.0 运营的雏形期，对于过去以政府为客户的 IT 厂商而言，政府数据的开放使用，对企业能否进行商业化的运营起到关键的作用。但是，政府的资源数据一直以来，都是未被利用的“冰封”状态。**在中国，政府几乎掌握着全社会信息资源的 80%，其中包括 3000 余个数据库。**

电子政务经过互联网十余年来的渗透，各级政府部委积累的与居民生活有关的海量高质量、高精度信息是一项庞大的“数据资产”，如交通模式、健康和疾病数据、购买行为及社交媒体互动中的社会行为等数据集，在汽车后市场、健康管理、医保控费、精准营销等市场的潜在空间大。在美国，政府将数据开放在国家战略层面上推动，医疗服务业得以每年节省 3000 亿美元左右，制造业在产品开发、组装等环节可以节省约 50% 的成本。

纵观全球不同政府对开放数据的具体范围和进程会不同，且关于信息安全与涉及隐私担忧一直存在；但是，各国政府在不同程度上，对于开放与民生相关的数据既为政务信息公开，又惠及民众，同时开放给企业作商业化用途，来获取政府基础设施建设资金的趋势是一致确定的。

图 6 全球政府开放数据：较大共识、快速但不均匀



资料来源：Open Data Institute

注：颜色深浅表示各个国家政府开放数据程度的高低

根据《Open Data Barameter_2013 Global Report》统计，欧洲、美洲地区的政府数据开放程度较高，且已经有较明确的国家层面的立法，英国、美国、瑞典名列前三，而中国的开放程度位于第 61 位。其中，美国政府于 2013 年 12 月发布《开放政府合作伙伴——美国第二次开放政府国家行动方案》，将原来的金融、企业、安全等 6 类数据集，拓展至农业、医疗、营养、自然灾害共 20 大类；英国、法国等 2013 年 11 月发布《八国集团开放数据宪章 2013 年行动计划》，承诺开放高价值数据集，与社会沟通明确优先发布数据范围，建立国家信息基础设施。

表 5 英法等国建立开放数据宪章，明确优先发布的数据范围

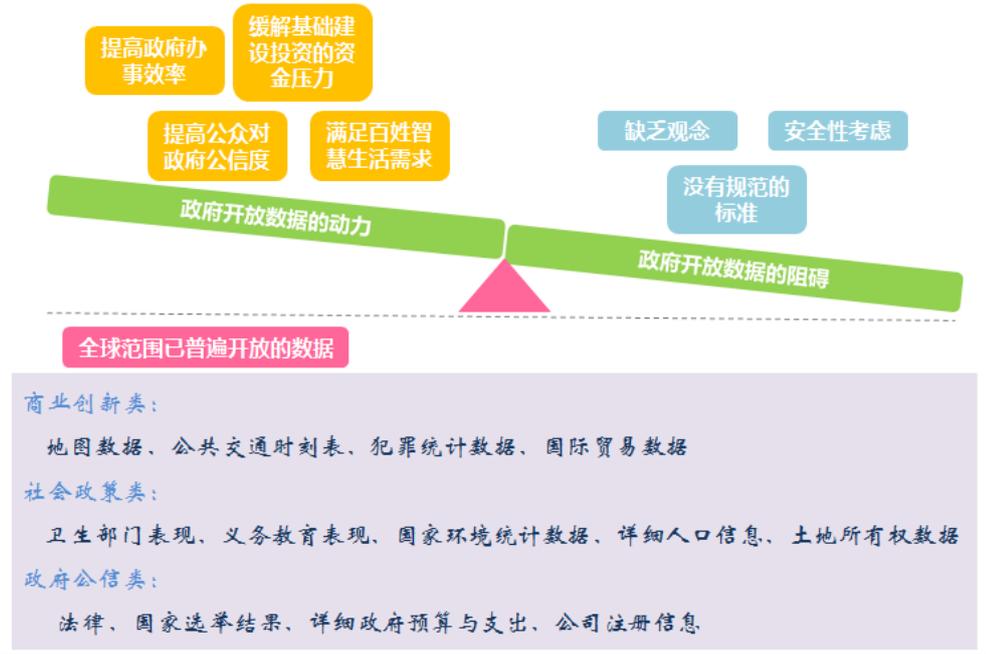
开放数据大类	例举
企业	企业/公司注册信息
司法	犯罪统计、安全
交通和基础设施	公共交通时间表、宽带接入点
地球观测类	气象/天气、农业、渔业、畜牧业
教育类	学校列表、学校绩效、学校数字化能力
能源环境类	污染水平、能源消费
金融和合约	合约预算、承包合约、招标信息、未来的招投标、地方预算、国家预算开支
地理空间	地形、邮政编码、国家地图、地方地图
全球发展	援助、食品安全、土地
政府责任和民主	政府合约、选举结果、立法和法令、工资、招待礼品
医疗卫生	处方数据、绩效数据
统计	全国性统计数据、人口普查数据、基础设施、资源、技能

资料来源：《八国集团开放数据宪章 2013 年行动计划》、中国中投证券研究总部

从政府的角度出发，提高公信力、办事效率、带来经济效益、方便百姓生活等考虑因素，是开放数据的主要动力；对目前我国的情况而言，观念的缺乏、信息安全隐患、尚无开放数据的规范等考虑成为政府开放数据的阻碍。

政府主导建设运营的弊端已现，还有服务型政府的转型、提升公众对自身公信力的需求，以及企业对政府的游说等，中国政府开放数据的意愿将愈加强烈，基于政府数据资源的运营变现曙光初现。我们认为，政府各部委的高价值、高精度的数据开放给企业，倾向于挑选相关行业中资质较高经验丰富的龙头企业，或者大型互联网 IT 巨头。

图 7 政府开放数据的动力和阻碍，及全球普遍开放的数据



资料来源：中国中投证券研究总部、Open Data Institute

对于推动政府开放数据用于企业商业化运营，我们不难发现传统的行业龙头 IT 厂商与互联网巨头均不遗余力，而李克强总理在 2015 年的两会上也明确表态，政府应尽量公开非涉密数据，以便更好的服务社会，及为政府决策和监督服务。

表 6 传统服务政府的 IT 企业及互联网巨头，均不遗余力推动政府开放数据

主体	事件
神州数码	2015 年两会上，董事长郭为提案建议，政府政府掌握的海量数据将成为智慧城市建设和国家经济转型极为关键的助力与推手，开放政府数据共享应尽快提上工作议程。他建议：1.立法界定政府内部网和城市数据资源管理中心的安全边界，以冲破政府数据开放共享的阻碍。2. 可以用信息化公共服务平台（产品），倒推政府相关部门的信息化，从而建立数据开放的基础。
浪潮集团	2015 年两会，政府要从国家层面统筹规划，出台指导意见和行动规划明确政府数据开放工作的主管部门，制定我国政府数据开放规划和指导意见，在全国开展试点和示范，将政府数据开放工作纳入政府部门业绩考核。尽快着手制定全国统一的政府开放数据标准，包括政府数据开放目录、政府开放数据格式标准等。
百度	2013 年董事长李彦宏向国家高层介绍汇报大数据；2014 年两会上建议，政府把更多和人民生活有关的数据资料，公开放到网络上；2015 年两会，李彦宏“中国大脑”提案中，建议政府聚焦大数据。
腾讯	马化腾对推动“互联网+”提出建议，推动“互联网+交通”、“互联网+医疗”、“互联网+政务民生”；制定公开数据开放战略，建立数据安全保护体系和数据开放利用标准。
阿里	2014 年开始，阿里云先后于与中国气象局公共气象服务中心，北京市政府，贵州省政府合作，在气象、医疗、交通领域开展云计算应用。
国家总理	2015 年两会上，李克强明确表态政府应尽量开放非涉密数据，以便于云计算企业为社会服务利用这些数据更好的服务社会，也为政府决策和监管服务。

资料来源：互联网、中国中投证券研究总部

2.3 与政府同行，资源开放的优先受益者

对于传统的智慧城市领域的解决方案商、集成商和设备商，我们认为，浸淫行业已久的龙头企业积累了众多线下资源和行业相关经验，重度垂直的特性将为其获得政府资源开放的受益赢得优先入场券。

智慧城市板块中的企业，凭借为政府服务的建设者优势，有望分得资源开放盛宴的一杯羹，一些龙头公司目前已经开展了交通、医疗、车联网等民生领域的运营服务布局。在受益的进程及相应优势方面，我们认为，首先，企业需要满足政府建设智能化城市与服务民众的基础性需求，铺设基础性信息化的基础有助于巩固企业的卡位优势；其次，随着政府在各领域开放资源的意愿逐步增强，进一步与政府进行合作性谈判，具体落实的运营项目可能采取的方式不尽相同，可能有政府补贴的公益性运营、政企合作下的特许经营、完全商业化运营等模式。

表 7 智慧城市板块中，相关公司运营服务布局的对比

公司	核心优势	运营服务布局
银江	自身业务涵盖智慧城市中交通、医疗、建筑等多个领域；智能交通龙头企业	完善大交通布局，交通运营平台及 C 端互联网产品“易出行”探索交通运营服务；智慧医疗切入社区医疗养老平台运营
易华录	背靠母公司华录集团资源完善城市总包业务；智能交通龙头企业	智慧云亭标杆项目，接入线下民生服务网点；与辽宁省合作开放交通数据，对接汽车后市场
神州数码	智慧城市的先锋，涵盖金融、政府、交易、医疗等领域	以公共信息服务平台为基础，在佛山、福州、张家港等 5 个城市迈出商业化运营步伐
数字政通	数字城管行业龙头	布局智慧停车场，抢占车联网市场；并购北京天健，涉及智慧医疗领域

资料来源：中国中投证券研究总部

公司在智慧城市总包中的山东安丘、吉林公主岭项目里，按 PPP 模式已经成立了 2 家合资公司，与政府合作，积极探索公私合营的商业模式，深入挖掘交通、医疗等行业应用与运营。同时，公司在杭州、南昌、广州等地已经在交通、健康领域进行运营服务的合作。

表 8 公司在智慧城市总包内，已成立 2 家公私合营企业负责运营

总包项目	PPP 模式成立的公司	新成立公司简介
智慧安丘	潍坊银江智慧城市技术有限公司	2014 年成立，注册资本 1 亿元，“潍 V” —— 智慧安丘服务平台的运营实施主体
智慧公主岭	吉林银江智慧城市技术有限公司	2014 年成立，该公司注册资本 1 亿元

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

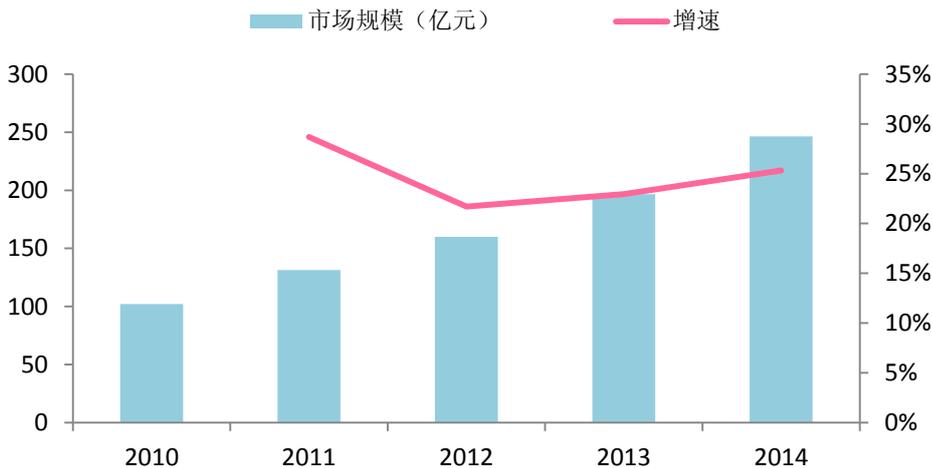
三、大交通龙头，交管数据开放的盛宴开幕

3.1 传统行业方兴未艾，智慧交通 20%+增速

智慧交通行业近年来保持稳定较快的增长，2014 年中国城市智能交通市场³规模 246.4 亿元，同比增长 25.3%，10-14 年 CAGR 达 24.6%。从过去一年来看，细分领域中，交通管控平台、出租车、智能公交、交警违法记录仪、交通视频等增幅居前。公司的智慧交通业务增速居于行业上游，是业内仅有的四家能提供全套交通管控平台的集成商之一，且公司在增速较快的智能公交等领域积极布局，保持较强市场竞争力。

我们认为，智慧交通传统业务增长态势强劲，从各地公布的 PPP 项目示范交通等基础建设的需求仍然旺盛。PPP 模式将有效解围城市基础建设项目的投融资困境，且有利于提升承接智能交通项目的盈利质量；同时，门槛的提高将有利于龙头企业抢占市场份额，提升行业集中度，而公司深耕智慧交通领域多年，处于行业龙头地位，我们预计公司传统智慧交通业务仍能保持约 30% 增长速度。

图 8 城市智能交通行业维持 20%-30% 增速，14 年市场规模约 250 亿元



资料来源：Tranbbs，中国中投证券研究总部

3.2 网上车管所——线上政务入口，交管数据开放的百亿盛宴

互联网交通管理平台（目前主要是网上车管所的职能）自 2014 年起，陆续在全国各大省份上市，涉及的业务包括办理机动车牌证、驾驶人考试发证、道路交通违法处理等交管业务。据统计，全国 31 个省中，广东、辽宁、福建、江西、河南、云南、江苏、重庆、四川、浙江、陕西、安徽、山东、青海等近二十个省份已开展互联网交通管理服务平台的筹建，其中福建等省份的平台今年已经上线。

³ 数据来源于中国交通技术网（Tranbbs），统计的城市智能交通市场口径包括：电子警察、卡口、交通视频监控、交通采集与诱导、交通信号控制、交通类平台、GPS 与警务系统、出租车信息服务管理系统、客运枢纽信息化、智能公交在内的 10 个细分行业。

我们认为，互联网交通管理平台作为政府车驾管政务的线上入口，具有重度垂直、强黏性的特征，对接车驾管的缴费服务只是一个开端，其沉淀的驾驶人数据、车辆数据、违法数据、事故数据等具有很强的向互联网车险销售、网上 4S 平台等领域商业变现的能力。

图 9 互联网交通管理平台，在全国各省份试运行



资料来源：政府网站，中国中投证券研究总部

我们预计，平台将分为商业化和公益性两种，其中商业化平台很有可能优先向传统智能交通 IT 厂商开放且作为唯一数据出口，如辽宁省的互联网交通管理平台。

接下来，我们简单地互联网交通管理平台的运营空间进行一个测算，包括违章缴费分成、互联网车险销售、网上 4S 平台的理论市场容量。我们假设到 2020 年，开放商业化平台运营的市场占比为 50%，违章罚款额的 CAGR 以汽车保有量的 CAGR⁴作为近似；互联网交通平台上销售车险占车险销售渠道的 20%，作为网上 4S 店的汽车广告渠道占比所有汽车广告份额的 5%⁵。经估算，平台的违章缴费分成+车险销售+网上 4S 店的年均规模收入为 395 亿元/年。

⁴ 2013-2014 的汽车保有量 CAGR 约 30%，我们假设 14-20 年 CAGR 为 15%。2014 年的汽车保有量为 1.54 亿辆，因此我们估算 2020 年汽车保有量为 3.56 亿辆。

⁵ 根据艾瑞咨询报告，2014 年汽车广告主数字媒体投放广告金额比例分别为：门户网站 44%、汽车网站 41.2%、视频网站 8.3%、其他 6.5%。网上车管所作为政务开放的唯一线上入口，黏性较强，我们假设汽车广告主在互联网交通平台上投放金额为 5%。

表 9 互联网交通管理平台违章缴费分成+车险销售+网上 4S 店总收入估算（亿元/年）

2020 年	
一、违章缴费分成收入	
全国违章罚款规模（亿元/年）	600
违章罚款额 CAGR （以汽车保有量 CAGR 为近似）	15%
分成比例	0.50%
开放商业化平台的占比	50%
违章缴费分成（亿元/年）	3.5
二、互联网车险销售	
我国汽车保有量（亿辆）	3.56
汽车保险费（元/辆/年）	4000
互联网交通平台销售占比	20%
提成比例	15%
开放商业化平台的占比	50%
互联网车险销售收入（亿元/年）	214
三、网上 4S 平台	
我国汽车保有量（亿辆）	3.56
平均一辆汽车所花广告费用（元）	2000
互联网交通平台广告占比	5%
开放商业化平台的占比	50%
广告费（亿元/年）	178
互联网交通平台违章缴费分成+车险销售+网上 4S 店总收入估算（亿元/年）	395

资料来源：中国中投证券研究总部

我们认为，互联网交通管理平台投建和维护门槛较高、能获得公安部交管局数据开放资质的企业有限。公司作为智能交通的龙头企业，覆盖全国 170 多个城市的智能交通业务，积累了丰富的行业经验和大量交通数据。据 Tranbbs 市场调研统计，公司与上海电科、易华录、青岛海信连续多年位居行业规模前五，统称为“智能交通 BIG4”。作为众多城市的智能交通建设者龙头，公司卡位优势明显。

四、大健康千亿级蓝海，切入社区医养结合 O2O

医疗养老服务具有区域性、城市化、本地化的特征。我们认为，公司先占位城市，后依靠政府、商业地产、保险等的社区医疗、养老项目搭建平台的卡位优势明显。更重要的，公司的目标不仅仅是平台的搭建，而是切入养老 O2O、慢病管理 O2O 后，参与平台运营分成的蓝海空间。

4.1 智慧社区养老 400 亿市场，健康养老爆发在即

4.1.1 养老人口基数庞大，产业资本纷纷布局

我国已步入老龄化社会，第六次全国人口普查显示，我国 60 岁及以上老年人口已达 1.78 亿人，占总人口的 13.26%，而城乡失能和半失能老年人约 3300 万人，占老年人口总数的 19%，健康养老人口基数庞大。与此同时，政府政策的大力支持与资本的蜂拥而入，都将带动健康养老行业的高速增长。

表 10 国家及各省对养老服务业支持政策列举

时间	内容
2013 年 8 月	《国务院关于加快发展养老服务业的若干意见》，要建立健全医疗机构和养老护理院，以及康复疗养等养老机构的转诊与合作机制。90%以上的乡镇和 60%以上的农村社区建立包括养老服务在内的社区综合服务设施和站点。全国社会养老床位数达到每千名老年人 35-40 张，发展居家养老便捷服务。地方政府要支持建立以企业和机构为主体、社区为纽带、满足老年人各种服务需求的居家养老服务网络。
2014 年 8 月	《安徽省人民政府关于加快发展养老服务业的实施意见》，到 2020 年底，全省建成 10 个养老服务业发展园区（基地）、50 家骨干企业（机构）。符合标准的社区养老服务设施覆盖所有城市社区，90%以上的乡镇和 80%以上的农村社区建立包括养老服务在内的社区综合服务设施和站点。面向社会开展养老服务的床位数不少于 20 万张。运营补贴由市、县按照不低于每人每月 200 元的标准确定。为失能失智老年人服务的，按照其轻、中、重度失能失智程度，运营补贴和政府购买服务补助标准分别上浮 50%、100%、200%以上。
2015 年 2 月	《浙江省社会养老服务促进条例》，以城乡社区居家养老服务照料中心为重点，加快养老服务基础设施建设步伐。今年新建城乡社区居家养老服务照料中心 5000 个，新增养老机构床位 2.8 万张，建设护理型床位 1.5 万张，实现城市社区居家养老服务照料中心全覆盖，三分之二的农村社区建有居家养老服务照料中心，80%以上县(市、区)建有养老服务信息系统。有条件的县(市、区)率先实现城乡社区居家养老服务照料中心全覆盖。

资料来源：相关各政府网站、中国中投证券研究总部

除民政部门筹建的养老机构以外，近年来地产、保险等资本纷纷高调进入养老产业，与老年人的健康监护、疾病预防与救援相关的智慧养老将迎来爆发。

表 11 地产、保险、建筑、石油等企业布局高端养老产业

企业	项目介绍
泰康人寿	“泰康之家”的高端养老地产项目是地产与保险产品的结合，客户定位为高知高干、社会名流、企业名流，产品定位为医养结合，服务全年龄段老人，包括可独立生活、可协助生活、需要专业护理和有记忆阻碍的老人。优势是高端医疗，昌平项目设置了二级小型康复医院。
合众人寿	保单与实物的对接，客户只要购买保险，就可以保证养老社区的入住，而不用考虑未来租金的上涨，且面向广大的中产阶级，床位充足，价格不贵。
宏福集团	温都水城金手杖国际养生公寓将国家三级甲等医院引入社区，建立联动式医疗服务、医疗监控和医疗救助，通过绿色就诊通道、紧急呼叫体系，提供快速安全的就医通道，创建了

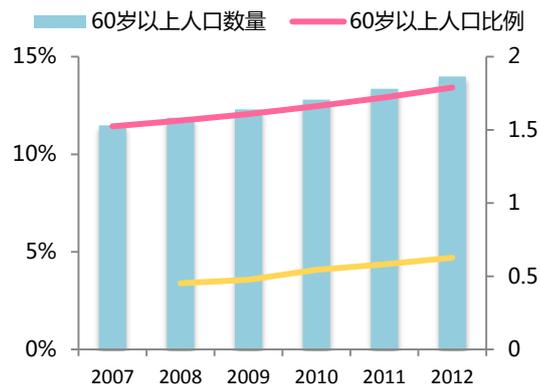
2-5 分钟的安全时间带，营造 24 小时的安全防护系统。

亿城投资	与汉盛资本合作，拟共同持有、开发运营和管理高品质的退休养老社区。投资总额不低于 12 亿元人民币，由双方或其关联方均等出资。
首钢	2014 年 7 月初完成设计和公示，占地约 46.7 万平方米，预设置 4000~6000 张普通床位，及建设一个设置 800 张床位的养老产业园区，投资或达数十亿元。
中石化	四川销售公司与成都市郫县政府签订《天府惠泽桃源颐养中心项目投资协议》，进军养老地产。项目总投资 80 亿元，总体规划占地 2000 亩，规划养老床位 1 万张以上。
中茵股份	与苏州九龙医院有限公司合作，进军中国高端养老业，从事养老养生产业投资，为居家社区养老、休闲养生养老、医疗康复护理养老等机构提供专业化管理服务等。

资料来源：网络资源、中国中投证券研究总部

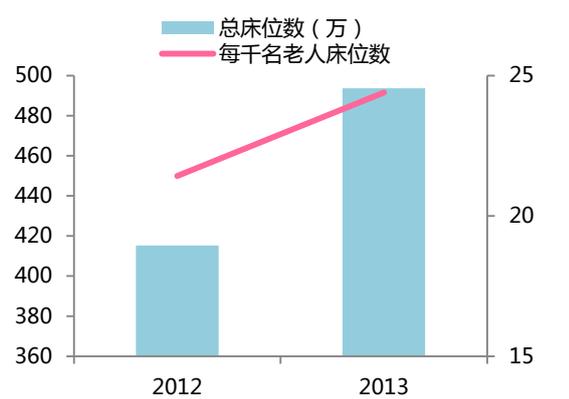
截至 2014 年，全国各类养老服务机构 42475 个，拥有床位 493.7 万张，比上年增长 18.9%，其中每千名老年人拥有养老床位 24.4 张，比上年增长 13.9%。然而，按照国际标准，每千名老人拥有的床位数通常为 40 至 50 张，而我国养老床位只有一半，增长的空间很大。

图 10 我国人口老龄化趋势加剧



资料来源：WHO、中国中投证券研究总部

图 11 养老机构床位数较快增长



资料来源：民政部、中国中投证券研究总部

4.1.2 民间资本参与，加速智慧养老空间打开

我们以每张养老床位建设成本中信息化投入作为智慧养老的初始投建收入，而每张养老床位补贴中信息化参与分成作为运营收入，并假设分成比例 2014 年、2020 年分别为 30%、40%，估算 2020 年智慧养老年均市场空间约 400 亿元，14-20 年 CAGR 为 17%。

表 12 我国智慧养老建设+运营年均市场空间估算

	2014 年	2020 年
老年人口数量 (亿) ⁶	2.02	2.6
每千个老人口拥有床位数	24.4	40
养老床位 (万张)	493.7	1040
每张养老床位的建设成本 (万元)	55	60
信息化投入比例	0.6%	1%
智慧养老信息化初始投建市场存量 (亿元)	163	624
每个月补贴养老床位的运营 (元)	300	600
信息平台运营的分成比例	30%	40%
每年补贴养老床位信息平台运营的分成 (亿元)	53	300
智慧养老年均市场空间 (亿元)	151	397
2014-2020 年 CAGR		17%

资料来源：中国中投证券研究总部

2015 年 2 月，民政部、发改委等十部委联合发文，鼓励民间资本参与养老服务业及推进养老信息化建设。我们认为，在政府给予税收等优惠的政策倾斜下，民间资本办养老社区的发展将逐渐壮大，且社会办高端养老社区信息化运营的商业模式变现预期强烈，将推动智慧养老运营蓝海市场的打开。

表 13 国家鼓励民间资本参与养老服务业及推进养老信息化

	内容
2015 年 2 月	民政部、发展改革委、人社部、住建部、卫计委等十部委《关于鼓励民间资本参与养老服务业发展的实施意见》，鼓励民间资本在城镇社区举办或运营老年人日间照料中心、老年人活动中心等养老服务设施。推进养老服务信息化建设，逐步实现对老年人信息的动态管理。支持民间资本运用互联网、物联网、云计算等技术手段，对接老年人服务需求和各类社会主体服务供给，发展面向养老机构的远程医疗服务，发展老年电子商务，为老年人提供紧急呼叫、家政预约、健康咨询、物品代购、服务缴费等服务项目。有条件的地方，可为居家老年人免费配置“一键通”等电子呼叫设备。推进医养融合，支持有条件的养老机构内设医疗机构或与医疗卫生机构签订协议，为老年人提供优质便捷的医疗卫生服务。

资料来源：民政部等官方网站、中国中投证券研究总部

公司打造的养老 O2O 健康监测平台，将结合物联网技术，监测老年人运动状态信息、生命体征信息、环境安防信息，通过区域联网将收集的数据统一传送至健康监测平台，进行分析，实现远程监控与及时警报、呼叫救援的功能，并可以通过公司开发的“养老宝”、“健康宝” App 及时通知联系子女，满足老年人社区养老的全方面 O2O 服务。同时，养老社区通常汇集医疗健康管理、老年人护理服务的资源，且有与医疗保险对接的需求，公司在物联网与移动医疗信息化领域有较大优势，有望享受医养结合的盛宴，同时后续还可与保险展开更深入的合作。此外，我们猜测，平台上还可以对接老年人日常生活、文化、购物等资源，是围绕老年人全方位需求的一个很好的 O2O 生态闭环，平台价值将不止医养的信息化运营。

⁶ 假设 2014-2020 老年人口数量的 CAGR 为 4%。

图 12 公司养老社区健康管理平台猜想



资料来源：网络、中国中投证券研究总部

4.2 分级诊疗吹暖社区医院的春天，社区慢病管理潜力大

4.2.1 分级诊疗势在必行，15 年医改重头戏

自 14 年开始，分级诊疗制度在十余省市逐渐成型，众多地区已经纷纷开展试点。从各省市及国家层面已公布的医改思路来看，15 年分级诊疗是医改的重点，在全国范围内陆续推行将是大势所趋。我们认为，基层用药的调整、试点病种双向转诊标准的确立、医保报销比例的分级、控制分流比例的约束，以及针对医生及医疗机构的商业执业险的兴起等措施，将为分级诊疗分流患者到社区等基层卫生机构保驾护航。

表 14 我国部分省市分级诊疗政策目标与实施方案

地区	分级诊疗政策目标与实施路径
浙江省	2014 年 5 月，省政府出台《开展分级诊疗推进合理有序就医的试点意见》，成为全国为数不多 明细分级诊疗的省级政策方向的地区。从 2015 年 1 月开始，首诊在社区医疗机构，转诊到“上级” 医疗机构实行。参保人员如自愿选择全科医生签约服务，其门诊起付标准下降 300 元；经定点社区 卫生服务机构转诊，参保人员可在上级医院直接刷卡结算，城乡居民按社区报销比例结算。
福建省	2014 年 9 月，省卫计委下发《福建省县乡医疗卫生服务一体化管理试点工作指导意见》，探索 建立分级诊疗和双向转诊制度，并力争 2015 年县域内患者就诊率达到 90%左右。试点县(市)重点 选择 1-2 个技术力量薄弱的丙类乡镇卫生院，与县级公立医院(含中医医院)实行一体化管理。
厦门市	试行慢病分级转诊，构建了“基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动”。取消三级医院门 诊工作量定额补助和药品加成，建立医院-社区双向转诊机制，补充调整基层医疗机构慢病用药目录。 13 年改造 7 个社区卫生服务中心，新增 4 家护理院。同时，近两年来共招录 840 名本科医护人员

充实到基层。

黑龙江

2017年7月,省卫计委印发《关于分级诊疗的指导意见》。到2015年,乡村卫生机构门急诊量占当地门急诊总量的比例稳定在80%以上,50%左右的住院服务由乡镇卫生院提供;社区卫生服务机构门急诊总量占当地总量的比例达35%以上。县域内就诊率达到90%,社区卫生服务机构门急诊总量占比稳定在45%以上。确定分级诊疗病种,通过确定各病种定额费用标准,实行分级诊疗补偿,同时落实总额预付制。在价格方面,对医疗服务实行分层次定价。

四川省

2014年9月17日,省卫计委等6部门联合出台《关于建立完善分级诊疗制度的意见》,2014年10月起全面实施。将综合运用医疗、医保、价格、宣传等手段,逐步建立“基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动”的就医制度,力争在2015年实现每万名城市居民拥有2名全科医生、每个乡镇卫生院拥有1名全科医生。在医疗服务方面,将双向转诊作为关键环节,明确了9种可转往上级医院治疗的情况。新农合政策完善县外转诊和备案制度,除急诊外未履行转院手续的越级诊治原则上不予报销。城镇医保对于按规定履行了转诊手续的参保人员转诊后住院报销比例提高3%~5%。

湖北省

2014年10月,湖北省卫计委出台《关于湖北省分级诊疗试点工作的指导意见》,并制定了首批12个专科113种常见疾病的分级诊疗指南。规范转诊程序,制定常见疾病的分级诊疗指南,提出不同级别医疗机构对该病种的治疗和转诊的指导性建议。建议医保部门逐步调整城镇基本医疗保险各等级医疗机构住院费用的医保支付政策,重点向基层医疗机构倾斜。

甘肃省

2014年11月28日,省卫计委印发《甘肃省分级诊疗工作实施方案》,2015年起施行。综合运用医疗、医保、价格等手段引导患者在本地就医,争取到2020年实现住院病人县外就医比例控制在10%左右,县内就医比例达到90%左右,80%的新农合基金在县域内流动。为县级医疗机构、乡镇卫生院(社区卫生服务中心)分别确定了100个、50个分级诊疗病种。如相关医疗机构将签约服务范围内的分级诊疗病种患者向外转诊,新农合管理机构将按一定额度扣减新农合补偿资金,并处罚违规医疗机构。2015年新农合资金按照该病种在转出医疗机构定额标准的50%报销,2016年按照20%的比例报销,2017年不予报销。

上海市

将分级诊疗制度建立和医药分离作为2015年医改的最核心。2015年要做实家庭医生签约制度,要通过各种方式和政策,对家庭医生给予支撑、赋予他们资源。文件明确提出探索居民与“1+1+1”的医疗机构组合签约(“1+1+1”组合,就是1家社区卫生服务中心家庭医生、1家区级医院、1家市级医院);二、三级医院被要求预留一定数量的专家号,提供给家庭医生“转诊绿色通道”。

资料来源:相关各政府网站、中国中投证券研究总部

对于患者而言,基层药物品种增加、社区医院高报销比例、医疗服务的分级定价、上级医院给予分级诊疗的“绿色通道”、全科医生及护士的扩增、社区医院的便利,将吸引他们“首诊在社区”、“小病进社区”。据各省市出台的政策,落地时间大部分集中在2015年,即有望从今年开始,社区医院将在国家大力推行分级诊疗下,得以盘活。

截至2013年底,我国社区卫生服务中心(站)家数总计3.4万,床位数共19.4万,尽管数量上呈现逐年增加的趋势,但数量仍较少,且规模小、人均拥有率低。分级诊疗是从大型医院里把慢病及轻症常见病种患者进行分流,将使社区医院在规模数量和就诊流量上迎来量和质的飞跃。

我们以国务院《全国医疗卫生服务体系规划纲要(2015-2020年)》中提出的2020年全国医疗卫生服务体系资源要素配置主要指标来看,基层医疗卫生机构每千人口床位数的CAGR预计为公立医院的2.4倍,医疗资源将逐渐下沉,以弥补严重不均衡的现状。

表 15 我国 2020 年基层医疗卫生机构与医院每千人口床位数规划

卫生机构	2020 年目标	2013 年现状	13-20 年 CAGR
基层医疗卫生机构 ⁷	1.2	0.99	2.8%
公立医院	3.04	3.3	1.2%

资料来源：国务院办公厅、中国中投证券研究总部

4.2.2 社区慢病管理 O2O 将受益显著，“平台建设+运营”数百亿市场

分级诊疗先行先试的病种主要是慢性病等常见病，比如将高血压、糖尿病等慢病患者，分流到社区卫生机构就诊。这样既能够合理配置医疗资源，同时社区的便利性有利于长期对慢性病进行监测，便捷地解决了医疗过程中的“检测量化、诊断评估、干预治疗”的线下循环。截至 2012 年，我国慢性病患者人数超过 2.6 亿，平均一名患者每年的慢病花费达万元左右。据统计，2012 年慢性病占据卫生费用（当年的数额为 27846 亿）的比例高达 68%，这意味着慢病健康管理具有近 2 万亿的巨大市场空间。

接下来，我们对社区慢病监测平台及健康管理市场空间进行一个理论估算，测算出平台建设及运营的市场容量为近 900 亿元，达到数百亿的级别。

（1）首先，我们测算智慧社区医院在平台初始投建市场，以门诊就医作为社区医院的分流对象，社区医院的收入近似为分流门诊后的收入，以我国医疗 IT 投入占比卫生费用的数额作为社区医院投入平台建设的比例。我们假设 2020 年分别社区医院将实现 50% 的分流，投入比例为 1%。以此估算 2020 年的智慧社区医院健康监测平台初始投建市场空间为年均 104 亿元。

表 16 我国社区医院监测平台建设年均市场空间估算

	2020 年
门诊就诊人次（亿） ⁸	$= 73 * (1+3\%)^7 = 90$
门诊均次费用（元）	192.5
社区医院分流比例	50%
平台投入的比例 ⁹	1%
监测平台建设年均市场空间（亿元）	104

资料来源：中国中投证券研究总部

（2）然而，我们认为搭建慢病监测平台意义不至于以往的医院信息化投入，未来的盈利将是创造运营的价值，及慢病健康管理信息增值服务等。

因此，在测算完初始投建市场空间后，我们对社区医院慢病管理 O2O 市场中信息化增值服务盈利的空间再做一个粗略估算，假设社区医院实现 50% 的慢病分流，而软件公司通过运营服务收取的提成为 5%，则预计 2020 年慢病监测平台有望通过运营服务获得的年均市场空间达近 800 亿元，潜在空间巨大。

⁷ 基层医疗卫生机构包括社区医院、县级医院、乡镇卫生院、村卫生室等。相对而言，大中城市社区医院的医疗设备较为完善，在基层医疗卫生机构中发展潜力较大；

⁸ 据卫生部统计年鉴，2013 年我国医疗机构门诊就诊人次为 73 亿，而 2006-2013 年就诊人次 CAGR 为 7.3%，考虑到过去十年医保的大幅度快速覆盖及卫生条件提升带来人们就医意识的增强，预计未来 10 年就诊人次增长将平稳，在此假设 13-20 年的 CAGR 3%；

⁹ 2013 年我国医疗 IT 占比卫生费用约 5%-6%，而同时期美国这一比例为 1.94%。在此假设 2020 年信息化占卫生费用比例分别为 1%，并以此作为社区医院投入平台建设比例的参数估算。

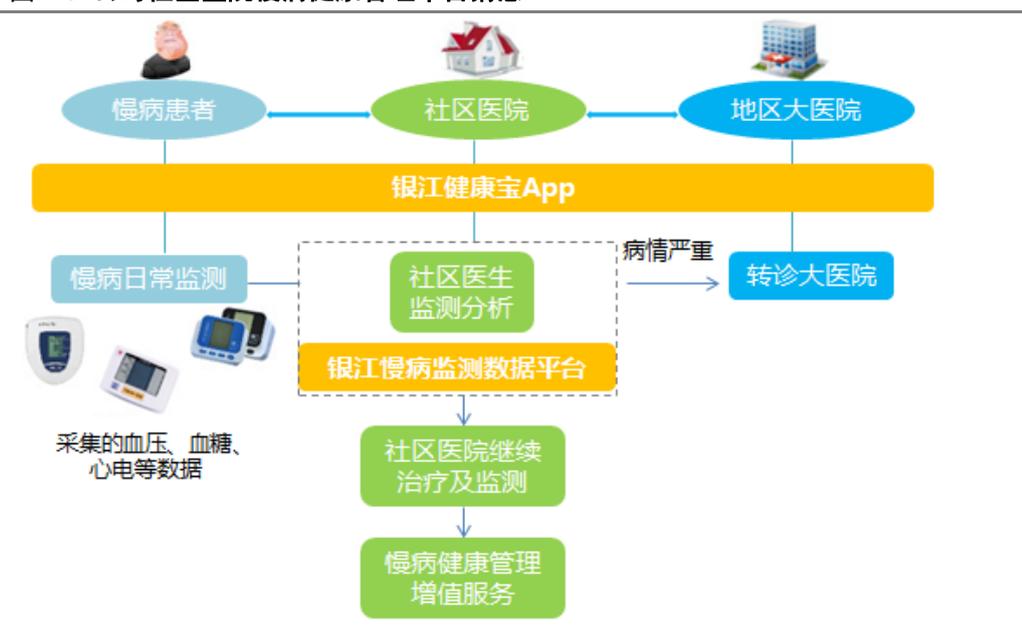
表 17 社区医院慢病监测平台运营市场空间估算

	2020 年
卫生费用总支出 (亿元)	46085
慢病所占比例	68%
全国慢性病总支出(亿元) ¹⁰	31338
慢病在社区的比例	50%
慢病管理社区 O2O 市场空间 (亿元)	15669
慢病管理信息增值服务比例	5%
慢病监测平台运营服务年均市场空间 (亿元)	783

资料来源：中国中投证券研究总部

我们认为,公司前期将主要搭建慢病监测数据平台,该平台连接 C 端患者和医院,将可穿戴设备、远程心电图、远程血压测量仪等收集的应用级别的数据能够及时监测并通过整理与分析,变成有意义、可提供社区医护人员决策支持的数据,达到预防监测、慢病管理的效果;公司还可能通过免费赠送患者健康硬件设备的形式,绑定用户,后续为社区慢病患者提供慢病健康管理的增值服务。在数据为王的时代,公司未来还有望凭借积累的患者慢病监测数据,与 App 和患者的连接入口,与药企、保险公司 B 端合作,分享慢病健康管理的盛宴。

图 13 公司社区医院慢病健康管理平台猜想



资料来源：网络、中国中投证券研究总部

¹⁰ 据卫生部统计数据,2012 年卫生总费用 27846 亿元,其中慢病支出占比约 68%,我们以 2012 年慢病总支出 18935 亿元,12-20 年年均增速为 6.5%计算,2020 年慢病总支出预计 31338 亿元。2004-2012 年的八年间卫生费用 CAGR 为 17%,我们预计 12-20 年 CAGR 将趋于平缓,以 6.5%作为年均复合增速估算。

五、投资策略：强烈推荐，目标价 60.8 元

业绩核心假设：

(1) 公司签署的智慧城市总包项目金额大，订单 14 年陆续落地，15、16 年将是签单高峰期，业绩有保障；14 年业绩公布的营收增速较低，可能是缘于项目结算进度的落后；

(3) 智慧交通传统业务在国内领先，行业 20%-30% 增长，景气度高，公司以高于行业水平稳定增长；此外，交通大数据的运营变现，值得期待；

(4) 公司积极重点布局智慧医疗领域，分级诊疗激活社区医疗市场、健康养老产业爆发，医疗 O2O 和养老 O2O 闭环很好地契合了医养服务区域化、本地化的特征，通过城市总包体现平台的占位价值，慢病健康管理、健康养老潜在市场空间巨大；

(5) 非公开增发已通过证监会审核，将大为有助于公司内生和外延的扩张。

我们预计公司 14-16 年的营业收入分别为 2180、3396、4796 百万元，归属母公司的净利润分别为 218、324、501 百万元，对应 EPS 分别为 0.80、1.17、1.81 元，对应当前股价分别为 49、33、21 倍。

表 18 公司的营业收入及利润预测

		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
智慧交通	营业收入(百万元)	444.2	557.3	552.1	897.0	1480.1	2072.1
	增长率(%)	37.39%	25.46%	-0.93%	62%	65.00%	40.00%
	毛利率(%)	29.96%	28.95%	28.20%	29.60%	30.00%	31.00%
智慧医疗	营业收入(百万元)	183.8	268.8	231.9	260.4	522.6	783.9
	增长率(%)	69.38%	46.25%	-13.73%	12.30%	100.00%	50.00%
	毛利率(%)	21.37%	25.02%	20.55%	24.00%	26.00%	35.00%
智慧城市	营业收入(百万元)	121.4	197.7	1054.6	979.7	1342.1	1879.0
	增长率(%)	132.70%	62.85%	433.43%	-7.11%	37.00%	40.00%
	毛利率(%)	23.44%	21.47%	21.03%	21.50%	21.60%	21.70%
智慧建筑	营业收入(百万元)	269.7	422.9				
	增长率(%)	21.64%	56.80%				
	毛利率(%)	21.28%	23.78%				
其他业务	营业收入(百万元)	9.1	9.9	11.9	42.6	51.1	61.3
	增长率(%)	31.74%	8.79%	20.20%	257.84%	20.00%	20.00%
	毛利率(%)	91.99%	77.63%	83.11%	78.00%	79.00%	79.00%
合计	营业收入(百万元)	1028.2	1456.6	1850.5	2179.7	3395.9	4796.3
	增长率(%)	44.43%	44.43%	27.04%	17.79%	55.80%	41.24%
	毛利率(%)	25.93%	26.04%	23.51%	25.56%	26.80%	28.62%

数据来源：Wind、中国中投证券研究总部

六、风险提示

公司业绩相关的主要风险提示如下：

（1）公司业务经营范围为智慧城市涵盖的各项民生领域，客户主要为政府、大型机构等。有些项目订单额较大、项目实施周期长，存在项目结算的进度可能不达预期的风险；

（2）公司在智慧养老、医疗、交通等领域，均有在寻求商业模式由项目制转变为运营的突破，国内仍属于新兴业务，可能面临运营模式转型的进展低于预期的风险。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2300	3196	4589	6323	营业收入	1855	2180	3396	4796
现金	483	319	150	150	营业成本	1418	1623	2486	3423
应收账款	604	837	1277	1803	营业税金及附加	52	61	95	134
其它应收款	205	238	402	567	营业费用	58	70	110	158
预付账款	127	260	398	548	管理费用	146	185	292	412
存货	876	1541	2361	3252	财务费用	7	29	81	132
其他	4	1	1	2	资产减值损失	31	7	7	7
非流动资产	253	747	714	701.42	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	25	41	41	41	投资净收益	3	10	10	10
固定资产	71	63	54	45	营业利润	144	215	335	539
无形资产	45	51	58	65	营业外收入	15	38	38	38
其他	112	592	561	550	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	2553	3943	5303	7024	利润总额	157	253	373	576
流动负债	1537	2009	3064	4311	所得税	16	35	51	80
短期借款	297	927	1497	2208	净利润	141	218	321	497
应付账款	664	597	915	1261	少数股东损益	-4	-2	-2	-4
其他	576	485	652	842	归属母公司净利润	146	220	324	501
非流动负债	6	5	5	5	EBITDA	166	258	430	685
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.60	0.80	1.17	1.81
其他	6	5	5	5					
负债合计	1543	2015	3069	4316	主要财务比率				
少数股东权益	47	45	43	39	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
股本	243	276	276	276	成长能力				
资本公积	278	955	955	955	营业收入	24.7%	17.5%	55.8%	41.2%
留存收益	443	652	960	1438	营业利润	24.2%	49.3%	55.5%	60.8%
归属母公司股东权益	963	1883	2191	2669	归属于母公司净利润	31.1%	50.9%	47.3%	54.7%
负债和股东权益	2553	3943	5303	7024	获利能力				
					毛利率	23.5%	25.6%	26.8%	28.6%
					净利率	7.9%	10.1%	9.5%	10.4%
					ROE	15.1%	11.7%	14.8%	18.8%
					ROIC	17.3%	8.5%	10.2%	12.3%
					偿债能力				
					资产负债率	60.4%	51.1%	57.9%	61.4%
					净负债比率	19.24%	46.03%	48.79%	51.16%
					流动比率	1.50	1.59	1.50	1.47
					速动比率	0.93	0.82	0.73	0.71
					营运能力				
					总资产周转率	0.79	0.67	0.73	0.78
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	2.51	2.57	3.29	3.15
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.53	0.80	1.17	1.81
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.03	-3.70	-2.43	-2.04
					每股净资产(最新摊薄)	3.49	6.82	7.93	9.67
					估值比率				
					P/E	73.86	48.95	33.24	21.48
					P/B	11.17	5.71	4.91	4.03
					EV/EBITDA	64	41	25	15

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张轶,中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

雷雳,计算机行业分析师,厦门大学物理学学士、金融学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434