安信证券
ESSENCE SECURITIES

公司分析 银江股份(300020)

首次评级
软件与服务/信息技术

银江股份：中国智慧城市实践者

银江股份公司分析报告

评级： 买入-A
上次评级：
目标价格： 56.00 元
期限： 6 个月 上次预测：
现价： 42.64 元
报告日期： 2010-03-13

报告关键点：

- 智慧城市是物联网付诸实施的切入点和突破口。
- 跨区域拓展、跨领域布局、外延式并购多种路径保证公司高速成长。

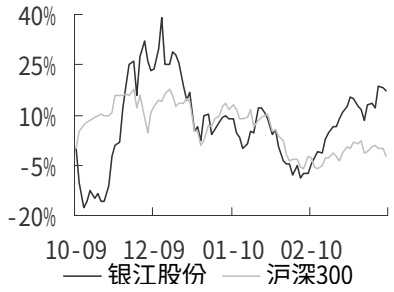
报告摘要：

- **定位智慧城市，不断拓展新领域。**公司在国内最早提出了“智慧城市”的概念，并确立了以“致力智慧城市建设”为愿景，以“引领智能技术未来”为理念，以“推动城市进步，保障百姓安康”为使命的企业发展思路，在智能识别、移动计算、数据融合三大领域拥有比较完备的核心技术。主要产品包括城市交通智能化、医疗信息化和建筑智能化三类，在新领域拓展上，公司已经获得了教育和电力行业的订单。
- **智慧城市是物联网建设的突破口。**智慧城市是城市在物联网时代演进的方向和目标。“智慧城市”为物联网与人类日常生活需求的结合划定了一个更为明确的实现区域，是“物联网”构想付诸实践的一个明确切入点。一方面，4万元投资对信息化的需求拉动将未来几年集中显现；另一方面，在中央的大力推动下，物联网产业将刺激地方政府的热情。2010年，地方政府主导的各类示范工程将围绕交通、安防、建筑、医疗等城市基础设施和公共部门展开，智慧城市建设带来的信息化需求预计每年超过千亿元。
- **竞争优势明显，高速成长确定。**公司在三大业务领域拥有齐全的业务资质，集成创新能力较强，三级渠道营销模式独特，与intel等跨国公司的联盟合作提升了资源整合能力，不断积累的成功案例带来示范性优势。由于公司业务定位独特超前，跨区域拓展已经开始进入收获期，跨领域拓展开始布局并实现订单零的突破，明确了通过并购进行外延式扩展的发展思路，并且随着公司影响力和技术水平提升，软件系统收入占比将逐步提升，公司盈利能力有望稳步提升。公司高速成长十分确定。
- **首次评级买入-A。**我们预测公司2009-2011年净利润增长率分别为56.8%、80.9%和61.7%，EPS分别为0.62、1.12和1.81元，三年净利润复合增长率超过60%。公司未来高速增长的态势十分明显，且外延式并购使业绩有超预期的可能。公司本身是最为纯正的物联网概念公司，且作为创业板公司高送配预期会成为公司股价的催化剂，我们给予公司2010年50xPE，6个月目标价格56元，首次评级给予买入-A的投资评级。

市场数据

总市值(百万元)	3,411.20
流通市值(百万元)	852.80
总股本(百万股)	80.00
流通股本(百万股)	20.00
12 个月最高/最低	28.02/55.00 元
十大流通股东(%)	
股东户数	

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	10.34	8.38	(29.46)
绝对收益	9.78	(1.18)	17.14

研究员

侯利 行业分析师
010-66581625 houli@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	188.3	349.1	531.8	895.9	1,403.4
Growth(%)	*69.1%*	*85.4%*	*52.3%*	*68.5%*	*56.6%*
净利润	20.3	31.5	49.4	89.4	144.5
Growth(%)	*116.7%*	*55.4%*	*56.8%*	*80.9%*	*61.7%*
毛利率(%)	26.4%	25.4%	24.5%	24.8%	25.1%
净利润率(%)	10.8%	9.0%	9.3%	10.0%	10.3%
每股收益(元)	0.25	0.39	0.62	1.12	1.81
每股净资产(元)	1.24	2.04	7.18	8.30	10.11
市盈率	161.5	103.9	66.3	36.6	22.6
市净率	32.9	20.1	5.7	4.9	4.0
净资产收益率(%)	20.4%	19.3%	8.6%	13.5%	17.9%
ROIC(%)	74.5%	101.6%	42.1%	44.5%	43.2%
EV/EBITDA	87.3	62.9	50.7	29.7	18.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

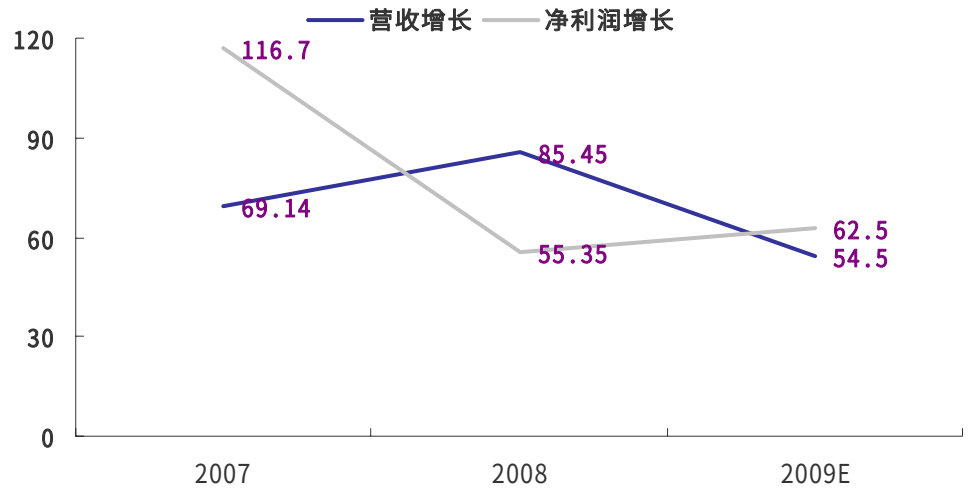
前期研究成果

1. 定位智慧城市，享受快速成长

公司主营业务为智能化系统集成及服务，产品包括城市交通智能化、医疗信息化和建筑智能化三类，在新领域拓展上，公司已经获得了教育和电力行业的订单。公司早在上市前就提出了“智慧城市”的发展理念，坚持以“致力智慧城市建设”为愿景，以“引领智能技术未来”为理念，以“推动城市进步，保障百姓安康”为使命，在智能识别、移动计算、数据融合三大领域拥有比较完备的核心技术，旨在成为国内一流的智能化行业整体解决方案提供商。

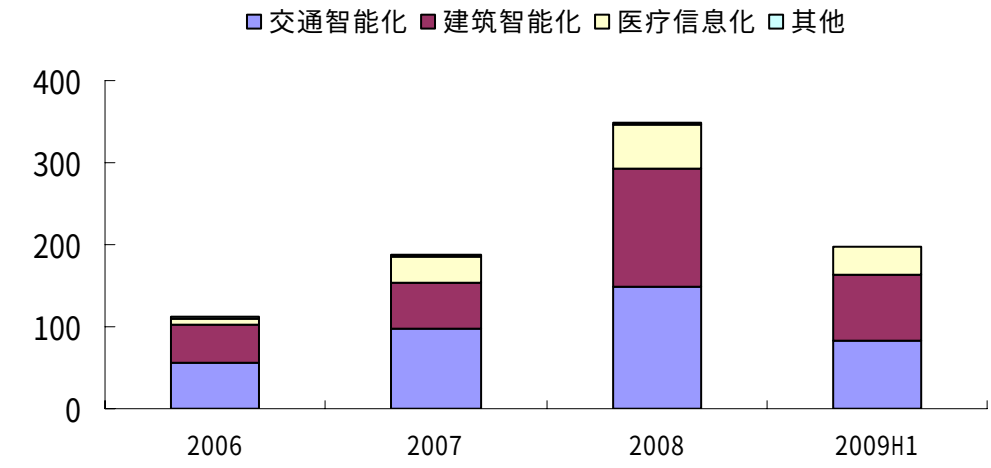
随着公司在交通、医疗和建筑智能化领域成功案例增多、企业知名度提升，近几年公司进入了一个高速增长的时期，2007-2009 年主营收入和净利润复合增长率保持在 60%以上。从公司业务构成来看，交通和建筑智能化占比较高，各占 40%多的比重，医疗信息化业务占比不到 20%，但占比呈快速提升态势。

图 1 公司营业收入与净利润增长率 %



数据来源：wind 安信证券研究中心

图 2 公司主要业务构成变化情况



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

2. 智慧城市是物联网发展最有效的切入点

2.1. 智慧城市与物联网的关系

物联网的概念是在 1999 年提出的，它的定义很简单：把所有物品通过射频识别、传感器、二维码等信息传感设备与互联网连接起来，实现智能化识别和管理。物联网把新一代 IT 技术充分运用在各行各业之中，具体地说，就是把感应器嵌入和装备到电

网、铁路、桥梁、隧道、公路、建筑、供水系统、大坝、油气管道等各种物体中，然后将“物联网”与现有的互联网整合起来，实现人类社会与物理系统的整合，在此基础上，人类可以以更加精细和动态的方式管理生产和生活，达到“智慧”状态，提高资源利用率和生产力水平，改善人与自然间的关系。物联网的第一步一定是实现物理信息的采集，只有在此基础上，才谈得上与互联网的整合以及网络运营和信息发布。

智慧城市是综合运用 GIS、遥感、GPS、无线识别、视频监控、虚拟仿真等各种信息技术，对城市的基础设施、功能机制进行信息自动采集、动态监测管理和辅助决策服务的技术系统，它具有城市地理、资源、生态环境、人口、经济、社会等复杂系统的数字化、网络化、虚拟仿真、优化决策支持和可视化表现等强大功能。智慧城市是城市在物联网时代演进的方向和终极目标。是建立在物联网基础上的更为高级的城市形态。智慧城市建设的第一步是实现城市各种物理信息的采集。

因此，物联网和智慧城市的建设必然是自上而下推动、自下而上发展的过程，在此过程中，企业和地方政府部门的局部物理信息采集将率先展开。事实上，二维码、RFID、传感器等信息采集手段的发展已经有很多年，但仍未能得到广泛应用。这一方面是社会的发展和进步尚未到那个阶段，另一方面则是技术发展仍不够成熟，成本较高。这直接限制了以盈利为目的的企业部门的应用。而从地方政府角度来看，在中央政府尚未提到战略高度的背景下，也并未认识到其潜在的发展前景。不过在目前中央政府大力推动物联网等新兴战略性产业发展的大背景下，智慧城市理念将很快为各地方政府所理解和接受，并率先在一些公共领域和部门开始推进发展。

2.2. 智慧城市是物联网建设的切入点突破口

作为“智慧地球”的倡导者和引领者，IBM 公司最早提出了“智慧城市”的架构，认为智慧城市将是智慧地球建设的突破口。“智慧城市”为物联网与人类日常生活需求的结合划定了一个更为明确的实现区域，也是“物联网”构想付诸实践的一个明确切入点。“智慧城市”关注与大众民生密切相关的生活问题，例如交通堵塞、废气排放、水资源利用等。作为物联网的重要应用，智慧城市的建立将有利于政府实时了解城市中发生的突发事件，并能适当及时部署资源以作出响应，更能极大的提升城市的信息化水平，提高城市的竞争力并带动城市服务业和相关产业的发展，对于促进经济增长、解决各种社会问题、保持社会稳定具有重要的推动作用。

2.3. 智慧城市借物联网热潮有望迎来快速发展

尽管物联网的模式和技术实现目前来看仍然不是很清晰，但由于中央将其提到了战略高度，作为未来重点扶持推动的新型战略性产业，必然会极大的刺激地方政府的热情。可以预见，2010 年，政府主导的各类示范工程将在全国很多地区开建，各地都会开展物联网和传感网的示范项目和示范应用，并建设相应的示范区。其中，无锡“感知中国”中心的架构和体系将全面建成，众多研究中心将会落地，大部分研究项目将启动；而北京对物联网和传感网的发展非常重视，并部署了众多项目，预计将在下半年大规模启动；广东、上海等地也将启动相应工作。而公司所在的杭州市政府也极其重视物联网产业发展，并确定了在公共安全、节能减排、交通物流、电力安全等领域进行推广应用，杭州希望按照“需求牵引、技术推动”的思路，以国家高新区为基地，集全市之力，坚持网络建设、技术应用和产业发展三位一体，开展杭州物联网发展规划，培育和发展杭州物联网产业，努力打造全国物联网产业发展中心。1 月 22 日，由中国移动杭州分公司发起的“中国移动杭州分公司物联网产业合作联盟”在杭州成立。

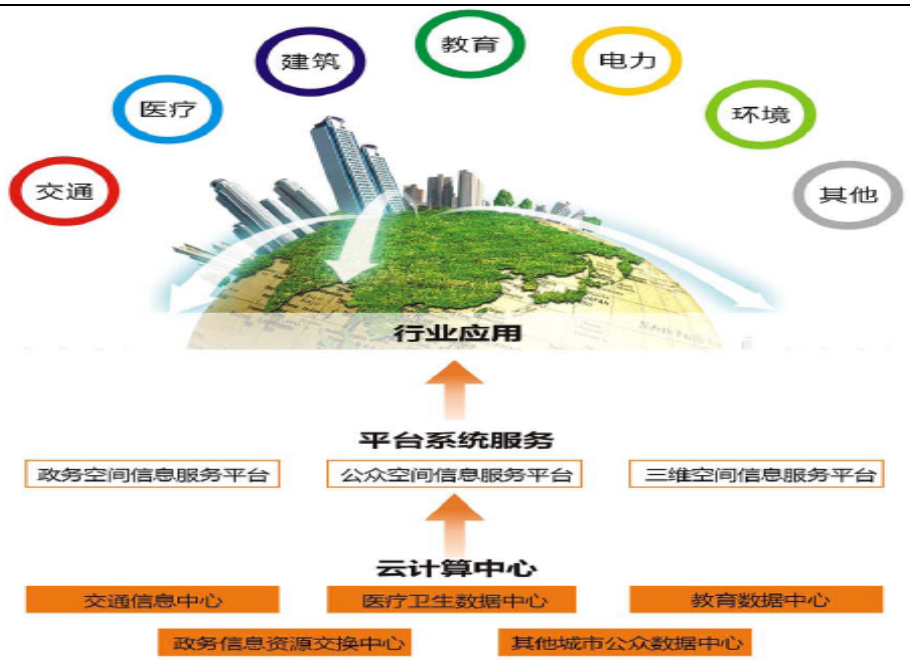
就地方政府启动的物联网示范项目来看，一定会围绕当前已经出现的一些初级应用而展开，同时未了更好的体现出物联网建设的实用性和示范效应，围绕解决一些城市面临的矛盾问题进行的示范工程项目将会首先得到保证。例如在交通、建筑节能、安防监控、医疗。由于物联网的应用初期，由于底层基础网络设施的缺乏以及信息采集手段成本的制约，企业等商业部门并不会成为主导性的推动力量，但地方政府出于促进地方经济增长、解决民生问题、保持社会稳定的诸多因素考虑，以及响应中央的号召，对建设成本相对并不敏感，更注重社会效益，因此反而能够成为物联网建设初期的重要推动力量。智慧城市的理念既体现了是物联网时代城市发展的演进方向，同时也有很多具体的应用实施方向，很容易为地方政府接受并推动。

3. 智慧城市架构下各业务发展空间广阔

公司智慧城市理念的核心就是采用更加智能化的方法，通过应用智能识别、数据融合、移动计算、云计算等技术，使得城市物理基础设施与城市 IT 基础设施之间进行完美的结合，并改变政府、企业和市民相互交互的方式，提高相互之间交互的明确性、效率、灵活性和响应速度，使得政府、企业和市民可以做出更明智的决策。从应用层面来看，公司已经在交通、医疗和建筑领域形成了大量的应用案例，在教育、电力方面做了初步的布局并实现零的突破，并在环境方面进行了一定的规划。从公司目前主要涉足的城市交通、智能建筑和信息化医疗业务来看，均是具有巨大市场空间并且已经形成相对成熟架构的领域。

公司作为智能交通、智能建筑和医疗信息化的系统集成商，必然会在物联网建设初期的各领域和各地方“局部物联网”建设过程中获得大量订单。事实上，国内目前几个物联网发展相对领先的地区，都有意吸引公司到当地建设物联网研发中心，并将部分物联网示范建设项目交由公司建设。

图 3 公司智慧城市总体架构



资料来源：公司资料 安信证券研究中心

3.1. 智能交通：未来三年进入发展上升期

3.1.1. 城市化加快催生巨大需求

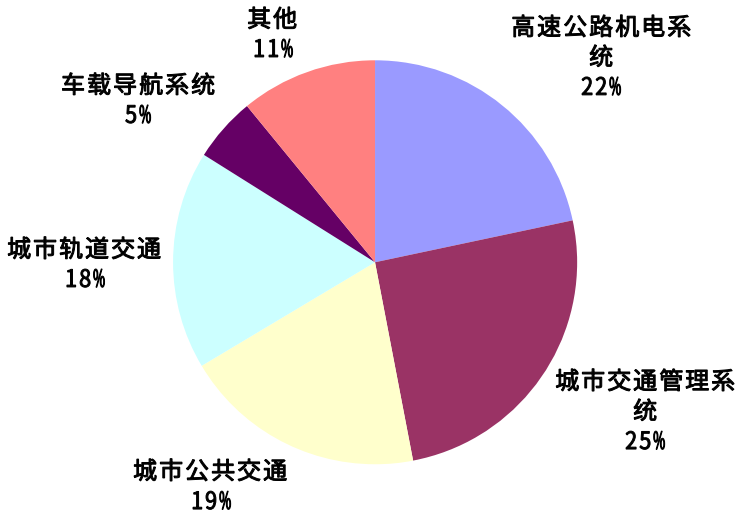
城市化和汽车普及进程的加快不断加剧了各大城市的交通拥堵情况。根据建设部的统计显示，2006 年我国城市人均道路面积仅为 10.6 平方米，远远低于国外城市人均道路面积 15-20 平方米，同时城市的机动车保有量正以 15%的高速率增长、而城市道路的增长率则仅为 3%左右。这一矛盾让国内几乎所有大中城市都面临着交通不畅与不安全的问题。智能交通系统（Intelligent Transportation System，简称 ITS）是未来交通系统的发展方向，它是将先进的信息技术、数据通讯传输技术、电子传感技术、控制技术及计算机技术等有效地集成运用于整个地面交通管理系统而建立的一种在大范围内、全方位发挥作用的，实时、准确、高效的综合交通运输管理系统，能够有效缓解城市交通面临的各种压力。

和世界发达国家相比，我国的智能交通发展空间更为广阔。其一，智能交通基础建设还需要一定的时间，市场的潜在规模比较大；其二，综合交通的智能化发展受到关注和重视，整合资源、信息共享，构建社会化的智能交通管理和服务平台，是我国交通管理的特点，也是我国智能交通发展的特色；其三，我国人口数量大，社会发展的机

动化进程迅速，人、车、路的协同管理具有现实的急迫需求，汽车电子、车路协调、公交等领域将具有很大的发展空间。

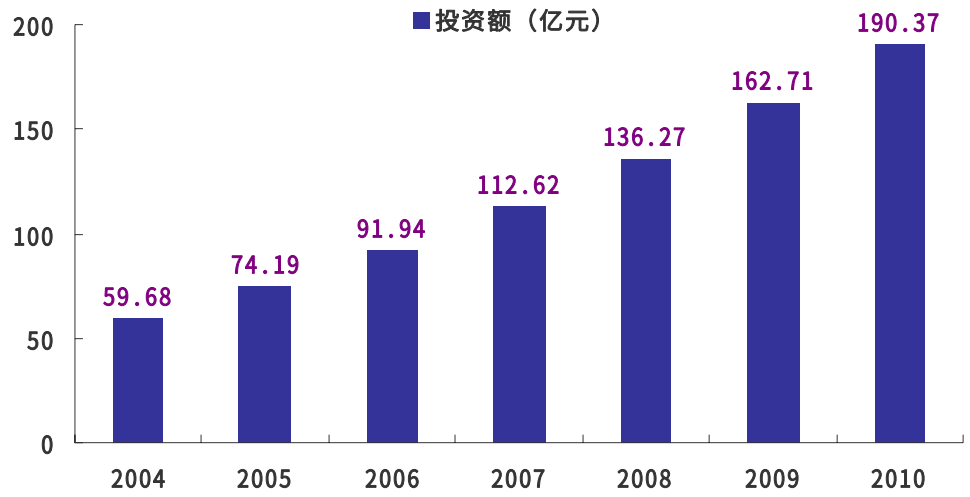
总体来看，我国目前城际间和城市内的交通基础设施建设仍处于大规模的建设之中，中国人均占有的公路里程与发达国家相比还有很大差距，发达地区农村的城市化进程也刚刚开始，这就决定了我国的智能交通系统的研发和应用主要集中在城市交通管理、高速公路机电系统和城市公共交通这三个领域。计世资讯的研究表明，城市交通管理、高速公路机电系统和城市公共交通在 2007 年国内智能交通投资比例分别为 25.2%、21.8%、19.3%。

图 4　2007 年中国智能交通投资领域分布



数据来源：计世资讯 安信证券研究中心

图 5　中国智能交通投资额预测



数据来源：计世资讯 安信证券研究中心

未来三年间，将是中国智能交通发展的上升时期，将对提高城市交通设施利用效率、提升交通系统服务水平、促进节约型城市交通系统产生积极影响。从各省市发展规划来看，中国大多数城市从 2009 年起将大规模增设公交道，建设新的轨道交通，以构建大公交网络。国家和地方政府将投入大量资金采购应用于公交、地铁、轻轨和出租车的各种智能交通解决方案和产品。同时，由于城镇化进程加快，城市交通的城乡一体化趋势日益明显，交通信息化的范围逐步向城镇郊区扩展。在未来三年中，全国城市交通智能化的水平将有显著提高。随着国家 40000 亿扩大内需的投入，行业的发展将迎来前所未有的机遇。

3.1.2. 公司形成完整解决方案

公司智慧交通架构综合考虑了人、车、路之间的通讯、通过智能识别等方式获取物物相连中的数据，传送到数据处理中心云，经数据融合、移动计算等相关技术开发出一系列的平台和应用系统。目前，公司的智慧交通覆盖了城市智能交通系统、快速公共交通系统、轨道交通系统、平安城市四个领域。公司是行业内领先的城市交通智能化整体解决方案提供商，自主研发了智能交通技术平台和应用系统。在城市智能交通领域已经由上百个成功的工程案例积累。公司在智能交通领域的突出优势体现在公司开发出了一套完整的智能交通诱导与管理平台体系，能够为城市交通提出全套解决方案。

图 6 公司智能交通诱导与管理平台系统

资料来源：公司资料 安信证券研究中心

3.2. 智能建筑：内涵不断丰富，市场空间巨大

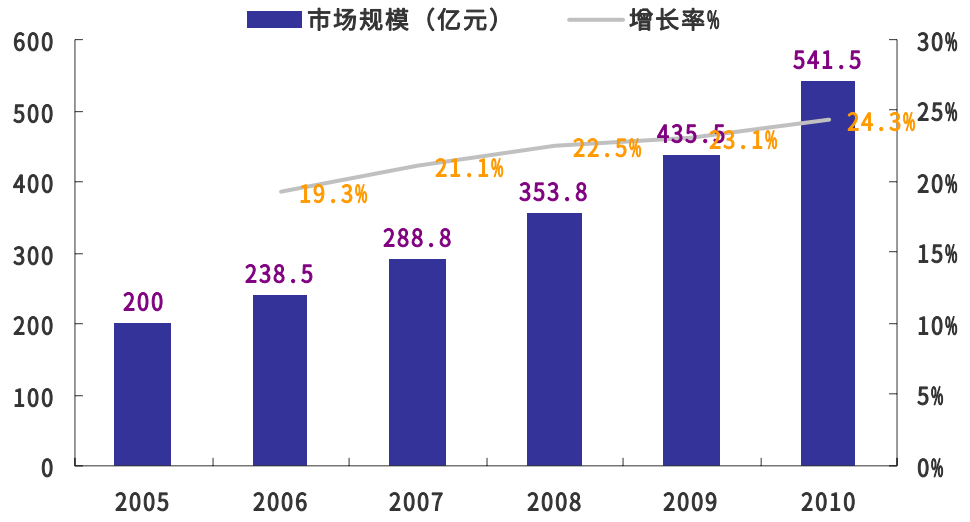
智能建筑是指通过将建筑物的结构、系统、服务和管理四项基本要求以及它们之间的内在关系进行最优化综合,提供一个投资合理,具有高效、舒适、便利环境的建筑物。其核心功能是智能系统,智能系统设备通常放置在智能化建筑环境内的系统集成中心,通过综合布线与各种终端设备连接,并通过计算机对整栋大楼进行动态实时监控,从而实现高度智能化。

根据 CCID 的分析，中国建筑智能化系统工程行业市场规模在 2005 年首次突破 200 亿元，2006 年达到 238.5 亿元，预计 2010 年前将维持 20%以上的增长态势，到 2010 年市场规模将达到 541.5 亿元。

公司智能建筑业务涵盖了建筑智能化系统和绿色建筑系统。建筑智能化系统包括建筑设备自动化系统、安防自动化系统、消防自动化系统、办公自动化系统、综合布线系统等。绿色建筑系统通过综合各种技术，实现了现代建筑节能、降耗、环保和生态等绿色建筑设计理念。

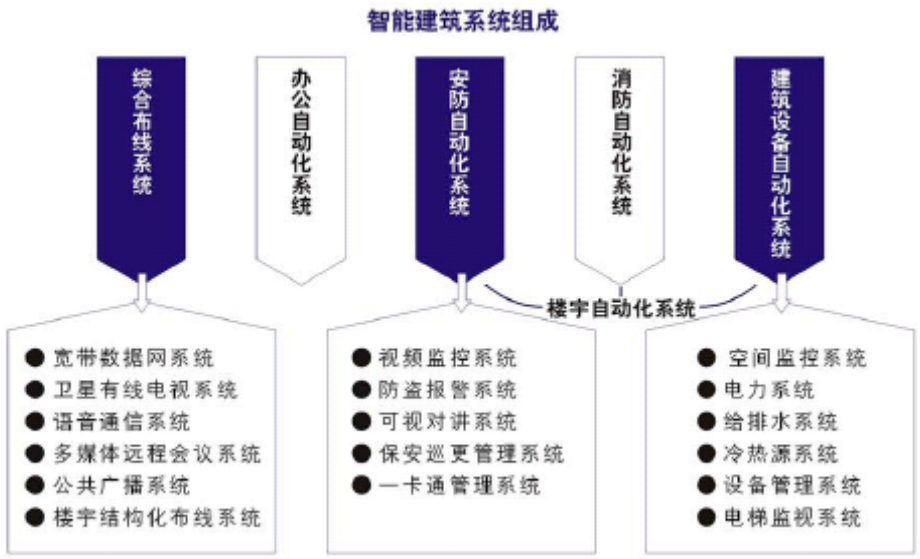
随着各种智能化手段的发展，以及国家对物联网产业的推动，智能建筑的内涵将会得到不断的拓展，建筑智能化系统中将融入更多智能化的设备和手段，这也将使得建筑智能化的市场空间可能会远远超过研究机构的预测。

图 7 中国建筑智能化系统工程行业市场规模



数据来源：CCID 安信证券研究中心

图 8 公司智能建筑系统架构



数据来源：公司资料 安信证券研究中心

3.3. 智能医疗：一个正在形成的金矿

医院是医疗行业信息化需求的主体，目前医院数字化的高端应用需求逐渐显现，以“病人为中心”的系统建设成为重点。大型医院的 HIS 系统初期建设已经基本完成，未来建设的投资重点正逐步向高端应用需求推进。例如：许多医院规划升级现有的基础网络，由各自独立的 HIS 系统向一体化的综合 HIS 系统转变；同时服务理念从以“医院信息管理为中心”转向以“病人为中心”。在未来几年内，大型医院将逐步加大对临床医疗系统(CIS)、医疗影像系统(PACS)的投资比例，电子病历、远程医疗、区域信息化也开始逐步建设。

2006 年全国卫生总费用为 10,488 亿元，2007 年全国卫生总费用为 11,289.5 亿元，2008 年全国卫生总费用为 12,218 亿元，年均复合增长率为 8 %。随着国家对医疗卫生投入的增加以及人民生活水平的提高对卫生健康的重视程度加强，每年全国卫生总费用将呈逐年增长的趋势。按照 10%的增长速度预计，到 2011 年全国卫生总费用将达到 16,262 亿元，按照《全国卫生信息化发展规划纲要（2003～2010 年)》规定，各医疗机构按全年总收入 1-3%的比例投入信息化建设，保守按照 1%估计，医疗信息化

市场容量约 162.62 亿元。

图 9 公司医院移动智能系统

资料来源：公司资料 安信证券研究中心

考虑到智慧城市建设过程中，在智慧医疗解决方案中将引入更多智能化的技术和设备，使医院信息化体系发生革命性的变革，我们认为智慧医疗的潜在市场空间将远大于 CCID 的预测。这可以从公司医院移动智能系统的架构中很清楚的看到这一点。

图 10 公司医院移动的智能终端的应用

资料来源：公司资料 安信证券研究中心

4. 公司竞争优势分析

4.1. 业务资质优势

经过多年的发展，公司已成为行业内综合业务资质等级最高、种类最全的公司之一。目前，公司已取得了工信部颁发的计算机信息系统集成壹级资质、国家保密局涉及国家秘密的计算机信息系统集成乙级资质，并通过了 CMMI 三级认证、ISO9000 管理体系认证。除此之外，公司还拥有建筑智能化工程专业承包一级资质、建筑智能化系统集成专项工程设计甲级资质、电子工程专业承包二级资质等多项资质，并通过 ISO14001 环境管理体系、OHSMS18001 职业健康安全管理体系认证。

上述资质及认证有力地保证了公司承接相关业务的能力，使公司在智能化系统工程招投标过程中拉开与竞争对手间的差距，为公司业务领域的拓展奠定了良好的基础。根据 CCID 研究报告，2008 年公司在城市智能交通系统主力提供商综合竞争力评估中位居行业第一位、无线医疗解决方案综合竞争力评估中位居行业第一位、临床移动信息

系统解决方案中综合竞争力评估中位居行业第一位。

4.2. 集成创新优势

集成创新已成为公司重要的创新方式，是公司增强国际竞争力、赢得市场竞争优势的重要保障。公司在提供行业整体解决方案中，涉及多学科、多技术，知识覆盖范围广，通过集成的方式方法来获取创新结果。但是，集成创新也需要靠原始创新来不断地准备素材，在原始创新方面，公司通过理论创新、原理创新、方法创新得到理论、方法、技术或产品，表现为公司获得专利、软件著作权、产品登记等得到体现；公司利用移动计算，智能识别技术，国内第一次将 RFID 身份识别技术应用于国内最长的 BRT 公交优先控制系统，首次实现了公交优先与公交准点，在高效运行的基础上提供了高水平的服务。在消化吸收再创新方面，公司通过与 MOTOROLA、INTEL 等企业的技术合作，成功研发出应用于移动终端产品 MCA。

4.3. 营销模式及市场开拓优势

公司采取“三级渠道营销模式”，立体推广公司产品及服务。第一级渠道为公司直属的分公司或办事处，实施本地化策略，完成三大主要职能，从“样板建设”、“品牌推广”，最终成为“技术服务”部门，负责公司当地合作伙伴和加盟商的业务承接、实施、后继服务；第二级渠道为公司战略联盟（INTEL、MOTOROLA、BEA、ZEBRA、百特等），作为三级渠道营销模式的信息源，完成“市场分析”、“加盟信息”和“项目收集”；第三级渠道为公司的业务加盟商和合作伙伴，完成“项目合作”、“需求反馈”、“客户教育”。通过本地化项目合作，实现营销本地化、实施本地化和服务本地化，扩大公司智能化系统本地化应用。上述营销模式使得公司智能化系统工程业务得以向全国主要区域渗透，在立足自身营销的同时最大限度地借力国际合作优势和本地化资源。

4.4. 成功案例示范性优势

公司凭借着多年的 ITS 领域服务经验以及对浙江省交通状况的充分了解，建成了杭州市交警支队交通指挥中心集成综合管控系统、杭州 BRT 交通信号优先系统等示范性工程项目，进一步巩固了浙江省城市交通智能化领域龙头地位，并借势拓展周边地区业务。2006 年 9 月，公司承接的邵逸夫医院数字化改建工程顺利完工，该医院信息化水平进一步提高并成功通过 JCI（国际医疗卫生机构认证联合委员会）国际标准认证，成为国内首家通过该认证的大型公立医院，示范性效应明显。另外，部署了公司移动医护系统的浙江大学附属第一医院获得了卫生部评选“中国十家数字化示范医院”第一名。

4.5. 整合资源优势

公司先后与清华大学智能交通研究所、浙江大学信息学院、浙江工业大学机电学院成立联合智能交通研究机构，开发领先的智能交通应用技术。聘请包括两院院士在内的多位专家、学者作为公司的高级技术顾问。

公司与 INTEL、MOTOROLA、BEA、ZEBRA、SIEMENS 等建立了广泛的合作关系。2005 年，公司作为创始人之一与 INTEL、MOTOROLA、BEA、邵逸夫医院等国际知名企业、国内知名医疗机构结成数字医疗联盟（DMU）。该联盟致力于集合国内外医疗产业各方在营销渠道、软硬件技术和行业影响力等力量，推动国内医疗信息化应用和升级完善。2008 年 12 月公司与 INTEL 合作推出了全球首款移动临床信息助手(MCA)，展现了医疗技术的一大进步，未来将全面应用于公司为医院提供的信息化系统。2009 年，公司成为 INTEL 成员企业，INTEL 的支持将加强公司在智能技术、移动互联网领域的创新。通过与上述高校、企业等的合作，结合公司二次技术开发及对本土应用市场的把握，能较好地实现世界先进智能技术与国内市场需求的有机融合，有效的整合了社会资源，提高了公司综合竞争能力。

5. 公司业务模式及发展前景

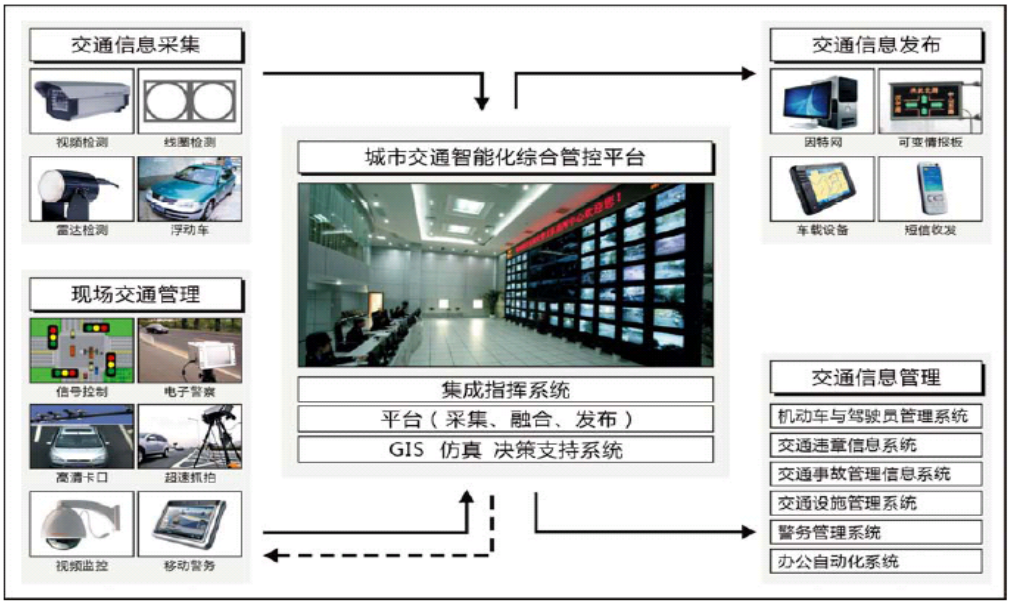
5.1. 业务模式

公司业务以系统工程总承包的形式开展，采取招投标的方式来获得合同，对于中标的部分项目，部分采取分包方式。对于分包业务，考虑智能化系统工程的专业性和规模性，目前的管理方式是由公司作为总承包方在设计、安装和调试等方面进行总体协调

和管理，着重解决技术难点和关键点，将非主体工程和劳务工程分包给具有相应专业承包资质或者劳务分包资质的其他企业。随着公司业务规模的扩大，分包业务总量也随之增加。

在智能交通领域，项目的招标方一般为城市交通规划、建设和管理部门。其中城市交通规划和建设单位的招标项目主要集中在交通信息采集等前端装置和系统的搭建。而中端的信息处理分析和后端的信息发布反馈等平台系统的搭建主要由交通管理部门招标。对于城市智能交通建设而言，每新建或改造一条道路，都需要建设前端信息采集系统，因此这类项目数量比较多，且更多的涉及到硬件的采购和铺设安装，合同金额也比较大。而对于中后端的信息处理分析和发布以及综合管理等系统的建设，在首次构建后，主要是通过不断升级改造扩容的方式产生需求。在整个智能交通建设中项目金额占比要低一些，但由于系统中的软件比重大幅提升，因此毛利率较前端采集环节要高。

图 11 公司城市智能交通业务主要内容



资料来源：招股说明书 安信证券研究中心

在智慧医疗领域，招标方主要为全国的三甲和二甲医院。公司目前在医疗业务上主要提供的是两类业务，一是类似智能建筑业务，主要是医院建筑的弱电改造、网络布线、安防监控等系统的搭建，二是为医院提供数字医疗系统，其中包括为数字医疗系统配套的设备销售。弱电改造和数字化医疗系统两者之间也存在一定联系，很多医院在建设数字化医疗系统的过程中也需要进行弱电改造。数字化医疗由于涉及到了各类信息设备和部分医疗设备的采购和改造，并且要运用各种先进的技术和产品，一般项目金额会高于医院建筑的智能化改造。不过很多合同是打包在一起的，因此并不容易区分的很清楚。在数字化医疗方面，公司以自主研发的应用系统平台和应用支撑平台为基础，基于移动计算终端和应用软件，通过综合应用多种智能识别技术，实现了移动医院信息化领域的综合应用，对医院医护流程进行全面管控。公司的主要优势体现为移动医疗信息系统的构建，实际上就是物联网在医院领域的应用，是智慧医疗的核心。而传统的医院信息系统目前很多医院已经成熟且竞争较为激烈，公司主要并不作为主要的盈利点。

在智能建筑领域，招标方主要是各类建筑的设计施工单位，根据建筑项目的规模差别和品质要求的不同，合同金额也差距很大。

5.2. 三大业务发展势头迅猛

5.2.1. 智能交通：优势在后端，规模在前端

在智能交通领域，从公司中标的项目来看，目前前端信息采集系统环节和中后端的信息处理分析管理发布平台等项目金额比例大概为 7:3。从前端来看，一般每公里对应

的信息系统项目金额大约为 70-80 万。城市化的发展带来的城市扩张和交通问题使得新建和改造道路的数量均不断增多，以公司份额超过 90%的杭州为例，公司获得的来自交通领域的订单呈快速增长态势，2009 年合同金额已经超过 1.5 亿元，其中前端项目金额过亿元，并且仍然呈现快速增加态势。公司目前已经取得突破的其他一二级城市包括上海、广州、重庆、成都、合肥、宁波、天津、厦门、石家庄、昆明、南宁、郑州、长沙。在很多三四城市也有较大突破，比如在江苏盐城公司就拿下了一条快速公交的总包项目，合同金额超过 4000 万。**仅考虑前端信息采集环节的空间，公司开拓的 14 个一二级城市预计每年的潜在项目金额就超过 20 亿元，并且在以两位数的增速在增长。**尽管公司在杭州外市场短期内不可能获得杭州那样高的份额，但由于公司在多数城市是近 2 年取得的突破，随着实施项目增多，公司在这些城市的品牌知名度和竞争优势在累积，另外由于公司在后端的诱导系统和信息自动分析处理等方面具有核心技术，竞争对手较少，在城市规划日益科学和前瞻的背景下，我们认为在杭州以外城市公司的订单和份额都将呈大幅增长和提升态势。

就中后端而言，尽管很多城市都建立了交通指挥控制中心，但主要是传统视频信息的监控，无法做到信息的自动提取分析和的处理发布，真正基于物联网基础上的智能交通管理体系实际上只是刚刚启动，因此，未来各城市的中后端系统平台都面临着更新改造。另外，随着城市道路新建改建的增加，中后端系统扩容的需求也十分巨大。在杭州以外其他城市，公司凭借在中后端诱导系统和信息自动处理方面的优势，中后端系统订单所占比例会高于杭州。如果未来杭州以外市场成为主要的增长源，公司智能交通业务的毛利率或将呈小幅提升态势。

在三四级城市，由于成本的原因，缓解交通拥堵等问题不太可能采用轨道交通的方式，而快速公交（BRT）的方式来解决，BRT 系统是利用改良型的公交车辆，运营在公共交通专用道路空间上，保持轨道交通特性且具备普通公交灵活性的一种便利。公司在 BRT 方面已经在杭州、上海、昆明等 BRT 发展较早的城市有成功的建设案例，并且在 BRT 领域具有明显的竞争优势，公司“面向 BRT 的嵌入式优先信号控制器项目”获得国家火炬计划项目立项。以上因素使得公司很容易凭借在 BRT 方面的优势全面进入到 3、4 级城市甚至是 1、2 级城市其他智能交通建设领域。因此，在三四级市场上公司面临的市场空间和机遇可能更大。

5.2.2. 智慧医疗：竞争优势契合医疗信息化发展趋势

就医疗业务而言，病床在 500 个左右的医院如果全面建设数字移动医疗系统的投入最少在 3000-4000 万，全国 2 甲和 3 甲医院 3000 多家，其中 3 甲医院 700 多家，仅 3 甲医院建设数字化移动医疗潜在的总需求量就接近 300 亿，如果考虑到 3 甲以下医院和社区医疗的发展，我们判断整个市场空间近千亿元。在医院改革和国家推动物联网的大背景下，这些潜在需求在未来 5-10 年将会逐步释放，移动医疗将成为医院信息化的主要投入方向。

公司凭借在医疗信息化产品多年发展积累的丰富的经验，通过自主创新掌握了包括智能识别、移动计算、数据融合等信息化核心技术，将其成功应用于医疗领域，并通过人才引进、技术研发，保持公司产品在行业内的领先地位。公司是国内领先的医疗软件开发商和医疗行业信息化解决方案提供商，也是众多国际一流数字医疗移动终端的国内总代理，公司与 INTEL 开发的移动医护终端目前鲜见竞争对手，使得公司在数字化医院建设上竞争优势明显。此外，华东作为中国经济发达区域，数字化医院的建设水平处于全国领先地位。公司整体数字化医院框架解决方案推广采用了优先在华东建立试点和成功案例。随着试点工作的推进，越来越多的医院开始接受并有意向选择公司银江数字化医院框架。我们判断，公司智慧医疗业务将进入到持续的爆发性增长阶段。

5.2.3. 智能建筑：3-5 年稳定快速增长不难

建筑智能化领域本身的门槛并不高，但空间巨大。公司未来的重点主要还是在交通和医疗领域，不过智能建筑领域随着公司规模扩大，资金实力和品牌知名度提升，承接的项目的能力会大幅提升，智能建筑领域的市场份额应该也会提升，该项业务 3-5 年内保持稳定快速增长并不困难。

6. 多条线索指向高成长

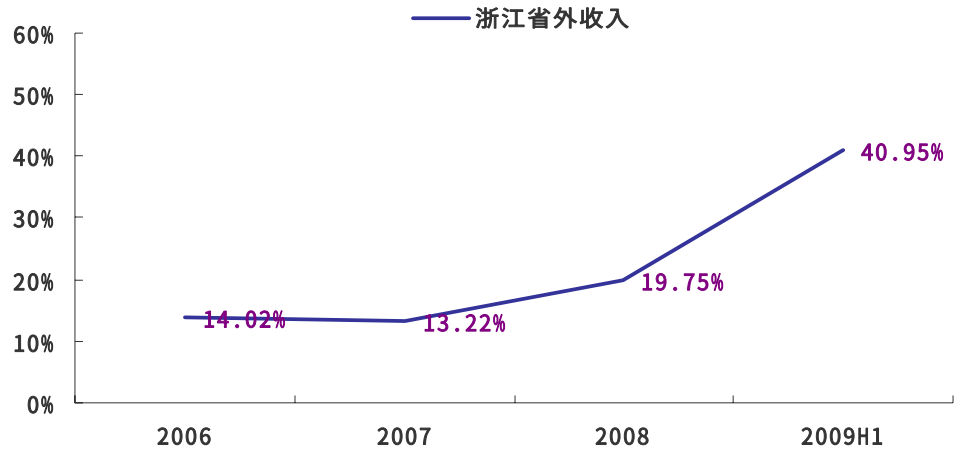
6.1. 前瞻性定位创造无限商机

由于公司在国内率先提出并完善了智慧城市的整体架构，并通过三大领域的案例积累智慧城市建设的大量经验。这使得在国家大力发展新型战略性产业，推动物联网发展的过程中，公司成为了新产业和新模式的先行者，公司前瞻性的战略定位和业务理念将使公司能够更早更深刻的理解物联网和智慧城市的建设理念和架构，在各地方大力发展物联网产业的热潮中受到来自很多地方政府的追逐与争夺，为公司获取更多的省内外订单带来良机。由于我们相信物联网的发展必然会从城市开始，智慧城市将是物联网最大的应用领域和突破口，因此公司前瞻性的定位已经使公司确立了独特的竞争优势。

6.2. 业务的跨地域拓展开始开花结果

目前公司在浙江省外设立 17 家分公司和一家子公司，在江苏、福建、四川等地的业务也已初具规模，已在浙江省外市场建立了广泛的营销网络，巩固了公司的“三级营销模式”，公司智能化系统工程业务得以向全国主要区域快速渗透。随着公司创业板上市成功以及公司智慧城市解决方案提供商的定位逐步被认识，公司的知名度得到极大的提升，浙江省外市场订单呈现快速增长态势，2009 年来自浙江省外的订单已经接近 60%。

图 12 公司来自浙江省外的收入占比变化趋势



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

由于公司在智能交通中的诱导系统和移动医疗解决方案上有独特的竞争优势，竞争对手较少，一旦公司在某个城市取得突破，就可能复制在杭州的局面，拿下未来该城市的绝大部分份额。公司已经在除杭州以外的成都、无锡、厦门、昆明、合肥、石家庄、天津等大中型城市积累了众多的案例，为日后向这些城市提供智慧城市中的交通、医疗等子系统整体解决方案奠定了基础，未来来自这些城市的订单有望呈快速增长态势。

6.3. 跨领域布局拓展发展空间

在传统智能交通、智能建筑和智慧医疗三大业务基础上，公司在上市之初又确立了发展智慧教育、智慧电力和智慧环保三大新业务的战略布局，目前已经建立了教育和电力两个二级事业部，教育领域已经取得了杭州图书馆信息化改造等一些重大项目。在智能电力方面，公司通过引进业内的技术团队，希望 1-2 年内开发出新产品，使电力行业业务启动起来，分享国家智能电网建设的大蛋糕。从公司目前已经布局的五大类业务来看，智能交通、智能建筑和智能电力均是受国家 4 万亿投资拉动较为直接的领域，由于信息化的建设滞后于基础设施的投资，因此随着基础设施建设的逐步完成，后续对信息化智能化系统和设备的需求将大幅增长。

而在医疗和教育领域，属于体制改革相对滞后，信息化投入明显不足的领域，随着智慧城市建设的推进，这两个领域对智能化系统的需求将被激发出来。

6.4. 影响力提升，并购推动中期加速增长

公司作为创业板首批上市企业，品牌影响力和资金实力得到极大提升，作为上市公司，公司的智慧城市理念更容易得到广泛传播。上市后公司资金实力的加强一方面可以使公司在市场开拓方面可以更为积极，同时也为公司进行并购提供了资金支持，公司已经确定很快就将利用上市公司的资金优势和品牌优势展开并购，并购主要围绕两个方向展开，一个是在医疗、交通智能化方面的标的，主要是为拓展区域市场，希望通过并购占据系列城市市场，另一个是在电力和环保智能化等领域的标的，希望通过并购迅速展开业务。如果此项工作开展顺利，外延式的增长有可能推动公司中期业绩呈加速增长态势。

6.5. 长期有向运营服务拓展的可能

在智能交通领域，国内现在的信息采集系统已经较为全面,但信息诱导和发布系统还没有跟上,这也是现在智能交通建设最需要解决的问题。道路交通信息采集和发布的主要问题是信息没有有效利用、缺少提供手段、数量和实效都有限。国内的发布手段基本以免费的方式为主,例如网站、路边电子显示屏、电视、广播等,发达国家基本上也采取类似的方式,每种方法都各有利弊。目前,车载终端被看做是最好的信息发布手段,但是由于成本过高,每个车载终端要上万元钱,且车载终端是属于消费者消费行为,让消费者买单不太现实。

公司目前正在与 intel 合作开发智能交通车载终端产品，未来的设想是只要车辆安装了该系统车载终端,就能与智能交通系统联网,从而实现车辆行驶状态分析、道路拥堵实时状态分析、线路优选、行车诱导等功能。一旦终端开发成功并且成本下降到合理的水平，成为多数车辆的标配产品，公司将会利用其在前端信息采集端形成的网络优势，切入到信息的处理发布与运营，从而带来新的收入流。

6.6. 盈利能力将保持稳中有升的态势

由于公司运作模式采取工程总包的方式，使得公司毛利率和净润率并不是很高，但可以预期的是，随着智慧城市建设的深入，智能化工程项目中需要的软件系统和智能化设备价值比重将呈上升趋势。

在智能交通业务上，我们已经可以看到公司在智能交通业务上近两年毛利率较 07 年以前有了明显的提升，主要原因即是后端诱导系统和管理系统建设收入占比提高所致，随着前端信息采集建设的逐步成熟，对后端智能诱导系统的需求将更加旺盛，公司该项业务毛利率有望保持稳中有升态势。未来如果公司车载智能终端产品开发成功，公司切入到信息的发布运营，该项业务毛利率则可能会出现较大的跃升。

而从智能建筑来看，尽管门槛相对较低，竞争十分激烈，但公司智慧城市的战略定位使得公司在物联网大建设时期有可能获得更多的示范工程和政府推广项目，这些项目由于对智能化与物联化有更高的要求，附加价值将比较高。该项业务毛利率将总体保持稳定，不排除还有提升的可能。

智能医疗业务方面，随着公司移动医疗终端的开发成功和逐步推广，以及不断丰富的的子系统开发出来，软件和附加值较高的硬件集成所占比重将会提升，医疗业务的毛利率有望出现明显的提升。

7. 估值与风险

7.1. 盈利预测与估值

我们预测公司 2009-2011 年净利润增长率分别为 56.8%、80.9%和 61.7%，EPS 分别为 0.62、1.12 和 1.81 元，三年净利润复合增长率超过 60%。基于我们前面的分析，我们认为公司未来高速增长的态势十分明显，并且外延式并购还有望使业绩超预期。由于公司是物联网建设的实施者，是纯正的物联网概念公司，且作为创业板公司的高送配预期短期也有望成为公司股价的催化剂，我们给予公司 2010 年 50xPE，得出 6 个月目标价格为 56 元，首次评级给予买入-A 的投资评级。

7.2. 主要风险

7.2.1. 规模快速扩张带来的管理风险

在公司高速成长的背景下，公司总体经营规模将迅速扩大。资产规模的扩大、人员增加、新分公司网点的设立都会使得公司组织架构、管理体系趋于复杂。这对公司已有的战略规划、制度建设、组织设置、营运管理、财务管理、内部控制等方面带来较大的挑战。未来公司可能存在组织模式和管理制度不完善、内部控制有效性不足、内部约束不健全引致的风险。

7.2.2. 营运资金不足引致的风险

智能化系统工程是公司主要业务，该项业务对资金实力要求很高。在开展工程总包业务过程中，一方面，充足的营运资金是公司成功获得项目总包业务的必备条件；另一方面，工程投标、中标、开工、完工阶段均对营运资金有较大的需求。公司一般智能化总包项目所需垫付资金占合同总金额的 30%。

尽管公司创业板上市融资使得资金状况有所缓解，但未来规模的快速扩张使公司营运资金不足的问题将很快再次出现，公司未来 2 年内存在再融资的需求，由于公司所处行业特性决定了公司固定资产占比不高，银行融资能力有限，如果未来再融资出现一定障碍，就可能出现运营资金不足导致公司业务规模不能快速增长的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-2-25

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	**188.3**	**349.1**	**531.8**	**895.9**	**1,403.4**
减:营业成本	138.5	260.4	401.5	673.9	1,051.2
营业税费	5.6	10.6	16.0	26.9	42.1
销售费用	3.4	10.6	17.0	28.7	44.9
管理费用	14.1	24.9	38.3	64.5	101.0
财务费用	0.6	1.7	2.2	0.2	0.2
资产减值损失	2.9	4.2	4.0	4.9	6.9
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-0.2	-1.6	0.0	0.0	0.0
营业利润	**23.0**	**35.2**	**53.0**	**96.8**	**157.1**
加:营业外净收支	0.5	1.7	3.5	2.5	3.5
利润总额	**23.5**	**36.8**	**56.5**	**99.3**	**160.6**
减:所得税	3.2	5.3	7.1	9.9	16.1
净利润	**20.3**	**31.5**	**49.4**	**89.4**	**144.5**

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	71.9	80.7	465.7	449.7	447.7
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	84.1	116.1	168.7	284.2	445.3
应收票据	-	0.3	1.5	2.5	3.8
预付帐款	12.9	24.9	24.9	24.9	24.9
存货	63.4	138.7	218.9	367.4	573.1
其他流动资产	-0.0	-	-0.0	-0.0	0.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	8.1	34.2	27.6	26.8	26.1
在建工程	0.1	-	0.6	1.0	1.2
无形资产	-	-	0.1	0.2	0.3
其他非流动资产	2.8	4.0	7.6	8.0	8.2
资产总额	**243.2**	**399.0**	**915.5**	**1,164.5**	**1,530.5**
短期债务	5.1	40.0	50.0	49.1	48.4
应付帐款	68.9	117.7	220.0	369.3	576.0
应付票据	6.4	8.5	16.5	27.7	43.2
其他流动负债	63.1	69.9	70.5	70.5	70.5
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	0.3	-	-	-	-
负债总额	**143.7**	**236.1**	**341.0**	**500.6**	**722.1**
少数股东权益	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
股本	52.0	60.0	80.0	80.0	80.0
留存收益	47.5	102.9	494.5	583.9	728.4
股东权益	**99.5**	**162.9**	**574.5**	**663.9**	**808.4**

现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	-	31.5	49.4	89.4	144.5
加:折旧和摊销	-	1.5	2.1	2.1	2.3
资产减值准备	-	4.2	4.0	4.9	6.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-	-	2.0	2.2	0.2
投资收益	-	1.6	-0.0	-0.0	-0.0
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	0.3	-86.4	-28.2	-109.5	-152.7
经营活动产生现金流量	**-**	**-45.4**	**29.4**	**-12.9**	**1.1**
投资活动产生现金流量	**-4.1**	**-10.7**	**-2.1**	**-2.1**	**-2.1**
融资活动产生现金流量	**35.4**	**61.1**	**370.0**	**-1.1**	**-1.0**

财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
成长性					
营业收入增长率	69.1%	85.4%	52.3%	68.5%	56.6%
营业利润增长率	117.6%	52.9%	50.6%	82.8%	62.3%
净利润增长率	116.7%	55.4%	56.8%	80.9%	61.7%
EBITDA 增长率	110.6%	62.5%	49.0%	73.3%	60.9%
EBIT 增长率	110.6%	56.1%	49.5%	75.9%	62.2%
NOPLAT 增长率	110.7%	58.9%	54.5%	74.5%	61.6%
投资资本增长率	16.4%	273.4%	65.1%	66.4%	55.6%
净资产增长率	199.4%	63.7%	252.7%	15.6%	21.8%
利润率					
毛利率	26.4%	25.4%	24.5%	24.8%	25.1%
营业利润率	12.2%	10.1%	10.0%	10.8%	11.2%
净利润率	10.8%	9.0%	9.3%	10.0%	10.3%
EBITDA/营业收入	12.5%	11.0%	10.8%	11.1%	11.4%
EBIT/营业收入	12.5%	10.6%	10.4%	10.8%	11.2%
运营效率					
固定资产周转天数	15	22	21	11	7
流动营业资本周转天数	39	55	84	93	101
流动资产周转天数	308	306	420	403	336
应收帐款周转天数	37	46	49	47	48
存货周转天数	81	104	121	118	121
总资产周转天数	327	331	445	418	346
投资资本周转天数	58	80	109	108	110
投资回报率					
ROE	20.4%	19.3%	8.6%	13.5%	17.9%
ROA	8.3%	7.9%	5.4%	7.7%	9.4%
ROIC	74.5%	101.6%	42.1%	44.5%	43.2%
费用率					
销售费用率	1.8%	3.0%	3.2%	3.2%	3.2%
管理费用率	7.5%	7.1%	7.2%	7.2%	7.2%
财务费用率	0.3%	0.5%	0.4%	0.0%	0.0%
三费/营业收入	9.6%	10.7%	10.8%	10.4%	10.4%
偿债能力					
资产负债率	59.1%	59.2%	37.2%	43.0%	47.2%
负债权益比	144.4%	144.9%	59.4%	75.4%	89.3%
流动比率	1.62	1.53	2.58	2.25	2.07
速动比率	1.18	0.94	1.93	1.52	1.27
利息保障倍数	38.03	21.56	25.28	510.94	812.08
分红指标					
DPS(元)	-	-	-	-	-
分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
EPS(元)	0.25	0.39	0.62	1.12	1.81
BVPS(元)	1.24	2.04	7.18	8.30	10.11
PE(X)	161.5	103.9	66.3	36.6	22.6
PB(X)	32.9	20.1	5.7	4.9	4.0
P/FCF	304.1	-142.8	-163.8	-72.5	-76.9
P/S	17.4	9.4	6.2	3.7	2.3
EV/EBITDA	87.3	62.9	50.7	29.7	18.7
CAGR(%)	64.0%	66.2%	65.7%	-100.0%	-100.0%
PEG	2.5	1.6	1.0	-0.4	-0.2
ROIC/WACC	7.5	10.3	4.2	4.5	4.4
REP	8.4	1.9	3.4	2.0	1.3

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

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；

销售联系人

朱贤	**上海联系人**	**凌洁**	**上海联系人**
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	**上海联系人**	**李国瑞**	**上海联系人**
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
张勤	**上海联系人**	**南方**	**上海联系人**
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
周蓉	**北京联系人**	**李昕**	**北京联系人**
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	**北京联系人**	**潘琳**	**深圳联系人**
010-59113593	mazn@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
王远洋	**深圳联系人**	**刘欢**	**深圳联系人**
0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
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
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: 200122

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034