

跨区域发展持续突破

银江股份 2010 年中报点评

报告关键点:

- 毛利率和费用率均大幅提升
- 订单快速增长, 省外收入首超省内
- 维持买入-A投资评级

报告摘要:

- 业绩概况。**公司上半年实现收入2.64亿元, 净利润2257万元, 同比分别增长33.2%和32.9%, 每股收益0.14元。
- 毛利率和费用率均大幅提升。**上半年公司综合毛利率为28.56%, 较上年同期提升了3.42个百分点, 主要原因是医疗信息化和建筑智能化业务由于增加了技术含量, 毛利率分别提升了9.3和6.2个百分点。医疗信息化业务毛利率大幅提升的一个重要原因是毛利率较高的数字化医院项目收入占比提升。不过由于公司销售费用率和管理费用率均出现较大提升, 销售费用和管理费用同比分别增长140.82%和73.9%, 远高于收入增速, 从而抵消了毛利率提升对净利润的正面影响, 使得收入和净利润的增速基本保持同步。公司费用率快速提升的主要原因是加快区域营销中心建设和省外市场开拓, 市场营销费用增加, 同时公司员工增加较快, 工资支出增长较快。
- 订单快速增长, 省外收入首超省内。**上半年尽管收入增长保持平稳增长, 但公司订单却保持了快速增长态势, 预收账款较年初增长63.1%。公司跨区域发展继续取得突破, 上半年省外业务收入首次超过浙江省内, 占比超过60%, 表明公司已经由一个区域型公司转变为全国性公司, 发展空间得到极大的拓展。
- 维持买入-A投资评级。**由于公司收入确认的季节性较强, 目前正在实施的项目较多, 我们预计下半年公司业绩增速将会提升, 不过由于公司市场营销力度加大, 费用率上升超过我们预期, 我们下调了对公司的盈利预测, 预测公司2010年、2011年EPS分别为0.48元和0.80元, 由于公司所处的交通和医疗信息化智能化领域近年来政府支持力度比较大, 项目增加较快, 且是未来物联网发展重要而现实的应用领域, 其长期发展均值得看好, 公司的智慧城市解决方案也为公司在其他新领域的拓展创造了有利条件, 公司已经从区域型公司转变为全国性公司, 我们非常看好公司长期发展前景, 维持对公司买入-A的投资评级。公司的主要风险在于预期的10月份小非解禁在短期内对公司股价可能会产生一定压制。

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

28.00 元

期限:

6 个月 上次预测: 28.00 元

现价: 23.63 元

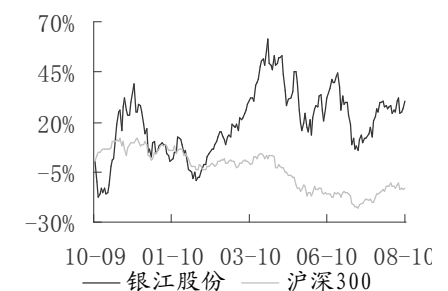
报告日期:

2010-08-15

市场数据

总市值(百万元)	3,780.80
流通市值(百万元)	945.20
总股本(百万股)	160.00
流通股本(百万股)	40.00
12 个月最高/最低	18.00/59.00 元
十大流通股股东(%)	8.23%
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	6.65	5.53	45.06
绝对收益	16.12	5.09	30.44

研究员

侯利

行业分析师

021-68763972

houli@essence.com.cn

证书编号

S1450209070220

胡又文

021-68766271

huyw@essence.com.cn

证书编号

S1450110070333

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	349.1	524.6	821.3	1,239.4	1,761.7
Growth(%)	85.4%	50.3%	56.6%	50.9%	42.1%
净利润	31.5	49.5	77.5	128.2	205.5
Growth(%)	55.4%	57.1%	56.7%	65.5%	60.2%
毛利率(%)	25.4%	24.5%	27.3%	27.0%	27.5%
净利润率(%)	9.0%	9.4%	9.4%	10.3%	11.7%
每股收益(元)	0.20	0.31	0.48	0.80	1.28
每股净资产(元)	1.02	3.59	4.08	4.88	6.16
市盈率	120.0	76.4	48.8	29.5	18.4
市净率	23.2	6.6	5.8	4.8	3.8
净资产收益率(%)	19.3%	8.6%	11.9%	16.4%	20.8%
ROIC(%)	101.6%	42.2%	58.7%	44.3%	46.3%
EV/EBITDA	35.9	25.8	41.2	24.7	15.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

前期研究成果

银江股份: 区域和领域拓展双双突破
2010-03-29

银江股份: 中国智慧城市实践者
2010-03-13

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-8-13

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	349.1	524.6	821.3	1,239.4	1,761.7	成长性					
减: 营业成本	260.4	396.0	597.1	904.6	1,277.6	营业收入增长率	85.4%	50.3%	56.6%	50.9%	42.1%
营业税费	10.6	12.6	20.5	31.0	44.0	营业利润增长率	52.9%	44.9%	54.3%	73.0%	62.4%
销售费用	10.6	18.0	41.1	55.8	70.5	净利润增长率	55.4%	57.1%	56.7%	65.5%	60.2%
管理费用	24.9	36.9	73.9	105.4	140.9	EBITDA 增长率	62.5%	46.4%	47.6%	67.9%	60.9%
财务费用	1.7	2.0	2.2	1.1	0.9	EBIT 增长率	56.1%	43.5%	52.8%	69.5%	61.7%
资产减值损失	4.2	8.2	7.8	5.6	7.0	NOPLAT 增长率	58.9%	54.9%	54.6%	62.5%	59.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	273.4%	11.0%	115.3%	52.7%	43.2%
投资和汇兑收益	-1.6	0.0	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	63.7%	252.7%	13.5%	19.7%	26.3%
营业利润	35.2	51.0	78.6	136.0	220.8	利润率					
加: 营业外净收支	1.7	5.0	7.5	6.5	7.5	毛利率	25.4%	24.5%	27.3%	27.0%	27.5%
利润总额	36.8	55.9	86.1	142.5	228.3	营业利润率	10.1%	9.7%	9.6%	11.0%	12.5%
减: 所得税	5.3	6.5	8.6	14.2	22.8	净利润率	9.0%	9.4%	9.4%	10.3%	11.7%
净利润	31.5	49.5	77.5	128.2	205.5	EBITDA/营业收入	11.0%	10.7%	10.1%	11.2%	12.7%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	10.6%	10.1%	9.8%	11.1%	12.6%
货币资金	80.7	458.8	496.1	503.2	557.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	22	24	14	8	6
应收帐款	116.1	245.8	260.6	393.2	558.9	流动营业资本周转天数	55	62	77	96	103
应收票据	0.3	-	2.3	3.4	4.8	流动资产周转天数	306	436	443	368	334
预付帐款	24.9	28.9	28.9	28.9	28.9	应收帐款周转天数	46	80	68	49	50
存货	138.7	176.7	325.6	493.2	696.5	存货周转天数	104	108	110	120	122
其他流动资产	-	-0.0	-0.0	-	-	总资产周转天数	331	463	460	379	341
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	80	88	94	107	111
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	19.3%	8.6%	11.9%	16.4%	20.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	7.9%	5.2%	6.7%	8.8%	10.9%
固定资产	34.2	34.9	28.3	27.4	26.7	ROIC	101.6%	42.2%	58.7%	44.3%	46.3%
在建工程	-	-	0.6	1.0	1.2	费用率					
无形资产	-	-	0.1	0.2	0.3	销售费用率	3.0%	3.4%	5.0%	4.5%	4.0%
其他非流动资产	4.0	5.0	7.6	8.0	8.2	管理费用率	7.1%	7.0%	9.0%	8.5%	8.0%
资产总额	399.0	950.1	1,150.0	1,458.5	1,882.7	财务费用率	0.5%	0.4%	0.3%	0.1%	0.0%
短期债务	40.0	-	50.0	49.1	48.1	三费/营业收入	10.7%	10.8%	14.3%	13.1%	12.0%
应付帐款	117.7	219.1	327.2	495.7	700.0	偿债能力					
应付票据	8.5	42.4	24.5	37.2	52.5	资产负债率	59.2%	39.5%	43.3%	46.5%	47.6%
其他流动负债	69.9	94.0	92.2	92.2	92.2	负债权益比	144.9%	65.4%	76.4%	86.9%	91.0%
长期借款	-	20.0	20.0	20.0	20.0	流动比率	1.53	2.56	2.33	2.16	2.11
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.94	2.06	1.65	1.41	1.31
负债总额	236.1	375.5	497.9	678.1	896.9	利息保障倍数	21.56	27.10	36.24	127.09	252.27
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	60.0	80.0	160.0	160.0	160.0	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	102.9	494.6	492.1	620.3	825.8	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	162.9	574.6	652.1	780.3	985.8	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	31.5	49.5	77.5	128.2	205.5	EPS(元)	0.20	0.31	0.48	0.80	1.28
加: 折旧和摊销	1.5	3.7	2.1	2.2	2.3	BVPS(元)	1.02	3.59	4.08	4.88	6.16
资产减值准备	4.2	8.2	7.8	5.6	7.0	PE(X)	120.0	76.4	48.8	29.5	18.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	23.2	6.6	5.8	4.8	3.8
财务费用	-	2.0	2.5	2.2	1.1	P/FCF	-164.9	236.4	-131.7	-143.3	311.6
投资收益	1.6	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	P/S	10.8	7.2	4.6	3.1	2.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	35.9	25.8	41.2	24.7	15.3
营运资金的变动	-86.4	-12.9	-85.6	-126.0	-157.8	CAGR(%)	59.7%	60.7%	59.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-45.4	51.0	4.1	11.2	57.9	PEG	2.0	1.3	0.8	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-10.7	-4.1	-2.1	-2.1	-2.1	ROIC/WACC	10.3	4.3	5.9	4.5	4.7
融资活动产生现金流量	61.1	318.3	47.8	-2.0	-1.8	REP	1.1	2.5	2.0	1.7	1.2

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。

胡又文，计算机软硬件行业助理分析师，牛津大学金融经济学硕士。2008年加入安信证券销售交易部，2010年加入安信证券研究中心。

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、责任的和法律依据或者凭证，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声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

潘艳	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lyye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@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