

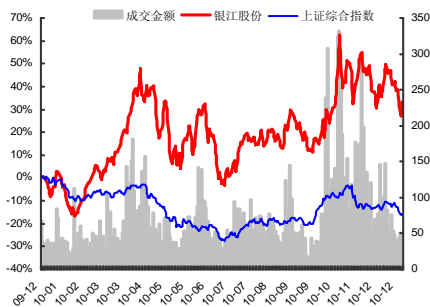
2010年12月30日

评级: 强烈推荐(调高)

合理价格: 33~38元

银江股份(300020)投资价值分析

相对 A 股指数 52 周表现



相关研究报告

《行业景气向上，公司订单饱满》
 2010.5.25

报告作者:

国联证券研究所物联网小组

郝杰

执业证书编号: S0590210040002

联系人:

郝杰

电话: 0510-82832380

E-mail: haoj@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

智能交通及医疗信息化市场空间非常广阔。2012 年我国包括计划单列市在内的省级城市智能交通市场能够达到百亿规模。2011 年医疗信息化市场达到 178.9 亿元。

占据微笑曲线两端，本身具有定价权。公司形成产学研体系，研发实力雄厚，由专业型厂商成长为综合型厂商，在移动计算及后台数据融合方面具备优势。同时注重营销扩张，由区域性厂商变身为全国性厂商，少有规模竞争者。本身不依赖上下游，具有定价权。

全国影响力越来越大，重点区域将带来持续利润。公司新获南昌综合管控平台合同额达到 4830 万元，创出有史以来新高，公司同时上马综合管控和城市交通诱导平台两个重点产品的城市多达 8 个，意义非凡，单南昌明年就有望带来 3.1 亿元订单。医疗信息化年初客户只有 70 多家，年底已多达 162 家，年内销售状况良好，实现翻番，而且其中 73.6% 来自省外，涉及城市及团体 41 个，且大多处于试点状态，将来能够持续不断带来收入。

医疗信息化将受益于医疗体制改革。医改大力推进社区医疗，全民医保及医药分离，促使医院重视流程管理、服务和以病人为中心的理念，这些均对公司的医疗信息化起到较大的促进作用。

调高到“强烈推荐”评级。预计 10~12 年的 EPS 为 0.51, 0.84 和 1.03 元，目前股价对应 10~11 年的估值分别为 51.8、31.2 倍，调高到“强烈推荐”评级。

主要风险: 各地政府对智能交通的重视程度及规划进度不同。

单位: 百万元	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	349.11	524.62	720.43	1,026.00	1,254.00
YOY(%)	85.5%	50.3%	37.3%	42.4%	22.2%
营业利润	35.17	50.95	75.52	146.10	178.70
归属母公司净利润	31.50	49.47	81.47	135.09	164.43
EPS(元)	0.53	0.62	0.51	0.84	1.03
ROE(%)	19.3%	8.6%	12.5%	17.3%	17.6%
P/E	50.2	42.7	51.8	31.2	25.7

目 录

目 录	I
1.公司简介	2
2.面对巨大的市场空间	2
3.行业内综合优势明显	3
3.1 研发强劲的综合厂商，占据行业制高点	3
3.2 移动计算领域是主要优势	5
3.3 能够迎合物联网多领域的融合趋势	5
3.4 全国性企业，享受行业成长空间	7
3.5 不依赖上下游，公司具备定价优势	8
4.城市智能交通行业排名第一	9
4.1 独特营销模式适应行业分散化格局	9
4.2 快速公交（BRT）优势明显	9
4.3 后台软件技术领先	10
5.无线医疗行业排名第一	11
5.1 能够抓住医疗改革契机	11
6.调高到“强烈推荐”评级	13
7.风险	14

1.公司简介

银江股份在交通、医疗和建筑等领域提供智能化综合解决方案，业务重点在智能交通和医疗信息化。

上市前浙江省内业务占主导，且市占率较高。08年，城市智能交通国内占有率为3.1%，杭州市93.3%的份额，浙江省82.4%的市场份额；医疗信息化为0.6%，占据省内90%以上份额；建筑智能化占据全国0.1%份额。

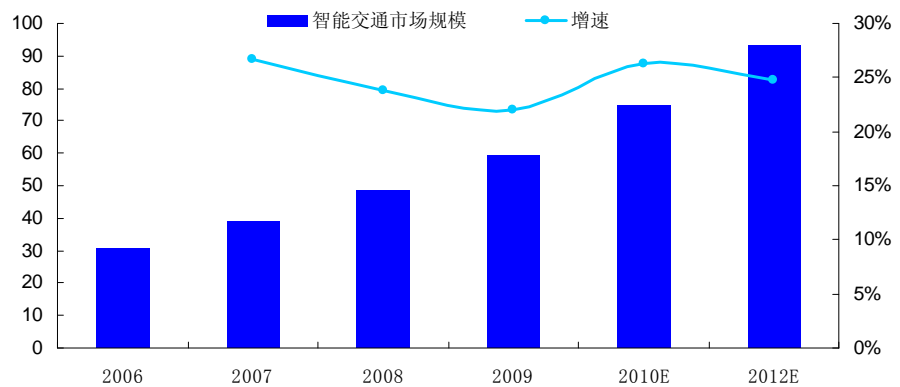
上市之后，公司产品线逐渐丰富，获单能力逐渐增强，全国影响力逐渐加大，成为国内少有的城市道路智能交通领域的综合性集成商，处于明显的领跑地位，有望充分享受广阔的行业增长空间。

2.面对巨大的市场空间

智能交通行业：在美国的应用率达到80%以上，预计到2010年市场规模达到5000亿美元。日本1998年到2015年的市场规模累计将达5250亿美元，其中基础设施投资为750亿美元、车载设备为3500亿美元、服务等领域为2000亿美元。欧洲希望智能交通在2010年产生1000亿欧元的经济效益。

我们测算到2012年我国包括计划单列市在内的省级城市将达到百亿规模。

图表1：智能交通市场空间广阔，12年将接近百亿 单位：亿元

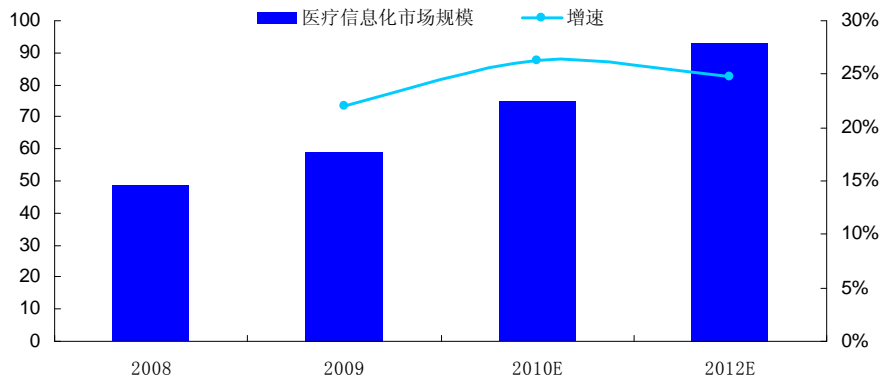


数据来源：国联证券研究所整理

医疗信息化行业：美国未来5年内，通过500亿美元的奖励资金刺激医疗机构利用IT解决老大难问题，从2011年开始可享用其中的190亿美元。迟迟没有安装高效IT系统的那些机构将面临巨额罚款(2015年开始实行)，由此医疗保险费用减少1%，到2017年会将减少的幅度提高到3%。

而在国内，按照医改规划判断，预计2010年和2011年全国医疗信息化开支占到卫生费用的1%和1.1%。按照全国卫生费用按每年10%的增长速度预计，到2011年全国卫生总费用将达到16262亿元，医疗信息化市场容量约178.9亿元。

图表 2: 医疗信息化市场规模与增速 单位: 亿元



数据来源: 国联证券研究所整理

3. 行业内综合优势明显

3.1 研发强劲的综合型厂商, 占据行业制高点

产学研体系健全。公司设立银江企业技术中心, 专注智能交通和数字医疗研发, 已形成以研究型大学为依托、创新性企业为主体、以市场为导向的“产学研”相结合的自主创新体系及成果产业化的研究模式。通过密切跟踪行业技术发展趋势, 保证技术保持国内领先水平, 这是公司在行业先发优势以外保证基业长青的又一优势。

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。

在此基础上, 公司的研发成果显著。银江企业技术中心 2005 年被杭州市科学技术局认定为杭州市市级高新技术研究开发中心; 2007 年被浙江省科学技术厅认定为浙江省省级高新技术研究开发中心。其中智能交通研发中心于 2008 年被浙江省信息产业厅认定为浙江省智能交通研发发展中心。同时, 该中心还承担了“十一五”国家科技支撑计划“国家数字卫生关键技术和区域示范应用研究”项目。

2009 年 3 月 30 日, 根据科技部火炬中心《关于公布 2008 年国家火炬计划重点高新技术企业认定和 2006 年国家火炬计划重点高新技术企业资格复审合格名单的通知》(国科火字[2009]095 号), 公司被认定为 2008 年国家火炬计划重点高新技术企业。

火炬计划是一项发展中国高新技术产业的指导性计划, 于 1988 年 8 月经中国政府批准, 由科学技术部(原国家科委)组织实施, 其以市场为导向, 促进高新技术成果商品化、高新技术商品产业化和高新技术产业国际化。能够成为火炬计划的企业应具有我国自主知识产权, 技术水平在国内同行业中

居领先地位，且项目市场前景好，产业规模大，有较强的市场竞争能力和较大的市场覆盖面，是国家重点发展的高新技术产业，其重点项目应在同行业中起到示范带动作用，在地方经济中起支柱作用。

2009 年公司被认定为国家规划布局内重点软件企业。

研发促使公司由专业性厂商化身为综合性厂商。越来越多的传统IT企业开始涉足智能交通，但产品多专注于某个特定的领域，市场具有明显的地域性，经营规模较小。而目前公司产品线丰富，技术先进，综合性特征越发明显。**综合性厂商由于集成能力强，其获单水平、盈利水平都比较高，占据行业制高点。**

图表 3: 公司综合性解决方案能力强大，各领域专有的核心、关键技术储备丰富

技术名称	具体内容	来源	重要程度
业务流程系统的可重构技术	业务模型分层和系统配置技术	专有	核心技术
	业务单元和处理过程的分工协作和一体化技术	专有	核心技术
	源数据标准化统一管理和数据融合技术	专有	核心技术
	框架驱动的组件化设计模式及业务组件技术	专有	关键技术
异构平台下的业务存储与访问技术	基于UNIX的视频存储与管理技术	专有	核心技术
	进程自救技术，将自动临近应用进程，发现意外时，主动为应用进程释放资源	专有	关键技术
GIS-T集成应用技术	自主研发的GIS-T平台，扩展的网络化图形应用接口，支持GIS集成应用	专有	关键技术
	基于位图的高性能可视化地图着色算法	专有	关键技术
	高效的外部实时接口，满足实时用户的快速响应要求	专有	关键技术
	广泛、灵活的应用环境，轻便的空间数据库引擎和应用服务，同时内嵌WEB GIS服务，方便支持WEB GIS应用访问	专有	关键技术
集成平台及系统应用模式	支持网络的多种数据库存取，使多层次、多节点、异种数据库服务器实现共用	专有	核心技术
数据迁移技术	数据迁移策略及关键算法	专有	核心技术
多层安全保护技术	在软件内部提供严密的授权（功能权限、数据权限、机构权限、对象权限）和权限检测机制，提供操作日志，实现对系统的使用信息进行跟踪	专有	核心技术
	提供软件系统的安全配置方案，减少各种安全设置的漏洞；根据用户的实际情况和对安全的要求，提供个性化服务的建议	专有	关键技术
	根据用户的认证服务器进行定制开发，以集成用户的安全措施	专有	核心技术
支持大量并发用户的负载均衡技术	综合多种负载均衡技术，实现基于WEB 服务器和应用服务器的负载均衡	专有	核心技术
停车诱导关键技术	停车场车位引导系统识别采集装置	专有	核心技术
	嵌入式停车场车位引导系统控制器	专有	核心技术
快速公交（BRT）智能化技术	BRT嵌入式优先信号控制器	专有	核心技术
	类有源RFID电子车牌标签	专有	核心技术
	面向快速公交的优先信号控制系统和方法	专有	核心技术
城市交通诱导系统关键技术	交通流信息融合技术	专有	核心技术
	交通流残缺信息的修补技术	专有	核心技术

数据来源：公司公告 国联证券研究所

公司是行业内综合业务资质等级最高、种类最全的公司之一，有力推动业务省外扩张。

图表 4: 公司实际超越了各业务所需的准入资质

行业准入资质名称	准入领域	目前拥有资质名称
建筑智能化工程专业承包三级资质	智能交通	建筑智能化工程专业承包壹级资质
计算机信息系统集成四级资质		计算机信息系统集成壹级资质
浙江省安全技术防范行业资信等级三级		浙江省安全技术防范行业资信等级壹级资质
建筑智能化工程专业承包三级资质	数字医疗	建筑智能化工程专业承包壹级资质
计算机信息系统集成四级资质		计算机信息系统集成壹级资质
建筑智能化工程专业承包三级资质	智能建筑	建筑智能化工程专业承包壹级资质
建筑智能化系统集成专项工程设计乙级资质		建筑智能化系统集成专项工程设计甲级资质
计算机信息系统集成四级资质		计算机信息系统集成壹级资质
浙江省安全技术防范行业资信等级三级资质		浙江省安全技术防范行业资信等级壹级资质

数据来源：公司公告 国联证券研究所

除上述工程内的必须资质外，公司还取得了以下认证及资质：

ISO9000管理体系认证、ISO14001环境管理体系认证、OHSMS18001职业健康安全管理体系认证、涉及国家秘密的计算机信息系统集成乙级资质(国家保密局)、电子工程专业承包二级资质。

资质的获得增强了公司省外获单能力之外，由于资质对于工程实践经验和流程也有一定的要求，因此也将增强行业的进入壁垒。

3.2 移动计算领域是主要优势

移动计算通过各种移动终端实现。目前，在移动互联网市场及以用户为中心理念蓬勃发展的背景下，较早的实现该领域在物联网方面的应用将有助于公司加强综合集成能力，更好的满足客户需求，取得行业领先。

移动计算顺应智能交通及医疗等的以驾驶者及病人为中心的发展趋势。智能交通发展终极阶段将是实现出行的智能规划。而医疗信息化更注重从病人角度增强流程和服务的合理化。物联网更讲究的是以用户的需求和体验作为行业发展驱动力，而在此过程中移动终端将会发挥至关重要的作用，在这个终端平台上实现用户按需服务的诉求。

移动计算生命力旺盛。以相似的移动互联网市场做类比，2008年该市场规模达到117.5亿元，同比增长39.2%，2009年市场规模达147.8亿元，同比增长25.8%，与此同时当年移动互联网用户为1.96亿，同比增长66.7%(艾瑞咨询)。

公司是INTEL数字医疗行业在国内的唯一合作伙伴，成员企业，致力于把无线移动解决方案和智能交通控制解决方案移植到INTEL的MID(移动互联网设备)平台上，实现移动计算的集成能力。由于INTEL 公司是全球领先的计算机、图形处理和网络通讯解决方案的供应商。双方将依据独立的协议共同设计和执行相互同意的市场活动；公司可以分享INTEL的渠道合作伙伴、软件合作伙伴、中国当地的原始设备/设计制造商以及其他国家的原始设备/设计制造商信息。公司未来提供的智能技术解决方案将更为优化、更符合未来信息技术发展方向。

不仅如此，公司还获得讯宝/Symbol、摩托罗拉“MC50”系列产品中国大陆地区独家代理权，以及伦飞“DigiHeal T10Y”产品中国范围内(包含香港和澳门地区)独家经销权。这些都是公司集成应用的移动数据终端。

3.3 能够迎合物联网多领域的融合趋势

物联网方兴未艾，涉及到社会生产生活的方方面面，且相互关联，未来的智能化城市将会建立综合平台之上，在这样的趋势下也对集成商多应用整合的能力要求越来越高。公司在建筑、医疗、交通占据多年经验和优势，各

业务间经过长期的磨合，且未来还将着力发展教育、政务、环保、能源等新领域智能化业务，在物联网领域的优势将会愈发明显。

图表 5: 物联网多领域统一架构对后台整合能力要求较高



数据来源：国联证券研究所整理

能够提供多业务一条龙服务。城市交通、医疗信息化通常以智能建筑已经完成的综合布线、数据网络、中心机房等为硬件基础，因此部分客户在交通智能化、医疗信息化工程招标时也会同时进行包括弱电系统等智能建筑系统的工程招标，而公司能够满足客户对上述系统的全部需求。如，医院等公共部门大楼包括弱电系统在内的全部智能化系统工程项目、城市公路交通系统全集成项目。

2008年，公司智能建筑业务收入中来自于市政、交管中心、国家机关、学校等社会公共部门（剔除商业楼宇、住宅）的比约58%，而数字医疗业务中，包含医院弱电系统的数字医疗业务占到50%。

在物联网多领域整合过程中，集成商后台融合能力是保证竞争优势的必要条件。公司在后台软件方面具备比较优势。上游设备厂商有可能因技术普及及面临门槛降低的风险，然而处于下游的集成商反将更能有效控制成本。

公司具备制定标准所需的技术优势及实践经验。物联网的整合趋势使得行业需要统一标准，标准制定仍在摸索过程中，国家建立了物联网标准制定小组，推进物联网标准的制定，而这个过程将是自下而上的，公司从实践中来，曾参与多项国家层面的项目及标准，有望在其中起主导作用。

银江曾经参与国标的制定：《高速公路监控设施通信规程 第3部分 视频车辆检测器》GB2007-23；以及交通行业标准的制定：《翻版式可变标志》JT2007-90和《背光照明标志》JT2007-89。医疗方面的参与“国家数字卫生项目”为科技部、卫生部“十一五”国家科技支撑计划国家数字卫生关键技术和区域示范应用研究的组成部分。

3.4 全国性企业，享受行业成长空间

公司主要业务集中在杭州市等地，地处华东的信息化发达地区，对于公司拓展市场能够起到有利的示范作用。杭州是“世界大都市交通优化网络联盟城市”、“中国智能交通建设示范城市”、“公安部和建设部‘城市畅通工程’评比一等水平城市”。同样，该地区数字化医院的建设水平处于全国领先地位。

效果上看，多数竞争对手属于地区性企业，而公司近年加速扩张，已跻身全国性企业行列，且在上市之后该优势得到持续加强。

目前公司在浙江省外设立 20 家分公司，在江苏、福建、四川等地的业务也已初具规模，建立了广泛的省外营销网络。中报显示公司省外业务增速高达 149.8%。全国影响力越来越大，公司新获南昌综合管控平台合同额达到 4830 万元，创出有史以来新高。

智能交通业务涉及的地区已包括：

杭州、宁波、温州、昆明、石家庄、郑州、合肥、南宁、东莞、上海、盐城、广州、南京、天津、厦门、长沙、重庆、南昌。

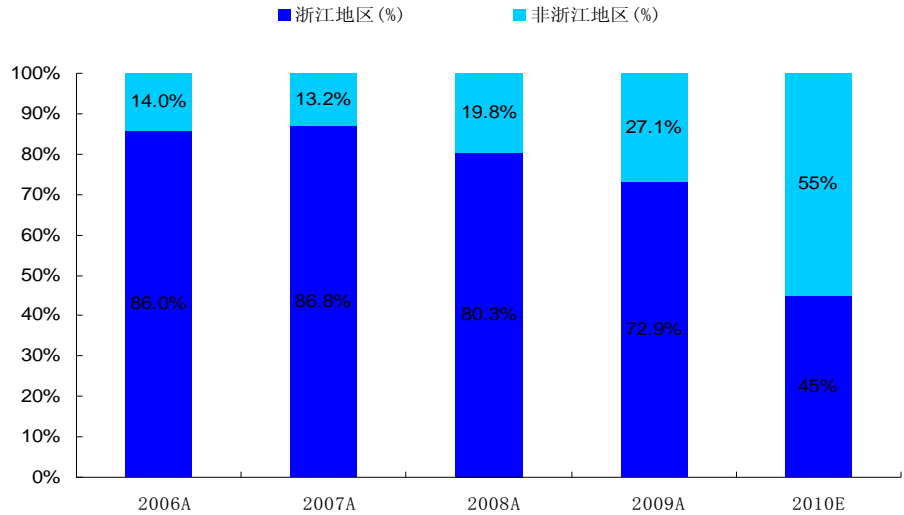
其中，公司同时上马综合管控和城市交通诱导平台两个重点产品的城市多达 8 个，意义非凡。这些城市有望成为公司将来重点维护的市场。其中综合管控平台由于作为总平台将会带来较多的子系统的增量订单，而城市交通诱导平台与车联网规划联系较为紧密，车联网可实现车辆信息的及时交互，对车流进行有效诱导，一期市场可达百亿元，也会给公司带来持续不断的收入。

公司的医疗信息化业务也开始向省外明显扩张。银江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银江数字化医院框架。今年获得省外订单涉及地区约 41 个包括：

上海、北京、重庆、南京、无锡、新乡、福州、沈阳、佛山、太仓、苏州、皖北地区、武汉、烟台、宝鸡、广州、安徽霍山、东莞、合肥、湖北应城、中山、湖北广水、芜湖、西安、大连、济南、太原、自贡、深圳、枣阳、珠海、河北迁安、青岛、成都、长春、鞍山、湖北象山、山东聊城、厦门、江门以及各军方医院。

今年新增医疗信息化订单中，来自省外的占到了 73.6%。而 08 年公司医疗业务的市占率仅有 0.6%，省内占到大部分。

图表 6: 浙江省外业务比例逐年增长



数据来源：公司公告 国联证券研究所

3.5 不依赖上下游，公司具备定价优势

上游，一方面，公司不依赖单个供应商，极少出现单个供应商采购额占公司采购总额比例超过10%的情况；另一方面，公司前五名供应商的合计采购占总收入比例波动较小，公司原材料供应趋于稳定。

下游，一方面，销售不依赖单个大客户。极少出现对单个客户销售额占公司销售总额比例超过20%的情况；另一方面，公司前五名客户的合计销售占公司总销售比例波动较小。

图表 7：不依赖上游

年度	客户名称	金额	占收入比例
2009H	杭州市公安局交通警察支队	1,963.41	10
	杭州市市民中心建设指挥部	1,141.45	5.81
	上海普天邮通科技股份有限公司	1,072.51	5.46
	张家界市龙阳公路建设有限责任公司	776.47	3.95
	无锡市辅仁高级中学	411.98	2.1
	合计	5,365.82	27.32
2008年	杭州市城市基础设施建设发展中心	3,512.66	10.06
	杭州图书馆	3,350.61	9.6
	杭州市城市基础设施开发总公司	2,228.78	6.38
	杭州市公安局	2,197.45	6.29
	杭州市钱江新城建设指挥部	1,243.81	3.56
	合计	12,533.31	35.89
2007年	杭州市公安局	2,896.75	15.16
	杭州市城市基础设施建设发展中心	1,608.03	8.41
	杭州市市政公用建设开发公司	1,454.17	7.61
	无锡市医疗中心工程建设指挥部	1,365.87	7.15
	杭州市城市基础设施开发总公司	1,076.86	5.63
	合计	8,401.68	43.96
2006年	杭州市市政公用建设开发公司	1,761.04	15.82
	杭州市公安局	846.85	7.61
	厦门市中医院	610.78	5.49
	临安市供电局	400.06	3.59
	杭州市司法局	330.8	2.97
	合计	3,949.53	35.48

图表 8：不依赖下游

年度	供应商名称	金额	占收入比例
2009H	中国普天信息产业股份有限公司	1,181.30	10.22
	浙江富阳市新源交通电子有限公司	265.36	2.3
	扬州市帝一广源电气成套设备有限公司	249.71	2.16
	浙江时代数字技术开发有限公司	229.68	1.99
	上海三思科技发展有限公司	216.4	1.87
	合计	2,142.44	18.53
2008年	中国普天信息产业股份有限公司	1,326.52	5.4
	浙江信盛实业有限公司	968.22	3.94
	浙江富阳市新源交通电子有限公司	699.06	2.85
	泰科消防保安(天津)有限公司	617.95	2.52
	杭州机械制造有限公司	567.74	2.31
	合计	4,179.49	17.02
2007年	戴尔(中国)有限公司	556.76	4.42
	浙江省国际贸易展览公司	473.19	3.76
	扬州市帝一广源电气成套设备有限公司	375.8	2.98
	北京信方兴科技发展有限公司	362	2.87
2006年	泰科消防保安(天津)有限公司	285.25	2.26
	合计	2,053	16.29
	北京信方兴科技有限公司	218.47	3.6
	深圳市安迪凯实业有限公司上海分公司	163.08	2.69
	上海旭讯电子有限公司	143.5	2.37
	杭州索尔数码有限公司	138.61	2.29
杭州心然科技有限公司	123.82	2.04	
合计	787.48	12.99	

4.城市智能交通行业排名第一

公司08年在城市智能交通系统主力提供商综合竞争力排名行业第一位，当年市场规模约为48.5亿元，公司占到3.06%。占据杭州市93.29%、浙江省82.38%的市场份额。(CCID)

4.1 独特营销模式适应行业分散化格局

城市智能交通缺乏统一的投资、监管和技术标准，各地区情况差异较大，呈分散态势。

为适应该状况，公司采取“三级渠道营销模式”。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，实现“样板建设”、“品牌推广”，“技术服务”的三重职能，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)，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。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。

4.2 快速公交（BRT）优势明显

快速公交是国家发展智能交通的一个重要建设目标。公司在此领域的领先优势可有助于本身产品的市场推广。

“十五规划”制定的三个目标：第一，实现先进的交通管理系统，在示范城市里利用现代化的交通控制管理系统，有效地减少交通拥堵，提高运行速度。第二，发展先进的公交系统，提高公交运行速度，降低公交延误，实现公交速度提高15%。第三，提供先进的出行者信息系统，协助出行者在出行前和出行途中有效地计划出行路线，节约出行时间。十一五期间，快速公交文化发展迅速，在杭州、北京、广州等城市做的都很好。

快速公交是公司长项。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。

公司正在研制开发的“面向BRT的嵌入式优先信号控制器”获得“国家火炬计划”立项即实用新型专利、“BRT嵌入式优先信号控制系统”获国家“科技型中小企业技术创新基金”，并获得国家发明专利。

公司快速公交产品已在杭州、上海、昆明、盐城等具有示范作用的城市

获得应用。其中在上海市世博会快速公交专用道上的应用将迅速提升公司的知名度。

公司在快速公交行业领先的产品:

- 1、智能公交调度管理系统
- 2、基于RFID的BRT信号优先控制系统
- 3、基于无线3G的车载视频监控系统

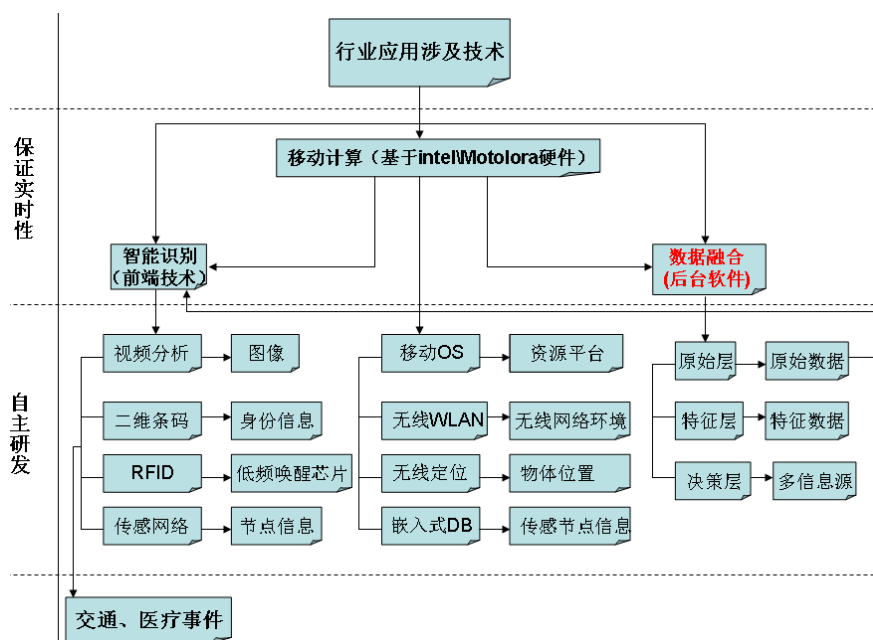
产品线丰富，集成能力强。快速公交需要做好整个系统的信息化建设及保障运营的相关配套系统建设，要求系统集成能力强、行业资质比较全的企业才能做，较少有像公司这样提供整体解决方案及全面提供产业链相关产品的大的集成公司。大部分只是在做公交调度软件 and 信息服务这块，而且具有明显的区域性特征。

4.3 后台软件技术领先

公司在实时共享化、数据挖掘预测方面具有优势。

公司利用强大的科研实力，通过神经网络算法、分形预测、人工智能中的D-S证据理论等，能够有效实现交通流的实时共享、准确预测，并在数据融合、挖掘方面保持行业领先。目前，能够具备此领域实践经验的厂商并不多见。这为公司采用代理商合作模式拓展市场起到根本的技术保障。

图表 9: 数据融合技术是交通实时性、准确性的核心，也是公司强项



数据来源: 国联证券研究所

目前国外产品在设备方面较为先进，但是，由于国内城市交通涉及到公共安全领域，国家倡导提升信息技术国产化率，很难由国外厂商主导系统集成及后台软件。国外厂商往往只是参与硬件设备供应。另外由于我国的各地

交通状况复杂、多变，地区性特征明显，国内企业更能灵活的应对各种需求特点。

5.无线医疗行业排名第一

公司08年在无线医疗、临床移动信息系统解决方案综合竞争力排名行业第一位（CCID）。

5.1 能够抓住医疗改革契机

医疗体制改革大力推进社区医疗、全民医保及医药分离，均对医疗信息化起到较大的促进作用。

1、社区医疗：是为解决老百姓“看病难，看病贵”的问题，提出“小病不出社区，大病才上医院”的口号，能够缓解医疗资源和就医需求不匹配的矛盾。

转诊将成为常态。社区医疗提出构建大医院与社区卫生服务机构之间的“共同体”和畅通“转诊通道”，实现统一诊疗标准。北京市卫生局曾公开表示，计划在2009年底前，通过医保报销政策的限制，实现北京参保居民看病，全部实行社区首诊，否则不予报销。作为医疗信息化重要产品的影像信息系统（PACS）将会受益。

社区卫生服务医疗机构将提供预防、保健、医疗等一体化的综合服务，放弃以“医疗”为主的“医院”模式，这将会延长整个医疗产业链，**对健康护理，个人电子病历的需求提升，也势必促进以病人为中心理念的加强。**

中国步入老龄化社会，社区医院体系的建立迫在眉睫。2004年底，中国60岁或者以上的老年人口近1.42亿，占全国总人口的比例已经达到11%。2010年这一比例将达到12%，老年人口将超过1.6亿，而国际社会将10%为老龄社会的界定标准。未来以提供保健、基础医疗为主的社区医院的需求非常迫切。

以作为试点城市的北京市为例，城乡已拥有360个社区卫生服务中心和2700多个社区卫生服务站，每2000到3000人服务人口，配备一名全科医生和至少一名社区护士，每2000名服务人口配备一名预防、保健人员。社区卫生服务百分之百全面覆盖城乡社区，基本满足城镇、远郊平原和山区居民分别出行15、20和30分钟以内可及社区卫生服务的要求。

2、全民医保：按照规划，相关部门将在“十二五”期间大力推进社会医疗保险的信息化系统建设，特别是加快发行全国统一的社会保障卡，初步计划在“十二五”期间把社会保障卡的发行量增加到8亿张以上。各项医疗保险制度有望实现规范管理、城乡衔接和便民利民。同时会逐步扩大城乡居民医疗保险的支付范围。目前，参加城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗

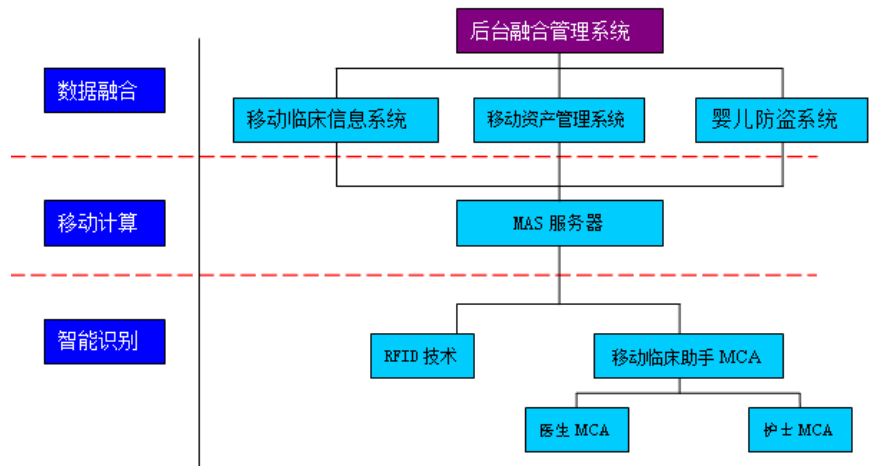
保险和新农合的人数已经达到了12亿多人。这均将促进医保信息管理系统的需求提升。

2、医药分开：具体表现形式就是医院不设门诊药房，门诊病人凭医师处方，自主选择社会药店购药，医院通过医疗技术收取医疗服务费用，药品的收入只占医院收入的很小的一部分。**结果是，医院间竞争加剧，为吸引患者前来就医，将愈加关注诊断技术、流程和服务。**在此过程中，采用医疗信息化规范流程管理将是重要手段。

公司医疗信息化方面的相关系统包括：移动医疗信息系统、数字化医院信息系统、区域医疗信息系统、公共卫生信息系统、医保社保管理信息系统、移动临床信息系统等。

公司还通过与MOTOROLA、INTEL、IBM、BEA、ZEBRA 和SIEMENS等国际一流厂商深度合作，形成了在无线医疗信息化方面的巨大优势。

图表 10: 移动医疗信息系统架构显示公司的移动计算及后台数据融合优势



数据来源：国联证券研究所

公司上市募投的“数字化医疗关键技术开发及产业化项目”为科技部、卫生部“十一五”国家科技支撑计划“国家数字卫生关键技术和区域示范应用研究”的组成部分。因此公司的区域医疗信息系统将在社区医院的大规模建设中获益。

同时，公司的数字化医院的信息系统符合国际标准，与JCI（国际医疗卫生机构认证联合委员会）合作共同推进该机构认证。JCI标准是全世界公认的医疗服务标准，代表了医院服务和医院管理的最高水平，本身非常注重服务、流程及管理的规范，医药分离将使得医院加强信息化建设、申请JCI认证的意愿增强。2006年9月，公司帮助邵逸夫医院成功通过JCI标准认证，成为国内首家通过此认证的大型公立医院。

6.调高到“强烈推荐”评级

1、分业务具体情况预测:

医疗信息化: 年初公司拥有的医疗信息化客户只有 70 多家, 年底已多达 162 家, 年内销售状况良好, 实现翻番, 而且其中 73.6% 来自省外。目前多数无线医疗系统只是在医院的单一楼层先试用, 如果继续铺设其它楼层将会带来倍增收入; 无线医疗往往先会试用一个子系统, 而子系统跟大的系统有 5-10 倍差距, 如无线医疗是 300-500 万, 门诊输液是 15-100 万左右, 而且大系统本身也是在某层试用, 由于系统集成本身的依赖作用, 公司未来有望从既有客户处持续获单。

同时由于示范作用, 及目前良好的市场反馈, 明年有望继续扩大客户规模, 公司产品应用范围是国内 3000 家以上的二、三级甲等医院, 随着医改对于大医院服务流程要求的提高, 社区医院的推进, 需要上马医疗信息化的医院数量还会继续增加。

智能化的标准不统一, 客户分散、区域特征明显, 加之公司常年跟踪项目, 对客户需求的理解力也构筑了竞争壁垒, 客户一旦上马系统很难更换其他集成商。因此我们判断公司医疗信息化业务未来几年会持续景气。

智能交通: 产品分为综合平台以及子系统, 公司重点地区销售平台产品, 扩张地区通过附加值较高的子系统渗透市场。随着城市化率、汽车消费不断提高, 交通问题日益严重, 交通信息化支出将随基建投入同步提升, 试点的子系统将会逐渐形成规模。目前上马综合管控平台的城市有: 杭州、宁波、温州、昆明、石家庄、郑州、合肥、南宁、南昌, 但销售额主要发生在东部地区及省内。假如一半城市年投入达到杭州市水平, 则智能交通收入将会达到 8 亿元。

以杭州的 1 条路 5.7 公里的路为例, 大概是 155 万一公里的造价。而南昌计划 11 年投 6.4 亿改造道路, 里程达 200 公里, 假如完全由公司做交通信息化, 则会为公司带来 3.1 亿的收入。

图表 11: ITS 业务重点区域杭州给公司带来持续订单

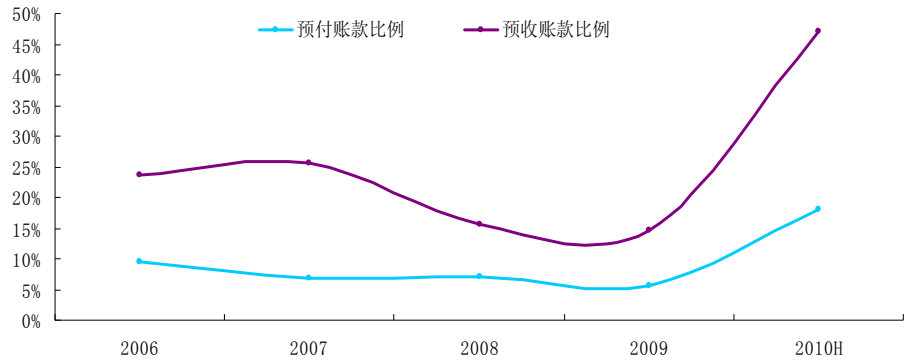
签单时间	签单项目
2006 年度	杭州市公安局交通警察支队交通指挥中心平台改造机房
2007 年度	杭州市公安局交通警察支队交通诱导系统三期工程
2007 年度	杭州市公安局交通警察支队交通诱导系统二期工程
2010 年 1 月	杭州市公安局交通警察支队 2010 年计算机维护系统
2010 年 10 月	杭州市公安局交通警察支队交通信号控制系统八期工程
2010 年 10 月	杭州市公安局交通警察支队数字勤务室设备采购项目

来源: 国联证券研究所

智能建筑, 我们预测将会跟随行业增长率 25% 的水平。

2、通过单位员工产出来框定公司收入。

图表 12: 目前预收预付占比处于高位预示单位员工产出可能处于饱和状态 单位: 亿元



数据来源: 国联证券研究所

以预收账款比例最高, 最景气的年份 2007 年为例, 公司的单位员工产出是 1810129.4 元, 目前管理费用率提升, 公司员工数量 500 多人, 且在手订单较多, 人员较为紧张, 有强烈的增招计划, 说明公司本身处于满负荷运转中, 则借鉴高峰时单位员工产出值, 预测出 10-12 年的总收入约为 7.2 亿、10.3 亿和 11 亿元。

图表 13: 从单人产出角度进行收入预测

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入(元)	111303417	188253454	349112221	524615587	720431489	1007000000	1254000000
员工数	104	198	326	398	530	660	-
单人产出(元)		1810129	1763193	1609250	1810129	1900000	1900000

来源: 国联证券研究所

预计 10~12 年的 EPS 为 0.51, 0.84 和 1.03 元, 目前股价对应 10~11 年的估值分别为 51.8、31.2 倍, 调高到“强烈推荐”评级。

7. 风险

各地政府对智能交通的重视程度及规划进度不同。

财务报表预测与财务指标						更新日期: 10/12/29					
单位: 百万											
利润表						资产负债表					
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
营业收入	349.11	524.62	720.43	1,026.00	1,254.00	现金	80.73	458.76	498.49	559.28	672.91
YOY(%)	85.5%	50.3%	37.3%	42.4%	22.2%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	260.40	395.98	518.71	738.72	902.88	应收款项净额	116.42	245.79	337.53	480.69	587.51
营业税金及附加	10.57	12.64	17.36	24.72	30.21	存货	138.72	176.66	231.65	330.59	404.42
销售费用	10.61	18.01	41.06	35.22	43.05	其他流动资产	24.87	28.93	39.73	56.58	69.15
占营业收入比 (%)	3.0%	3.4%	5.7%	3.4%	3.4%	流动资产总额	360.74	910.14	1,107.39	1,427.14	1,734.00
管理费用	24.87	36.89	68.44	82.08	100.32	固定资产净值	38.39	43.12	47.39	46.83	45.81
占营业收入比 (%)	7.1%	7.0%	9.5%	8.0%	8.0%	减: 资产减值准备	(4.18)	(8.19)	(9.00)	(8.90)	(8.70)
EBIT	42.66	61.10	74.86	145.26	177.54	固定资产净额	34.21	34.93	38.39	37.94	37.11
财务费用	1.71	1.95	(0.66)	(0.84)	(1.16)	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比 (%)	0.5%	0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	在建工程	0.00	0.00	1.18	0.86	0.77
资产减值损失	(4.18)	(8.19)	0.00	0.00	0.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(1.60)	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产总额	34.21	34.93	39.56	38.79	37.88
营业利润	35.17	50.95	75.52	146.10	178.70	无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外净收入	1.68	4.98	15.00	4.00	4.00	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	36.84	55.93	90.52	150.10	182.70	其他长期资产	4.04	5.04	5.04	5.04	5.04
所得税	5.35	6.46	9.05	15.01	18.27	资产总额	398.99	950.11	1,152.00	1,470.97	1,776.92
所得税率 (%)	14.5%	11.6%	10.0%	10.0%	10.0%	循环贷款	40.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	31.49	49.47	81.47	135.09	164.43	应付款项	89.74	185.85	243.70	347.78	425.46
占营业收入比 (%)	9.0%	9.4%	11.3%	13.2%	13.1%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	106.35	169.66	236.30	322.86	394.92
归属母公司净利润	31.50	49.47	81.47	135.09	164.43	流动负债	236.09	355.51	480.00	670.64	820.38
YOY(%)	55.4%	57.0%	64.7%	65.8%	21.7%	长期借款	0.00	20.00	20.00	20.00	20.00
EPS (元)	0.53	0.62	0.51	0.84	1.03	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						负债总额	236.09	375.51	500.00	690.64	840.38
						少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						股东权益	162.90	574.60	651.99	780.33	936.54
						负债和股东权益	398.99	950.11	1,152.00	1,470.97	1,776.92
主要财务比率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
成长能力						税后利润	31.50	49.47	81.47	135.09	164.43
营业收入	85.5%	50.3%	37.3%	42.4%	22.2%	加: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	52.9%	44.9%	48.2%	93.5%	22.3%	公允价值变动	4.18	8.19	0.00	0.00	0.00
净利润	55.4%	57.0%	64.7%	65.8%	21.7%	折旧和摊销	1.51	3.28	4.56	4.92	5.16
						营运资金的变动	-59.26	-8.94	-32.23	-68.42	-43.68
获利能力						经营活动现金流	-22.07	52.00	53.80	71.60	125.90
毛利率(%)	25.4%	24.5%	28.0%	28.0%	28.0%	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利率(%)	9.0%	9.4%	11.3%	13.2%	13.1%	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	19.3%	8.6%	12.5%	17.3%	17.6%	固定资产投资	0.00	0.18	-10.00	-4.05	-4.05
ROA(%)	7.9%	5.2%	7.1%	9.2%	9.3%	投资活动现金流	0.00	0.18	-10.00	-4.05	-4.05
偿债能力						股权融资	0.00	370.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	1.53	2.56	2.31	2.13	2.11	长期贷款的增加/(0.00	20.00	0.00	0.00	0.00
速动比率	0.94	2.06	1.82	1.64	1.62	公司债券发行/(0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	59.2%	39.5%	43.4%	47.0%	47.3%	股利分配	-1.91	-2.54	-4.07	-6.75	-8.22
						计入循环贷款前融	-1.91	387.46	-4.07	-6.75	-8.22
营运能力						循环贷款的增加(减)	34.73	-79.07	0.00	0.00	0.00
总资产周转率	87.5%	55.2%	62.5%	69.7%	70.6%	融资活动现金流	30.91	325.85	-4.07	-6.75	-8.22
应收账款周转天数	121.72	171.01	171.01	171.01	171.01	现金净变动额	8.84	378.03	39.73	60.80	113.63
存货周转天数	187.90	159.08	159.08	159.08	159.08						
每股指标 (元)											
每股收益	0.53	0.62	0.51	0.84	1.03						
每股净资产	2.72	7.18	4.07	4.88	5.85						
估值比率											
P/E	50.2	42.7	51.8	31.2	25.7						
P/B	9.7	3.7	6.5	5.4	4.5						

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。