

计算机

署名人:王鹏 (研究主管)

执业证书编号: S0960207090131

0755-82026733

wangpeng@cjis.cn

参与人: 崔莹

CPA, CFA Charter pending candidate

执业证书编号: S0960110080220

0755-82026717

cuiying@cjis.cn

6-12个月目标价: 38.50元

当前股价: 26.60元

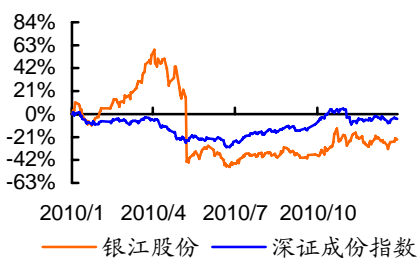
评级调整: 首次

基本资料

深证成份指数	12331.16
总股本(百万)	160
流通股本(百万)	92
流通市值(亿)	25
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	3.59
资产负债率	39.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
银江股份	-2.69	15.31	32.40
深证成份指数	-1.04	3.52	25.61



相关报告

请务必阅读正文之后的免责条款部分

银江股份

300020

强烈推荐

受益于物联网行业应用市场的高速增长

投资要点:

- **公司是典型的系统集成商:** 毛利率、销售费用率和管理费用率较低, 营业周期较长, 且存货、应收账款和其他应收款等占比较高。
- **物联网从行业应用出发, 以民生为先, 给力本土企业:** 我们认为物联网应当从行业应用出发, 重在应用创新; 应当以民生为先; 物联网在我国主要以各地智慧城市的建设推动, 本土企业将更多的受益于智慧城市的建设。
- **交通和医疗有望成为物联网应用的重点领域:** 我们认为, 树立车联网作为物联网在交通行业应用的标杆项目, 并以其示范作用带动我国整个物联网产业发展体现了国家发展物联网的思路。随着政府医疗改革资金投入的逐步落实, 大型 IT 项目的不断上线, 智慧医疗将迎来高速发展。
- **行业应用市场高速增长, 公司受益明显:** 系统集成商的正反馈机制决定了强者恒强, 公司布局于物联网最具增长潜力的两大行业应用领域, 初步建成辐射全国的营销服务网络, 正面临着从中小规模系统集成商发展成为大型系统集成商的历史性机遇, 未来几年收入有望爆发性增长。
- **智能交通:** 我们认为未来 3 年城市智能交通投资超过 600 亿的可能性很大, 公司产品线齐全, 能够满足不同类型城市智能交通建设的需求, 将受益于投资规模的爆发性增长; 公司作为行业内领军企业将收益于智能交通市场集中度的提高, 同时基于管理层积极进取, 我们判断其利用超募资金进行并购的可能性较大。
- **智慧医疗与智能建筑:** 公司智慧医疗年收入相对于市场空间而言还很小, 我们判断这块业务未来 3 年有望保持 50% 以上的复合增长率; 而智能建筑有望保持略高于行业平均水平 (20%) 的增速。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.38、0.77 和 1.24 元, 未来 6-12 个月目标价 38.5 元, 给予公司强烈推荐的投资评级。
- **风险提示:** 按照现在的发展速度, 2012 年公司将遇到资金瓶颈, 如果届时不能解决资金瓶颈, 将会影响公司的扩张速度; 2010 年业绩可能低于市场预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	525	706	1040	1478
同比(%)	50%	35%	47%	42%
归属母公司净利润(百万元)	49	61	123	199
同比(%)	57%	23%	103%	61%
毛利率(%)	24.5%	26.9%	28.3%	28.9%
ROE(%)	8.6%	9.8%	16.6%	21.1%
每股收益(元)	0.31	0.38	0.77	1.24
P/E	86.70	70.65	34.88	21.60
P/B	7.47	6.93	5.78	4.56
EV/EBITDA	68	62	30	18

资料来源: 中投证券研究所

目 录

一、典型的系统集成商	4
二、布局于物联网最具增长潜力的两大行业应用领域.....	6
2.1 物联网从行业应用出发，以民生为先，给力本土企业.....	6
2.2 交通和医疗有望成为物联网应用的重点领域.....	8
2.3 行业应用市场高速增长，公司受益明显.....	9
2.3.1 系统集成商的正反馈机制决定了强者恒强.....	9
2.3.2 加快全国布局，为做大规模奠定基础.....	11
三、智能交通	13
3.1 城市智能交通建设是大势所趋	13
3.2 产品线齐全，满足不同类型城市需求	15
3.2 受益于市场集中度的提高	16
四、智慧医疗与智能建筑	17
4.1 智慧医疗	17
4.2 智能建筑	18
五、盈利预测与投资建议	19
六、风险提示	19

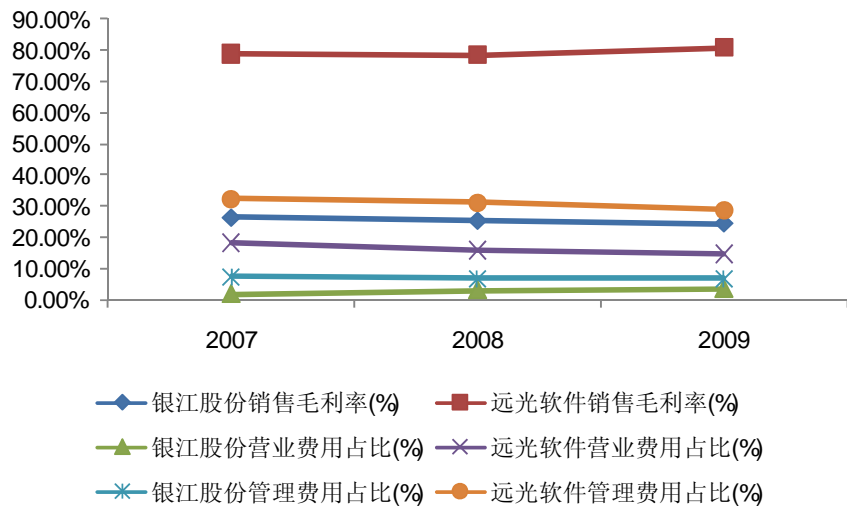
图表目录

图 1: 银江股份和远光软件利润率对比率	4
图 2: 银江股份和远光软件资产构成、营运周期对比	4
图 3: 2009 年分业务收入	5
图 4: 2009 年各业务毛利率	5
图 5: 每辆汽车平均每年消耗燃油 (单位: 吨)	8
图 6: 中国物联网主要行业应用市场规模 (单位: 亿元)	9
图 7: 公司工程项目运营资金变化情况	10
图 8: 公司来源于省外收入占比	12
图 9: 城镇人口占比	13
图 10: 民用汽车保有量 (单位: 万辆)	13
图 11: 上下班拥堵所花时间与其忍耐极限比较 (单位: 分钟)	14
图 12: 居民拥堵经济成本及其占收入的比例	14
图 13: 2009 年城市智能交通投资分布	14
图 14: 城市智能交通投资 (单位: 亿元)	14
图 15: 医疗卫生信息化投资预测 (单位: 亿元)	17
图 16: 2011-2013 年医疗卫生信息化投资分布	17
图 17: 智能建筑系统集成市场预测 (单位: 亿元)	18
图 18: 2009 年智能建筑系统集成市场分布	18
表 1: 各地物联网规划概况	6
表 2: 杭州市物联网产业发展规划部分涉及 A 股上市公司重点新增项目表	6
表 3: 工信部对 IBM “智慧地球” 的质疑	7
表 4: 新增收入所需新增营运资本	10
表 5: 南昌项目供应商资质要求	11
表 6: 公司与智能交通领域主要竞争对手情况	12
表 7: 2011-2013 年城市智能交通投资预测	14
表 8: 公司智能交通领域主要产品/解决方案	15
表 9: 分业务收入及毛利率预测 (单位: 百万元)	19

一、典型的系统集成商

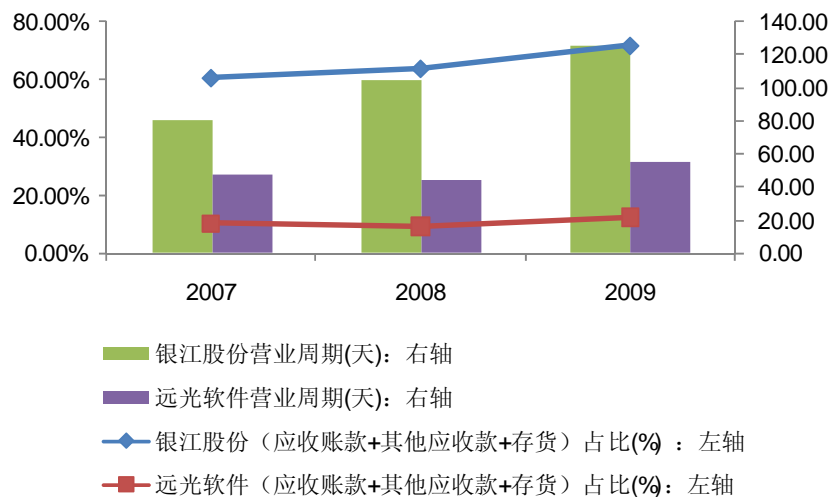
公司是典型的系统集成商：毛利率、销售费用率和管理费用率较低，营业周期较长，且存货、应收账款和其他应收款¹等占比较高。

图 1：银江股份和远光软件利润率对比率



资料来源：wind，中投证券研究所

图 2：银江股份和远光软件资产构成、营运周期对比



资料来源：wind，中投证券研究所

毛利率较低主要是硬件收入占比较高，同时实现硬件收入所需的营销和服务人员（销售费用）以及管理和研发人员（管理费用）相对较少，使得相关费用率较低。

¹ 主要是投标保证金、履约保证金、质量保证金等

公司通常作为总包商参与工程项目的投标, 使得其营业周期较长, 且存货、应收账款和其他应收款等工程项目所需营运资金占比较高。

分业务看, 2009 年公司智能建筑和智慧交通收入占比较高, 其中智能交通业务毛利率最高, 使得其对于公司利润贡献更大, 同时也使公司的整体毛利率高于系统集成行业平均水平²。智慧医疗业务起步较晚, 目前占收入比例相对较低, 但较低的基数也意味着更大的增长潜力。

图 3: 2009 年分业务收入

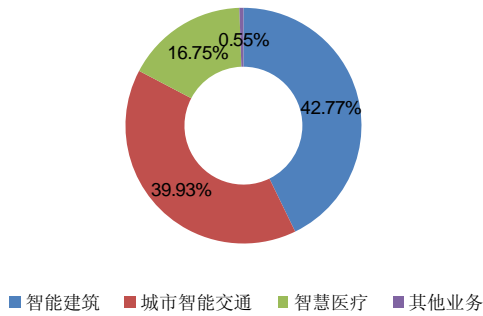
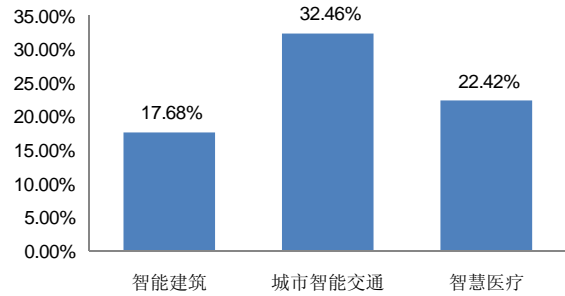


图 4: 2009 年各业务毛利率



资料来源: wind, 中投证券研究所

² 赛迪顾问统计数据 displays 2008 年我国系统集成行业平均毛利率在 15%。

二、布局于物联网最具增长潜力的两大行业应用领域

2.1 物联网从行业应用出发，以民生为先，给力本土企业

现阶段，物联网在我国存在标准不统一、盈利模式不清晰、市场接受程度低、实施成本高等问题，因此我们认为物联网应当从行业应用出发：逐步建立行业标准，以行业用户的需求为导向，在行业信息化中寻找切入点。重在应用创新：树立行业应用的标杆项目，并以其示范作用带动我国整个物联网产业发展。

现阶段，我国物联网应用仍然以政府主导为主，中央关于十二五规划的建议中，多次强调了民生问题，从各地出台的智慧城市建设规划来看，也集中于民生领域，我们认为物联网未来发展特别是在其产业化过程中应当以民生为先。

现阶段，物联网在我国主要以各地智慧城市的建设推动，智慧城市最初由 IBM 提出，在我国 IBM 针对电力、医疗、城市、交通、供应链和银行 6 大领域推出解决方案。目前，很多地方政府已把“智慧城市”列入当地“十二五”规划。工信部担心由 IBM 主导的智慧城市建设对我国 IT 产业自主创新形成挑战以及严重威胁相关产业安全甚至是国家安全，因此希望由政府主导各地智慧城市的建设，并且在智慧城市的建设中会给予本土企业更多机会，近期出台的“智能杭州”建设很好的体现了这一思路。我们认为，智慧城市建设的实质是一种政府推动下的物联网大规模应用，本土企业将更多的受益于这一进程。

表 1：各地物联网规划概况

城市/省份	涉及行业或领域
上海	交通、医疗、物流、电网、楼宇、农业、环境、安防等
北京	城市交通、生态环境、流通供应链、社区综合服务、公共安全等
江苏	交通、医护、农业、物流、电网、家居、公共安全等
成都	智能交通、食品安全、环境监测、安全监管、和灾害预警等
杭州	交通、医疗、电信、电力、安防等

资料来源：中投证券研究所整理

表 2：杭州市物联网产业发展规划部分涉及 A 股上市公司重点新增项目表

项目名称	项目承担单位	计划总投资 (万元)	起止年限	预计经济效益 (万元)	
				销售收入	利润
数字安防监控核心产品及解决方案	杭州海康威视数字技术股份有限公司	250000	2010-2015	650000	150000
城市级智能交通全集成综合管控与指挥系统	银江股份有限公司	3500	2009-2017	25000	8000
BRT 快速公交智能化运营管理	银江股份有限公司	4000	2009-2017	40000	8754

系统						
面向物联网的医院综合移动智能系统	银江股份有限公司	4000	2009-2017	45000	9200	
基于自主芯片、RFID、传感和多媒体融合的安防监控系统研发及产业化	浙江大华技术股份有限公司等	6000	2010-2013	40000	3500	
基于智能载波芯片的电力集抄装置系统	杭州新世纪信息技术股份有限公司	5000	2009.9-2012.8	22000	2500	
电力配网实时数据采集及生产指挥调试平台	杭州新世纪信息技术股份有限公司	2420	2009.9-2011.8	10968	4286	
高速列车传感控制网专用芯片研制	浙江浙大网新集团有限公司	2000	2011-2013	6000	3500	
高速公路基础设施状态和实时交通流量同步信息采集系统	浙江浙大网新集团有限公司	6500	2011-2013	30000	3000	
小型化低功耗智能列车车载感知网络网元设备研制	浙江浙大网新集团有限公司	8000	2011-2013	10000	4500	
工业用智能阵列传感器	浙江浙大网新集团有限公司	4500	2011-2013	6500	2500	
面向智能化高速列车的物联网与传感网技术	浙江浙大网新集团有限公司	10000	2011-2013	50000	8000	

资料来源：杭州《物联网产业发展规划（2010-2015年）》，中投证券研究所

表 3: 工信部对 IBM “智慧地球” 的质疑

	<p>我国的工业经济复苏的基础还不牢靠,企业发展和劳动就业等问题还需要国家政策和资金的支持。而IBM所关注的这些领域均是资源丰富,资金充沛、关系国计民生的重点行业。如果IBM凭借智慧地球大规模获得了这方面的项目资源,我国将会被IBM高附加值产品消耗掉大量资金资源,严重削弱我国对本国企业的扶持力度,深刻影响我国经济刺激计划的实施效果。</p>
工信部《IBM“智慧地球”的认识和思考》	<p>首先,当全世界互联成一个超级系统——智慧地球时,这个系统的安全性将直接关系到国家安全。如果中国在建设智慧地球过程中不能坚持“自主可控”原则,那么国家风险将会凸显。</p> <p>其次,智慧地球的推广应用,还将直接影响到相关产业安全。在信息产业特别是核心软硬件领域(如操作系统、数据库、中间件软件、嵌入式软件、集成电路等)将会受到严峻挑战。同时,医疗、交通、电力、银行等在内的所有关系国计民生的重要领域的安全也将受到严重威胁。</p> <p>最后,广泛的物联网络使得各种风险互相交织延伸,将带来严重的、难以预料的信息安全问题。现有的信息安全防护体系很难应对各类风险叠加后的综合风险。</p>
李毅中在出席2010年经贸形势报告会所作的“当前我国工业发展的若干重大问题”专题报告	<p>“智慧地球”就是通过基础设施和制造业上大量设立传感器,捕捉运行过程中的各种信息,然后通过传感网,进入互联网,通过计算机分析处理发出智慧指令,再反馈回去,到传感器,到基础设施和制造业上,极大提高效率,产生更大的效益。美国试图用它的信息网络技术,小到控制一台计算机、一台发电机,大到控制一个行业,控制各国的经济。所以,对于外国这些新的理念和新的战略,我们既要有启迪,大力发展战略性新兴产业,也要提高警惕,不能受制于人。</p>
工信部软件与集成电路促进中心处长王威信时代周报记者表示	<p>智能城市建设由于是一项庞大的系统工程,涉及城市经济社会等方方面面,因此必须由政府来主导,重视培育自主知识产权、自主可控的本土公司,另外还要警惕信息安全问题和避免重复建设。</p>

资料来源：中投证券研究所整理

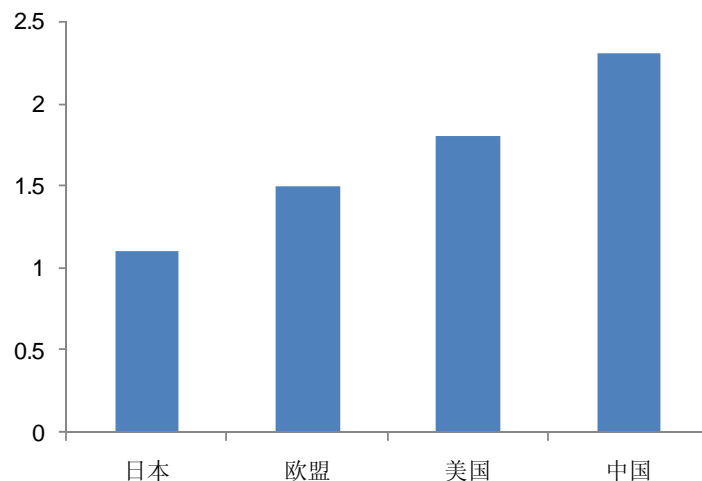
2.2 交通和医疗有望成为物联网应用的重点领域

早期的智能交通主要是围绕高速公路而展开的，包括通信、收费和监控三大系统，对高速公路进行信息化管理，而目前我国交通问题主要来自于城市道路拥堵。

我国城市交通拥堵情况日益严重，大约 30% 的汽油是消耗在堵车的时候，使得我国每辆汽车平均每年的油耗远高于其他国家，而且较高的燃料消耗量也意味着较高的有害废气排放量。同时，国内每年仅交通事故造成的伤残人数就达 50 多万，死亡人数 10 多万。

通过智能交通控制解决拥堵，以达到更高的通行量和通行速度，可以大幅度减少车辆在路上的停滞时间，使得汽车油耗降低 15%，温室气体的排放量减少 25%~30%。同时智能交通技术能够有效减少交通事故的发生，可使每年因交通事故造成的死亡人数下降 30%~70%。

图 5：每辆汽车平均每年消耗燃油（单位：吨）



资料来源：中国电子信息产业网，中投证券研究所

通过建立车联网，对于车辆进行管理和调配成为智能交通拓展的方向。目前车联网已成为我国第三个重大专项，相关内容已上报国务院，一期拨款有望达百亿级别，预计 2020 年实现可控车辆规模达 2 亿辆。我们认为，树立车联网作为物联网在交通行业应用的标杆项目，并以其示范作用带动我国整个物联网产业发展体现了国家发展物联网的思路。

近年来，医疗资源的配置不平衡、医疗服务水平较低和医疗服务的便利性不足已成为影响社会和谐发展的主要问题，随着中国社会老龄化趋势出现，这些问题更显突出。

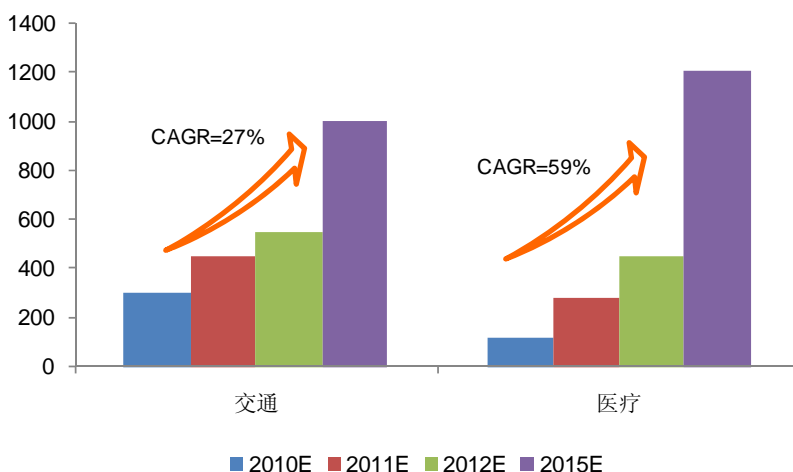
智慧医疗可以通过跨医疗机构的动态资源运用调度更好的分配医疗资源；可以通过面向业务流程的信息化管理和智能判断显著提高流程效率和医疗服务水平；可以通过建立区域卫生服务信息系统，实现区域内医疗管理机构、医

疗机构和居民的信息交流与资源共享，提高医疗服务的便利性。

2009年4月国务院正式公布新医改方案，新医改方案明确提出“建立实用共享的医药卫生信息系统。大力推进医药卫生信息化建设。”方案首次把信息化作为支撑医改能够成功的8个最基本的支柱之一。我们认为，随着政府医疗改革资金投入的逐步落实，大型IT项目的不断上线，智慧医疗将迎来高速发展。

在第一届中国物联网大会上，中科院院士何积丰就建议：“在国家传感网创新示范区所在地无锡，就可以率先开展一些与民生相关的物联网运用，比如医疗和交通。”我们认为，交通和医疗有望成为物联网应用的重点领域。

图 6：中国物联网主要行业应用市场规模（单位：亿元）



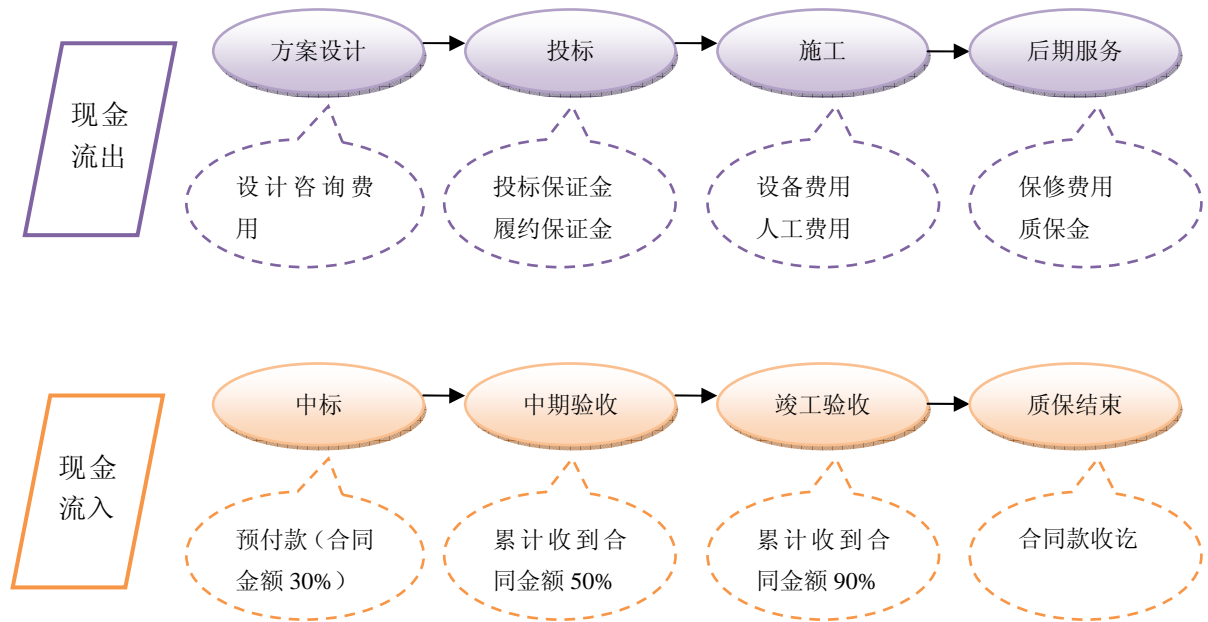
资料来源：《智慧城市》王辉、吴越等编著，中投证券研究所

2.3 行业应用市场高速增长，公司受益明显

2.3.1 系统集成商的正反馈机制决定了强者恒强

公司系统集成业务主要以工程总包模式开展，在项目施工过程中需要垫付一定的运营资金。

图 7：公司工程项目运营资金变化情况



资料来源：公司资料，中投证券研究所

经过测算，公司 2007-2009 年累计新增营运资本 1.08 亿元，累计新增收入 10.62 亿元，即每 1 元收入需新增 0.102 元营运资金。考虑到项目结算时间变化带来的波动性，波峰期至少³需要投入合同金额约 20%的营运资金以应对承接项目的要求（如 2008 年）。

系统集成商具有正反馈机制：在不考虑业务转型的前提下，只有做大规模才能获得设备厂商的价格优惠，提高人均产能，从上下游厂商处获得更好的付/收款条件，以此实现较好的业绩从而在资本市场获得低成本资金，依靠资金优势承接更多的项目。

表 4：新增收入所需新增营运资本（单位：百万元）

	2006	2007	2008	2009	合计
应收账款	7.5	31.4	61.4	184.9	
其他应收款	35.4	52.7	58.2	79.9	
预付账款	10.6	12.9	24.9	28.9	
存货	20.8	63.4	138.7	176.7	
经营性应收项目	74.5	160.4	283.3	470.3	
应付票据	0.0	6.4	8.5	42.4	
应付账款	11.9	39.1	81.2	143.5	
预收账款	26.4	48.2	54.5	76.2	

³ 即不考虑年内项目结算的波动

应付工资	0.3	4.2	0.5	0.7	
其他应付款	12.6	29.7	36.4	75.6	
经营性应付项目	51.2	127.7	181.1	338.3	
经营性营运资本	23.2	32.7	102.2	132.0	
新增营运资本		9.5	69.5	29.9	108.8
营业收入		188.3	349.1	524.6	1062.0
新增营运资本/营业收入		5.0%	19.9%	5.7%	10.2%

资料来源：中投证券研究所

2.3.2 加快全国布局，为做大规模奠定基础

智能交通、智能建筑和智慧医疗等项目具有区域性，其中较大的项目实施周期通常较长，需要本地化的服务能力，因此大项目在招标过程中客户更倾向于选择本地企业，这是之前公司收入主要来源于浙江省内的重要原因。

上市之后公司加快了全国布局，利用超募资金设立了上海、广州、成都、北京和武汉五大区域营销中心，并且在全国已建成了 20 多家分(子)公司，初步实现了公司业务的营销本地化、实施本地化和服务本地化策略，营销和技术支持网络遍布全国市场，为公司做大规模奠定基础。

公司地处信息化水平领先的华东地区，在杭州等地树立了一批样板性工程，且智能化业务资质齐全，产品线丰富⁴，这些是公司能够跨省扩张的重要条件，由公司新近获得的“南昌市公安局信息化智能交通指挥系统升级改造项目” 供应商资质要求可见。

表 5：南昌项目供应商资质要求

- 1) 必须是具有独立法人资格且注册资本（金）人民币 3000 万元及以上的企业；
- 2) 具有工信部颁发的有效期内的计算机信息系统集成企业（二级）资质；
- 3) 具有良好的商业信誉和健全的财务会计制度；
- 4) 具有履行合同所必需的设备和专业技术能力；
- 5) 参加本次政府采购活动的前三年内，在经营活动中没有重大违法记录；
- 6) 有至少一个同类交警的信息化智能交通业绩；
- 7) 本项目不接受联合体投标。

资料来源：中国建设招标网，中投证券研究所

但是我们认为公司能够进行跨省扩张，更重要的是其上市后带来的**资金优势⁵和民营企业的性质**。如上所述，资金优势是系统集成商的正反馈机制中重要的一环，而跨省扩张需要承担风险，需要牺牲一定的利润率，从收益和风险角度考虑，民营企业更有动力进行跨省的扩张。

⁴ 可以参与不接受联合体投标的项目

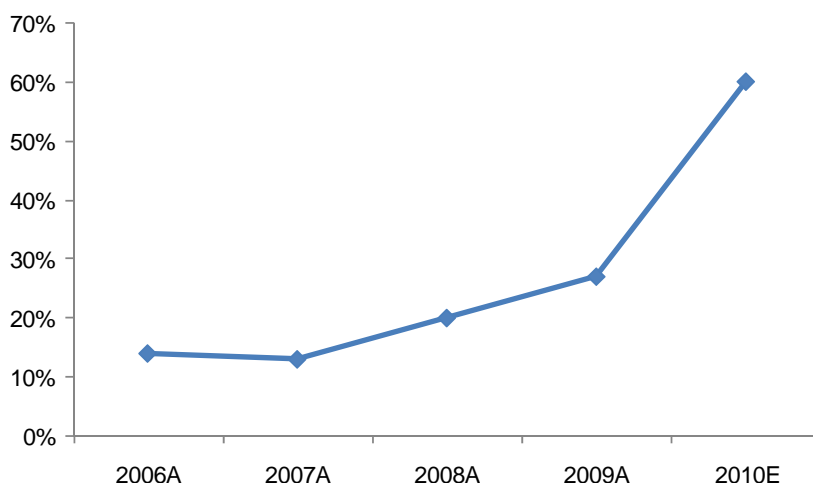
⁵ 包括未来进一步融资的平台优势

表 6: 公司与智能交通领域主要竞争对手情况

	企业性质	是否上市
银江股份	民营企业	已上市
青岛海信网络科技	国有企业	未上市
北京四通智能交通	民营企业	未上市
交际发展 ⁶	国有企业	已上市
宝信软件 ⁷	国有企业	已上市

超强的拿单能力是最好的例证:2010 年 1-11 月公司共获得订单 397 个(包括部分补充协议和增补合同),其中交通领域订单 45 个,省外占比 60%;医疗领域订单 124 个,省外占比 75%。近年来公司来源于浙江省外收入占比不断提升,考虑到收入相对于订单的滞后性,我们认为公司 2010 年来源于浙江省外的收入占比有望首次超过省内。

图 8: 公司来源于省外收入占比



资料来源: wind, 中投证券研究所

目前,金融、电信、政府等传统领域的系统集成市场竞争格局稳定,系统集成商很难获得爆发性增长的机会,而交通、医疗等领域受益于物联网行业应用,信息化建设正处于高速发展期。

我们认为,公司布局于物联网最具增长潜力的两大行业应用领域,初步建成辐射全国的营销服务网络,正面临着从中小规模系统集成商发展成为大型系统集成商的历史性机遇,未来几年收入有望爆发性增长。

⁶ 主要是参与高速公路机电一体化项目,来源于城市智能交通的收入占比很少

⁷ 主要是为宝钢提供信息化服务,来源于城市智能交通的收入占比很少

三、智能交通

3.1 城市智能交通建设是大势所趋

智能交通是一个基于现代电子信息技术面向交通运输的服务系统，以信息的收集、处理、发布、交换、分析、利用为主线，为交通参与者提供多样性的服务。智能交通包括城市智能交通⁸、城市轨道交通、高速公路机电系统和车载导航等，公司的业务主要集中于城市智能交通领域。

近年来，我国的城镇化进程加速，2009年城镇人口占比达到46.6%；随着随着城镇化和居民生活水平的提高，我国民用汽车保有量快速增长，2009年底达到6280.6万辆。

图 9：城镇人口占比

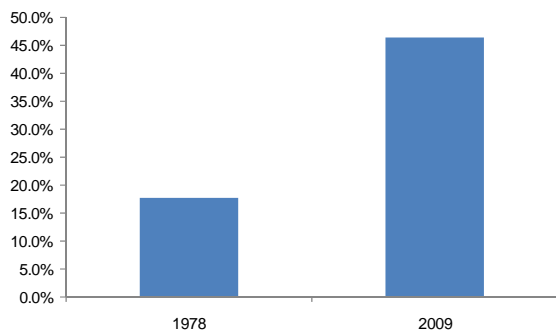
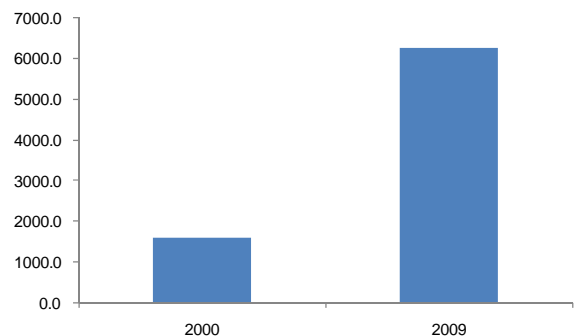


图 10：民用汽车保有量（单位：万辆）



资料来源：国家统计局，汽车业协会，中投证券研究所

城镇化进程加速和民用汽车保有量快速增长加剧了各大城市的交通拥堵状况，部分城市的“堵车”现象甚至升级为全城瘫痪的“堵城”，且近年来交通拥堵问题正快速由一线城市向二、三线城市蔓延。调查显示，主要城市上下班高峰期，拥堵时花费的时间均已经超过或者接近了人们的忍耐极限。从经济角度来看，以北京为例，其拥堵的经济成本达到375元/人/月，占收入比例达12.5%，按照北京1700万人口计算，每月造成的经济损失超过57亿元，这还没有考虑交通拥堵造成的环境污染等。

⁸ 即城市道路智能交通系统，包括监控解决方案，交通控制和电子警察等。

图 11: 上下班拥堵所花时间与其忍耐极限比较 (单位: 分钟)

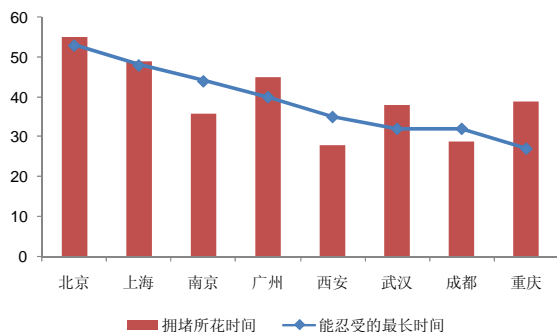
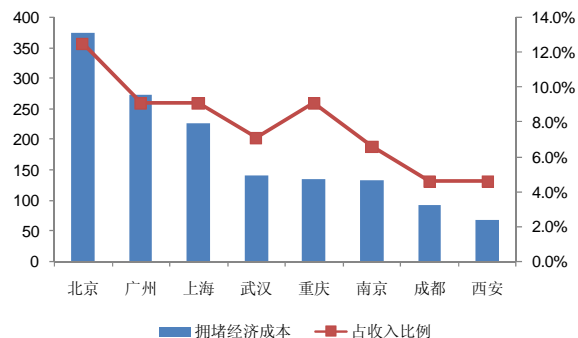


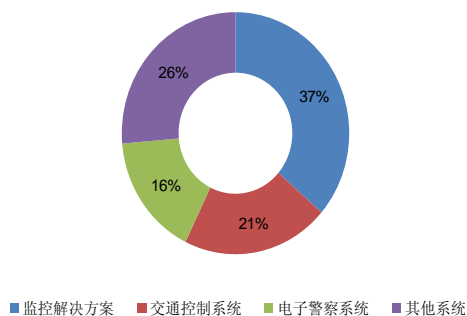
图 12: 居民拥堵经济成本及其占收入的比例 (单位: 元/人/月)



资料来源: 2008 福田指数——中国居民生活机动性指数, 中投证券研究所

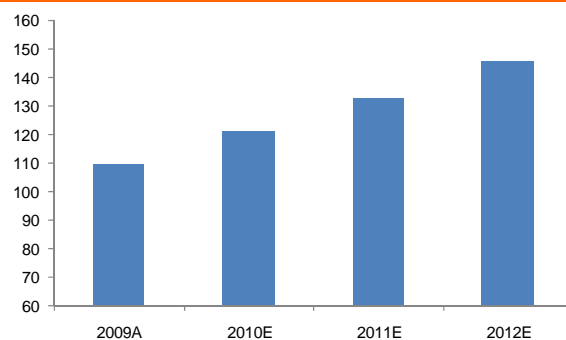
面对巨大的城市交通压力, 城市智能交通建设是大势所趋。2009 年我国城市智能交通投资达 110 亿元, 其中监控解决方案占比最高, 达到 37%。根据 OC&C 预测, 2012 年城市道路智能交通系统的市场规模将达人民币 146 亿元。

图 13: 2009 年城市智能交通投资分布



资料来源: OC&C, 中投证券研究所

图 14: 城市智能交通投资 (单位: 亿元)



根据部分城市出台的智能交通投资规划, 假设未来 3 年超大城市投资额 10 亿元, 特大城市投资额 5 亿元, 大、中、中小型城市投资额分别为 2、1 和 0.4 亿元, 我国未来 3 年城市智能交通投资额将达到 685 亿元, 远高于 OC&C 的预测, 考虑到车联网的带动作用 and 十二五交通规划中将重点投资智能交通, 我们认为未来 3 年城市智能交通投资超过 600 亿的可能性很大。

表 7: 2011-2013 年城市智能交通投资预测

类别	超大城市	特大城市	大城市	中等城市	中小城市
人口规模 (万人)	>400	200-400	100-200	50-100	20-50
城市数 (个)	13	26	141	274	161
未来 3 年投资额 (亿元)	10	5	2	1	0.4
投资额小计 (亿元)	130	130	169.2	191.8	64.4
投资额总计 (亿元)	685.4				

资料来源: 中投证券研究所

3.2 产品线齐全，满足不同类型城市需求

目前我国各城市智能交通领域的规划不同，通常一线城市会进行智能交通系统的总体规划，自上而下从推进整个系统的建设，而二、三线城市会先上交通信号控制等子系统，等到有需要时再上其他系统。

公司以信号灯控制系统为切入点进军城市智能交通领域，此后又研发了一系列产品，目前不仅能够提供诸如视频监控、信号控制等专业解决方案，也能够提供从综合控平台开始的整体解决方案，很好的契合了不同类型城市智能交通系统建设的需求。

表 8: 公司智能交通领域主要产品/解决方案

主要子系统	具体产品/解决方案
	协调式信号控制系统
交通信号控制系统	城市快速路匝道控制系统
	BRT 嵌入式信号优先控制系统
	倒计时控制器
	视频监控系統
交通视频分析与监视系统	跨区域联网视频监控综合网络共享平台
	交通视频检测与报警系统
电子警察系统	闯红灯违法抓拍系统
	高清晰卡口及超速监测系统
	停车诱导信息系统
动态交通诱导信息系统	情报板管理系统
	城市智能交通诱导综合信息服务平台

资料来源：公司资料，中投证券研究所

公司的代表性产品包括协调式信号控制系统、城市交通智能化综合管控平台系统、城市交通信息化诱导平台系统和快速公交信号优先控制系统：

公司以信号灯控制系统起家，目前多数城市信号灯都是单点运行，未来信号灯控制系统将逐步由点控式发展到线控式并一进步发展到面控式，公司的协调式信号控制系统将收益于这一趋势。

综合管控平台系统本身的合同金额不大，但它是进入大型城市智能交通领域的关键产品，同时作为和其他专业子系统的接口，可以带来后续订单。

城市交通信息化诱导平台系统可以视为车联网的组成部分，有望收益于车联网的大规模投资。

快速公交信号优先控制系统是城市快速公交运营系统的重要组成部分，由于快速公交系统具有容量大、服务标准高、投资成本低、见效快等特点，目前许多城市十二五规划中都强调要优先发展快速公交系统，

3.2 受益于市场集中度的提高

由于城市智能交通系统的下游客户主要是各市公共交通相关管理部门，存在一定的地方保护主义，且其属新兴领域，项目规模一直较小，导致市场高度分散，据统计该领域企业超过 1000 家。

随着投标程序更为严格，政府批准及审核过程理更为严谨，项目标准不断提高，我们认为许多技术能力及资产规模较低的厂商将被收购或淘汰，市场份额分布将趋于集中。

公司作为行业内领军企业，有望受益于市场集中度的提高。同时我们看到，公司在上市不久即利用超募资金建设了五大区域营销中心，体现了管理层积极做大企业的进取心，我们判断公司利用超募资金进行并购的可能性较大。

四、智慧医疗与智能建筑

4.1 智慧医疗

我国医疗卫生信息化正处于快速发展期，CCW 预测未来 3 年我国医卫行业信息化投入复合增长率保持在 20%以上，到 2013 年将达到 180.5 亿元；从结构上看，信息化投入主体仍然以医院为主，而随着新医改方案首次把信息化作为支撑医改能够成功的 8 个最基本的支柱之一，公共卫生信息化投入占比将显著提高。

同时国家部门明确规定，新医改方案实施将优先采用国内产品，这对于本土从事医疗信息化的企业而言，无疑是巨大的利好。

图 15: 医疗卫生信息化投资预测 (单位: 亿元)

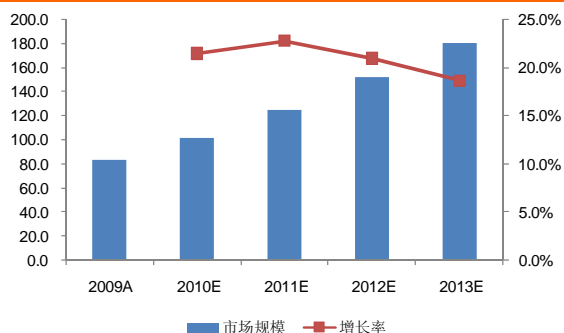
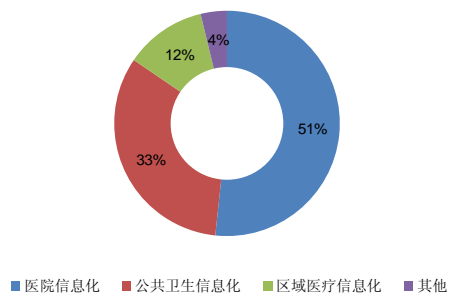


图 16: 2011-2013 年医疗卫生信息化投资分布



资料来源: CCW, 中投证券研究所

目前公司智慧医疗业务主要包括医院信息化、区域医疗信息化和公共卫生信息化 3 块，收入主要来源于医院信息化。公司以提供嵌入式软件和系统建设为主，硬件产品主要是采购 Intel、摩托罗拉等公司。

公司能够为医院提供从弱电系统到医疗设备销售再到医疗系统建设在内的一体化解决方案。目前主要是基于医院现有的 HIS 系统，结合自己的移动计算终端产品获取数据，利用智能识别技术，对于医疗流程和医疗资源进行智慧管理，以提高医疗服务质量和工作效率。医院这块主要是针对三甲医院，公司每年会参加全国的院长大会，直接对三甲医院的院长进行营销，目前已经进入了 92 家三甲医院。

公司智慧医疗业务起步较晚，2009 年收入只有 8700 万，相对于超过 100 亿的市场空间而言还很小，且公司在“智能识别、移动计算、数据融合”等智能化技术方面具有竞争优势，我们判断这块业务未来 3 年有望保持 50% 以上的复合增长率。

4.2 智能建筑

智能建筑是指通过 4C 技术将建筑物的结构、设备、服务和管理根据用户的需求进行最优化组合，从而为用户提供一个高效、舒适、便利的人性化建筑环境。包括楼宇自控、综合布线、楼宇对讲和其他安防产品等。

近年来，智能建筑系统集成市场高速发展，2009 年市场规模达到 500 亿，预计 2012 年市场规模将达到 861 亿元，2019 年将达到 3085 亿元，平均复合增长率为 20%。从结构上看，楼宇自控系统份额最大，2009 年在智能建筑系统集成市场占比达 76%。

图 17: 智能建筑系统集成市场预测 (单位: 亿元)

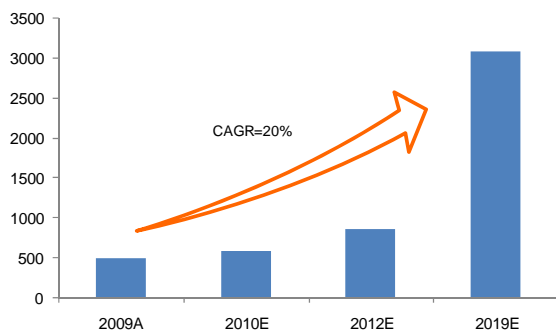
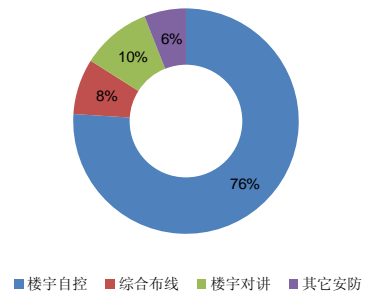


图 18: 2009 年智能建筑系统集成市场分布



资料来源:《2010-2019 系统集成行业趋势报告》，中投证券研究所

目前我国从事智能建筑系统集成企业超过 3000 家，市场集中度很低。低端市场的竞争将日趋激烈，利润率已经不足 10%；而高端市场利润率相对较高，不过要求参与者具备较强资本实力和技术能力。

公司目前在智能建筑领域，主要承接一些毛利率相对较高的工程项目，以及与智慧医疗相关的医院弱电工程。我们认为公司在该领域有望保持略高于行业平均水平（20%）的增速。

五、盈利预测与投资建议

表 9: 分业务收入及毛利率预测 (单位: 百万元)

	2009A	2010E	2011E	2012E
智能交通	209.48	303.75	485.99	728.99
增速		45.0%	60.0%	50.0%
毛利率	32.5%	32.4%	34.0%	34.0%
智能建筑	224.39	280.49	336.59	403.90
增速		25.0%	20.0%	20.0%
毛利率	17.7%	22.0%	22.0%	22.0%
智慧医疗	87.87	119	214	342
增速		35.0%	80.0%	60.0%
毛利率	22.4%	24.0%	25.0%	26.0%
其他	2.87	3.16	3.47	3.82
增速		10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	43.8%	43.8%	43.8%	43.8%
合计	524.61	706.02	1039.58	1478.35
增速		34.6%	47.2%	42.2%
毛利率	24.5%	26.9%	28.3%	28.9%

资料来源: 中投证券研究所

我们预计公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.38、0.77 和 1.24 元。公司未来 3 年净利润复合增长率超过 50%，保守按照 2011 年 50 倍 pe，未来 6-12 个月目标价 38.5 元，给予公司强烈推荐的投资评级。

六、风险提示

按照现在的发展速度，2012 年公司将遇到资金瓶颈，如果届时不能解决资金瓶颈，将会影响公司的扩张速度。

2010 年是公司走出浙江向全国扩张的一年，受费用率上升和项目结算等影响，业绩可能低于市场预期。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	910	1243	1574	2050	营业收入	525	706	1040	1478
现金	459	300	370	451	营业成本	396	516	745	1051
应收账款	174	268	346	492	营业税金及附加	13	20	28	38
其它应收款	72	159	187	266	营业费用	18	35	47	59
预付账款	29	129	186	210	管理费用	37	71	88	118
存货	177	387	485	631	财务费用	2	-4	-3	-5
其他	0	0	0	0	资产减值损失	8	4	4	4
非流动资产	40	43	46	51	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	35	37	40	44	营业利润	51	63	130	212
无形资产	0	0	0	0	营业外收入	5	6	7	9
其他	5	6	6	8	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	950	1286	1620	2101	利润总额	56	69	137	221
流动负债	356	647	857	1140	所得税	6	8	14	22
短期借款	0	13	0	0	净利润	49	61	123	199
应付账款	143	274	388	526	少数股东损益	0	0	0	0
其他	212	360	470	615	归属母公司净利润	49	61	123	199
非流动负债	20	20	20	20	EBITDA	57	62	129	210
长期借款	20	20	20	20	EPS (元)	0.62	0.38	0.77	1.24
其他	0	0	0	0					
负债合计	376	667	877	1160	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	80	160	160	160	成长能力				
资本公积	391	311	311	311	营业收入	50.3%	34.6%	47.2%	42.2%
留存收益	104	149	272	470	营业利润	44.9%	24.2%	104.8	63.2%
归属母公司股东权益	575	619	742	941	归属于母公司净利润	57.1%	22.7%	102.6	61.5%
负债和股东权益	950	1286	1620	2101	获利能力				
					毛利率	24.5%	26.9%	28.3%	28.9%
					净利率	9.4%	8.6%	11.8%	13.4%
					ROE	8.6%	9.8%	16.6%	21.1%
					ROIC	35.6%	15.2%	29.6%	37.3%
					偿债能力				
					资产负债率	39.5%	51.8%	54.2%	55.2%
					净负债比率	5.33%	4.91%	2.28%	1.72%
					流动比率	2.56	1.92	1.84	1.80
					速动比率	2.06	1.32	1.27	1.24
					营运能力				
					总资产周转率	0.78	0.63	0.72	0.79
					应收账款周转率	4.26	3.02	3.22	3.36
					应付账款周转率	3.52	2.48	2.25	2.30
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.31	0.38	0.77	1.24
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	-0.97	0.53	0.52
					每股净资产(最新摊薄)	3.59	3.87	4.64	5.88
					估值比率				
					P/E	86.70	70.65	34.88	21.60
					P/B	7.47	6.93	5.78	4.56
					EV/EBITDA	68	62	30	18

资料来源：中投证券研究所，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 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 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市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

王鹏, 中投证券研究所副所长。

崔莹, CPA, CFA Charter pending candidate, 中投证券研究所计算机行业研究员, 南京大学计算机学士, 金融工程硕士, 多年金融行业从业经验。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意,本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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,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和信息,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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

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

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

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434