

## 公司研究

## 行业景气向上，公司订单饱满

### 物联网

2010年05月25日

推荐（首次）

合理价格：29.5-32.5

52周走势



#### 报告作者：

国联证券研究所物联网小组

郝杰

执业证书编号：S0590210020001

#### 联系人：

郝杰

电话：0510-82833321

Email: [haoj@glsc.com.cn](mailto: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。

## 银江股份（300020）投资价值分析

### 投资要点：

**物联网行业应用领先企业。**公司专注于城市智能交通、智能医疗和智能建筑等物联网垂直行业应用领域，是A股中少有的非常纯正的物联网企业，完全符合我们在物联网行业报告中的系统集成商，往上游有能力整合供应商，下游市场能够快速复制成功经验。

**安全、高效和低碳促智能交通快速发展。**以美国为例，其采用的智能交通系统每年可减少200亿美元以上的费用和损失，创造数千亿的市场。而目前国内交通IT投资额约为200亿元，每年以16%的幅度增长。仅省会城市和计划单列市到2012年城市智能交通的投入将达到76.2亿元。

**医疗智能化业务国内缺乏真正的对手。**公司在医疗智能化业务方面处于国内领先地位，从病人角度出发对医务资源进行整合，提供不同于HIS系统的综合医疗信息系统。参与的“国家数字卫生项目”是我国迄今在该研究领域资助力度最大的科学研究项目。

**突破区域限制，省内外订单齐增长。**09年省外业务增幅高达107%；据调研了解，2010在手订单来自省外部分超过50%，突破了原有的区域性智能系统解决方案提供商的局限。据公司年报，公司在智能交通和智能医疗方面2010年分别计划新进入全国6个省市和80家医院。

**给予“推荐”评级。**预计10~12年的EPS在0.59，0.84和1.15元，目前股价对应10和11年动态PE分别为39.3倍和27.3倍，给予50-55倍PE，给予“推荐”评级，合理价格29.5-32.5元。

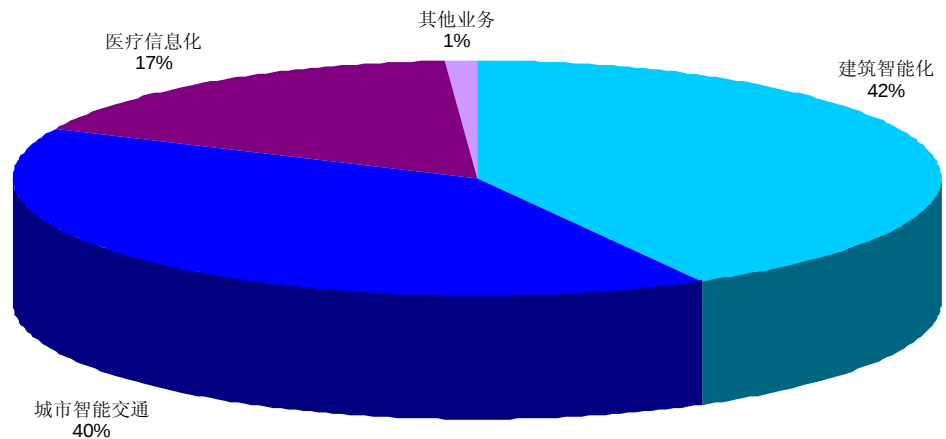
| 单位：百万元   | 2008A  | 2009A  | 2010E  | 2011E    | 2012E    |
|----------|--------|--------|--------|----------|----------|
| 营业收入     | 349.11 | 524.62 | 788.49 | 1,123.37 | 1,533.96 |
| YOY(%)   | 85.5%  | 50.3%  | 50.3%  | 42.5%    | 36.6%    |
| 归属母公司净利润 | 31.50  | 49.47  | 93.61  | 134.87   | 184.76   |
| EPS(元)   | 0.53   | 0.62   | 0.59   | 0.84     | 1.15     |
| ROE(%)   | 19.3%  | 8.6%   | 14.1%  | 17.0%    | 19.1%    |
| P/E      | 43.8   | 37.2   | 39.3   | 27.3     | 19.9     |

## 一、物联网行业应用领先企业

银江股份在交通、建筑和医疗等领域提供智能化综合解决方案，未来业务发展重点方向在智能交通和医疗信息化。

城市智能交通国内占有率为 3.1%，建筑智能化为 0.1%，医疗信息化为 0.6%。浙江省内业务占大部分，且市占率较高。08 年，公司智能交通业务占据杭州市 93.3% 的份额、浙江省 82.4% 的市场份额；医疗信息化占据省内 90% 以上份额。

图表 1：业务占比

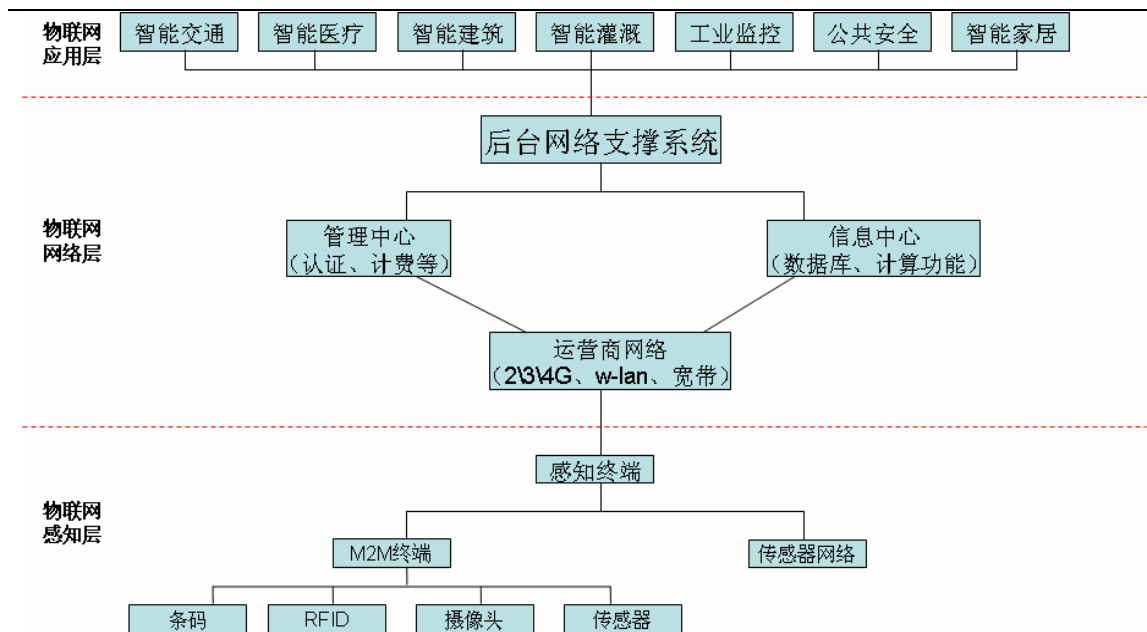


数据来源：国联证券研究所整理

### 1.1 公司是纯正的物联网企业

物联网强调的是“感知、连接和控制”。以公司的智能交通业务为例，其涉及利用各种软硬件手段对交通状况作信息采集、算法预测，最终对路面交通进行诱导和控制；公司还提出“智慧城市”的发展理念，与 IBM 的“智慧地球”遥相呼应，是 A 股中少有的纯正的物联网企业。

图表 2：物联网的基本实现



数据来源：国联证券研究所整理

## 1.2 具备行业先发优势

智能交通和数字医疗对算法有较高要求，虽然已有很多科研机构涉及，但真实开展产业化的企业较少，公司作为早期进入智能化领域的企业具有先发优势。

行业经验丰富、资质健全，获取订单能力较强。智能化需要较强的系统集成能力和相关配套建设能力，行业内很少有像银江股份这样资质健全能全面提高提供整体解决方案的大集成公司。凭借此方面优势，公司近期成功进入无锡第二人民医院信息化项目。城市智能交通也在合肥、南京等地获得订单。

图表 3：较为健全的资质使公司获取订单能力较强

| 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

智能交通多个领域技术领先。公司在智能公交调度管理系统、基于 RFID

的 BRT（快速公交系统）信号优先控制系统、基于无线 3G 的车载视频监控系統方面拥有自己的知识产权，处于行业领先地位。自 2005 年北京南中轴快速公交开通以来，全国陆续有 10 多个城市建设 BRT，银江即承建了其中的 3 个城市。包括：杭州 BRT-1/2/3 信号优先系统；上海世博快速公交信号优先系统；江苏盐城 BRT 快速公交信息化系统总集成。

### 1.3 产业链上优势厂商，可向上下游顺利延伸

公司与各地的渠道商和技术厂商建立了广泛联系，且有向智慧交通、智慧医疗领域投资并购的意愿；行业应用成功案例遍及多个领域和地区，完全符合我们在物联网行业报告中的成功系统集成商的特点：往上游有能力整合供应商，往下游市场能够快速复制成功经验。

### 1.4 系统更换成本高，快速圈地是最佳发展策略

智能化业务强调系统联动，用户一旦选择银江提供的整体解决方案，后续工程及服务将倾向于继续沿用原供应商。其他业务特征也基本一致，医疗信息系统和智能建筑方面前期进入难度在于时间、经验、技术的积累，而客户对已有系统的依赖会对潜在进入者产生较高壁垒。这样的特征以及目前较为分散的市场状况（例如，在上市公司中份额最大的泰豪科技 09 年占智能建筑市场的比重也只有 3.3%。）使得公司适宜采取快速拓展市场，尤其是提高大中型城市覆盖度的策略。从设立区域营销中心和快速扩张的战略规划上看银江采取跑马圈地的动作顺应了业务发展的最佳策略。

公司年报计划智能交通业务 2010 年在去年 9 个省份基础上成功进入 15 个省份，未来 3 年内渗透到 20 个大中城市；医疗系统业务 2010 年在 70 家医院基础上成功进入 150 家医院，未来 3 年应用于 300 家三级医院，完成 20 个地区的区域医疗卫生信息化建设。

图表 4：银江智能交通全国城市布局

图表 5：银江医疗信息化全国布局



数据来源：公司公告 国联证券研究所



数据来源：公司公告 国联证券研究所

## 二、城市智能交通市场近百亿规模，快速成长

以杭州为例，2000 年至今累计智能交通投入约 10 个亿，年均投入在 1-1.5 亿元，09 年投入为 1.8 亿元，约占到杭州 GDP 的 3.3‰-3.5‰，我们以计划单列市（现为 5 个市）和省会城市为统计口径，其合计 GDP 的 3 年（2005-2008 年）复合增长率在 17.6%，则预计 2012 年度的 GDP 在 230772 亿元，仅范围内城市智能交通的市场空间至少是  $230772 \times 3.3‰ = 76.2$  亿元。交通拥堵已成为制约城市发展的重大问题，我们认为城市智能交通投资占 GDP 比重仍有提升空间，假设提高到 4‰，市场规模将达百亿。

### 2.1 安全、高效和低碳是城市智能交通发展的原动力

美国交通部估计，未来 20 年美国智能交通相关产品及服务市场容量将超过 4200 亿美元，相关项目超过 60 万个。

**美国智能交通一年减少 120 万起事故，挽救上万人生命。**智能交通的调度、疏导、监控与呼叫中心方面的功能有效发挥着避免交通事故的作用。

**美国智能交通提高效率，每年节省 200 亿美元。**智能交通保证出行时间的准确性和出行方式的正确性，并且实现端到端的客货运输，快速、无缝、多方式的货物转换。以美国为例，1982~2002 年，拥堵使美国人损失 780 亿美元的价值和 42 亿小时的时间。应用了智能交通系统之后，每年可以节省 200 亿美元的费用。

**智能交通为低碳作贡献。**智能交通能够尽可能减少交通运输对大气质量的影响，降低燃油耗费，减轻噪音污染以及其他交通因素构成的对人们日常生活

的安全和健康水准的危害程度。

## 2.2 中国智能交通发展既有内生式升级要求,又有外延式城市化进程需求

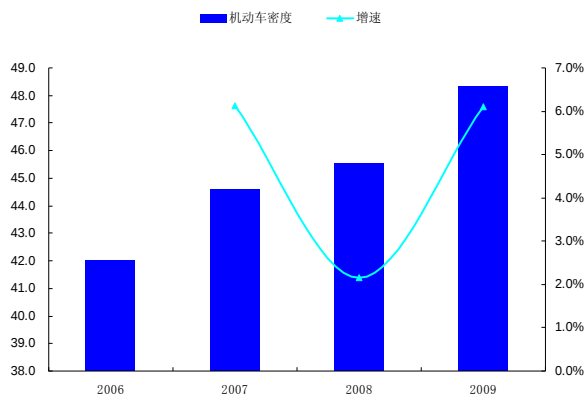
原动力之外,中国的智能交通还存在两方面市场潜力:

**内生性的交通升级改造。**现有道路条件下,需要合理地各种交通方式分配道路,并且配合必要的通信手段,对道路交通进行监控疏导;另外道路的重建和规划的不可预见性也会给智能交通带来内生增长;

**外延性的城市化进程。**中国城市仍处于发展期,城镇化进程加快,城市交通的城乡一体化趋势日益明显,修建足够多的道路仍然是政府的重要任务,在修建新道路和建设城市新区时,交通的规划与信息化建设必须同步考虑。

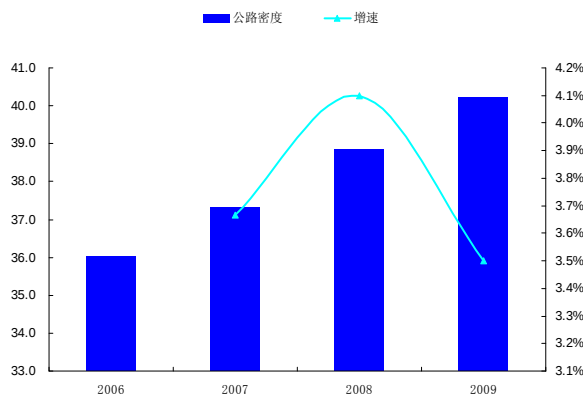
我国公路密度的提升也对区域交通监管联动提出更高要求,同时公路机动车密度(=机动车保有量/公路总里程)近年呈现稳步攀升态势,整体交通拥堵状况日趋紧张。从2006年至今我国每公里机动车均超过40辆,而08年美国仅为18.3辆/公里(RITA,美国交通统计局),其智能交通的应用却高达80%以上。相比之下中国的智能交通尚未得到广泛应用,手段也较为初级,增长空间较大。

图表 6: 公路机动车密度逐年攀升显示整体交通状况趋于紧张 单位: 辆/公里



数据来源: 公安部 交通运输部 国联证券研究所

图表 7: 公路密度逐年上升 单位: 公里/百平方公里



数据来源: 交通部 国联证券研究所

中国智能交通落后发达国家 20 年以上,从国家和各省市发展规划来看,智能交通未来投入将会加大。

图表 8: 中国追随国际步伐加快了对智能交通的规划

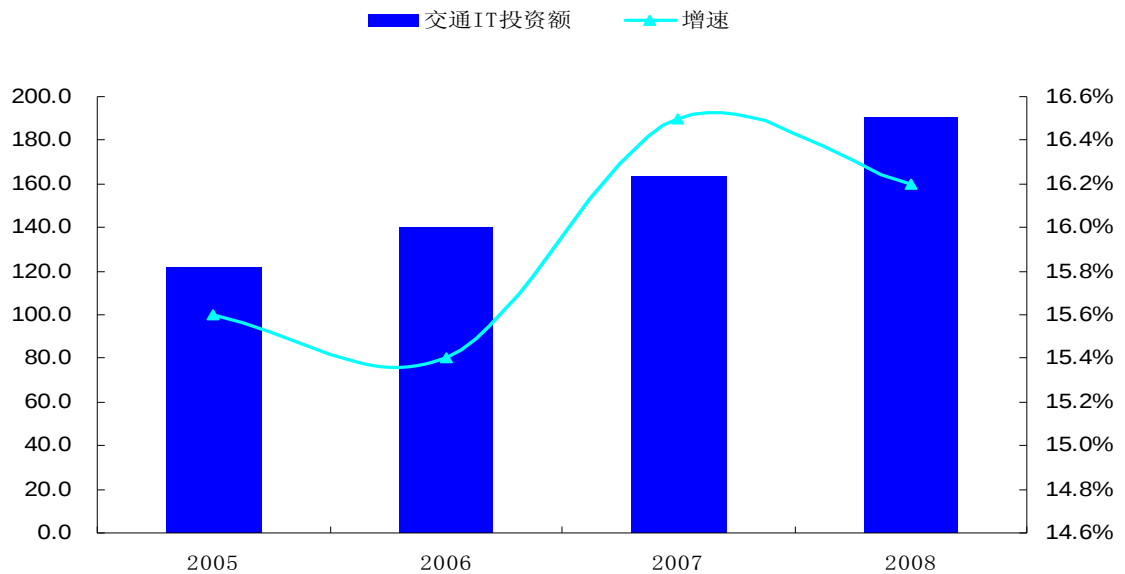
| 地区 | 时间         | 规划                                            |
|----|------------|-----------------------------------------------|
| 美国 | 1991 年     | 通过《综合地面运输效率法案》,规定政府必须投入资金资助智能交通研究。            |
|    | 1994 年     | 成立“ITS 美国”,组织大量专家进行国家智能交通系统框架结构体系的研究。         |
|    | 1995 年 3 月 | 运输部制定《国家 I T S 项目规划》,明确规定 ITS 的 7 大领域和相关服务功能。 |

|    |            |                                                                                             |
|----|------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| 日本 | 1995 年 8 月 | 建设省等 5 省厅制定《道路、交通、车辆领域信息化实施指针》。                                                             |
|    | 1996 年 7 月 | 制定“关于推进 ITS 的整体构想”，规划后 20 年为远期目标。                                                           |
| 欧盟 | 1985 年     | 成立欧洲道路运输信息技术实施组织（TRICO），进行智能交通研究发展规划。                                                       |
| 中国 | 2006 年     | 发改委出具《国民经济和社会发展“十一五”专项规划交通运输信息化专题咨询报告》，指出要加强信息技术在交通运输业中的推广应用，积极推进交通运输业的智能化，促进交通运输的可持续发展。    |
|    | 2007 年     | 交通部制定《公路水路交通信息化标准建设方案》，明确交通信息化标准体系建设目标、重点任务、保障措施以及建设重点计划表。                                  |
|    | 2008 年 1 月 | 《关于印发〈高新技术企业认定管理办法〉的通知》（国科发火〔2008〕172 号），重点支持的高新技术领域包括电子信息技术在内的八大领域，电子信息技术领域中包括智能交通技术等细分行业。 |

图表 9：各地智能交通规划

| 地区 | 智能交通规划                                                                                                                                                  |
|----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 天津 | 提出《天津市智能交通“十一五”发展规划》，将形成覆盖天津全市城乡的大公交网络，中心城区形成“三纵三横加两条倒乘带”的格局；“十一五”末，建设运送时速 25 公里以上的快速公交线 10 条。                                                          |
| 青岛 | 提出《青岛市“十一五”交通发展建设规划》，陆续建成交通信息交互中心、城市公交智能信息系统、道路交通指挥系统、高速公路不停车收费系统、长途客运智能营运系统、港航信息系统、物流智能化系统七大城市智能化交通调度系统。                                               |
| 南宁 | 09 年 5 月，正在推进快速公交项目建设前期工作，其中快速公交 1 号线的规划设计方案已通过市规划局组织的评审。                                                                                               |
| 安徽 | 提出《安徽省智能交通“十一五”发展规划》，将构建起全省智能交通服务体系，建设并完善交通管理、电子收费、交通信息服务、交通运输安全、运营管理、综合运输、基础设施管理、智能交通数据管理和水路运输等 10 个服务领域功能，以及交通执法、交通控制、运输安全管理、运政管理和水路运输管理等 45 个用户服务内容。 |

图表 10：交通行业 IT 投资规模稳步增长 单位：亿元



数据来源：计世资讯 国联证券研究所

### 三、医疗信息化业务：多种优势确保快速发展

公司智能医疗业务主要涉及数字化医院建设，把数字化医疗设备、数字化医学影像系统和数字化医疗信息系统（HIS）等全部临床作业过程纳入到数字化网络中，以病患服务为中心，实现临床作业的无纸化和无片化运行，提高医院的工作效率。

#### 3.1 行业景气向上

2009年新医改方案出台，明确提出“以推进公共卫生、医疗、医保、药品、财务监管信息化建设为着力点，整合资源，加强信息标准化和公共服务信息平台建设，逐步实现统一高效、互联互通。”这为医疗信息化带来了历史性的发展机遇。

图表 11：《国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》中对医疗信息化的建设要求

| 信息化目标           | 具体内容                                 |
|-----------------|--------------------------------------|
| 建立实用共享的医药卫生信息系统 | 完善以疾病控制网络为主体的公共卫生信息系统，提高预测预警和分析报告能力。 |
|                 | 以建立居民健康档案为重点，构建乡村和社区卫生信息网络平台。        |
|                 | 以医院管理和电子病历为重点，推进医院信息化建设。             |
|                 | 利用网络信息技术，促进城市医院与社区卫生服务机构的合作。         |

积极发展面向农村及边远地区的远程医疗。

加快基金管理、费用结算与控制、医疗行为管理与监督、参保单位和个人管理服务具有复合功能的医疗保障信息系统建设。

加强城镇职工基本医疗保险、城镇居民基本医疗保险、新型农村合作医疗和医疗救助信息系统建设,实现与医疗机构信息系统的对接,积极推广“一卡通”等办法,方便参保(合)人员就医,增加医疗服务的透明度。

建立和完善国家、省、市三级药品监管、药品检验检测、药品不良反应监测信息网络。

建立基本药物供求信息系统。

数据来源:《国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》 国联证券研究所

2008年全国卫生总费用为12,218亿元,年均复合增长率为8%,随着新医改方案的提出,未来几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2012年全国卫生总费用将达到17,888亿元,据《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,则保守按照1%估计到2012年医疗信息化市场容量约178.9亿元。

### 3.2 技术行业领先,参与“数字卫生项目”

公司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。技术领先,少有对手能够与公司直接竞争。在“新医改”背景下,公司凭借实力参与科技部、卫生部“国家数字卫生关键技术和区域示范应用研究”项目,是我国迄今在该研究领域资助力度最大的科学研究项目,目的是推进区域医疗、数字医院建设,因此公司相关医疗信息业务将获得政府推广。

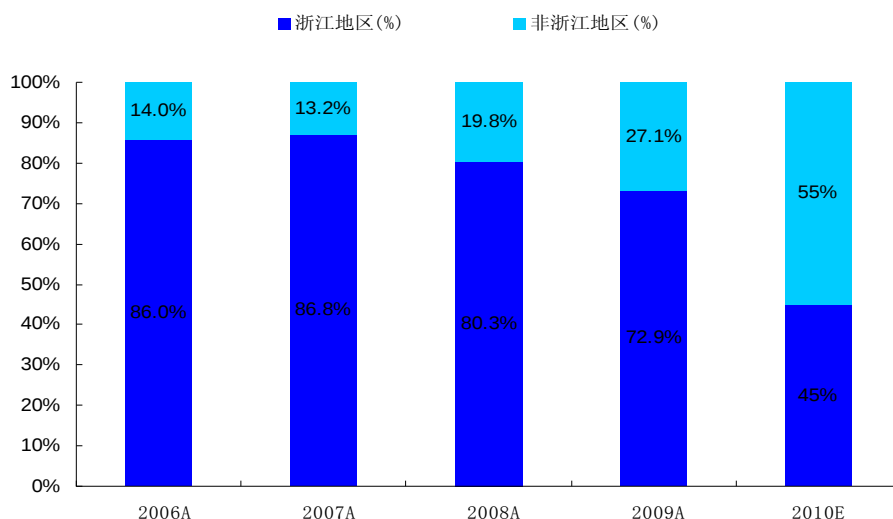
### 3.3 与实力企业和原有 HIS 厂商共同发展

公司与INTEL、MOTOROLA等知名企业结成“数字医疗联盟”,联盟内的所有合作伙伴推广市场、共享渠道、协同技术支持。同时公司搭建中间平台与搭载原有医疗子系统。原先医院普遍使用HIS、PACS系统,属于医院应用的一个专属领域。而银江运用中间件技术,统一接口,衔接其他HIS厂商、硬件提供商、软件技术服务商开发的各类软、硬件系统,避免了直接竞争。

## 四、突破区域限制，省内外订单齐增长

09年省外业务高增长，增幅达107%。据调研了解，2010在手订单来自省外部分超过50%，突破了原有的区域性智能系统解决方案提供商的局限，在走出去的过程中显示了自身实力。

图表 12：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

### 4.1 区域营销中心将持续助力省外业务

公司利用超募资金建设区域营销中心。原来的租用改为购置，准备长期经营。

区域中心有助于公司梳理现有业务，解决省外扩张产生的管理问题。营销中心将按照总部的模式进行复制，并利用加盟合作方式招聘当地的人才参与本地化业务，快速实现公司业务在当地的推广。

区域中心有利于承接大型项目。智能化领域很多项目都非常大，需要公司具备本地化的服务能力。区域营销中心使业务本地化和服本地化，获得大型项目的能力增强，并进一步拓宽公司影响力和业务范围，使公司在全国市场的竞争力显著提升。

图表 13：营销中心情况

| 营销中心 | 地点 | 计划人数 (人) | 投入费用 (万元) | 新增营收计划 (万元) |      |      |
|------|----|----------|-----------|-------------|------|------|
|      |    |          |           | 2010        | 2011 | 2012 |
| 东部银江 | 上海 | 20       | 1551      | 4500        | 6300 | 8820 |
| 南部银江 | 广州 | 20       | 1293      | 4000        | 5600 | 7840 |
| 西部银江 | 成都 | 20       | 1200      | 3000        | 4200 | 5880 |
| 北部银江 | 北京 | 70       | 3866      | 4000        | 5600 | 7840 |

|      |    |    |     |      |      |      |
|------|----|----|-----|------|------|------|
| 中部银江 | 武汉 | 20 | 730 | 3500 | 4900 | 6860 |
|------|----|----|-----|------|------|------|

数据来源：公司公告 国联证券研究所

据悉，5 个中心用地都已经开始建设。公司计划从原来的租用改为购置，准备长期经营。

## 五、给予“推荐”评级

目前来看，公司订单饱满，三项订单占比预计在 4:4:2 的范围，其中智能建筑后续将维持 20%的自然增长率。预计 2010 年整体业务将增长 50%以上；

预计 10~12 年的 EPS 在 0.59，0.84 和 1.15 元，目前股价对应 10 和 11 年动态 PE 分别为 39.3 倍和 27.3 倍，给予 50-55 倍 PE，给予“推荐”评级，合理价格 29.5-32.5 元。

## 六、风险

各地主管领导对智能交通投入的重视程度不同。

## 关键假设:

| 单位: 元        | 2006               | 2007               | 2008               | 2009H1             | 2009               | 2010E              | 2011E                | 2012E                |
|--------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|----------------------|----------------------|
| <b>总收入</b>   | <b>111,303,400</b> | <b>188,253,500</b> | <b>349,112,100</b> | <b>197,956,200</b> | <b>524,615,600</b> | <b>788,494,270</b> | <b>1,094,196,168</b> | <b>1,461,038,446</b> |
| 建筑智能化业务      | 46,393,500         | 54,805,400         | 143,889,400        | 79,860,600         | 224,387,900        | 291,704,270        | 350,045,124          | 420,054,149          |
| 城市交通智能化业务    | 55,666,600         | 98,784,300         | 148,253,400        | 83,773,700         | 209,483,000        | 335,172,800        | 502,759,200          | 703,862,880          |
| 医疗信息化业务      | 8,301,300          | 31,108,300         | 55,069,200         | 32,736,900         | 87,872,600         | 158,170,680        | 237,256,020          | 332,158,428          |
| 其他业务         | 942,000            | 3,555,500          | 1,900,100          | 1,585,000          | 2,872,100          | 3,446,520          | 4,135,824            | 4,962,989            |
| <b>收入增长率</b> |                    | <b>69.1%</b>       | <b>85.4%</b>       |                    | <b>50.3%</b>       | <b>50.3%</b>       | <b>38.8%</b>         | <b>33.5%</b>         |
| 建筑智能化业务      |                    | 18.1%              | 162.5%             | 3.5%               | 55.9%              | 30.0%              | 20.0%                | 20.0%                |
| 城市交通智能化业务    |                    | 77.5%              | 50.1%              | 27.0%              | 41.3%              | 60.0%              | 50.0%                | 40.0%                |
| 医疗信息化业务      |                    | 274.7%             | 77.0%              | -52.8%             | 59.6%              | 80.0%              | 50.0%                | 40.0%                |
| 其他业务         |                    | 277.4%             | -46.6%             | 47.2%              | 51.2%              | 20.0%              | 20.0%                | 20.0%                |
| <b>毛利率</b>   |                    | <b>26.4%</b>       | <b>25.4%</b>       | <b>25.1%</b>       | <b>24.5%</b>       | <b>25.3%</b>       | <b>25.9%</b>         | <b>26.2%</b>         |
| 建筑智能化业务      | 20.7%              | 26.3%              | 17.9%              | 18.2%              | 17.7%              | 18.0%              | 18.0%                | 18.0%                |
| 城市交通智能化业务    | 22.8%              | 27.8%              | 34.0%              | 32.3%              | 32.5%              | 33.0%              | 32.5%                | 32.0%                |
| 医疗信息化业务      | 14.4%              | 16.9%              | 19.8%              | 20.1%              | 22.4%              | 22.0%              | 23.0%                | 24.0%                |
| 其他业务         | 81.2%              | 74.0%              | 84.5%              | 100.0%             | 43.8%              | 50.0%              | 50.0%                | 50.0%                |
| <b>营业成本</b>  | <b>87,022,600</b>  | <b>138,534,400</b> | <b>260,400,300</b> | <b>148,189,800</b> | <b>395,983,800</b> | <b>588,859,668</b> | <b>811,154,509</b>   | <b>1,077,993,060</b> |
| 建筑智能化业务      | 36,774,600         | 40,396,400         | 118,162,000        | 65,336,800         | 184,710,200        | 239,197,501        | 287,037,002          | 344,444,402          |
| 城市交通智能化业务    | 42,968,500         | 71,364,900         | 97,794,900         | 56,708,400         | 141,488,200        | 224,565,776        | 339,362,460          | 478,626,758          |
| 医疗信息化业务      | 7,102,100          | 25,847,600         | 44,148,300         | 26,144,600         | 68,172,000         | 123,373,130        | 182,687,135          | 252,440,405          |
| 其他业务         | 177,400            | 925,500            | 295,100            |                    | 1,613,400          | 1,723,260          | 2,067,912            | 2,481,494            |
| <b>收入占比</b>  |                    |                    |                    |                    |                    |                    |                      |                      |
| 建筑智能化业务      | 41.7%              | 29.1%              | 41.2%              | 40.3%              | 42.8%              | 37.0%              | 32.0%                | 28.8%                |
| 城市交通智能化业务    | 50.0%              | 52.5%              | 42.5%              | 42.3%              | 39.9%              | 42.5%              | 45.9%                | 48.2%                |
| 医疗信息化业务      | 7.5%               | 16.5%              | 15.8%              | 16.5%              | 16.7%              | 20.1%              | 21.7%                | 22.7%                |
| 其他业务         | 0.8%               | 1.9%               | 0.5%               | 0.8%               | 0.5%               | 0.4%               | 0.4%                 | 0.3%                 |

| 财务报表预测与财务指标 |  |        |        |        |          | 单位: 百万   | 更新日期: 10-05-20 |  |        |        |          |          |          |
|-------------|--|--------|--------|--------|----------|----------|----------------|--|--------|--------|----------|----------|----------|
| 利润表         |  | 2008A  | 2009A  | 2010E  | 2011E    | 2012E    | 资产负债表          |  | 2008A  | 2009A  | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
| 营业收入        |  | 349.11 | 524.62 | 788.49 | 1,123.37 | 1,533.96 | 现金             |  | 80.73  | 458.76 | 496.57   | 561.26   | 659.72   |
| YOY(%)      |  | 85.5%  | 50.3%  | 50.3%  | 42.5%    | 36.6%    | 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 | 588.86 | 835.07   | 1,137.79 | 应收款项净额         |  | 116.42 | 245.79 | 369.42   | 526.31   | 718.68   |
| 营业税金及附加     |  | 10.57  | 12.64  | 19.00  | 27.07    | 36.96    | 存货             |  | 138.72 | 176.66 | 262.99   | 373.70   | 509.84   |
| 销售费用        |  | 10.61  | 18.01  | 27.07  | 38.56    | 52.66    | 其他流动资产         |  | 24.87  | 28.93  | 43.48    | 61.95    | 84.59    |
| 占营业收入比(%)   |  | 3.0%   | 3.4%   | 3.4%   | 3.4%     | 3.4%     | 流动资产总额         |  | 360.74 | 910.14 | 1,172.46 | 1,523.23 | 1,972.83 |
| 管理费用        |  | 24.87  | 36.89  | 55.19  | 78.64    | 107.38   | 固定资产净值         |  | 38.39  | 43.12  | 43.25    | 43.01    | 42.90    |
| 占营业收入比(%)   |  | 7.1%   | 7.0%   | 7.0%   | 7.0%     | 7.0%     | 减: 资产减值准备      |  | (4.18) | (8.19) | (8.22)   | (8.17)   | (8.15)   |
| EBIT        |  | 42.66  | 61.10  | 98.37  | 144.03   | 199.18   | 固定资产净额         |  | 34.21  | 34.93  | 35.04    | 34.84    | 34.75    |
| 财务费用        |  | 1.71   | 1.95   | (0.66) | (0.84)   | (1.14)   | 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   | 0.43     | 0.98     | 1.15     |
| 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  | 35.47    | 35.82    | 35.90    |
| 营业利润        |  | 35.17  | 50.95  | 99.03  | 144.87   | 200.31   | 无形资产           |  | 0.00   | 0.00   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 营业外净收入      |  | 1.68   | 4.98   | 4.98   | 4.98     | 4.98     | 长期股权投资         |  | 0.00   | 0.00   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 利润总额        |  | 36.84  | 55.93  | 104.01 | 149.85   | 205.29   | 其他长期资产         |  | 4.04   | 5.04   | 5.04     | 5.04     | 5.04     |
| 所得税         |  | 5.35   | 6.46   | 10.40  | 14.99    | 20.53    | 资产总额           |  | 398.99 | 950.11 | 1,212.97 | 1,564.09 | 2,013.76 |
| 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  | 93.61  | 134.87   | 184.76   | 应付款项           |  | 89.74  | 185.85 | 276.67   | 393.14   | 536.36   |
| 占营业收入比(%)   |  | 9.0%   | 9.4%   | 11.9%  | 12.0%    | 12.0%    | 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 | 252.77   | 359.29   | 490.22   |
| 归属母公司净利润    |  | 31.50  | 49.47  | 93.61  | 134.87   | 184.76   | 流动负债           |  | 236.09 | 355.51 | 529.44   | 752.43   | 1,026.58 |
| YOY(%)      |  | 55.4%  | 57.0%  | 89.2%  | 44.1%    | 37.0%    | 长期借款           |  | 0.00   | 20.00  | 20.00    | 20.00    | 20.00    |
| EPS (元)     |  | 0.53   | 0.62   | 0.59   | 0.84     | 1.15     | 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     |
| 主要财务比率      |  | 2008A  | 2009A  | 2010E  | 2011E    | 2012E    | 负债总额           |  | 236.09 | 375.51 | 549.44   | 772.43   | 1,046.58 |
| 成长能力        |  |        |        |        |          |          | 少数股东权益         |  | 0.00   | 0.00   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 营业收入        |  | 85.5%  | 50.3%  | 50.3%  | 42.5%    | 36.6%    | 股东权益           |  | 162.90 | 574.60 | 663.53   | 791.65   | 967.18   |
| 营业利润        |  | 52.9%  | 44.9%  | 94.4%  | 46.3%    | 38.3%    | 负债和股东权益        |  | 398.99 | 950.11 | 1,212.97 | 1,564.09 | 2,013.76 |
| 净利润         |  | 55.4%  | 57.0%  | 89.2%  | 44.1%    | 37.0%    |                |  |        |        |          |          |          |
| 获利能力        |  |        |        |        |          |          | 现金流量表          |  | 2008A  | 2009A  | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
| 毛利率(%)      |  | 25.4%  | 24.5%  | 25.3%  | 25.7%    | 25.8%    | 税后利润           |  | 31.50  | 49.47  | 93.61    | 134.87   | 184.76   |
| 净利率(%)      |  | 9.0%   | 9.4%   | 11.9%  | 12.0%    | 12.0%    | 加: 少数股东损益      |  | 0.00   | 0.00   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| ROE(%)      |  | 19.3%  | 8.6%   | 14.1%  | 17.0%    | 19.1%    | 公允价值变动         |  | 4.18   | 8.19   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| ROA(%)      |  | 7.9%   | 5.2%   | 7.7%   | 8.6%     | 9.2%     | 折旧和摊销          |  | 1.51   | 3.28   | 4.44     | 4.69     | 4.95     |
| 偿债能力        |  |        |        |        |          |          | 营运资金的变动        |  | -59.26 | -8.94  | -50.56   | -63.12   | -77.02   |
| 流动比率        |  | 1.53   | 2.56   | 2.21   | 2.02     | 1.92     | 经营活动现金流        |  | -22.07 | 52.00  | 47.49    | 76.43    | 112.69   |
| 速动比率        |  | 0.94   | 2.06   | 1.72   | 1.53     | 1.43     | 短期投资           |  | 0.00   | 0.00   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 资产负债率%      |  | 59.2%  | 39.5%  | 45.3%  | 49.4%    | 52.0%    | 长期股权投资         |  | 0.00   | 0.00   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 营运能力        |  |        |        |        |          |          | 固定资产投资         |  | 0.00   | 0.18   | -5.00    | -5.00    | -5.00    |
| 总资产周转率      |  | 87.5%  | 55.2%  | 65.0%  | 71.8%    | 76.2%    | 投资活动现金流        |  | 0.00   | 0.18   | -5.00    | -5.00    | -5.00    |
| 应收账款周转天数    |  | 121.72 | 171.01 | 171.01 | 171.01   | 171.01   | 股权融资           |  | 0.00   | 370.00 | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 存货周转天数      |  | 187.90 | 159.08 | 159.08 | 159.08   | 159.08   | 长期贷款的增加/       |  | 0.00   | 20.00  | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 每股指标 (元)    |  |        |        |        |          |          | 公司债券发行/(       |  | 0.00   | 0.00   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 每股收益        |  | 0.53   | 0.62   | 0.59   | 0.84     | 1.15     | 股利分配           |  | -1.91  | -2.54  | -4.68    | -6.74    | -9.24    |
| 每股净资产       |  | 2.72   | 7.18   | 4.15   | 4.95     | 6.04     | 计入循环贷款前融       |  | -1.91  | 387.46 | -4.68    | -6.74    | -9.24    |
| 估值比率        |  |        |        |        |          |          | 循环贷款的增加(       |  | 34.73  | -79.07 | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| P/E         |  | 43.8   | 37.2   | 39.3   | 27.3     | 19.9     | 融资活动现金流        |  | 30.91  | 325.85 | -4.68    | -6.74    | -9.24    |
| P/B         |  | 8.5    | 3.2    | 5.5    | 4.6      | 3.8      | 现金净变动额         |  | 8.84   | 378.03 | 37.81    | 64.69    | 98.46    |

**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: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

**上海**

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

**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<br>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<br>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。