

审慎推荐-A (首次)

目标估值: 14.50-16.30 元

当前股价: 13.37 元

2011 年 5 月 9 日

银江股份 300020.SZ

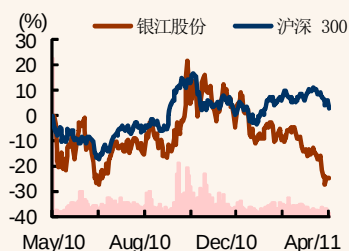
布局全国积极扩张, 有的放矢发挥核心优势

基础数据

上证综指	2872
总股本(万股)	24000
已上市流通股(万股)	11858
总市值(亿元)	32
流通市值(亿元)	16
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	10.5
资产负债率	47.1%
主要股东	银江科技集团有限公司
主要股东持股比例	25.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-13	-29	-23
相对表现	-6	-17	-31



银江股份以政府和公共部门为主要客户, 深耕智能化公用服务系统, 在国家大力发展的智能交通和医疗信息系统等领域处于行业前列。公司积极拓展全国市场取得突破并围绕智慧城市概念优化产品线, 引领行业发展。受公司规模变大和政府规划的影响公司业绩增速在近两年呈现一定的周期性。公司当前股价对应 2011 年的 PE 为 36.9, 低于行业最新 40 倍的平均水平和最近 1 个月 45 倍的平均水平, 但预测 PEG 值 0.89 略高于行业水平 0.80。给予“审慎推荐-A”投资评级。

- **2011 年一季度净利润同比增长 20.96%, 增速回落。**公司 2011 年一季度实现应营业总收入 1.66 亿元, 归属母公司股东的净利润 0.13 亿元, 同比分别增长 34.73%、20.96%。2008 年、2009 年、2010 年净利润同比增长分别为 55%、57%、31%, 营收增长分别为 85%、50%、36%, 增速有所回落。
- **布局全国扩张市场。**公司起步于浙江, 但几年来加快布局全国市场, 积极推进主要业务在全国市场的拓展。2010 年来自浙江以外地区的收入大幅度超越浙江市场。公司正持续发力推进全国营销服务网络的建设, 期望短期内在巩固扩大华东市场的同时于华中、华北等主要市场有更大突破。
- **发挥核心优势、引领产业潮流。**公司的核心优势在高端智能应用系统开发。在积极发展城市智能交通系统、建筑智能化和医疗信息化系统的同时, 公司进军相关的能源智能化、教育智能化和环境智能化等领域。并顺应产业发展趋势, 在智慧城市概念上率先进行理论探索, 成功建设富阳市政府云计算数据平台。
- **给予“审慎推荐-A”投资评级:**公司主营业务事关民生大计, 新业务增长点亦耦合十二五规划重点投入民生改善和政府服务管理效率的思路。随着产品线的不断丰富和升级, 公司在未来五年将进入另一个大发展的时期。预估每股收益 2011 年 0.36 元、12 年 0.53 元, 对应 2011 年的 PE 为 36.9, 低于行业平均 40 倍的水平。给予“审慎推荐-A”投资评级;
- **风险提示:**由于地区差异, 华中、华北等地市场容量可能不及华东地区; 建筑智能化业务维持高速增长的困难较大, 或将部分抵消其他业务的增长。

张良勇

zhangly@cmschina.com.cn
S1090511040042

研究助理

刘雪峰

021-68407809
liuxf1@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	525	713	912	1208	1643
同比增长	50%	36%	28%	32%	36%
营业利润(百万元)	51	67	92	137	201
同比增长	45%	31%	38%	49%	46%
净利润(百万元)	49	65	87	127	183
同 增长	57%	31%	34%	46%	44%
每股收益(元)	0.62	0.41	0.36	0.53	0.76
PE	21.6	33.0	36.9	25.2	17.5
PB	1.9	3.4	4.6	4.0	3.4

资料来源: 招商证券

正文目录

一、业务紧扣民生需求、公司战略紧抓产业发展趋势	3
1. 主营业务领域受国家重视扶持	3
2. 战略清晰、牢牢把握产业发展趋势	4
二、布局全国市场有突破	5
三、智能交通和医疗信息化是重要增长点	7
1. 交通智能化市场增长可期	7
2. 医疗信息化市场广阔	8
四、经营策略上扬长避短、新业务发展有的放矢	10
1. 产品技术上注重高端应用开发	10
2. 市场开拓灵活机动	10
3. 新业务发展有的放矢	11
五、盈利预测和风险提示	12
1. 盈利预测	12
2. 可比公司估值	13
3. 风险提示	13

图表目录

图 1: 主营业务结构	3
图 2: 智慧城市产业链架构	5
图 3: 主营业务收入区域结构变化	5
图 4: 主要产品线浙江以外地区收入占比	6
图 5: 交通与医疗信息业务占比	7
图 6: 城市智能交通系统架构	7
图 7: 中国城市(道路)智能交通市场规模	8
图 8: 医院信息化系统架构	8
图 9: 国内医疗行业解决方案市场预测 (单位: 亿元)	9
图 10: 银江股份历史 PE Band	13
图 11: 银江股份历史 PB Band	13
表 1: 公司重点开拓的医疗信息化市场及相应策略	9
表 2: 主要专利分类简析	10
表 3: 销售收入结构预测	12
表 4: 可比公司估值	13
附: 财务预测表	14

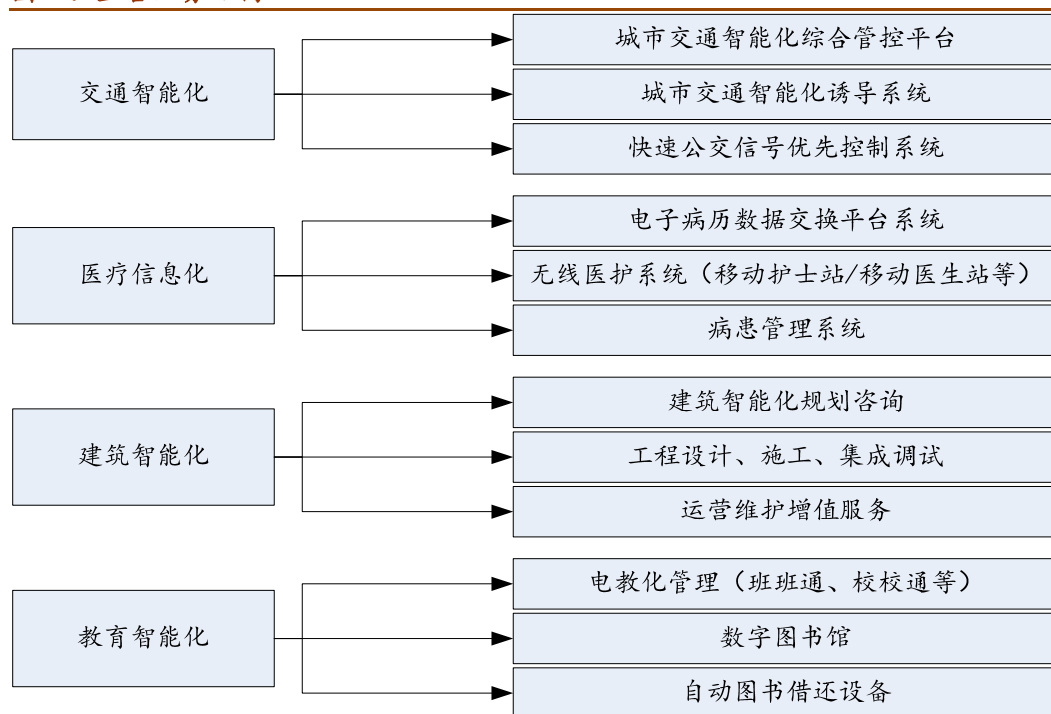
一、业务紧扣民生需求、公司战略紧握产业发展趋势

银江股份从事 IT 应用服务，主营业务是向以公共部门为主的客户提供智能化系统工程服务，包括交通智能化、医疗信息化系统和建筑智能化等领域。

1. 主营业务领域受国家重视扶持

公司主要产品包括城市交通智能化综合管控平台系统、城市交通智能化诱导系统、快速公交信号优先控制系统、电子病历数据交换平台系统、无线医护系统、病患管理系统、建筑智能化规划设计咨询、工程施工、运营服务等，均涉及经济社会发展中关系民生的重要领域，在十二五规划更加注重民生和产业结构升级的背景下，深受国家重视扶持。

图 1：主营业务结构



资料来源：公司公告，招股说明书，招商证券

□ **智能交通。**国家十二五交通规划明确将强化智能交通和城市公交等关键技术研究应用，加快建立各种运输方式高效运行、优势互补、相互衔接、统筹发展的综合运输体系。要求在智能交通的推广应用上取得明显成效、不断提高科技成果推广应用水平。推进物联网环境下的传感器、云计算等技术在交通运输领域的集成应用，重点攻克交通基础设施（路、港、桥、隧、航道）状态监测和运输装备身份识别，以及运行状况、客货流等智能化信息采集、传输、分析处理技术与设备研发，为交通运输行业的精细化管理和人性化服务创造条件，提升交通运输的现代化水平。在重要科研任务、技术成果推广和科研实验室建设方面均将智能交通列为重点之一。

□ **医疗信息化。**2012 年发布的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》强调加快医疗卫生事业改革发展。按照保基本、强基层、建机制的要求，增加财政投入，深化医药卫生体制改革，把基本医疗卫生服务作为公共产品向全民提供，优先满足群众基本医疗卫生需求。在医疗改革进一步深入的压力下，各级医疗机构结合

信息化建设应用科学管理决策以提高医疗诊断效率和减少医疗费用的动力也相应增大。

□ **建筑智能化。**随着计算机集成技术、通信技术、交互操作能力和布线技术的发展，建筑智能化的应用水平不断提高、愈加实用。建筑智能化不仅仅满足用户对建筑使用便利性、安全性、舒适性的综合要求，更能在低碳环保方面大显身手。在我国，建筑能耗已和工业耗能、交通能耗一起成为前三大能源消耗大户。在降低建筑能耗的途径上，建造过程中主要依赖采用环保设计和环保节能材料，长期的使用过程则更多的通过采用智能化方式控制空调、电梯、照明等高能耗机电设备以优化系统，减少能源消耗。十二五环境保护规划投资 3.1 万亿元用于环保，比十一五增加 121%，建筑智能化将从中受益。

2. 战略清晰、牢牢把握产业发展趋势

公司发展战略清晰，即致力于智慧城市建设，成为国内最大的智能技术服务商，智慧城市建设领域的龙头企业。

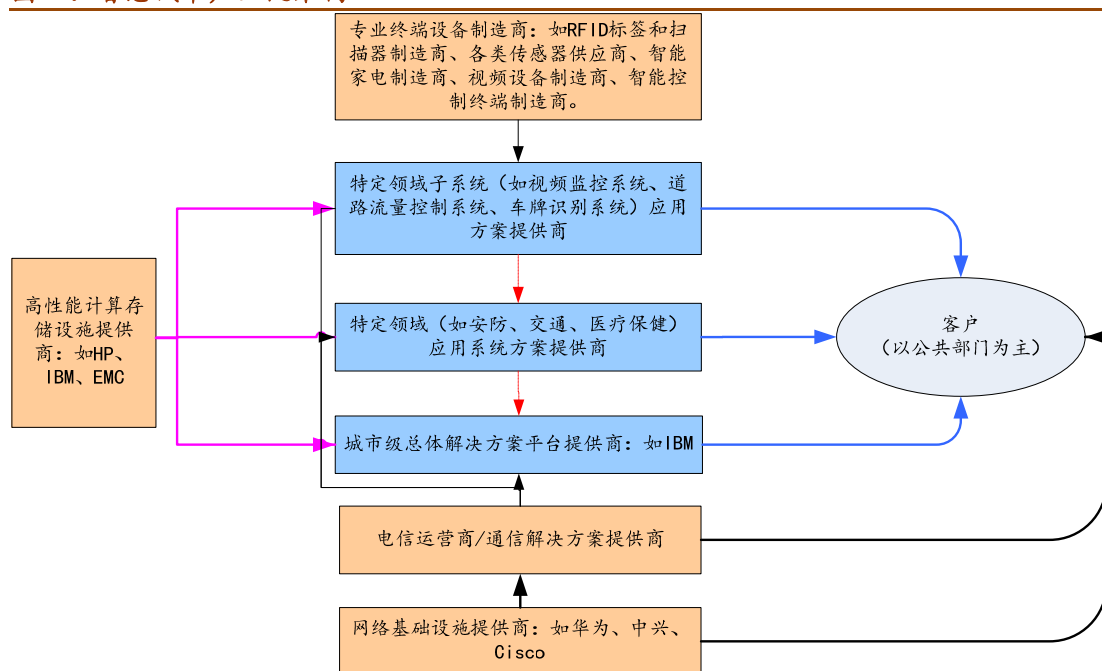
所谓智慧城市，是一个宽泛、开放、不断充实完善的概念。简而言之，即以先进的信息通信技术和设施为基础、各类传感网络为神经，开发应用先进的智能信息系统方案运用到城市生活和公共管理的蓝图。是城市建设管理和社会生活信息化的发展潮流。具体涉及到包括路网监控、食品医药管理、卫生医疗保健、安防、智能楼宇家居、教育等领域的智能化、网络化、自动化。

智慧城市作为一个先进但并未统一标准化的概念。与其他涉入此概念的各行业企业相比，银江股份致力成为智慧城市建设领先解决方案供应商的战略有自己的特色，即公司拥有多个特定领域及其子系统的成熟解决方案，包括智能交通、医疗信息化、能源智能化、建筑智能化、教育智能化等，而非单纯依赖某一个特定领域的产品。多领域多层次的产品结构令公司在竞争中表现出两大特点。

- 拥有多行业智能应用系统的技术促进公司在向城市级总体解决方案提供商的发展中具备产品线丰富、能够提供完整解决方案的优势。典型案例包括成功部署了浙江省富阳市政府的云计算数据中心。
- 根据不同客户需求可以在不同领域的三个层次以解决方案分包商或总包商的角色进入市场。在具体项目中根据自己的技术和市场优势扬长避短、有所为有所不为，灵活应对，扩大市场份额。

同时，公司在理论上积极探索，力求占领产业发展的理论制高点。2010 年 10 月，公司撰写的《智慧城市》一书出版发行，从实践经验出发阐述了智慧城市的发展动力、主要内容、各主要应用领域的核心技术和特点，并讨论了发展思路。该著作获得了国家级专家学者的好评。

图 2：智慧城市产业链架构

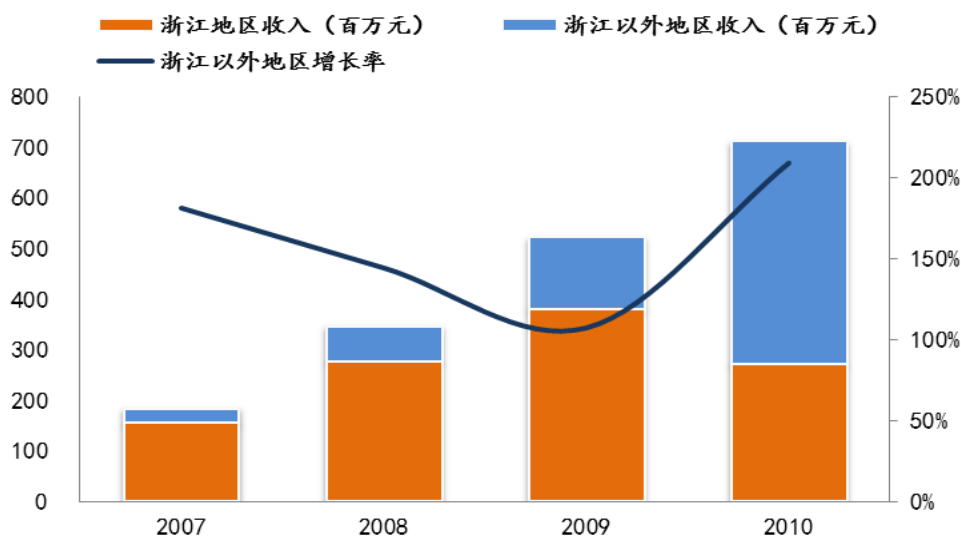


资料来源：招商证券

二、布局全国市场有突破

公司在杭州当地市场处于绝对领先地位。同时，着眼长远、积极布局全国市场，近几年来浙江以外地区一直保持三位数以上的增长率。尤其是 2010 年，公司积极拓宽业务渠道，完善 5 大营销平台，通过，通过东部银江、南部银江、西部银江、北部银江和中部银江的全国布局，建立覆盖全国的销售体系，斩获大量订单。当年在浙江以外地区的收入增长 209%，超过浙江市场的收入。收入来源的区域多元化使得公司的区域性特征减弱，正逐步成长为全国性智能技术应用方案提供商。这也为公司的长期成长奠定了基础。

图 3：主营业务收入区域结构变化



资料来源：公司公告，招商证券

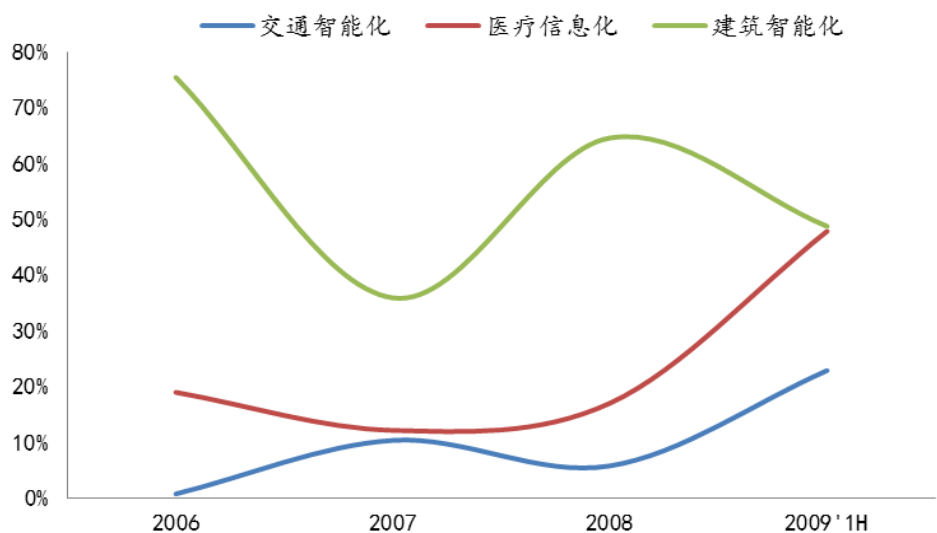
在总收入来源区域趋于均衡的背后，是公司各主要业务在浙江以外地区的增长速度整体超过浙江市场的增长。

医疗信息化业务中，技术先进性和易用性是公司产品的竞争力所在。公司产品进入包括上海瑞金医院、中南大学湘雅二院、华中科技大学同济医学院附属协和医院、南京军区南京总医院、首都医科大学附属北京安贞医院等著名医院在内的 78 家全国三甲综合医院和三甲专科医院。

在交通智能化方面，公司产品系统已经应用于上海、广州等 14 个直辖市和省会城市，宁波、东莞、无锡等 25 个地级市，以及太仓、晋江等 25 个县级市。

就建筑智能化业务，公司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等多项资质，以及电子工程专业承包一级资质。该项业务中来自省外的收入占比一直较高。

图 4：主要产品线浙江以外地区收入占比



资料来源：公司公告，招商证券

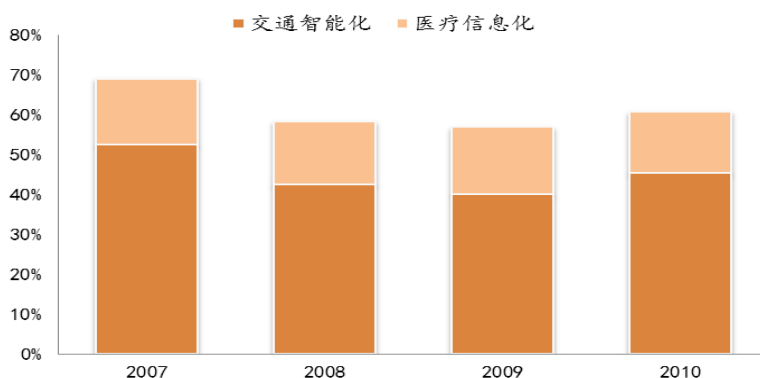
在 2010 年的省外收入增长中，包括上海、江苏、安徽，福建等地的华东市场贡献了较大比例，这与公司业务的特点密不可分。公司主要业务主要是通过系统集成、增值服务收入和应用软件产品销售实现，其中系统集成和增值服务是公司业务的主要增值点。这需要公司技术人员与客户深入沟通了解需求，并现场实施方案和提供增值服务。因此，市场扩张在进展上有鲜明的由近致远的特点。

公司的五大营销平台已经在市场拓展上显现出巨大能量。随着公司加快营销资源整合，进行营销网络员工本地化和加强当地合作伙伴发展等措施，预计未来几年公司将先后在紧邻的华中、华北等区域市场取得更大成绩，公司业务也将在更大范围合理分布。

三、智能交通和医疗信息化是重要增长点

从收入比重看，智能交通和医疗信息化在中短期内仍将是公司收入的重要来源和业绩增长的发动机。两行业的市场前景看好，公司的相关业务近几年来表现超越行业平均水平，预计未来将保持快速增长。

图 5：交通与医疗信息业务占比

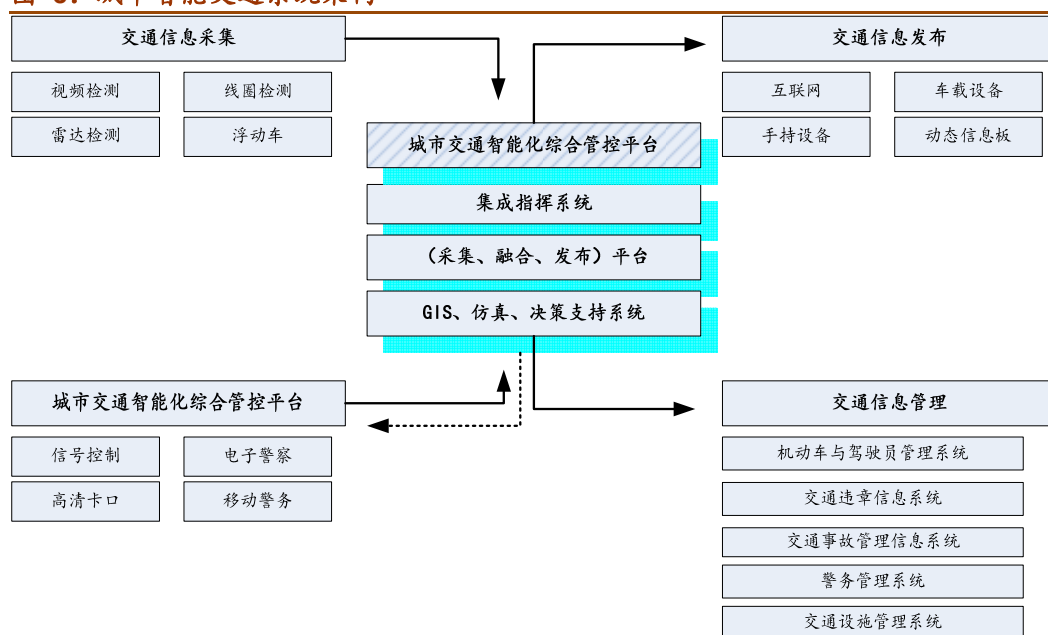


资料来源：公司公告，招商证券

1. 交通智能化市场增长可期

智能交通系统（简称 ITS）是利用计算技术、人工智能、机电控制、数据传输、通信网络、GPS、无线射频、地理信息等技术，采用影像、红外、雷达等各种手段监控路面交通、动态分析处理各类交通信息、优化交通管理方案，并可反馈至管理部门与交通参与者，实现与治安、事故处理等职能部门信息交互的科学的交通管理系统。据国外统计，在同样的投资额度下，采用智能交通管理方案通常可以使交通管理效率提高 2-4 倍。

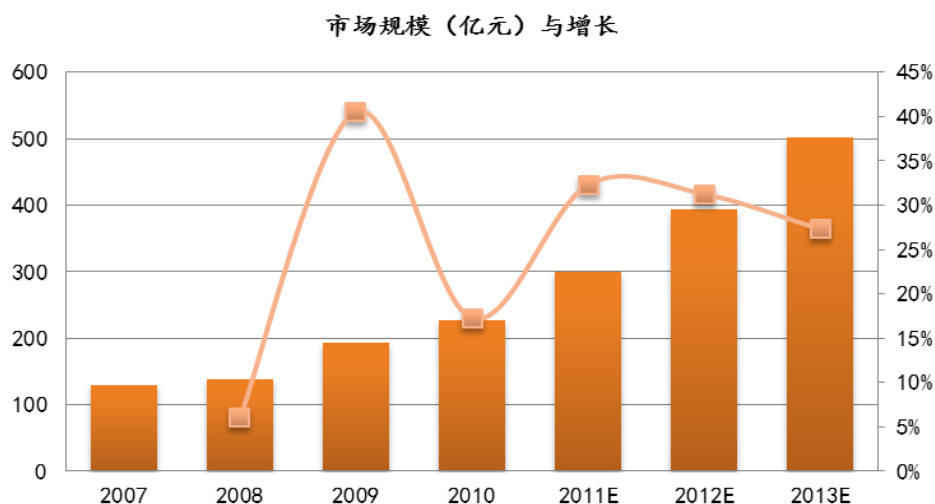
图 6：城市智能交通系统架构



资料来源：招股说明书，招商证券

中国城市公路的单位投资额中，智能交通系统投资的占比只有 3% 左右，与国外 9-15% 的比例相距甚远。另一方面，中国的汽车销量和保有量已居世界前列，城市化进程依然以每年 1 个百分点左右的速度发展，城市交通管理的矛盾越来越突出，面临的问题越来越大。通过增加智能交通投资，科学规划管理道路交通是应对城市交通挑战的重要途径。未来几年城市智能交通管理的市场预计将保持 30% 左右的复合增长率。而公司产品迄今已在全国 64 个城市应用，渗透率高，且增速 2 倍于市场增长，前景看好。

图 7：中国城市(道路)智能交通市场规模

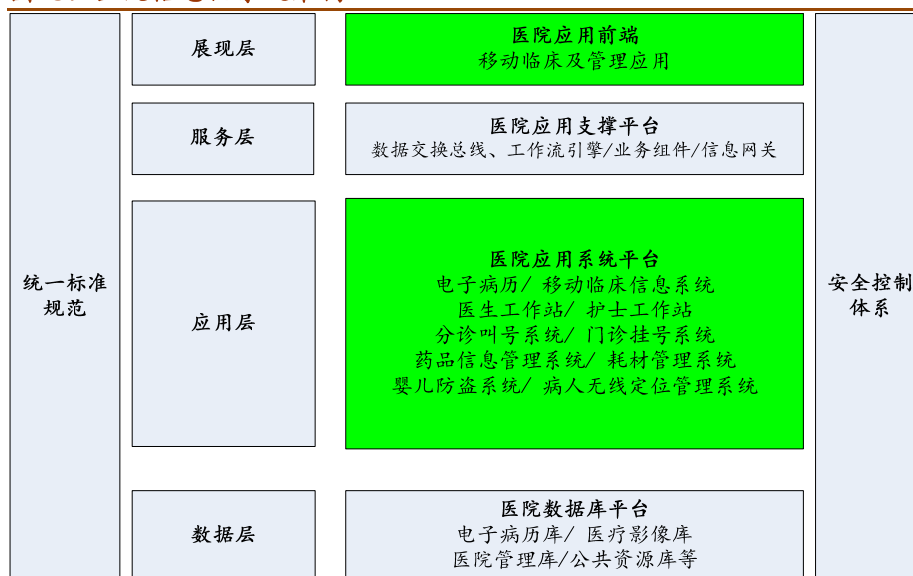


资料来源：中国智能交通网，招商证券

2. 医疗信息化市场广阔

医疗信息化主要包括三类，HIS（医院信息系统）、CIS（诊断信息系统）和公共/社区公共卫生系统，其中 HIS 和 CIS 主要应用于医院。公司现阶段的医疗信息化业务主要集中在人均产出投入比较高的 CIS 产品，以移动诊疗护理产品为拳头，并积极筹备乙酰基医院为突破口进入社区公共卫生系统市场。

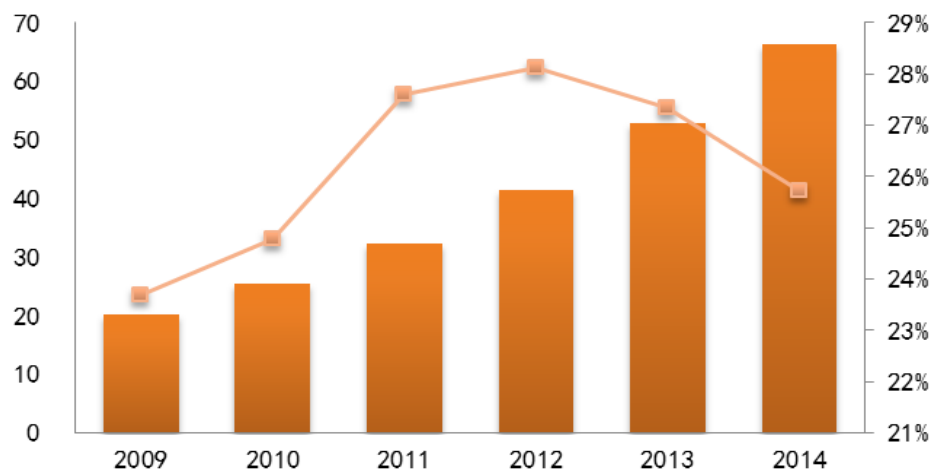
图 8：医院信息化系统架构



资料来源：招股说明书，招商证券。（绿色为公司主要进入领域）

医疗改革进入攻坚阶段。一方面，医疗开支急剧上升，医患矛盾突出的问题仍然很尖锐，医院在提高诊断治疗护理效率（比如缩短诊疗住院时间）和减少患者医疗费用方面压力巨大。而通过提高医院信息化水平可以明显改善管理、提高服务水平，同时可以减少病人的平均医疗开销。另一方面，国家在十二五规划中明确增加财政投入，深化医药卫生体制改革，把基本医疗卫生服务作为公共产品向全民提供。因此，医疗信息化市场的持续增长在主观动力和客观条件上都已具备。IDC 预测到 2014 年医疗行业解决方案市场规模接近 70 亿元，复合增长率在 27% 左右。

图 9：国内医疗行业解决方案市场预测（单位：亿元）



资料来源：IDC，招商证券

在高度细分的医疗信息化解决方案市场，公司着力开发技术先进、准入门槛高的产品，包括单位投入有更高产出的 CIS 产品无限诊疗系统、集成 RFID 技术的病患管理系统和医院物流管理系统等。此外，公司也积极进入增长最快的社区公共卫生管理系统市场。

表 1：公司重点开拓的医疗信息化市场及相应策略

医疗信息化子领域	CAGR (2009-2014 年)	公司策略
医院 CIS	23.60%	主推无线诊疗护理系统，包括平台系统和附加值较多的医生工作站、护士工作站等。
医院 MIS	34.90%	把 RFID 技术应用于病患管理系统和物流管理系统等。已成功在浙江、山东、江苏等地的医院实施。
社区卫生管理系统	72.30%	计划 2011 年中开始进入市场。规划以县级城市为首选市场，通过突破数量有限的县级医院来获取整个城市的卫生系统信息化标的。

资料来源：公司公告、IDC、招商证券

四、经营策略上扬长避短、新业务发展有的放矢

除了战略清晰外，公司在经营管理上深谙“术业有专攻”的哲学，策略上灵活务实，扬长避短。

1. 产品技术上注重高端应用开发

公司的核心优势在智能化技术开发和整合。尽管涉及的多个领域的应用，但基本上都是针对公共服务部门的传统业务进行智能化开发（建筑智能化除外）。公司注重系统的应用集成设计，创新和增值点主要在已有先进技术基础上进行深度应用开发。

以智能交通和医疗信息化为例，公司在没有明显优势的部分终端设备领域避免与专业设备商竞争，而是着重于跟踪设备技术的发展动向，实时将先进的技术整合至自己擅长的高端集成和应用设计。同时，在特定领域利用自身对客户需求的深刻理解通过改造设计部分标准化终端形成自己的优势产品。

表 2：主要专利分类简析

主要专利(含申请中的专利)	类型	目标/增值点
交通智能化	停车场车位引导系统采集装置	挖掘普通探头应用价值，提高停车场的信息采集处理效率
	快速公交系统(BRT)优先信号装置及控制办法	开创快速公交系统这一先进理念的实际应用
	基于无线技术的超低功耗停车场车位信息采集管理，以及类有源 RFID 电子车牌标签。	紧跟 RFID 发展潮流，探索基于 RFID 终端的应用方案
医疗信息化	移动医务通系统、装置及实现方法	自主设计的高端无线医疗信息终端

资料来源：公司公告、招商证券

相应地，公司注重集成应用方案的软件开发。截至 2012 年底公司拥有 16 项软件产品和 69 项软件著作权。其 16 项软件产品基本覆盖了贡献公司主要收入并具有增长潜力的交通信息化和医疗信息化业务，包含从高端的智能交通综合管控平台到应用较广的子系统如卡口、闸道、停车场、违章电子警察管理系统软件；既有无线临床移动信息软件也有新型的社区卫生信息服务平台软件。

专注自身优势的智能技术集成开发、有选择地发展高附加值的终端产品、有发展潜力的重点成果产品化。这些策略令公司可以集中精力发挥优势，重点突破。

2. 市场开拓灵活机动

针对主要业务的不同特点，公司因应客户需求和市场环境扬长避短，灵活应对。

□ **智能交通系统**面临的是典型受地方保护主义影响的市场。公司通过以下几方面的措施开拓市场：一、在产品上提供多系统智能融合集中指挥平台、管控平台、应用子系统（如卡口、电子警察系统等）、和利用嵌入式系统二次开发的个性化设备共四个层次的产品满足不同需要。二、在合同标的方面，主要以总体解决方案提供商的角色竞标，充

份利用已有成功案例的效应和公司与著名大学科研机构合作的学术影响，发挥自身的智能集成技术优势。在特定情况下，亦适当以公司自有特色的应用子系统先行打入，通过良好的客户体验获得认可，进一步获取高阶的集成合同。三、通过双赢的利益分享与当地厂商建立良好的合作伙伴关系，共同获得收益。四、在直辖市、省会城市、县级城市全面开发。既在大城市市场中建立口碑又为后续智能交通向基层城市的推广布下网络，打下基础。

□ **医疗信息化业务。**首先、以产出投入比例较高的临床医疗信息系统(CIS)为切入点，通过自主进行软硬件开发的无线临床医疗系统主打全国知名的三甲医院，形成自己的特色和口碑。其次、在社区公共医疗信息系统领域，考虑到大城市大医院较多、整合医疗信息的行政壁垒难以克服，因此公司从县级城市入手，通过进入数量较少的三甲医院进一步统合全县医疗资源赢得县域公共卫生信息系统。第三、在无线移动诊疗护理系统和医院物流系统上应用 RFID 等技术，给客户创造良好的管理体验并为日后结合物联网技术升级产品方案积极探索。

□ **建筑智能化**在具体项目上的地域分布和标的内容上有一定的不确定性。同时，房地产行业受国家调控政策影响较大，合同签署到完工确认收入的周期较长。在规避不确定性风险和保证利润率的双重考虑下，公司选择以商业和公用楼堂馆所为主要目标市场。

3. 新业务发展有的放矢

公司业务拓展既有横向的产品线扩充，又有纵向的产品升级。整个过程反映出公司风格较为积极稳健，在努力参与引领新技术运用的同时牢牢结合自身技术优势和现有产品。

□ **业务线扩张。**公司在 2010 年进入市场的三项新产品均取得了不俗的成绩，分别是以校校通，班班通（电教化整合），数字图书馆和自动图书借还设备为主的教育智能化业务，营收 2600 多万；以路灯管理和亮化工程控制管理为主的能源信息化业务，营收 1800 多万；和以自然灾害预警管理为主的环境智能化业务，营收 760 多万。和现有主力业务相对照，新业务具有一定的共性，因此公司在产品和市场开发上有一定的自身经验可供复制。

- ✓ 客户主体基本上是公共服务部门；
- ✓ 市场切入点在各自领域中较受百姓关注和政府重视，并具有一定的面子工程特性，财政投入上有保障；
- ✓ 产品架构均是信息终端定制→数据采集与整理→（智能控制平台）分析与决策→结果反馈。而其中的智能控制平台从长远看都将与政府公共管理系统接口。

□ **纵向升级。**主要是围绕“智慧城市”建设目标，积极探索云计算和物联网实际应用。

- ✓ 公司在云计算市场上的目标是整合软硬件资源并通过虚拟化技术为客户提供数据交换和运算平台，整体定位接近于做 IaaS 提供商。与其他云计算服务商不同的是，公司在客户端解决方案有丰富经验，尤其在推动云计算最积极的政府公共部门的多个行业有较多经验，因此，公司以政府部门为云计算市场的突破口成功把握较大，而在富阳市政府成功实施云计算数据平台也当在情理之中。
- ✓ 物联网的应用。公司通过在终端产品（医疗产品和交通产品）上逐渐应用 RFID 等技术稳步积累物联网实际经验。先正通过结合银江应用系统的 RFID 移动终端稳步进入这一领域。

五、盈利预测和风险提示

1. 盈利预测

公司主要客户为政府公共部门，订单波动规律与政府规划周期有一定联系。2011 年是十二五开局之年，尚有很多省市级规划项目需要时间确定，因此我们对公司 2011 年业绩的增长持偏谨慎的乐观态度。在中长期，十二五规划对改善民生包括交通、医疗、环境、教育等投入会持续加大。结合到五年规划的投入周期特点，2012 年至 2014 年将是十二五规划中业绩高速增长的阶段。在业务上，我们看好公司的智能交通化、医疗信息化、教育和环保智能化业务的发展前景，同时对公司开展 RFID 应用和云计算服务相关业务保持关注。

表 3：销售收入结构预测

项目（收入和成本单位：百万）	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
交通智能化业务收入	98.8	148.3	209.5	323.3	471.7	666.7	947.6
毛利率	27.8%	34.0%	32.5%	36.0%	34.2%	34.2%	34.8%
收入增长率		50.1%	41.3%	54.3%	45.9%	41.3%	42.1%
建筑智能化业务收入	54.8	143.9	224.4	221.7	248.3	265.8	291.1
毛利率	26.3%	17.9%	17.7%	16.4%	17.0%	17.9%	17.1%
收入增长率		162.5%	55.9%	-1.2%	12.0%	7.0%	9.5%
医疗信息化业务收入	31.1	55.1	87.9	108.5	158.1	229.3	340.6
毛利率	16.9%	19.8%	22.4%	26.1%	22.9%	23.5%	24.7%
收入增长率		77.0%	59.6%	23.5%	45.7%	45.0%	48.6%
能源智能化业务收入	0.0	0.0	0.0	18.0	24.9	34.5	48.6
毛利率				25.1%	25.1%	26.3%	31.6%
收入增长率					38.0%	38.8%	40.7%
环境智能化业务收入	0.0	0.0	0.0	7.6	8.4	9.5	10.9
毛利率				30.6%	30.6%	32.8%	32.1%
收入增长率					10.0%	12.5%	15.6%
教育智能化业务收入	0.0	0.0	0.0	26.5	35.2	47.4	64.6
毛利率				31.4%	31.4%	31.4%	31.4%
收入增长率					33.0%	34.7%	36.4%
其他业务收入	3.6	1.9	1.7	6.9	8.6	11.0	14.3
毛利率	74.0%	84.5%	12.6%	94.7%	63.1%	63.7%	73.8%
收入增长率		-46.6%	-10.4%	305.0%	25.0%	28.0%	29.4%
毛利率	26.4%	25.4%	24.4%	28.4%	27.6%	28.6%	29.8%
收入增长率		85.4%	49.9%	36.1%	27.9%	32.4%	36.0%
营业收入	188.3	349.1	523.4	712.6	911.7	1207.3	1642.2
主营总成本	138.5	260.4	395.9	510.0	660.2	861.7	1152.8

资料来源：招商证券

预估公司 2011 年 EPS 为 0.36 元、2012 年 0.53 元，2011 年对应的 PE 为 36.9、低于行业板块最近 1 月 45 倍的平均水平和近 1 年来 50 倍的平均水平，以及可比公司 2011 年 PE 预测值 37.9。但公司 2011 年预测 PEG 值 0.89 略高于板块 0.80 的均值，给予“审慎推荐-A”投资评级。2011 年目标股价 14.50-16.30 元，对应 40-45 倍 PE。

2. 可比公司估值

公司业务涉及多个领域。交技发展和皖通科技主营公路交通智能化和信息集成，达实智能主营业务为建筑智能化，赛为智能的建筑智能化业务亦贡献近一半的收入。其中部分公司缺少机构预测数据。出于客观原则，我们仅保留公开的市场机构预测数据。

表 4:可比公司估值

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E			
交技发展	002401	0.74	0.89	1.24	32.4%	33.0%	37.7%	52.6	39.6	28.7	3.7	7.3	18.9
皖通科技	002331	0.57			22.8%			44.7			3.9	8.7	18.2
达实智能	002421	0.45		1.07	8.5%			63.5		24.1	3.5	5.8	20.0
赛为智能	300044	0.26	0.65	0.95	-19.5%	155.2%	45.3%	92.5	36.2	24.9	4.5	4.8	23.7
平均		0.51	0.77	1.08	11.1%	94.1%	41.5%	63.3	37.9	25.9	3.9	6.7	20.2

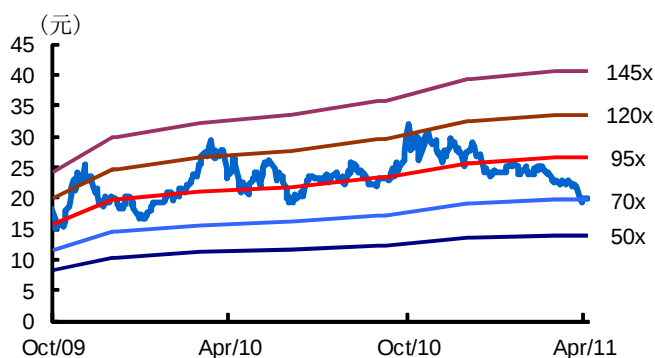
资料来源：招商证券

3. 风险提示

公司下阶段发展的主要风险有三方面

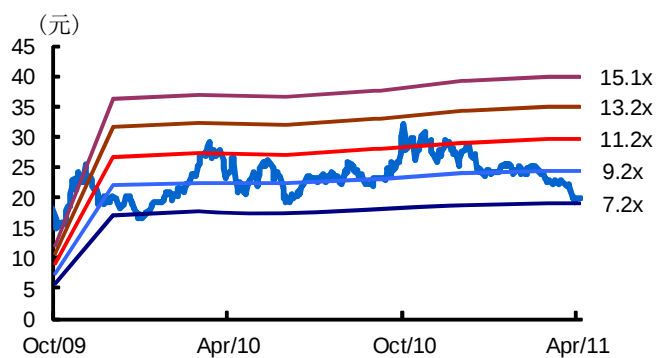
- 考虑到经济社会发展和城市化程度的差异，华中、华北等区域的市场容量有可能不及华东地区。
- 在房地产市场继续受到持续调控的预期下，建筑智能化维持高速增长的困难较大。由于建筑智能化业务占比达 30%以上，此块业务可能会拉低公司整体业绩增长。
- 尽管公司在全国市场布局方面投入较大、增长迅速，但给营销和服务带来很大的挑战依然很大。费用控制和人员培训是直接面临的问题。

图 10: 银江股份历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 11: 银江股份历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	910	1212	1287	1542	2028
现金	459	364	329	175	100
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	174	235	301	399	543
其它应收款	72	126	143	221	321
存货	177	411	414	618	891
其他	29	77	100	130	174
非流动资产	40	52	71	87	101
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	35	44	62	78	93
无形资产	0	1	1	1	0
其他	5	7	8	8	8
资产总计	950	1264	1358	1629	2129
流动负债	356	641	663	829	1178
短期借款	0	10	0	0	110
应付账款	143	226	266	347	464
预收账款	76	221	215	281	376
其他	136	184	182	201	227
长期负债	20	0	0	0	0
长期借款	20	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	376	641	663	829	1178
股本	80	160	240	240	240
资本公积金	391	311	231	231	231
留存收益	104	153	224	329	481
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	575	623	694	800	952
负债及权益合计	950	1264	1358	1629	2129

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	51	(25)	10	(113)	(125)
净利润			87	127	183
折旧摊销			6	8	10
财务费用			(5)	(4)	4
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(76)	(244)	(322)
其它			(1)	0	0
投资活动现金流	(4)	(23)	(24)	(24)	(24)
资本支出			(24)	(24)	(24)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	318	(44)	(21)	(18)	75
借款变动			(10)	0	110
普通股增加			80	0	0
资本公积增加			(80)	0	0
股利分配			(16)	(21)	(31)
其他			5	4	(4)
现金净增加额	365	(92)	(34)	(155)	(75)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	525	713	912	1208	1643
营业成本	396	510	661	862	1153
营业税金及附加	13	21	24	35	48
营业费用	18	34	41	54	74
管理费用	37	69	85	109	149
财务费用	2	(2)	(5)	(4)	4
资产减值损失	8	14	14	14	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	51	67	92	137	201
营业外收入	5	7	7	8	8
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	56	74	99	145	209
所得税	6	9	12	18	26
净利润	49	65	87	127	183
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	49	65	87	127	183
EPS (元)	0.62	0.41	0.36	0.53	0.76

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	50%	36%	28%	32%	36%
营业利润	45%	31%	38%	49%	46%
净利润	57%	31%	34%	46%	44%
获利能力					
毛利率	24.5%	28.5%	27.6%	28.6%	29.8%
净利率	9.4%	9.1%	9.5%	10.5%	11.1%
ROE	8.6%	10.4%	12.5%	15.9%	19.2%
ROIC	7.9%	9.0%	10.9%	14.6%	17.0%
偿债能力					
资产负债率	39.5%	50.7%	48.9%	50.9%	55.3%
净负债比率	2.1%	0.8%	0.0%	0.0%	5.2%
流动比率	2.6	1.9	1.9	1.9	1.7
速动比率	2.1	1.2	1.3	1.1	1.0
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
存货周转率	2.5	1.7	1.6	1.7	1.5
应收帐款周转率	4.5	3.5	3.4	3.4	3.5
应付帐款周转率	3.5	2.8	2.7	2.8	2.8
每股资料(元)					
每股收益	0.62	0.41	0.36	0.53	0.76
每股经营现金	0.64	-0.16	0.04	-0.47	-0.52
每股净资产	7.18	3.90	2.89	3.33	3.96
每股股利	0.00	0.20	0.10	0.09	0.13
估值比率					
PE	21.6	33.0	36.9	25.2	17.5
PB	1.9	3.4	4.6	4.0	3.4
EV/EBITDA	-24.3	-19.5	-14.7	-9.6	-6.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

张良勇，招商证券研发中心执行董事，电子行业分析师，2006-2010年新财富电子行业最佳分析师。

刘雪峰，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，13年IT行业从业经历。现任招商证券计算机行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。