

审慎推荐-A (维持)

银江股份 300020.SZ

目标估值: 14.50-16.30 元

当前股价: 13.20 元

2011年5月16日

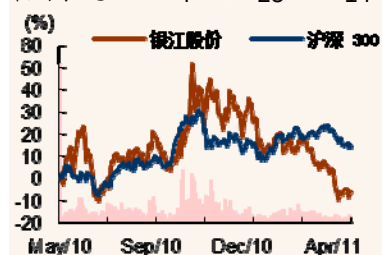
期权方案激励意图明显、有利增强长期凝聚力

基础数据

上证综指	2849
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
主要股东持股比例	25.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	-30	-5
相对表现	-4	-25	-14



相关报告

1、《银江股份(300020)-布局全国积极扩张,有的放矢发挥核心优势》
2011/5/9

张良勇

zhangly@cmschina.com.cn
S1090511040042

研究助理

刘雪峰

021-68407809
liuxf1@cmschina.com.cn

事件:

银江股份董事会于5月16日通过了“银江股份有限公司股票期权激励计划(草案)”,拟向激励对象授予1200万份股票期权,涉及的标的股票种类为人民币A股普通股,约占本激励计划签署时公司股本总额24000万股的5%。这一计划如能通过将大大增强现有员工的凝聚力,并有助于公司继续招聘行业经验丰富的员工、助力公司业务在全国范围内的扩展。

评论:

1、保持竞争优势有赖高素质的人力资源

公司的核心优势在于高端智能应用系统开发,主要客户在公共管理应用领域包括交通、医疗、建筑以及能源、教育等。相对于通用软件产品而言,公司产品的个性化程度较高,要求员工对客户行业的理解和跨学科的智能领域研究更为均衡。因此,维护和发展高素质的人力资源是公司保持竞争优势的基础所在。

2、股权激励方案受惠面广、未来一年人才建设有看头

本次授予股权总数中的91.7%将授予包括10位高层管理人员和225位核心技术人员的骨干员工,接近员工总数的一半,在很大范围内实现了员工和公司的利益共享。需要注意的是,方案中剩余的8.3%合计100万份将在首次授予日起一年内授予“新加入或晋升的公司高管或中层”、“新加入或晋升的分/子公司高管”以及“公司新引进的中高级经理”。考虑到公司过往引进资深员工开发新产品线的风格,以本次对现有员工的激励方案作简单参考,则公司预留的期权奖励在今后一年内可授予至少5位新增的副总级别员工或25位核心员工,力度较大。

3、行权条件容易达到、激励员工意图明显

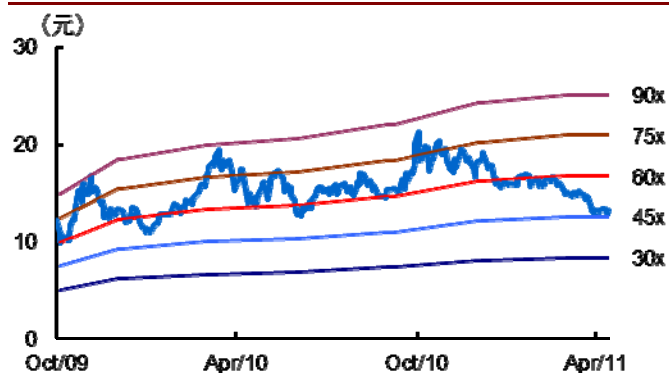
行权条件对扣除非经常性损益后的净利润增长率和净资产收益率有要求。其中要求今后3年净利润复合增长实际为不低于20%,而公司此前3年扣除非经常性损益后的净利润增长率为在29.5%-51.6%之间;要求净资产收益率分别不低于9%、10%、11%,而过去3年的对应数字为10.9%-27%。相对公司的历史业绩而言此方案设定的行权条件颇为宽松,公司激励员工的意图非常明显。

4、维持“审慎推荐-A”投资评级

2011年的期权成本摊销为717万元,估计影响当年EPS约0.02元。但考虑到公司的基本面良好、浙江省外市场增长迅猛、新业务起步迅速,我们维持“审慎推荐-A”投资评级,2011年合理估值区间依然为14.50-16.30元。

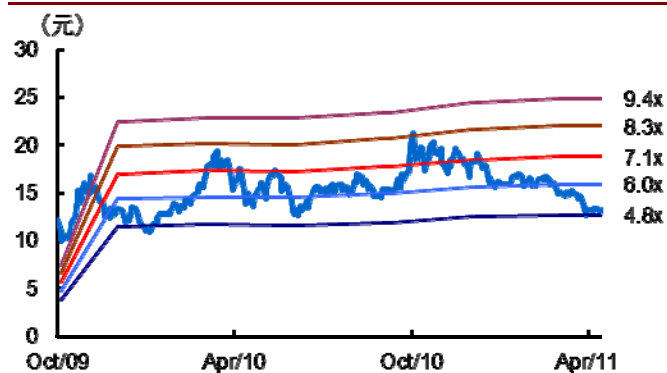
风险提示: 建筑智能化业务比重仍然较大,增长缓慢,或将影响整体业绩。

图 1：银江股份历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：银江股份历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

参考报告：

- 1、《银江股份(300020)-布局全国积极扩张，有的放矢发挥核心优势》，2011 年 5 月 9 日。

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	1282	1530	2028
现金	459	364	324	162	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	1353	1617	2129
流动负债	356	641	663	829	1200
短期借款	0	10	0	0	133
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	1200
股本	80	160	240	240	240
资本公积金	391	311	231	231	231
留存收益	104	153	219	317	458
少数股东权益	0	0	0	0	0
母公司所有者权益	575	623	689	788	929
负债及权益合计	950	1264	1353	1617	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)	5	(122)	(136)
净利润			82	119	170
折旧摊销			6	8	10
财务费用			(5)	(4)	6
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)	(16)	98
借款变动			(10)	0	133
普通股增加			80	0	0
资本公积增加			(80)	0	0
股利分配			(16)	(20)	(29)
其他			5	4	(6)
现金净增加额	365	(92)	(39)	(162)	(62)

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	91	119	162
财务费用	2	(2)	(5)	(4)	6
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	86	128	187
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	94	135	194
所得税	6	9	12	17	24
净利润	49	65	82	119	170
少数股东损益	0	0	0	0	0
母公司所有者净利润	49	65	82	119	170
EPS (元)	0.62	0.41	0.34	0.49	0.71

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%	29%	48%	46%
净利润	57%	31%	26%	45%	43%
获利能力					
毛利率	24.5%	28.5%	27.6%	28.6%	29.8%
净利率	9.4%	9.1%	9.0%	9.8%	10.4%
ROE	8.6%	10.4%	11.9%	15.1%	18.3%
ROIC	7.9%	9.0%	10.3%	13.8%	15.9%
偿债能力					
资产负债率	39.5%	50.7%	49.0%	51.3%	56.4%
净负债比率	2.1%	0.8%	0.0%	0.0%	6.3%
流动比率	2.6	1.9	1.9	1.8	1.7
速动比率	2.1	1.2	1.3	1.1	0.9
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	0.34	0.49	0.71
每股经营现金	0.64	-0.16	0.02	-0.51	-0.57
每股净资产	7.18	3.90	2.87	3.28	3.87
每股股利	0.00	0.20	0.10	0.08	0.12
估值比率					
PE	21.6	33.0	39.2	27.0	18.9
PB	1.9	3.4	4.7	4.1	3.5
EV/EBITDA	-28.3	-22.8	-18.3	-12.1	-7.9

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，招商证券研发中心计算机行业分析师。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。

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。