

智慧城市与智慧医疗业务高增长

银江股份 2011 年中报点评

报告关键点:

- 收入快速增长, 毛利率明显提升
- 区域布局和架构建设基本完成, 未来将高速增长
- 业务前景广阔, 维持买入-A评级

报告摘要:

- **收入快速增长, 毛利率稳步提升。**公司上半年实现收入3.67亿, 净利润2855万元, 同比分别增长39%和26.5%, 每股收益0.12元。上半年公司毛利率为31.8%, 同比提升3.2个百分点, 由于毛利率提升较快, 公司营业利润同比增长51.3%。
- **智慧医疗业务大幅增长, 智慧城市业务异军突起。**分业务来看, 智能交通和智慧医疗业务同比分别增长16.44%和208.47%, 智慧医疗业务大幅增长主要是报告期内公司并购了北京四海商达和浙大健康, 丰富了公司的智慧医疗业务。智慧城市业务是公司2010年下半年新增业务, 上半年实现收入4918万元, 与2010全年该业务收入基本持平。智慧建筑业务收入同比下降17.4%, 主要是公司进行战略调整, 舍弃一些低毛利率的项目以保证盈利水平。总体来看, 由于公司研发力度的逐步加大, 技术水平稳步提升, 各项业务的毛利率均有不同程度的提升。
- **费用快速增长致净利润增速低于收入增速。**销售费用和管理费用同比分别增长70.4%和60.2%, 销售费用大幅增长主要是公司加大区域营销中心建设力度, 市场营销费用快速增加, 管理费用增长较快是公司管理人员和研发人员增加较多, 工资费用增长较快。
- **区域布局和组织架构建设基本完成, 业务有望大幅增长。**公司上市后即着力打造跨区域营销中心建设, 已形成了五大营销中心, 并形成了全国性的销售和服务体系, 在智能交通领域, 公司分别成立了7家全资子公司、参股两家公司, 在智慧医疗、智慧城市、云计算和物联网等领域, 公司也控股多家子公司, 众多子公司和参股公司的设立, 为公司全国性开拓业务奠定了较好基础, 也使公司技术实力增强, 业务领域进一步拓展。公司全国性布局和围绕智能化的跨领域拓展已经取得明显成效, 大项目中标日益增多, 为全年快速增长奠定基础。
- **看好公司业务发展前景, 给予买入-A评级。**智能交通、智慧医疗、智慧城市等均是未来信息化建设的重点投入领域, 在公司全国性布局的实现以及股权激励方案的推出背景下, 我们预计未来公司将保持快速增长态势, 预测2011和2012年EPS分别为0.42和0.67元, 给予2012年30倍PE, 提高目标价格至20元, 维持买入-A评级。
- **风险提示:**规模快速扩张带来的管理风险及资金压力。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	524.6	713.0	1,001.1	1,384.5	1,879.2
Growth(%)	50.3%	35.9%	40.4%	38.3%	35.7%
净利润	49.5	64.9	101.6	160.6	240.6
Growth(%)	57.1%	31.1%	56.6%	58.1%	49.8%
毛利率(%)	24.5%	28.5%	31.5%	32.3%	33.1%
净利润率(%)	9.4%	9.1%	10.1%	11.6%	12.8%
每股收益(元)	0.21	0.27	0.42	0.67	1.00
每股净资产(元)	2.39	2.60	2.91	3.42	4.17
市盈率	80.0	61.1	39.0	24.7	16.5
市净率	6.9	6.4	5.7	4.8	4.0
净资产收益率(%)	8.6%	10.4%	14.5%	19.6%	24.1%
ROIC(%)	42.2%	46.6%	38.0%	37.7%	38.9%
EV/EBITDA	15.7	32.7	33.8	21.6	14.7
股息收益率	0.0%	0.4%	0.6%	1.0%	1.5%

评级:

买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

20.00 元

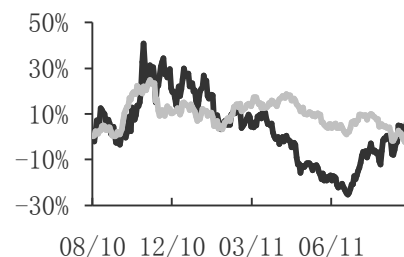
期限: 3 个月 上次预测: 17.30 元

现价(2011年08月25日): 16.50 元

报告日期: 2011-08-26

总市值(百万元)	3,960.00
流通市值(百万元)	2,195.27
总股本(百万股)	240.00
流通股本(百万股)	133.05
12个月最低/最高	11.00/33.25 元
十大流通股东(%)	18.47%
股东户数	

12个月股价表现



银江股份 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	24.68	38.02	7.13
绝对收益	22.51	35.13	9.27

侯利

 021-68763972
 执业证书编号

胡又文

 021-68766271
 执业证书编号

高级行业分析师

 houli@essence.com.cn
 S1450511020031

助理行业分析师

 huyw@essence.com.cn
 S1450511050001

前期研究成果

银江股份: 加速布局“智慧城市”	2011-01-26
银江股份: 跨区域发展持续突破	2010-08-16
银江股份: 区域和领域拓展双双突破	2010-03-29

表 1 上半年公司盈利能力变化分析

	2011 中报 (“-”号表示是对利润率的减项)	2010 中报	变化幅度 (“-”号表示对利润率是负面贡献)
毛利	31.8%	28.6%	3.2%
营业税金及附加	-2.8%	-2.7%	-0.1%
销售费用	-8.2%	-6.7%	-1.5%
管理费用	-11.1%	-9.6%	-1.5%
财务费用	0.5%	0.5%	0.1%
资产减值损失	-1.0%	-1.6%	0.6%
营业利润	9.2%	8.5%	0.7%
加：营业外收入	0.5%	1.7%	-1.2%
减：营业外支出	-0.2%	0.0%	-0.1%
利润总额	9.9%	10.2%	-0.3%
减：所得税费用	-1.7%	-1.6%	-0.1%
净利润	7.8%	8.6%	-0.8%

数据来源：公司 2011 年中报 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2011-8-25		
利润表						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	524.6	713.0	1,001.1	1,384.5	1,879.2	成长性					
减: 营业成本	396.0	510.1	685.5	937.3	1,258.1	营业收入增长率	50.3%	35.9%	40.4%	38.3%	35.7%
营业税费	12.6	20.7	30.0	41.5	56.4	营业利润增长率	44.9%	31.3%	58.4%	62.3%	50.6%
销售费用	18.0	33.7	60.1	76.1	103.4	净利润增长率	57.1%	31.1%	56.6%	58.1%	49.8%
管理费用	36.9	69.1	105.1	145.4	187.9	EBITDA 增长率	46.4%	24.2%	56.2%	59.1%	50.3%
财务费用	2.0	-1.7	0.5	-1.1	-0.9	EBIT 增长率	43.5%	23.3%	63.2%	60.5%	51.0%
资产减值损失	8.2	14.3	14.0	13.3	15.5	NOPLAT 增长率	54.9%	22.8%	61.5%	56.4%	50.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.0%	98.3%	57.5%	45.6%	40.7%
投资和汇兑收益	0.0	-	0.0	0.0	0.0	净资产增长率	252.7%	8.5%	12.2%	17.2%	22.0%
营业利润	51.0	66.9	105.9	172.0	258.9	利润率					
加: 营业外净收支	5.0	6.9	9.5	10.5	14.5	毛利率	24.5%	28.5%	31.5%	32.3%	33.1%
利润总额	55.9	73.8	115.4	182.5	273.4	营业利润率	9.7%	9.4%	10.6%	12.4%	13.8%
减: 所得税	6.5	9.0	13.9	21.9	32.8	净利润率	9.4%	9.1%	10.1%	11.6%	12.8%
净利润	49.5	64.9	101.6	160.6	240.6	EBITDA/营业收入	10.7%	9.8%	10.9%	12.5%	13.9%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	10.1%	9.1%	10.6%	12.3%	13.7%
货币资金	458.8	363.8	366.3	324.4	293.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	24	20	14	9	7
应收账款	245.8	360.2	478.9	655.5	885.0	流动营业资本周转天数	62	79	107	123	134
应收票据	-	-	2.7	3.8	5.1	流动资产周转天数	436	536	468	402	366
预付账款	28.9	76.9	76.9	76.9	76.9	应收账款周转天数	80	103	101	102	103
存货	176.7	411.4	467.1	638.8	857.4	存货周转天数	108	148	158	144	144
其他流动资产	-0.0	-	-0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	463	559	486	414	374
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	88	102	124	135	142
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	8.6%	10.4%	14.5%	19.6%	24.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.2%	5.1%	7.1%	9.2%	11.1%
固定资产	34.9	43.9	36.7	35.4	34.3	ROIC	42.2%	46.6%	38.0%	37.7%	38.9%
在建工程	-	-	0.6	1.0	1.2	费用率					
无形资产	-	0.8	0.9	0.9	1.0	销售费用率	3.4%	4.7%	6.0%	5.5%	5.5%
其他非流动资产	5.0	7.1	7.6	8.0	8.2	管理费用率	7.0%	9.7%	10.5%	10.5%	10.0%
资产总额	950.1	1,264.1	1,437.8	1,744.5	2,162.3	财务费用率	0.4%	-0.2%	0.1%	-0.1%	-0.1%
短期债务	-	10.0	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	10.8%	14.2%	16.6%	15.9%	15.4%
应付账款	219.1	343.8	450.7	616.3	827.2	偿债能力					
应付票据	42.4	40.3	56.3	77.0	103.4	资产负债率	39.5%	50.7%	51.3%	53.0%	53.7%
其他流动负债	94.0	246.6	237.2	237.2	237.2	负债权益比	65.4%	102.8%	105.5%	112.8%	116.1%
长期借款	20.0	-	-	-	-	流动比率	2.56	1.89	1.89	1.84	1.82
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	2.06	1.25	1.25	1.14	1.08
负债总额	375.5	640.7	738.3	924.5	1,161.8	利息保障倍数	27.10	-38.67	209.24	-151.63	-273.30
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	80.0	160.0	240.0	240.0	240.0	DPS(元)	-	0.07	0.11	0.17	0.25
留存收益	494.6	463.4	459.6	580.0	760.5	分红比率	0.0%	24.8%	25.0%	25.0%	25.0%
股东权益	574.6	623.4	699.6	820.0	1,000.5	股息收益率	0.0%	0.4%	0.6%	1.0%	1.5%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	49.5	64.9	101.6	160.6	240.6	EPS(元)	0.21	0.27	0.42	0.67	1.00
加: 折旧和摊销	3.7	4.9	2.6	2.7	2.8	BVPS(元)	2.39	2.60	2.91	3.42	4.17
资产减值准备	8.2	14.3	14.0	13.3	15.5	PE(X)	80.0	61.1	39.0	24.7	16.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.9	6.4	5.7	4.8	4.0
财务费用	2.0	2.5	0.3	0.5	-1.1	P/FCF	247.6	-50.5	-74.7	-121.8	-376.5
投资收益	-0.0	-	-0.0	-0.0	-0.0	P/S	7.5	5.6	4.0	2.9	2.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	15.7	32.7	33.8	21.6	14.7
营运资金的变动	-12.9	-109.3	-75.8	-176.3	-227.7	CAGR(%)	48.1%	54.8%	49.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	51.0	-24.9	42.9	-0.9	30.2	PEG	1.7	1.1	0.8	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-4.1	-22.7	-2.1	-2.1	-2.1	ROIC/WACC	4.2	4.7	3.8	3.8	3.9
融资活动产生现金流量	318.3	-44.5	-25.9	-39.0	-59.2	REP	1.5	1.8	2.3	1.6	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

侯利，计算机行业高级分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作4年，2007年5月加盟安信证券。

胡又文，计算机行业助理分析师，牛津大学金融经济学硕士。2008年加入安信证券销售交易部，2010年加入安信证券研究中心。

分析师声明

侯利、胡又文分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034