

证券研究报告

平安计算机

强烈推荐 (维持)

证券分析师

符健

投资咨询资格编号
S1060513060002
010-59730720
FUJIAN296@pingan.com.cn

研究助理

陈宝健

一般从业资格编号
S1060114080005
010-59730723
chenbaojian779@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

卫宁软件 (300253)

斩获省级控费项目，长期成长值得期待

事项：公司控股子公司卫宁科技与山西省医保中心正式签署《医疗保险费用监控分析系统软件开发合同》。卫宁科技作为第三方服务机构，就以下主要业务与山西省医保中

心展开深度的合作：1、医保监控审核；2、数据挖掘分析。

平安观点：

- **2015年将成为省级医保控费平台密集落地之年。**其一，人社部在2012年末提出，“用两年左右的时间，在所有统筹地区范围内开展总额控制工作”。其二，人社部在2014年11月提出，2015年基本完成省内就医结算建设。省级医保控费平台的建设，是省内就医结算完善的前提。基于此，我们认为2015年将成为省级医保控费密集落地年。
- **医疗IT厂商卡位省级平台建设，事关医疗IT企业长远发展。**一方面，省级医保控费实现各医院数据的集中分析，是医疗IT厂商商业模式从项目制向平台运营转型关键。另一方面，传统医院IT领域，考虑行业分散度高的重要原因即省内地市的医保细则不统一，卡位省级平台建设将成为医院IT厂商异地扩张的关键。
- **斩获首单省级项目，后续项目落地值得期待。**此次订单是公司子公司卫宁科技首个省级项目。之前市场认为，医保所拥有的社保属性，使得公司在医院端所积累的优势无法自然延伸。但市场所忽略的，是医保控费所要求的临床数据库积累和数据挖掘分析能力。该省级合同的签署充分展现了公司在医院端接口优势的发挥和行业领先的技术实力，公司后续项目落地值得期待。我们建议投资者，积极关注山西项目的纠错率情况。
- **外延扩张进行时，商业模式变革打开长期成长空间。**增发后，公司在手现金充足，外延为抓手的异地扩张战略有望加速。而医院端资源积累，不仅有望确保公司的短期业绩稳定增长，更为医保控费、商保第三方平台的“圈地”打下基础，无论是3%~5%的平台运营分成，还是向医药电商领域的渗透，商业模式变革有望打开公司长期成长空间。
- **维持“强烈推荐”评级。**暂不考虑外延式扩张影响，预计公司14-16年EPS分别为0.60、0.88和1.20元。目前股价存在低估，维持“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**技术变革风险、收购整合风险、核心人员流失风险。

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
流动资产	679	913	1131	1411
现金	458	665	783	956
应收账款	181	200	284	373
其他应收款	29	26	37	49
预付账款	2	8	11	15
存货	7	13	14	18
其他流动资产	2	1	1	1
非流动资产	62	51	55	62
长期投资	5	5	5	5
固定资产	30	27	24	20
无形资产	2	4	6	8
其他非流动资产	25	15	21	29
资产总计	741	965	1186	1474
流动负债	104	226	281	341
短期借款	0	35	35	35
应付账款	33	61	84	110
其他流动负债	71	130	162	197
非流动负债	7	4	4	4
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	7	4	4	4
负债合计	111	230	285	345
少数股东权益	2	-1	-4	-7
股本	108	216	216	216
资本公积	313	205	205	205
留存收益	207	315	485	715
归属母公司股东权益	628	736	906	1136
负债和股东权益	741	965	1186	1474

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	50	177	137	205
净利润	78	126	186	255
折旧摊销	7	5	5	5
财务费用	-7	-6	-5	0
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-46	54	-54	-58
其他经营现金流	17	-2	4	2
投资活动现金流	-22	9	-4	-4
资本支出	21	0	0	0
长期投资	-0	0	0	0
其他投资现金流	-1	9	-4	-4
筹资活动现金流	10	20	-14	-29
短期借款	0	35	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	1	108	0	0
资本公积增加	25	-108	0	0
其他筹资现金流	-16	-15	-14	-29
现金净增加额	38	207	119	172

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	349	556	787	1034
营业成本	160	253	351	456
营业税金及附加	5	8	11	15
营业费用	68	103	143	184
管理费用	61	92	127	162
财务费用	-7	-6	-5	0
资产减值损失	11	17	24	32
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	51	90	136	185
营业外收入	34	51	71	99
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	84	141	207	284
所得税	6	14	21	28
净利润	78	126	186	255
少数股东损益	-2	-3	-3	-3
归属母公司净利润	81	130	189	259
EBITDA	51	89	136	191
EPS (元)	0.75	0.60	0.88	1.20

主要财务比率				
会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入(%)	31.3	59.5	41.5	31.4
营业利润(%)	40.7	78.4	50.8	35.7
归属于母公司净利润(%)	52.5	60.9	46.0	36.7
获利能力				
毛利率(%)	54.1	54.6	55.4	55.9
净利率(%)	23.1	23.3	24.0	25.0
ROE(%)	12.8	17.6	20.9	22.8
ROIC(%)	24.4	78.8	85.3	90.2
偿债能力				
资产负债率(%)	15.0	23.8	24.0	23.4
净负债比率(%)	0.00	15.25	12.30	10.15
流动比率	6.53	4.04	4.02	4.13
速动比率	6.46	3.98	3.97	4.08
营运能力				
总资产周转率	0.51	0.65	0.73	0.78
应收账款周转率	2	3	3	3
应付账款周转率	5.35	5.39	4.85	4.71
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.60	0.88	1.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.82	0.63	0.95
每股净资产(最新摊薄)	2.91	3.41	4.20	5.26
估值比率				
P/E	180.52	112.21	76.87	56.25
P/B	23.17	19.77	16.06	12.81
EV/EBITDA	278	158	103	74

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	