

携手阿里，共同开拓医疗、健康、控费业务

公司简报

◆事件:

公司公告与阿里健康签订战略合作协议，未来在医疗服务、健康服务、药品流通与监管、医保风控等方面展开合作。

◆强强联手，全面合作:

阿里在大健康业务板块布局前瞻，在药品电商、移动医疗等领域均有涉及。中信二十一世纪(中国)科技有限公司是国家食品药品监督管理局下的中国药品电子监管平台的技术服务机构。

在健康服务方面，双方共同促进慢性病和常见病院内院外一体化管理和服务模式的形成；在医疗服务方面，双方共同打造以医生多点执业和医院有效联动为代表的云医院建设；在医疗支付服务方面，双方整合支付平台和卫宁风控引擎，有效提升和拓展支付平台和卫宁风控在医疗卫生支付体系的价值和地位；在药品流通和监管方面，在支持阿里健康的药品电子监管服务基础上，共同探索电子处方的有效共享和市场应用；在基础环境建设方面，双方共同努力，促使各类医疗卫生服务应用系统部署到阿里云中，为用户提供更优质的信息服务。

◆未来还有进一步合作的可能:

我们在行业深度报告《第三次浪潮：新技术时代的医疗健康 IT》中提出医疗 IT 厂商存在与互联网公司的合作机会，互联网公司如果要进军医疗健康行业，很难绕开医院，需要与医疗 IT 厂商合作。卫宁在医疗信息化与医保控费领域拥有较好的资源卡位优势，在公告中指出双方保有形成深层次合作的权利，包括且不限于资本合作等方面合作。

◆投资建议:

预计 2014-2015 EPS 0.61、0.89 元。与阿里健康的全面战略合作框架彰显公司行业地位，在 HIS 以及医保控费等领域的优势卡位已开始受益互联网医疗发展的大浪潮，稀缺性开始体现，未来发展空间更大，理应享受更高估值，提升目标价到 120 元，维持“买入”评级。

◆风险提示:

与阿里健康等合作推进不及预期；医保控费新商业模式推进不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	266	349	501	731	1080
营业收入增长率	56.41%	31.25%	43.61%	45.93%	47.69%
净利润(百万元)	53	81	132	191	249
净利润增长率	19.32%	52.51%	63.21%	45.42%	30.14%
EPS(元)	0.24	0.37	0.61	0.89	1.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.99%	12.84%	17.83%	21.41%	22.82%
P/E	403	265	162	111	86
P/B	40	34	29	24	20

买入(维持)

当前价/目标价: 98.79/120.00 元

目标期限: 6 个月

分析师

联系人

姜国平(S0930514080007)

021-22169167

jianggp@ebsecn.com

范佳璐(S0930514080006)

021-22169110

fanjiali@ebsecn.com

市场数据

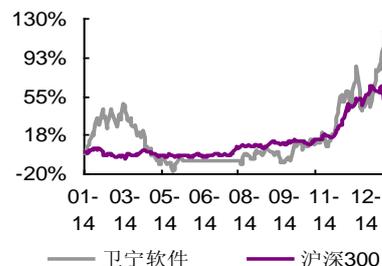
总股本(亿股): 2.16

总市值(亿元): 213.45

一年最低/最高(元): 35.30/134.90

近 3 月换手率: 197.27%

股价表现(一年)

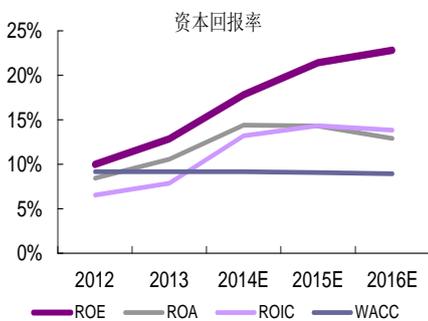
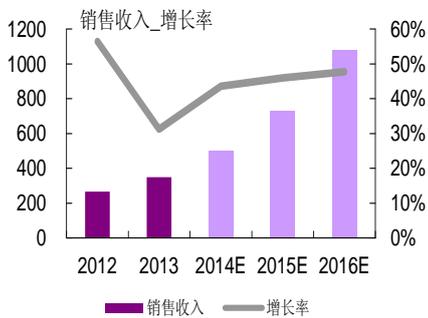
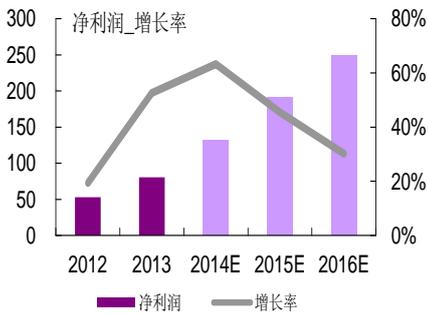
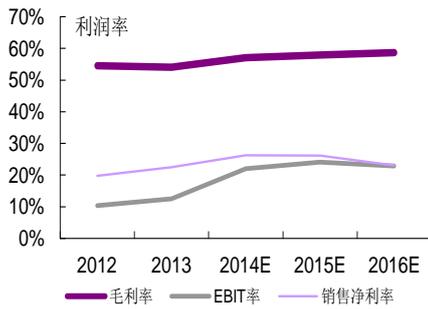


收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	47.04	59.63	60.45
绝对	51.75	110.55	121.11

相关研报

卫宁软件：异地拓展添新城，医保控费进程加快…… 2015-01-08
 行业深度：医保控费、医药分开下的新业态…… 2014-12-23
 行业深度：第三次浪潮：新技术时代的医疗健康 IT…… 2014-07-06



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	266	349	501	731	1080
营业成本	121	160	215	308	446
折旧和摊销	4	7	5	7	9
营业税费	4	5	7	10	15
销售费用	60	68	85	117	184
管理费用	49	61	80	110	173
财务费用	-9	-7	0	10	27
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1
营业利润	36	51	111	167	220
利润总额	58	84	141	206	268
少数股东损益	0	-2	0	0	0
归属母公司净利润	52.85	80.60	131.56	191.31	248.99

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	623	741	914	1337	1932
流动资产	586	679	827	1207	1781
货币资金	412	458	501	731	1080
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	105	181	263	383	566
应收票据	4	0	0	0	0
其他应收款	34	29	40	58	86
存货	26	7	21	31	45
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	5
固定资产	24	30	66	100	118
无形资产	2	2	2	2	2
总负债	90	111	174	441	839
无息负债	90	111	135	190	272
有息负债	0	0	39	250	567
股东权益	532	630	740	896	1093
股本	107	108	216	216	216
公积金	304	338	351	370	395
未分配利润	118	182	171	308	480
少数股东权益	4	2	2	2	2

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	27	50	61	114	140
净利润	53	81	132	191	249
折旧摊销	4	7	5	7	9
净营运资金增加	132	107	234	324	493
其他	-162	-145	-310	-409	-611
投资活动产生现金流	-22	-22	-36	-49	-29
净资本支出	-17	-21	-37	-50	-30
长期投资变化	5	5	0	0	0
其他资产变化	-10	-5	1	1	1
融资活动现金流	-1	10	18	166	238
股本变化	54	1	108	0	0
债务净变化	0	0	39	211	316
无息负债变化	47	21	24	56	82
净现金流	4	38	43	230	349

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	56.41%	31.25%	43.61%	45.93%	47.69%
净利润增长率	19.32%	52.51%	63.21%	45.42%	30.14%
EBITDA 增长率	2.63%	62.67%	126.52%	59.31%	39.64%
EBIT 增长率	-7.00%	59.18%	152.49%	59.68%	40.10%
估值指标					
PE	403	265	162	111	86
PB	40	34	29	24	20
EV/EBITDA	334	208	186	118	86
EV/EBIT	381	242	194	123	89
EV/NOPLAT	419	260	209	132	96
EV/Sales	39	30	43	30	20
EV/IC	27	20	28	19	13
盈利能力 (%)					
毛利率	54.54%	54.09%	57.10%	57.87%	58.68%
EBITDA 率	11.73%	14.54%	22.93%	25.03%	23.67%
EBIT 率	10.30%	12.49%	21.97%	24.04%	22.80%
税前净利润率	21.73%	24.12%	28.24%	28.14%	24.80%
税后净利润率 (归属母公司)	19.89%	23.11%	26.26%	26.17%	23.06%
ROA	8.43%	10.58%	14.39%	14.31%	12.89%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.99%	12.84%	17.83%	21.41%	22.82%
经营性 ROIC	6.53%	7.87%	13.22%	14.32%	13.84%
偿债能力					
流动比率	7.28	6.53	4.95	2.78	2.14
速动比率	6.95	6.46	4.83	2.71	2.09
归属母公司权益/有息债务	-	-	18.75	3.57	1.93
有形资产/有息债务	-	-	23.07	5.32	3.40
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.24	0.37	0.61	0.89	1.15
每股红利	0.03	0.10	0.16	0.24	0.31
每股经营现金流	0.13	0.23	0.28	0.53	0.65
每股自由现金流(FCFF)	-0.54	-0.32	-0.74	-0.89	-1.24
每股净资产	2.45	2.91	3.42	4.14	5.05
每股销售收入	1.23	1.62	2.32	3.39	5.00

资料来源：光大证券、上市公司

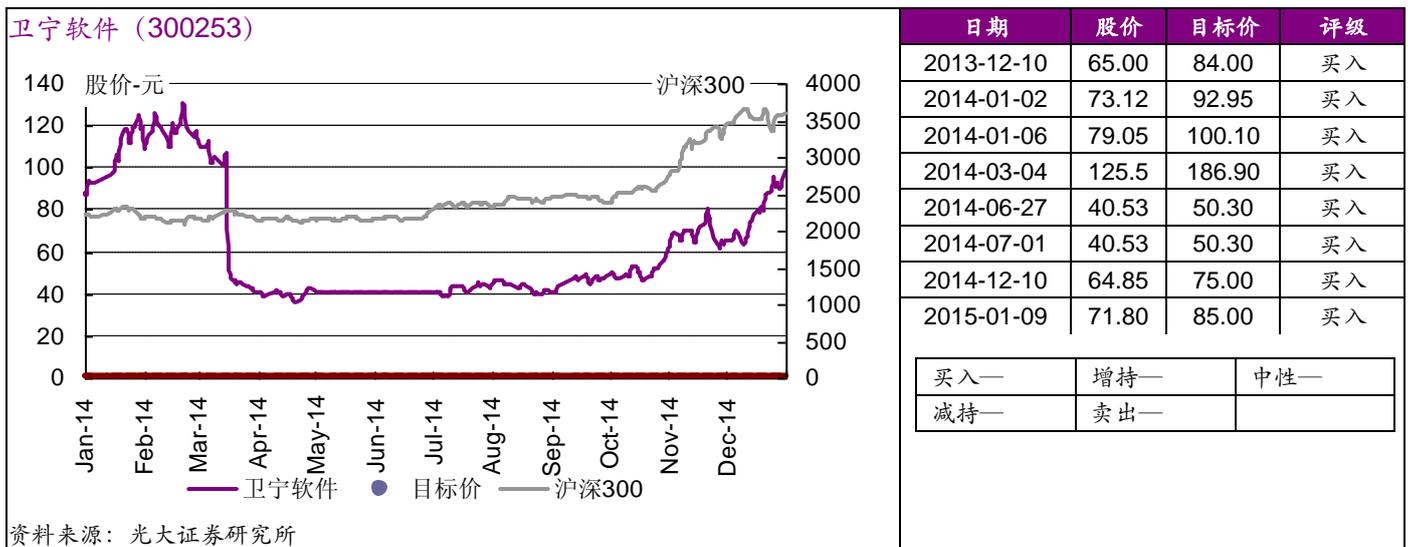
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

姜国平，复旦大学管理学硕士，中国科学技术大学管理信息系统专业本科。4年国际IT咨询公司工作经验，超过3年计算机行业研究经验，14年加盟光大证券。全面覆盖计算机各子行业。熟悉公司：用友软件、东软集团、卫宁软件、银江股份、易华录、汉得信息、东华软件、广联达、恒生电子、数字政通等。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
 - 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
 - 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
 - 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
 - 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易部 机构业务部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	严非	021-62152373	13611990668	puwn@ebscn.com
	周薇薇	021-22167101	18621181721	jishuang@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebscn.com
	李强	021-22169131		liqiang88@ebscn.com
	张弓	021-22169083		zhanggong@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebscn.com
	濮维娜			
北京	计爽			
	郝辉	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebscn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebscn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebscn.com
深圳	朱林			
	黎晓宇	0755-83553559	-	lixiao1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebscn.com
国际业务	王渊锋		-	wangyuanfeng@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	13585893550	qidw@ebscn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebscn.com