



2016年10月17日

买入(维持)

当前价: 49.15 元
目标价: 83 元

医药&计算机&中小市值研究组

分析师: 王凤华

执业编号: S0300516060001
电话: 010-64408937
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 李志新

电话: 010-64408516
邮箱: lizhixin@lxsec.com

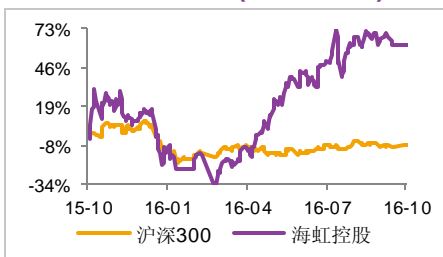
研究助理: 徐鸿飞

电话: 13810318073
邮箱: xuhongfei@lxsec.com

研究助理: 杨名

电话: 13611850141
邮箱: yangming_bf@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入	194	211	736	1701
(+/-)	-0.6%	8.71%	249%	131%
净利润	10	-130	142	554
(+/-)	-50%	-1452%	-	291%
EPS(元)	0.03	-0.12	0.16	0.58
P/E	1303.1	-	304.0	81.96

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《海虹控股(000503)_中国医疗福利管理首选标的,覆盖人口比肩BAT》
2016-10-14

海虹控股(000503.SZ)

定增 25 亿元搭建实时智能审核平台

投资要点

◇ 公司公告拟定增布局医保审核业务

10月15日,公司公告非公开发行股票预案。根据预案,公司拟以不低于44.1元/股价格,向特定对象非公开发行不超过5700万股,募集资金25亿元,用于实时智能审核平台建设项目。该项目总投资额33.5亿元,是公司对于PBM业务的进一步升级。

◇ 打开医院端入口,带来新的盈利增长点

此前我们主要考虑PBM业务在医保端的服务收费,而这次增发最大的亮点就是,该平台将通过为医院提供服务来收取费用,也就是说,公司将通过平台打开对医院收费的入口。我们认为,只要当地医保机构与公司有合作,所辖地区的定点医院就有动力引进该平台。目前公司医保业务覆盖的地市已近200个,定点医院将有上万家,这个基数是非常庞大的。如果项目进展顺利,每年将为公司带来十分可观的收入。

◇ 丰富医疗信息储备,为第三方服务打下坚实基础

我们认为,该平台的另一大亮点在于,过去公司的医疗信息主要依赖于医保端,该平台上线后,将会把医院端的医疗信息纳入进公司的医疗信息储备当中。这对公司构建个人健康档案、药品信息库等都有极大的帮助;也将进一步增强公司推广其他业务,包括商保端的业务,健康管理业务,针对C端的一些服务等业务的能力,完善公司在整个医疗服务产业链上的业务布局。

◇ 重申“买入”评级,目标价83元

该项目是公司对于PBM业务的加强,投建该项目也从侧面印证了公司此前的PBM业务推广已初具成效。我们认为已有的PBM试点业务最终落地的可能性极大,与我们之前的判断方向一致。假设项目从2018年起为公司带来收入,但受管理费用增长影响,不对公司净利润产生贡献,其他假设条件不变。我们调整,2016-2018年公司营业收入为2.11、7.4、17.0亿元;净利润仍为-1.3、1.4、5.6亿元。假设明年完成定增,以44.1元底价增发,增发后总股本为9.56亿股,摊薄EPS为-0.12、0.16、0.58元。我们坚定看好公司未来的发展前景,维持目标价83元,维持“买入”评级。

◇ 风险提示

增发进度不及预期,项目进度不及预期;PBM医保端收费进度低于预期;医改政策出现重大变化;医药电商业务增速不及预期;宏观经济风险与市场波动风险。



一、定增方案

根据定增方案，公司拟募集资金净额不超过 25 亿元，用于实时智能审核平台建设项目投资。该项目投资总规模 33.54 亿元，建设周期 2 年，内部收益率(税后)为 11.64%。项目回收期 5.63 年。发行底价 44.10 元/股，发行数量不超过 5700 万股。

图表1： 项目建设内容及投资概算

	建设项目	金额（万元）
1	系统硬件及外购接口软件投资	225252.08
2	其中：超大型城市（人口超过 1000 万）	39004.87
3	大型城市（人口 500-1000 万）	88571.2
4	中型城市（人口 100-500 万）	97676.01
5	平台软件系统开发投资	30000
6	项目预备费	12762.6
7	项目建设期费用	52383.23
8	项目铺地流动资金	15000
9	投资总额	335397.91

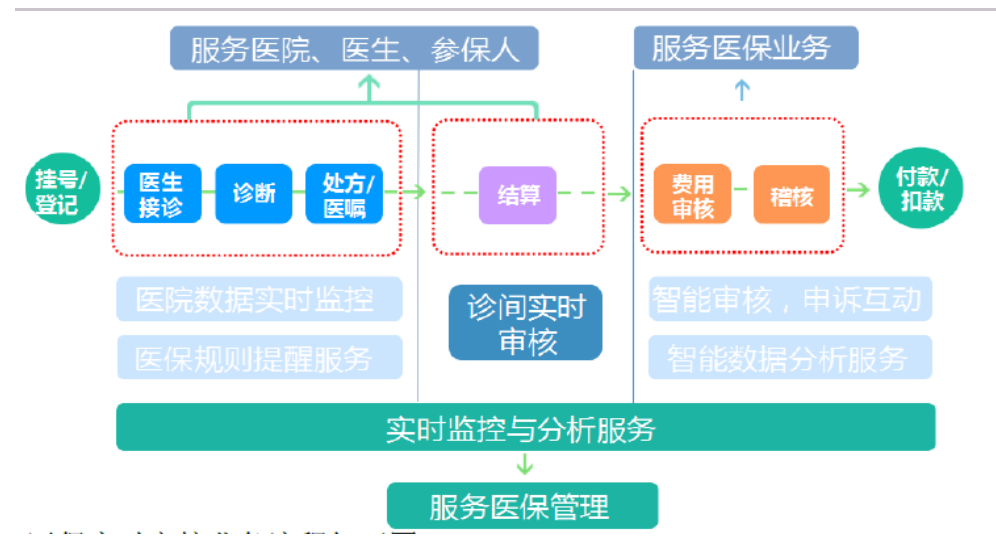
资料来源：公司公告，联讯证券

二、实现“事前、事中、事后”并行，改变医保支付方式

实时智能审核平台的工作流程：

- 事前提示模块，为医生提供参保人的个人健康档案；
- 诊疗时，诊疗辅助系统可向医师发出建议警示，并自动调用医保实时审核服务审核医师医嘱，医师可以根据明细违规情况及时调整医嘱；
- 定点机构收费时，结算交易信息在医保结算同时，也将进行实时审核结算信息，确认后的审核结果供医保审核人员进行事后审核。

图表2： 医保全程服务模式



资料来源:公司公告，联讯证券

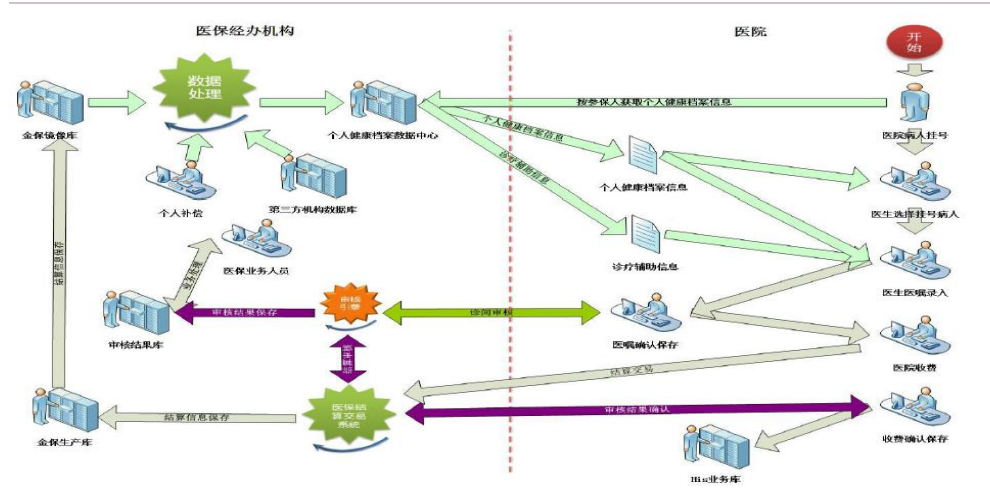
采用实时智能审核平台后，可解决目前医保预付制/后付制所带来的弊端。医保预付



制，可以从总额上控制费用，但容易出现医保预付额度用完而拒收医保患者的事件。医保后付制，是由医院先行垫付医保，不但增加了医院负担，而且一旦医保审核未通过，将造成医院的损失。

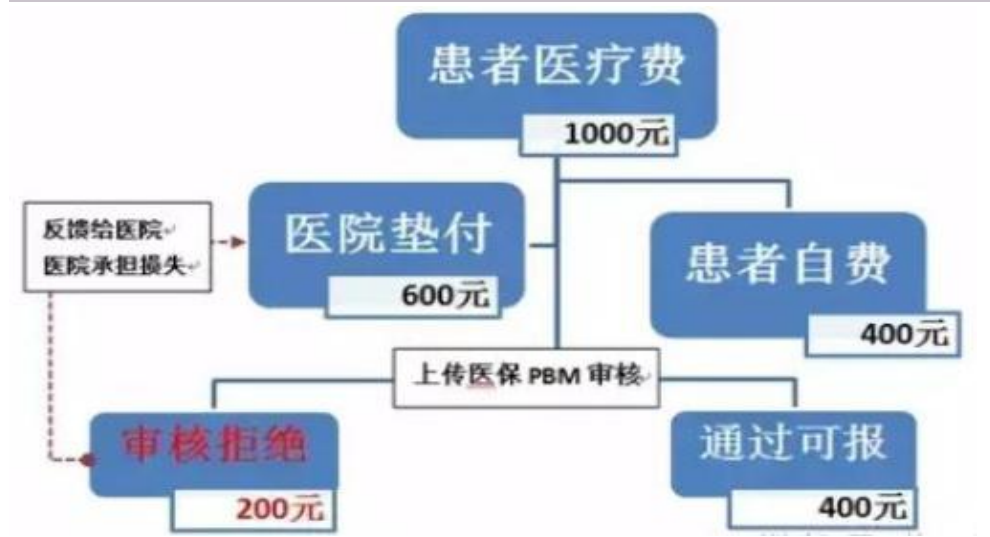
该平台能够实现实时审核，就相当于给医院提供了医保报销的标准，在医疗的过程中就降低了未来报销不通过的风险。反过来，由于该平台可以提升医院医保报销的通过率，那么医保机构就可以推行实时结算，提升医保支付的效率。

图表3： 医保实时审核业务流程



资料来源: 公司公告, 联讯证券

图表4： 医疗费用报销情节模拟拓扑图



资料来源: 公司公告, 联讯证券

三、目标客户数量庞大，将带来新的盈利增长点

我们认为，实时智能审核平台能够上线，最重要的条件就是要有广泛的客户基础与需求。从客户基础来看，公司的 PBM 业务已经覆盖到全国 24 个省/直辖市的近 200 个地市，审核结果公示反馈系统上线医院 8000 余家，服务参保人群超过 8 亿，审单量累



计突破 160 亿份。

在需求上，只要当地的医保基金与公司 PBM 业务有合作，那么当地医院，至少是定点医院就有需求接入平台。因为，医保基金采用 PBM 后，实现了更加严格，更加精细化的控费，能更好的抑制过度诊疗、大处方的行为，也相当于增加了医院报销不通过的风险。医院无论是从整体管理角度出发，还是仅仅想要降低报销不通过的风险，都需要充分了解医保审核的规则和标准。平台就是为医院提供了医保审核的标准。

因此我们认为，该平台的目标，是在公司医保覆盖地区，至少实现所有定点医院的上线。我们粗略测算一下，据卫计委统计，截至 2016 年 6 月底，全国共有 28261 家医院，其中公立医院 12958 家，民营医院 15303 家。公立医院基本都是定点医院，民营医院进入定点名单的比例较小，假设只有 10%，那么医院总数超过 14000 家。目前公司 PBM 业务覆盖近 200 个地市，占我国地市总数的 70%，则定点医院近 10000 家！随着未来公司 PBM 业务的进一步推广，以及我国对民营医院纳入医保定点医院的进一步放开，这一数字将更大。而由如此庞大的需求基础所带来的收入将十分可观！

四、丰富医疗信息储备，完善公司业务布局

当医院接入实时智能审核平台后，公司将会获得医院的医疗信息，包括就诊信息、就诊记录、用药记录等，将极大丰富公司目前的医疗信息储备。这将会带来几点好处：

(1) 丰富了个人健康档案，对公司布局健康管理服务，针对商保的第三方服务，以及第三方基金管理都有更强的信息支撑；

(2) 收集更多治疗和用药的信息，对公司建立临床数据库有极大的帮助。同时，可以为医保、制药企业、流通商提供更好的三方服务，例如制定医保目录，药价谈判等。

通过该平台，公司现有的 PBM 业务将得到进一步升级，公司将与医疗服务产业链上的各个主体——医保与商业保险等支付机构、医疗机构、患者、制药企业与流通商建立起更加紧密的合作与服务方式，进一步巩固公司在医疗服务产业链中所占据的优势地位，增强公司的话语权。

五、盈利预测与投资建议

由于该平台将给公司带来新的收入增长点，我们对 2016-2018 年的假设条件做出调整：

1、我们维持此前对公司医药电商业务、医保基金控费业务、商保 TPA 业务收入的假设条件不变；

2、新增实时智能审核平台的业务收入

根据我们此前的假设，2016-2018 年，公司在医保端收费落地的城市分别为 1 个、20 个（在 1-2 个省落地）、60 个（在约 5-6 个省份落地）。因此，我们认为 2018 年，至少有 20 个地市的医院会引进实时智能审核平台。

公司 PBM 业务已覆盖近 200 个地市，审核结果公示反馈系统上线医院 8000 余家，我们考虑这 8000 家医院将在当地率先引进平台，则平均一个地市 40 家医院。假设对每家医院收取服务费 10 万元/年，则该平台 2018 年将带来 8000 万元收入；但由于管理费用大幅增长，该项业务不对公司净利润产生贡献。



调整收入预测，2016-2018 年，营业收入为 2.1、7.4、17.0 亿元，净利润仍为-1.3、1.42、5.54 亿元。假设公司明年完成增发，以底价 44.1 元增发，完成增发后公司总股本达到 9.56 亿股，则摊薄后 EPS 为-0.12、0.16、0.58 元/股。

我们认为，如果该项目进展顺利，业务平台落地后，公司未来的成长空间将获得进一步提升。我们坚定看好公司成长前景，重申目标价 83 元/股，维持“买入”评级。

六、风险提示

- 1、增发进度不及预期，实时智能审核平台项目进展情况不及预期；
- 2、PBM 医保端收费进度低于预期；
- 3、医改政策出现重大变化；
- 4、医药电商业务增速不及预期；
- 5、宏观经济风险与市场波动风险。



附录：公司财务预测表

资产负债表					现金流量表				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1182	1246	6430	6846	经营活动现金流	13	42	110	297
现金	811	873	6007	6330	净利润	10	-130	142	554
应收账款	4	4	15	34	折旧摊销	25	7	6	6
其它应收款	208	208	208	208	财务费用	-5	0	0	1
预付账款	13	14	49	113	投资损失	-145	0	0	0
存货	0	1	2	4	营运资金变动	31	33	117	270
其他	0	-973	-2436	-2735	其它	98	132	-155	-533
非流动资产	300	300	521	933	投资活动现金流	96	7	6	6
长期投资	7	7	7	7	资本支出	35	0	0	0
固定资产	71	64	57	51	长期投资	-3	0	0	0
无形资产	139	139	139	139	其他	-128	-7	-6	-6
其他	84	91	319	736	筹资活动现金流	-24	0	2504	7
资产总计	1482	1546	6951	7779	短期借款	-23	0	0	0
流动负债	100	91	280	633	长期借款	-1	0	4	8
短期借款	0	0	0	0	其他	-1	0	2500	-1
应付账款	1	1	2	5	现金净增加额	99	62	5134	323
其他	99	91	277	628					
非流动负债	2	2	6	14	主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
长期借款	2	2	6	14	成长能力				
其他	0	0	0	0	营业收入	-0.64%	8.71%	249.16%	131.17%
负债合计	102	93	286	647	营业利润	-	-389.15%	-	291.11%
少数股东权益	4	4	4	4	归属母公司净利润	-7.69%	-578.59%	-	270.85%
归属母公司股东权益	1376	1449	6662	7129	获利能力				
负债和股东权益	1380	1453	6665	7132	毛利率	43.20%	52.47%	58.26%	59.14%
					净利率	4.97%	-61.87%	19.25%	32.56%
利润表	2015	2016E	2017E	2018E	ROE	0.71%	-9.20%	3.49%	8.03%
营业收入	194	211	736	1701	ROIC	1.45%	-6.51%	2.13%	7.77%
营业成本	110	100	307	695	偿债能力				
营业税金及附加	6	9	31	72	资产负债率	6.87%	6.01%	4.11%	8.31%
营业费用	19	21	22	23	净负债比率	-16.86%	-9.54%	-1.87%	-1.63%
管理费用	140	193	207	252	流动比率	11.79	13.65	22.98	10.81
财务费用	-16	0	0	1	速动比率	10.33	12.05	22.44	10.56
资产减值损失	0	0	0	0	营运能力				
公允价值变动收益	-40	0	0	0	总资产周转率	0.07	0.06	0.04	0.08
投资净收益	145	0	0	0	应收账款周转率	64.83	51.77	77.27	69.38
营业利润	39	-112	168	657	应付账款周转率	222.79	272.42	491.11	461.42
营业外收入	3	0	0	0	每股指标(元)				
营业外支出	1	0	0	0	每股收益	0.03	-0.12	0.16	0.58
利润总额	40	-112	168	657	每股经营现金	0.01	0.05	0.12	0.31
所得税	31	18	27	104	每股净资产	1.54	1.62	6.97	7.46
净利润	10	-130	142	554	估值比率				
少数股东损益	-13	-20	-7	1	P/E	1303.11	-	303.96	81.96
归属母公司净利润	23	-110	149	553	P/B	21.81	29.32	6.80	6.35
EBITDA	65	-105	175	664	EV/EBITDA	458.84	-403.71	258.59	68.08
EPS (元)	0.03	-0.12	0.16	0.58					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com