

东华软件 (002065.SZ)

软件行业

评级: 买入 首次覆盖

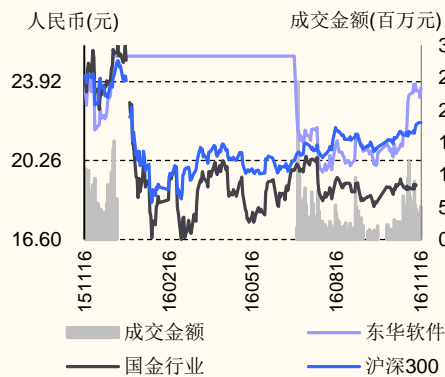
公司深度研究

市场价格 (人民币): 23.64 元
目标价格 (人民币): 29.22-31.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,368.43
总市值(百万元)	37,112.29
年内股价最高最低(元)	25.17/19.73
沪深 300 指数	3429.59
深证成指	10968.08



聚焦 DRGs 发力医疗大健康服务，引入览海打开海外扩张想象空间

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.686	0.730	0.873	0.974	1.074
每股净资产(元)	4.15	5.44	6.31	7.29	8.37
每股经营性现金流(元)	-0.01	-0.02	-0.07	-0.02	-0.24
市盈率(倍)	26.12	34.39	26.56	23.80	21.60
行业优化市盈率(倍)	72.48	177.05	130.23	130.23	130.23
净利润增长率(%)	34.74%	9.94%	20.04%	11.59%	10.19%
净资产收益率(%)	16.52%	13.43%	13.88%	13.41%	12.88%
总股本(百万股)	1,514.81	1,564.56	1,569.89	1,569.89	1,569.89

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是国内顶级的信息技术服务供应商:** 公司是国内最早通过软件能力成熟度集成 (CMMI) 5 级认证的软件企业之一, 工信部授予的全国仅八家国家安全可靠计算机信息系统集成重点企业 (即特一级) 之一, 公司的产品遍布多个行业, 医疗是未来的重点发展领域, 公司在医疗信息化领域的市场占有率已接近 20%。
- **DRGs (按病种付费) 应用条件成熟, 有望成为国内主要的医保支付模式:** 借鉴美国的经验, 在管理式的医疗保健体系下, DRGs 的支付方式不仅兼顾了政府、医院、患者各方利益, 还使得医保费用支出的控制效果明显, Medicare 住院费用的增速从 1983 年的 18.5% 降至 1990 年的 5.7%; 从国内现状来说, 医保控费的改革将是以总额付费为基础, 普通门诊按人次付费、住院按病种付费以及按服务收费的多元化支付体制, 北京市的 DRGs 课题已有 12 年的探索经验, 2011 年北京市 6 家三甲医院进入付费制度改革试点, 到 2012 年, 医院里的平均医疗支出下降了 18%; 卫生部要求北京市开展诊断相关疾病组 (DRGs) 的经验做法要在各地卫生系统推广, 2016 年 DRGs 已进入全国试点阶段。
- **公司以 DRGs 技术优势切入, 打造医疗大健康服务闭环:** 公司收购的万兴新锐是北京 DRGs 课题组在信息系统建设开发领域的唯一技术合作方, 同时公司与 Watson 联合开发精准医疗, 随着 DRGs 在全国范围内的推广, 公司可以覆盖全国的省级 DRGs 服务平台业务为纽带, 打造以医疗大数据为核心, 以 DRGs、TPA (商业健康险)、GPO (药品联合采购) 和精准医疗为支撑点, 开发包括移动医疗应用、商业保险、居民健康管理、个性化医疗、医疗金融与社交等场景在内的商业模式。
- **战略引入览海, 海外扩张想象空间巨大:** 公司控股股东、实际控制人的一致行动人工业设备将其持有的 5% 的股权协议转让给中海海盛, 中海海盛的股东览海投资有着丰富的医疗健康产业投资经验、上海人寿作为区域寿险龙头, 与公司在医疗大健康服务领域存在长期合作潜力; 同时转让股权所得 16.5 亿元人民币的资金, 将加速公司海外扩张的步伐, 为公司外延进军海外市场提供了强有力的资金支持。

宁远贵

联系人
(8621)61038200
ningyuanguai@gjzq.com.cn

魏立

分析师 SAC 执业编号: S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

投资建议与估值

- 我们预测公司 2016/2017/2018 年分别将实现营收 68.23 亿、80.23 亿、92.11 亿元，对应 2016/2017/2018 年 EPS 分别为 0.873、0.974、1.074 元，P/E 分别为 27/24/22X。考虑到公司 DRGs 业务全国推广条件成熟以及海外扩张的市场潜力，给予公司 2017 年 30X P/E，目标价 29 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险

- DRGs 推行不达预期；公司智慧城市订单量下降；公司未实现海外扩张战略；应收账款过高。

内容目录

东华软件：国内顶级信息技术服务供应商	5
DRGs 应用条件成熟，将成主要的医保支付方式	7
医疗信息化投资方兴未艾，信息化程度亟待升级	7
国际经验：DRGs 为国际主流支付方式，能够有效控制医保费用支出	8
国内现状：政策持续发力推动医疗信息化需求，DRGs 有望全国复制	11
卡位 DRGs 切入医保控费，打造医疗大健康服务闭环	14
DRGs 技术独特卡位优势，切入医保控费体系	14
联合 Watson 合作开发精准医疗，加码智慧医疗市场	15
医疗信息化全方位发力，打造医疗大健康服务闭环	16
览海系入局，海外扩张想象空间巨大	18
战略引入区域保险龙头，医疗大健康服务闭环再添助力	18
充足现金流，有望加速公司海外战略部署	19
金融信息化：银行业 IT 投资保持高速增长，私有云中心项目扩大市场	20
智慧城市：巧妙布局，版图持续扩张	21
盈利预测与估值	22
盈利预测	22
估值分析	24
风险提示	24

图表目录

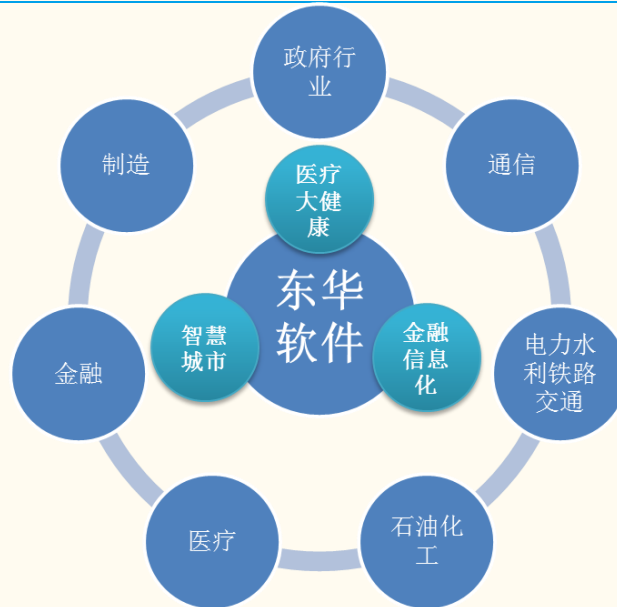
图表 1：公司业务布局	5
图表 2：公司的主要子公司	5
图表 3：公司营收持续增长	6
图表 4：公司净利持续增长	6
图表 5：公司盈利水平稳定	6
图表 6：公司研发费用率逐年上升	6
图表 7：金融保险医保是公司的核心业务(2016H1)	7
图表 8：公司业务主要分布在华北地区	7
图表 9：公司前五大股东持股情况	7
图表 10：医疗 IT 行业花费规模	8
图表 11：医疗 IT 行业投资规模	8
图表 12：医疗信息化实现路径	8
图表 13：DRGs 的技术框架	9
图表 14：主要医保支付方式比较	9
图表 15：美国的 DRGs 应用和推广	10
图表 16：DRGs 成为美国主流支付方式	11
图表 17：医改政策密集出台	12

图表 18: 医保控费引入复合付费模式.....	13
图表 19: 北京 DRGs 试点应用医院一览.....	14
图表 20: 基于 DRGs 服务平台的新型商业模式.....	15
图表 21: 公司与 IBM 合作研究项目.....	16
图表 22: 医疗大数据应用市场有待深挖参与.....	16
图表 23: 东华数字医疗信息系统应用架构图.....	17
图表 24: 东华随身医院设计方案.....	18
图表 25: 公司医疗大健康服务闭环.....	18
图表 26: 中海海盛股东结构.....	19
图表 27: 中国银行 IT 投资高速增长.....	20
图表 28: 2016 年中国金融信息化软件企业前十名.....	21
图表 29: 公司主营业务盈利预测拆分.....	22
图表 30: 可比公司估值.....	24

东华软件：国内顶级信息技术服务供应商

- 公司成立于 2001 年 1 月，以应用软件开发、计算机信息系统集成、信息技术服务、网络流控安全产品及互联网+为主要业务，拥有 700 多项软件著作权。东华软件是国家规划布局内重点软件企业、国家火炬计划重点高新技术企业，拥有行业最完整的顶级资质：是国内最早通过软件能力成熟度集成（CMMI）5 级认证的软件企业之一，工信部授予的全国仅八家国家安全可靠计算机信息系统集成重点企业（即特一级）之一，具有涉及国家秘密的计算机信息系统集成甲级资质。
- 公司国内 HIS 系统龙头，医疗信息化、金融信息化以及智慧城市是公司的主要布局领域，其中在医疗信息化领域，公司产品的市场占有率已接近 20%。
- 公司提供的软件和信息系统解决方案，涵盖多种应用与技术平台，用户遍布电信、电力、政府、交通、国防、医疗、金融、科研、煤炭、石化、石油、保险及制造等行业，成功完成了国家电网公司、华夏银行、山西移动通信公司、中石油股份公司、贵阳市公安局、江苏中烟工业公司、中国国际航空公司、水利部、国家气象局、北京协和医院、中国人寿保险公司等客户堪称业界典范的应用软件开发和计算机信息系统集成项目。

图表 1：公司业务布局



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司的主要子公司

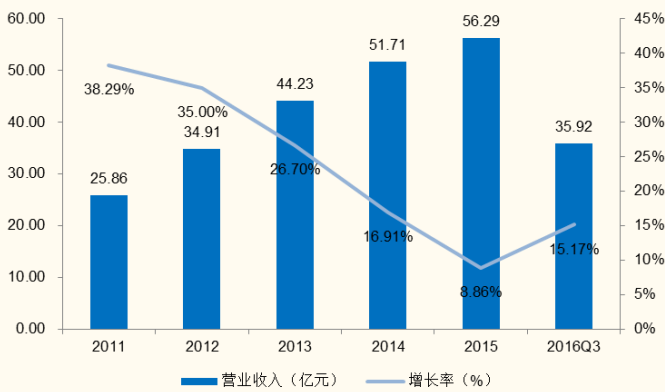
公司	主营业务	应用行业
威锐达	提供风电机组状态监测“一站式”服务，自主研发的监测产品已经涵盖了监测传动链的 WindDAU，监测塔筒的晃度仪，离线监测的手持设备、便携式采集设备等风机的主要部件	风电机组
至高通信	在金融领域，至高通信与中国邮政储蓄银行、中国邮政集团等十多家银行系统陆续签订了销售合同。主要为银行进行卡前受理、移动信贷等业务提供一体化解决方案。同时至高与东华软件母公司医疗事业部强强联手，将为中国医疗行业的智能化、信息化、互联网化提供从软件平台到智能设备的 all in one 整体解决方案。	金融、医疗

东华星联	公司专注于车联网的一体化解决方案，跨界融合智能交通、移动互联网、移动支付及 UBI 车险。自主研发的多功能 4G 智能，拥有智能驾驶安全系统、自动碰撞报警系统、一体化无线网关、视频记录、ETC 支付和云计算服务匹配等核心技术。	车联网
神州新桥	公司主要面向金融、证券、电信等大中型企事业单位机构提供全面的系统集成和技术服务。业务涉及机房环境、IT 基础设施、人员服务外派、咨询服务、应用软件中的管理支撑类软件集成和开发、业务运营类应用软件、云平台监控运维平台的开发及运营。	金融、通信

来源：公司公告，国金证券研究所

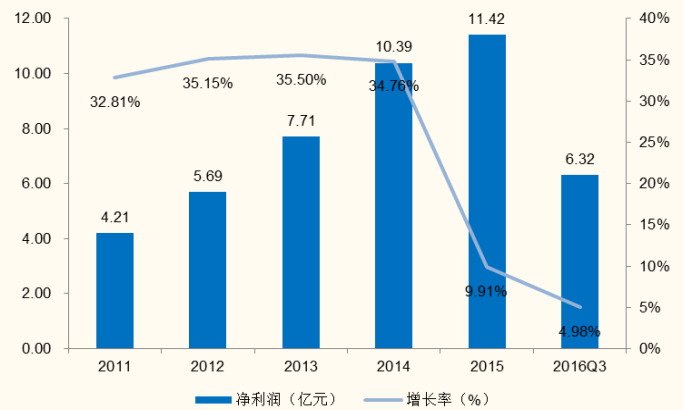
- **公司盈利与成长能力突出，研发投入逐年加大。**公司的营业收入保持着持续增长的态势，2016 年三季度公司实现营收 35.92 亿元，同比增长 15.17%。盈利水平保持稳定，毛利率保持在 30% 以上，净利率保持在 17% 以上，2016 年三季度毛利率为 35.13%，净利率为 17.59%。公司研发费用的投入逐年增加，2015 年公司的研发费用为 8.84 亿元，相应研发费用占营收的比例达到 15.71%。

图表 3：公司营收持续增长



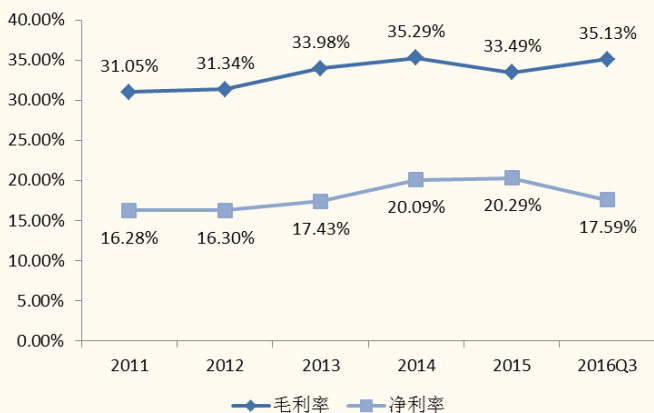
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：公司净利持续增长



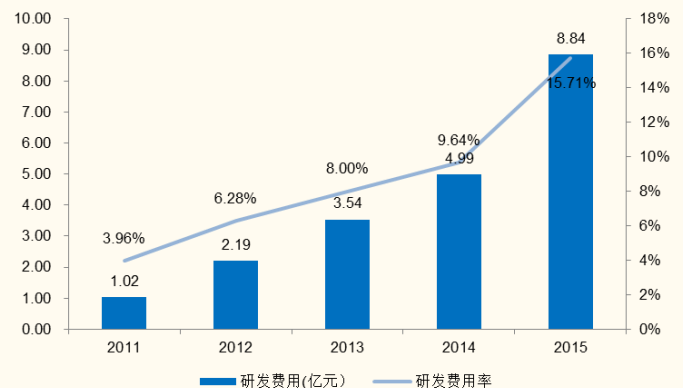
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：公司盈利水平稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

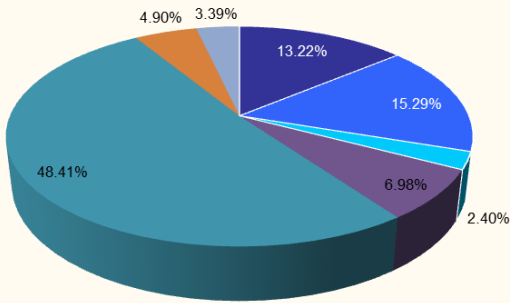
图表 6：公司研发费用率逐年上升



来源：公司公告，国金证券研究所

- **金融医疗行业收入占比过半，将成为公司的主要成长动能。**2015年，公司金融医保行业的收入占比为44.98%，2016年上半年，该行业的收入占比已达到48.41%。金融医疗行业的收入即将过半，并且处于明显的上升趋势。我们认为，随着医疗信息化的发展和新医改的推进，医疗行业的收入将成为公司未来的成长动能。
- **公司业务主要分布在华北地区。**公司过半的营收来自于华北地区，2016年上半年，华北地区贡献营收占比达到51.43%。

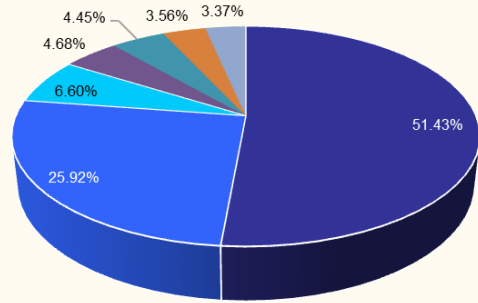
图表 7：金融保险医保是公司的核心业务(2016H1)



通信 电力水利铁路交通 石油化工 政府 金融保险医保 计算机服务 制造业

来源：公司公告，国金证券研究所

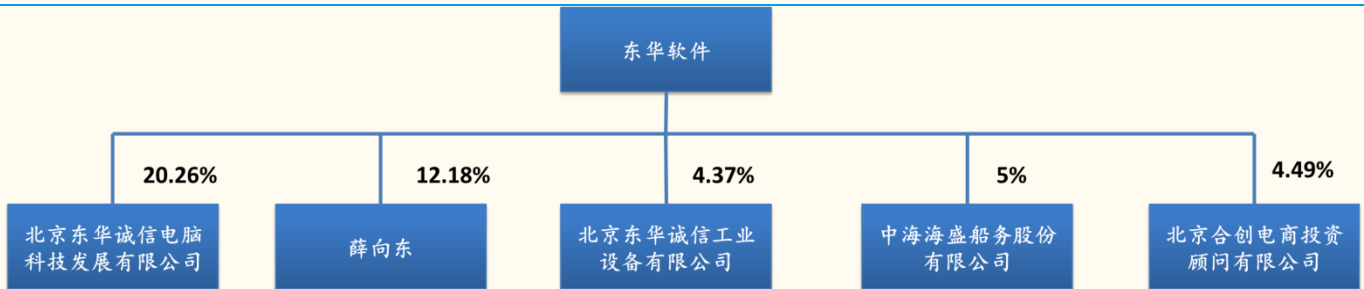
图表 8：公司业务主要分布在华北地区



华北 华东 西南 西北 华中 华南 东北

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：公司前五大股东持股情况



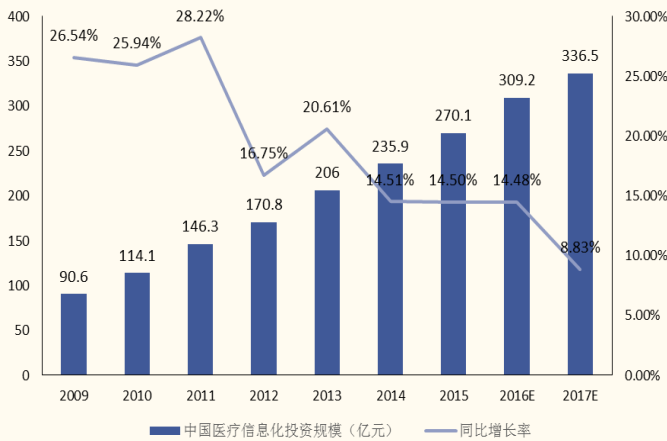
来源：公司公告，国金证券研究所

DRGs 应用条件成熟，将成主要的医保支付模式

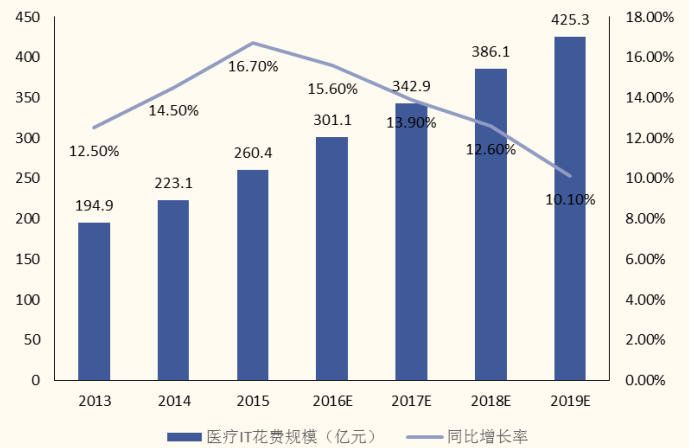
医疗信息化投资方兴未艾，信息化程度亟待升级

- **医疗 IT 行业花费与投资规模双双高速增长。**计世资讯统计的数据表明，2014年医疗卫生行业的IT投资规模达到275.1亿元人民币，比2013年增长22.5%，继续呈现稳步高速增长的态势。2015年医疗卫生行业信息化投资将保持增长态势，达到330.2亿元。根据IDC的统计数据，2013年中国医疗行业信息系统投资是206.0亿元，预计到2017年医疗行业信息系统投资规模将达到336.5亿元，增长速度高于中国IT市场的平均增速。

图表 10：医疗 IT 行业花费规模



图表 11：医疗 IT 行业投资规模

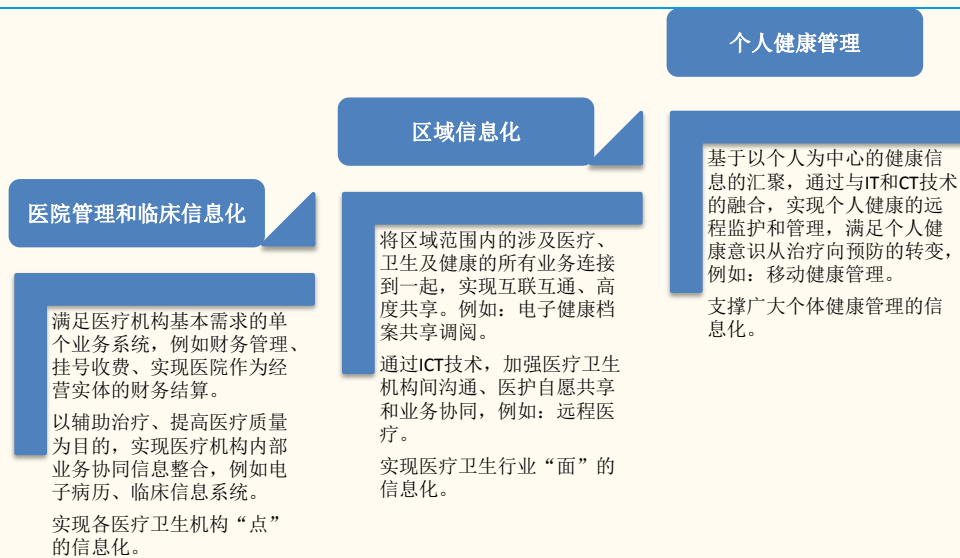


来源：计世资讯，国金证券研究所

来源：IDC，国金证券研究所

- **医疗信息化的发展可分为三个阶段：**医院信息化、区域信息化、公共卫生信息化，目前医院信息化已较为成熟，处于临床信息管理系统信息化阶段；各省区域信息化的项目都已处于开始建设或正在规划阶段。
- 我国医疗 IT 公司仍然处于健康、医药和医疗等领域的布局初期，切入大健康领域是我国医疗 IT 企业发展的必然趋势。以电子病历所含数据为核心的医疗大数据拥有广阔前景，在医疗管理信息系统领域率先布局的企业，将拥有丰富的医院客户资源以及高度的专业性，未来有望在产业升级中受益。

图表 12：医疗信息化实现路径



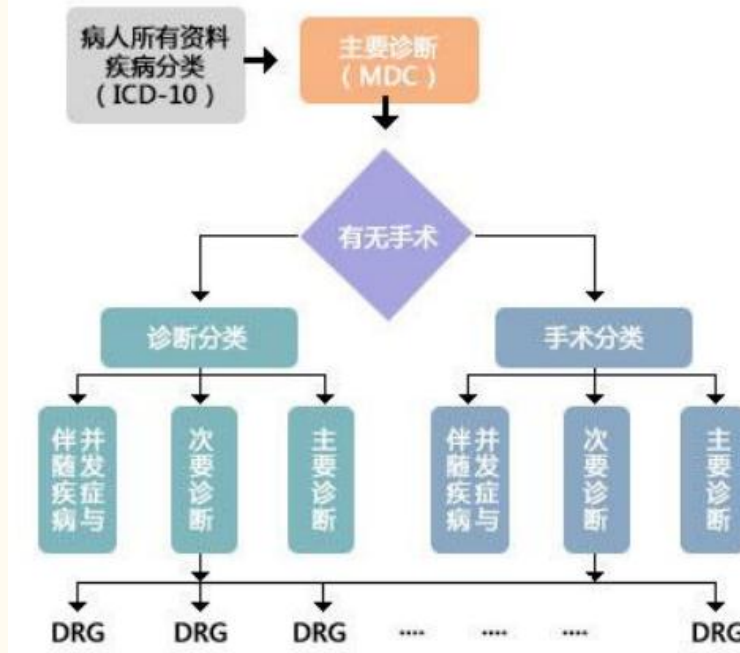
来源：国金证券研究所整理

国际经验：DRGs 为国际主流支付模式，能够有效控制医保费用支出

- DRGs，全称为 Diagnosis Related Groups，也可以被称为“打包付费”，即根据患者年龄、疾病诊断、合并症并发症、治疗方式、病症严重程度以及疗效等多种因素，将诊断相近、治疗手段相近、医疗费用相近的住院患者，分入若干病组；然后，医院与保险机构通过谈判，合理确定各疾病诊断组的付费标准，保险机构按此协定的标准向医院支付费用。

- 参保人员在医院住院后，只要确诊后归入相应病组，其所发生的住院费用也会随之确定。该费用最终若有节余，就会成为医院收入；反之，则由医院补齐。这一支付方式使医院失去定价和收费自主权，有利于促进医院节省医疗成本，因此也是国际公认较为科学合理的医疗费用支付方式。

图表 13: DRGs 的技术框架



来源：北京市卫计委，国金证券研究所

- **DRGs 为全球主流医保支付方式。**根据各种费用支付方式的特点，按项目付费有利于提高医疗质量，但卫生费用不可控；按人头付费和总额预付有利于控制卫生费用，但医疗服务质量难以保障。相对而言，按病种付费（DRGs）在费用控制与服务质量上有了双重保障，是目前全球较为主流的医保支付方式。

图表 14: 主要医保支付方式比较

付费方式	所属方式	基本特点	优点	缺点	应用国家
按项目付费	后付费制	依医疗服务项目和数量，付费方与医疗提供方按协议价格结算	医患双方操作都比较方便，医疗服务质量高，高新技术被广泛应用	医疗费用无法控制，医院和医生有增加医疗项目来提高医疗费用的动机	中国
按人头付费	预付费制	付费方与医疗提供方根据服务人数按人头收取固定费用	容易操作，费用控制强，医疗机构有动力降低医疗成本	分解住院以获得更多的“人头”；诱发医院选择健康病人，推诿重症患者等	英国
按病种付费	预付费制	根据疾病种类确定费用支付	提高医疗透明度，有利于降低医疗成本和加强医疗资源的有效配路	病种分类、费用计算复杂，可能会出现推诿疑难重症病人或夸大病患的倾向	美国、德国、澳大利亚、英国、意大利
总额预付	预付费制	按照事先确定的年度费用预算支付	计算简单，费用控制好，支付方便	会导致医疗服务质量降低和供给减少，个人支付比例可能提高	德国、加拿大

来源：国金证券研究所整理

美国经验：DRGs 对医保费用支出控制明显

- **美国 DRGs 演进历史：第一阶段**，第一代的 DRGs 是由耶鲁大学在 1976 年历经 10 年的时间开发出来的，共制定了 383 个疾病组；**第二阶段**，第二代的 DRGs 由美国政府用了 6 年时间，根据全国抽样的 40 万份病例，并根据 ICD-9 疾病分类代码将病例分为 23 个主诊断（MDC），467 个 DRGs 组，在 1983 年的 Medicare 计划中按照 DRGs 分组对医院实行预付费用制。**第三阶段**，第三代的 DRGs 由美国政府联合国际卫生系统对 DRGs 实施过程中出现的问题提出解决方案，增加到 641 个 DRGs 组，被联邦政府选用为 Medicare 的住院支付标准；**第四阶段**，1998 年应用于 Medicare 中，引入了病情严重程度评估，1350 个 DRGs；**第五阶段**，2000 年开始应用于美国卫生费用预付标准。

图表 15：美国的 DRGs 应用和推广

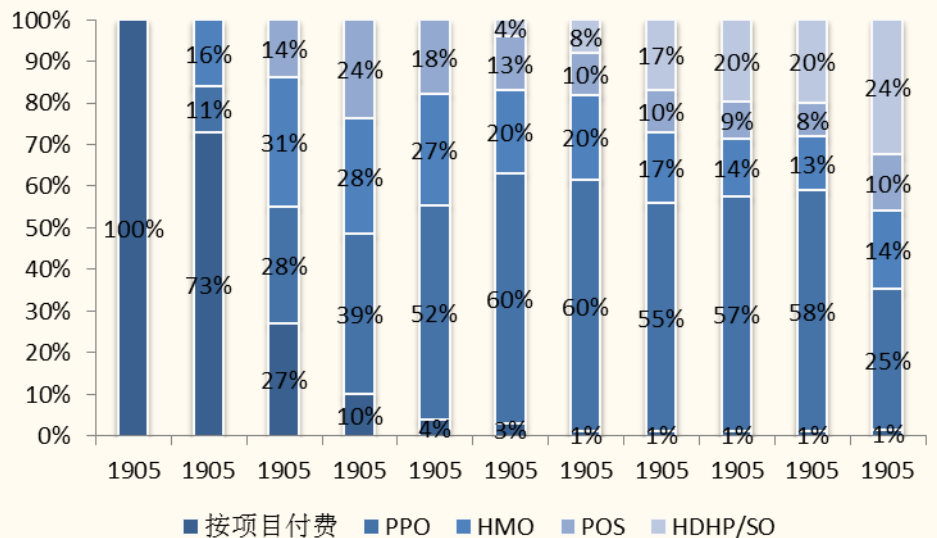


来源：国金证券研究所

- **政策层面：美国管理式的医疗保健体系。**美国的保健管理体系由医疗保险计划方（保险公司）和医疗服务提供方（医疗机构）双方共同进行，通过经济刺激及组织措施调控供需双方。美国的转诊模式以保健管理体系为基础，美国的私人保险市场欣欣向荣，其中有 3/4 是属于保健管理，1/4 属于传统付费项目。美国的保健管理并非患者与医生之间自由双向互选，其更强调监督卫生服务的供给，卫生服务供方与管理型卫生保健组织相互制约，严格控制参加者的权益。
- 80 年代以前，私人医保市场主要由营利性商业保险，以及非营利性医保组织“蓝十字计划”“蓝盾计划”占据，付费模式和目前国内相同，医保组织以项目计价对医疗机构付费。
- 80 年代以后，保健管理有健康维护组织（health maintenance organization, HMO）、优惠服务提供者组织（preferred provider organization, PPO）、服务点组织（point of service, POS）三种形式。这三种形式通过设置自付额的高低影响患者支付费用，有效控制了医疗消费增速，同时也降低了保费（由三大医保筹资），从而调节患者在网络内

(in-network) 与网络外 (out-of-network) 间的就医流向, 鼓励患者在网络内的社区就诊。显示出更强的竞争力, 开始逐步分食按项目付费组织的市场。

图表 16: DRGs 成为美国主流支付方式



来源: The Kaiser Family Foundation and Health Research and Educational Trust, 国金证券研究所

- 改革成效: DRGs 支付方式下对医保支出的约束机制。** 疾病诊断治疗分类标准 (diagnostic-related groups, DRGs) 为各种保险提供管理和报销的重要依据。这种支付方式限定了规范的疾病住院指征与时间周期, 即某个病种或手术, 患者恢复到了某种程度, 必须转到基层医疗机构或回家接受全科医生治疗。否则, 延期出院的治疗费用由患者自己承担。多年的实践表明, DRGs 这种支付方式, 除了兼顾政府、医院、患者各方利益, 医保费用支出的控制明显, Medicare 住院费用的增速从 1983 年的 18.5% 降至 1990 年的 5.7%, 相应地, 医院的盈利也受到压缩。经过数年调整控费得当后, 增速才有所恢复。

国内现状: 政策持续发力推动医疗信息化需求, DRGs 有望全国复制

- 医改政策密集出台, 明确成果日程表。** 自 2015 年开始, 国务院与卫计委连续发文, 明显加快了以分级诊疗制度为方向的医改步伐。2015 年 3 月, 在《关于印发全国医疗卫生服务体系规划纲要 (2015~2020 年) 通知》中提到, 充分利用信息化手段, 促进优质医疗资源纵向流动, 建立医院与基层医疗卫生机构之间共享诊疗信息、开展远程医疗服务和教学培训的信息渠道。
- 2016 年 4 月, 在《关于印发深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务的通知》中, 强调了加快推进分级诊疗制度建设, 推进卫生信息化建设: 加快开展分级诊疗试点; 扩大家庭医生签约服务; 提升基层服务能力; 完善配套政策; 统筹推进国家、省、市、县级人口健康信息平台建设; 选择具备条件的地区和领域先行推进健康医疗大数据应用试点; 到 2017 年, 基本实现符合转诊规定的异地就医住院费用直接结算。**
- 2016 年 10 月 25 日, 中共中央、国务院发布了《“健康中国 2030”规划纲要》, 在健全医保管理服务体系中明确提出要“积极探索按疾病诊断相关分组付费 (DRGs)”。**

图表 17: 医改政策密集出台

时间	政策名称	发文机关	主要内容
2015 年 3 月	《关于印发全国医疗卫生服务体系规划纲要 (2015~2020 年) 通知》	国务院	建立并完善分级诊疗模式, 逐步实现基层首诊、双向转诊、上下联动、急慢分治。充分利用信息化手段, 促进优质医疗资源纵向流动, 建立医院与基层医疗卫生机构之间共享诊疗信息、开展远程医疗服务和教学培训的信息渠道。
2015 年 9 月	《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》	国务院	明确各级各类医疗机构诊疗服务功能定位; 加强基层医疗卫生人才队伍建设; 大力提高基层医疗卫生服务能力; 全面提升县级公立医院综合能力; 整合推进区域医疗资源共享; 加快推进医疗卫生信息化建设, 促进跨地域、跨机构就诊信息共享。发展基于互联网的医疗卫生服务, 充分发挥互联网、大数据等信息技术手段在分级诊疗中的作用。
2015 年 11 月	《关于印发深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务的通知》	卫计委	加强签约医生团队建设, 推进基层签约服务, 到 2020 年, 力争实现让每个家庭拥有一名合格的签约医生, 每个居民有一份电子化的健康档案; 加强区域卫生信息平台建设, 推动各社区卫生服务机构与区域内其他医疗卫生机构之间信息互联互通、资源共享。
2015 年 12 月	《关于做好高血压、糖尿病分级诊疗试点工作的通知》	卫计委	包括为这两类患者建立分级诊疗健康档案, 建立团队签约服务模式, 明确分级诊疗服务流程、双向转诊标准等
2016 年 4 月	《关于印发深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务的通知》	国务院	加快推进分级诊疗制度建设, 推进卫生信息化建设: 加快开展分级诊疗试点; 扩大家庭医生签约服务; 提升基层服务能力; 完善配套政策; 统筹推进国家、省、市、县级人口健康信息平台建设; 选择具备条件的地区和领域先行推进健康医疗大数据应用试点; 到 2017 年, 基本实现符合转诊规定的异地就医住院费用直接结算。
2016 年 10 月	《“健康中国 2030” 规划纲要》	国务院	在健全医保管理服务体系中明确提出要“积极探索按疾病诊断相关分组付费 (DRGs)”

来源: 国金证券研究所

- 在支付环节, 新医改以来, 人社部门已明确提出要在总额控制的基础上结合门诊统筹来开展按人头付费, 结合住院大病的保障探索按病种付费, 建立和完善基本医疗保险、经办机构和医疗机构谈判协商的机制和风险分担的机制。

图表 18：医保控费引入复合付费模式



来源：国金证券研究所

- **北京市 DRGs 课题已有 12 年探索经验，现已进入试点阶段。**2004 年以来，北京市卫生局围绕医疗服务体制改革需要，从规范病案首页填报与疾病分类编码、实行住院病案首页网络直报入手，通过加强人员培训，定期监督检查等措施，提高了住院病案首页信息填写、编码和报告质量，并在此基础上，于 2008 年完成了北京版疾病诊断相关分组 (BJ-DRGs)，为探索基于病案首页信息的医疗质量绩效评价及公立医院付费机制改革奠定了良好的基础。2008 年以来，北京市卫生局连续 3 年应用住院病案首页信息，对全市二级以上医院的服务范围、技术水平、服务效率及医疗质量进行定量评价和行业发布，并逐步应用于对口支援效果评价、临床重点专科评价等多个领域，取得了良好的效果。
- 2011 年，北京开始实施付费制度改革试点。DRGs 费率由医保和医院之间通过谈判机制来确定。费率的给付标准是按照上一年度 (北京 2011 年制订政策，则以 2010 年数据为准) 全市三级综合医院诊治同一个 DRGs 病组，实际发生的次均费用作为费率来付费，实行每月预付。
- 北京市卫生局首先选择了 6 家三级甲等综合医院，试点的范围暂时先定了 108 个 DRGs 组。它们都是最常见的一些病例，而且组间的差异非常小，大概占到目前医院住院病例的 40%、费用的 50%。按照正在执行的发改委定价，医院里的平均医疗支出下降了 18%。
- **2016 年 8 月 1 日，北京市率先在全国启动 DRGs 试点。**北医三院、北京大学人民医院、友谊医院、朝阳医院、宣武医院、天坛医院等 6 家医保定点医院成为首批试点医院，首批试点 108 个病组，其中包括了 2003 种疾病诊断和 1873 种手术治疗措施，基本覆盖了常见病和多发病。
- 并且，北京市 DRGs 改革面向的是北京市所有参保人员，其就医流程不变，医保报销比例不变，参保人员仍按现行的住院费用结算方式持卡就医、实时结算。换言之，DRGs 更多改变的是医保与医院在住院费用方面的结算形式，并不影响患者的实际就医习惯。
- 定额支付的费用，由参保人员和医保基金共同承担，内容涵盖了住院病房费、诊断检查费、医药服务费、药品费及治疗处置费、手术麻醉费、一般材料和特殊材料消耗费等所有住院相关费用。依据个人报销比例，患者的自付费用也一应确定。对定额标准与患者自付部分的费用差额，由医保基金支付；超出标准部分，无需由患者负担。

- **DRGs “北京经验”有望全国复制。**人社部印发《关于积极推动医疗、医保、医药联动改革的指导意见》明确指出，发挥支付方式在规范医疗服务行为、控制医疗费用不合理增长方面的积极作用，结合医保基金预算管理，全面推进付费总额控制，加快推进按病种、按人头等付费方式，积极推动按病种分组付费（DRGs）的应用，探索总额控制与点数法的结合应用，建立复合式付费方式；卫生部将组建国家医院评审评价中心，负责收集病案首页数据，并逐步实现病案首页网络直报。并且卫生部下发通知，要求北京市开展诊断相关疾病组(DRGs)的经验做法要在各地卫生系统推广。

卡位 DRGs 切入医保控费，打造医疗大健康服务闭环

DRGs 技术独特卡位优势，切入医保控费体系

- 公司 2015 年 5 月 7 日公告，以自筹资金 1.53 亿元收购拉萨晋泉投资管理有限公司所持有的北京万兴新锐科技发展有限公司 51% 股权。
- 万兴新锐的产品以 Java、Oracle 为主要技术路线，包括 4 条产品线：(1) **HITB 行业应用平台**，包括业务模型开发系统、多维数据集展示平台、 workflow 管理系统、医院客户端采集系统等；主要应用在北京市卫生信息化项目方面，包括“北京市实名就诊卡系统”、“北京市卫生统计信息平台”、“北京 DRGs 分组软件”、“住院医疗服务绩效评价平台”等；(2) **DRGs 医院端应用**，以 DRGs 分组为核心的医院端应用软件，包括绩效分析、质量控制、过程控制（临床路径）等。(3) **电子病历**，以用户自定义结构化为核心的智能化电子病历。(4) **健康管理平台**，以慢性病管理为核心的健康管理平台。
- 万兴新锐是北京 DRGs 课题组在信息系统建设开发领域的唯一技术合作方，自主开发了“北京 DRGs 分组软件”和“住院医疗服务绩效评价平台”，服务于北京市卫计委对全市医疗机构的管理，并配合北京 DRGs 课题组面向全国各省卫生厅进行推广。

图表 19：北京 DRGs 试点应用医院一览



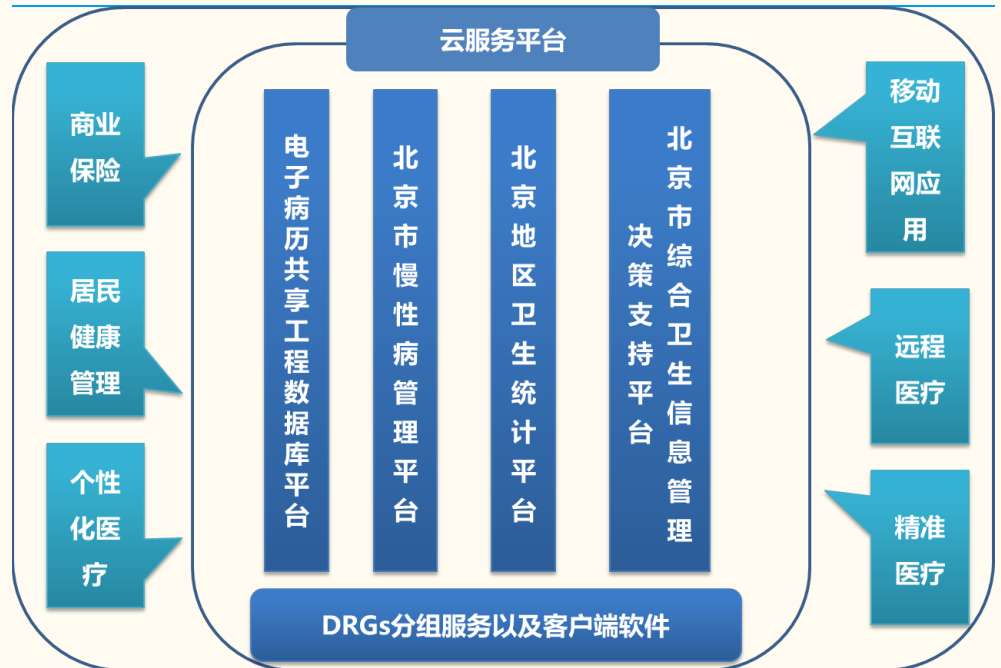
来源：公司官网，国金证券研究所

- **DRGs 全国范围内推广，公司区域性竞争长期受益。**在国家卫计委的推动下，BJ-DRGs 已于 2014 年在北京以外九省市的卫生厅开始第一批试点，万兴新锐的产品也将顺势实现向全国的推广。
- 而随着北京 DRGs 经验在全国卫生系统内推广，公司可面向全国范围内具有住院医疗服务资质的医院，为其提供 DRGs 分组服务及基于 DRGs 分组的客户端软件开发服务，该项服务可为医院原有的医疗服务管理评价指标

提供一个综合性更强、更具可比性的维度及新的医疗服务管理评价指标，并可为医院之间的横向比较提供区域性的竞争性标杆。

- 以 DRGs 服务平台为纽带，切入医保控费体系。未来覆盖全国的省级 DRGs 服务平台业务为纽带，结合目前运营的“北京市电子病历共享工程数据库平台”、“北京市慢性病管理平台”、“北京地区卫生统计平台”、“北京市综合卫生信息管理决策支持平台”等业务，可形成全方位健康管理全国性云服务平台的能力，最终形成移动互联网应用、商业保险、居民健康管理、远程医疗、个性化医疗相结合的新型商业模式。

图表 20：基于 DRGs 服务平台的新型商业模式

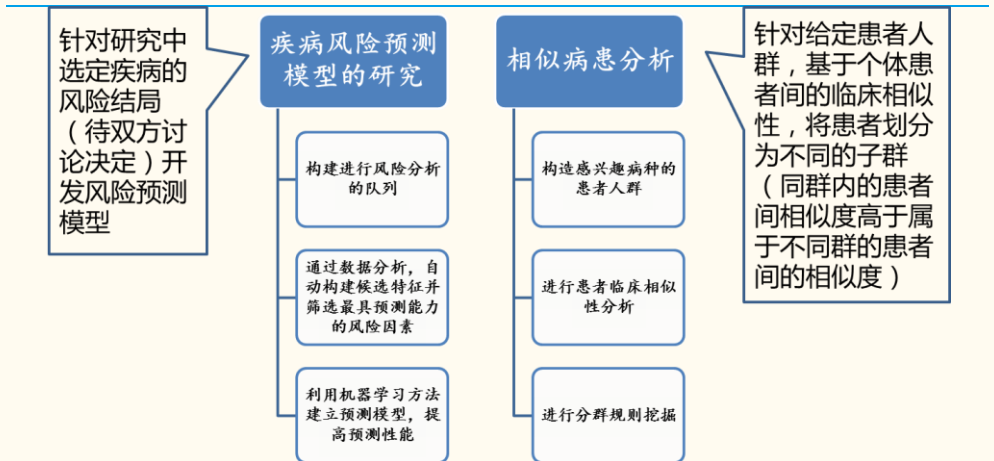


来源：国金证券研究所整理

联合 Watson 合作开发精准医疗，加码智慧医疗市场

- 公司通过获得 IBM 公司相关软件、著作权、专有知识、数据资料等的授权许可开展联合开发工作。公司与 IBM 双方建立联合团队，共同开展针对精准医学的医学数据分析与转化方面联合开发。联合开发期限三年，合作内容主要是：
- 基于双方目前的技术储备和对应用场景的需求，将以某一家或多家医院的多中心数据采集和分析项目为起点，针对肿瘤相关疾病领域下的三个病种，在风险预测和相似患者分析方面开展联合研究及开发。所针对的病种可以从肿瘤相关疾病领域中选择，比如妇科肿瘤、消化道肿瘤等。用于分析的数据可为电子病历数据或注册研究数据等结构化数据。

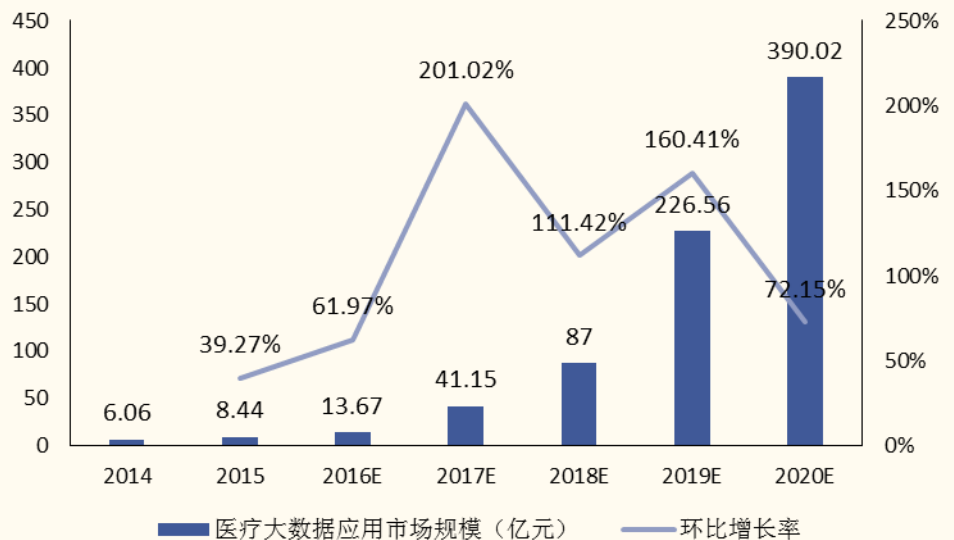
图表 21: 公司与 IBM 合作研究项目



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **优化数字化医疗产品 iMedical, 深挖参与医疗大数据应用市场。**具有先进的医疗大数据处理与分析能力的 IBM 和拥有大量高端电子病历系统用户以及相应软件产品的东华软件的强强联手, 形成优势互补的精准医疗研发联合体, 弥补各自在精准医疗方面的不足, 共同研发基于大数据的精准医疗技术。通过本次合作, 东华软件将加快数字化医疗产品 iMedical 的换代升级步伐以及基于大数据的精准医疗产品的推出。

图表 22: 医疗大数据应用市场有待深挖参与



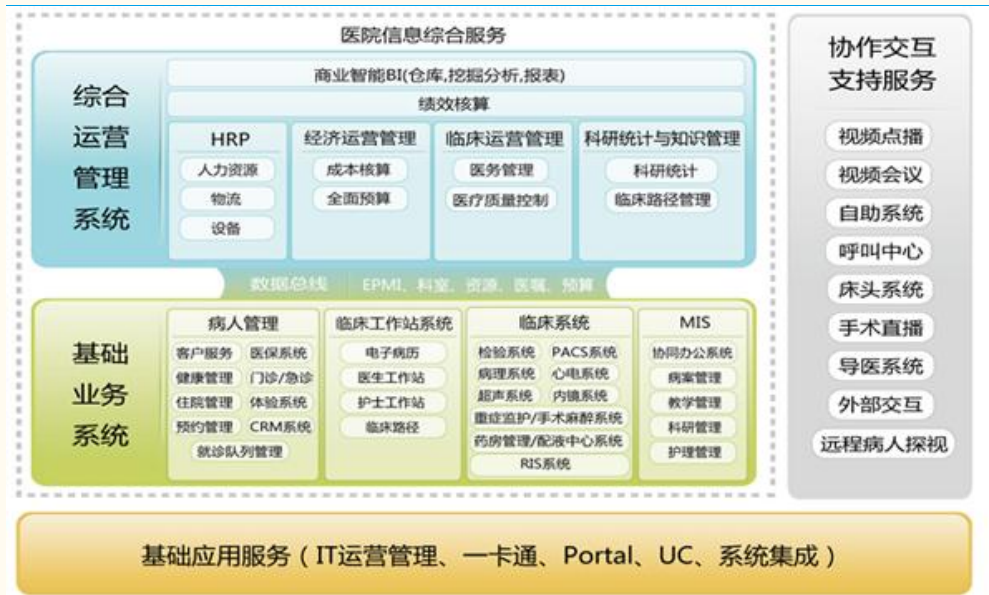
来源: 国金证券研究所整理, 贵阳大数据交易所

医疗信息化全方位发力, 打造医疗大健康服务闭环

- 公司在医院信息化、区域信息化, 移动医疗与智能化等医疗信息化细分领域均有布局, 并且在医院信息化、区域信息化, 移动医疗领域已有较为完善的产品线, 在医疗信息化领域全方位发力, 占领市场第一梯队。
- **在医院信息化方面,** 公司深耕基于数据驱动业务的新一代数字化医院解决方案 iMedical8.0P, 已完成临床医生、临床护士、临床科主任、护士长、院领导、门诊部、医务部、护理部等多个角色信息门户研发和应用, 在试点医院中国医大第一附属医院、青岛医科大学附属医院得到用户的广泛认可和推崇; 新版医院信息平台 (临床数据中心) v3.0 完成研发并在多家医

院上线，目前已支持北京协和医院、中国医大一院、宁夏医科大总院、青医附院、华西二院、昆医二院等医院信息平台项目顺利通过了国家卫计委组织的互联互通成熟度评测

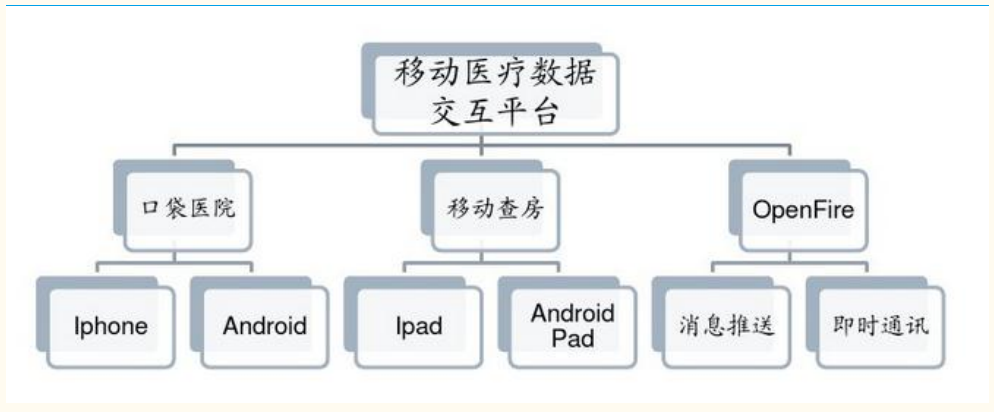
图表 23：东华数字医疗信息系统应用架构图



来源：公司官网，国金证券研究所

- **在医疗云平台方面**，公司基于云计算医院供应链云平台使医院的物流管理由院内走向院外，充分利用供应商资源，跨界融合的信息技术优势，实现医院物流信息和供应商物流信息的互联互通，以提高服务效率；建立集团集中采购模式，实现统一采购、统一配送、统一结算物流管理模式；医院会计核算系统、医疗管理绩效考核系统研发完成并在医院成功应用。至此东华成为国内少数几家能够提供完整的 HERP 解决方案的企业之一。
- **在区域卫生信息化方面**，公司承建了国家流动人口公共服务平台、国家卫计委服务价格监管系统、海南省健康体检服务管理平台项目建设。新研发的基于 DRGs 的区域卫生绩效评价系统及基于 DRGs 的区域医保控费系统在中国中医科学院区域、上海嘉定区域、深圳市区域、深圳南山区区域、北京新农合的项目上线运行或试用行。并推出了基于 DRGs 的区域卫生绩效评价系统、基于 DRGs 的区域医保控费系统、区域医疗卫生主数据管理系统、区域预约挂号及排班管理系统、区域公共卫生协同管理系统、分级诊疗管理系统、 APIManager、区域卫生平台用户认证系统 CAS、移动 App、支付宝服务窗等 26 个产品或系统，大部分已经投入运行。
- **在互联网及移动医疗方面**，移动医生站 App、掌上医院 App、科研随访系统 App，面向医生多点执业的云诊所，面向中小医疗机构的云 HIS 等多个产品在多家医疗机构、区域卫生平台上线运行，产品的功能得到不断完善。

图表 24：东华随身医院设计方案



来源：公司官网，国金证券研究所

- 打造医疗大健康服务闭环。**公司的数字化医疗综合解决方案，为全国 500 多家医疗机构的核心业务提供着软件系统支撑，其中包括 300 多家三甲医院的核心业务，以及以北京协和医院、华西医院、湘雅医院、中国医大一院为代表的全国四分之一百强医院的核心业务。在公司与线下医疗机构长期深度合作的基础上，东华软件形成了强大的数据能力，经过分析处理后，又能为其医疗应用软件和移动医疗平台提供支持，真正实现了线上线下一闭环，成为国内医疗健康领域一流的数字医疗整体解决方案供应商。同时，其移动医疗品牌“健康乐”，提供专业的在职医生远程咨询、远程会诊、健康频道、健康社群、预约挂号、陪诊、药品配送等服务，针对专病、慢病管理，医患均可通过随访系统进行院后跟进治疗，真正覆盖院前、院中、院后，实现个性化全程诊疗管理。

图表 25：公司医疗大健康服务闭环



来源：公司官方微信公众号，国金证券研究所

览海系入局，海外扩张想象空间巨大

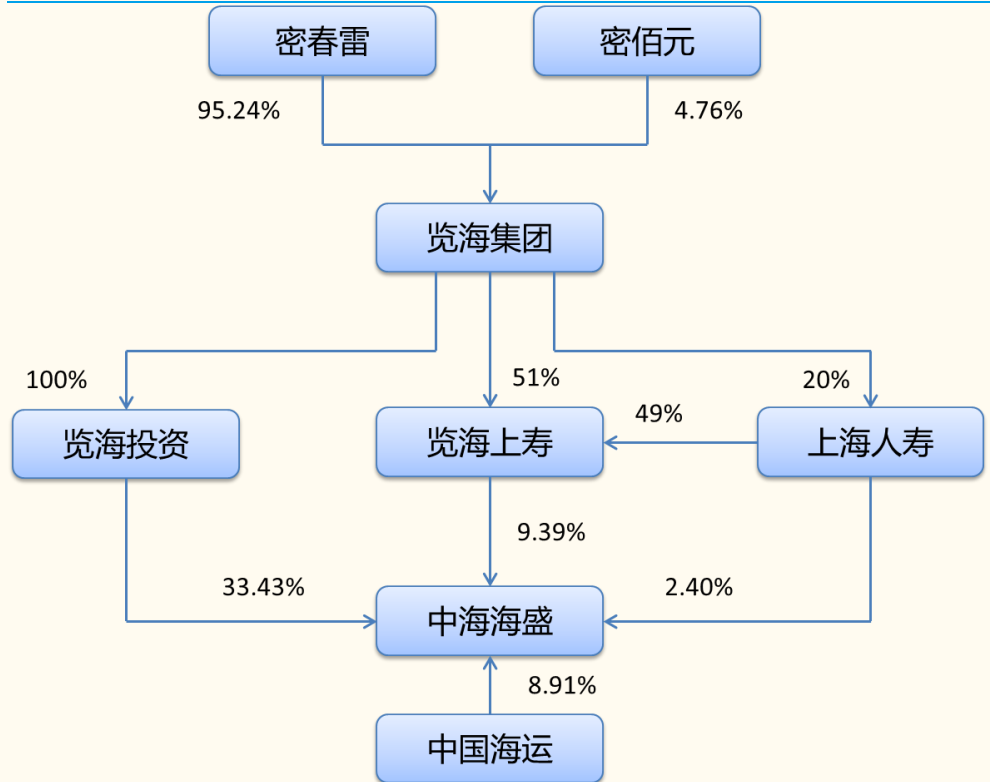
战略引入区域保险龙头，医疗大健康服务闭环再添助力

- 携手中海海盛，打开健康险产业。**2016 年 11 月 8 日，公司控股股东、实际控制人的一致行动人北京东华诚信工业设备中心以协议转让的方式，将

其持有的东华软件股份 147,026,212 股中的 78,494,689 股转让给中海海盛，转让价格为 21.05 元/股。

- 中海海盛出售全部的航运资产，集中资源聚焦于医疗健康产业。2015 年，览海控股集团下属的上海览海上寿医疗产业有限公司和上海览海投资有限公司，分别以受让、购买定增股份以及二级市场购买股份的方式获得了中海海盛 45.2% 的股份，成为中海海盛的控股股东，览海控作为上海人寿的股东，在保险领域有着区域龙头的地位。目前中海海盛优先发展高端康复医院、线上医院、医疗设备融资租赁等业务板块，同时筹备高端医疗诊所和专科医院等业务，最终形成全医疗产业链平台。

图表 26：中海海盛股东结构



来源：公司公告，国金证券研究所

- 引入保险资本，为医疗大健康服务闭环的建设增添助力。公司是医疗信息化领域的龙头厂商，并通过收购万兴新锐获得了 DRGs 技术能力，而中海海盛作为览海集团下属的医疗健康产业平台，并且拥有上海人寿是区域寿险龙头，双方有望密切合作，发挥协同效应。一方面，以保险领域，特别是 TPA（商业健康险）领域为变现市场，实现医疗大数据的变现；另一方面，通过医院端、移动医疗端切入精准医疗和药品的精准营销，实现三医联动，打造医疗大健康服务闭环。

充足现金流，有望加速公司海外战略部署

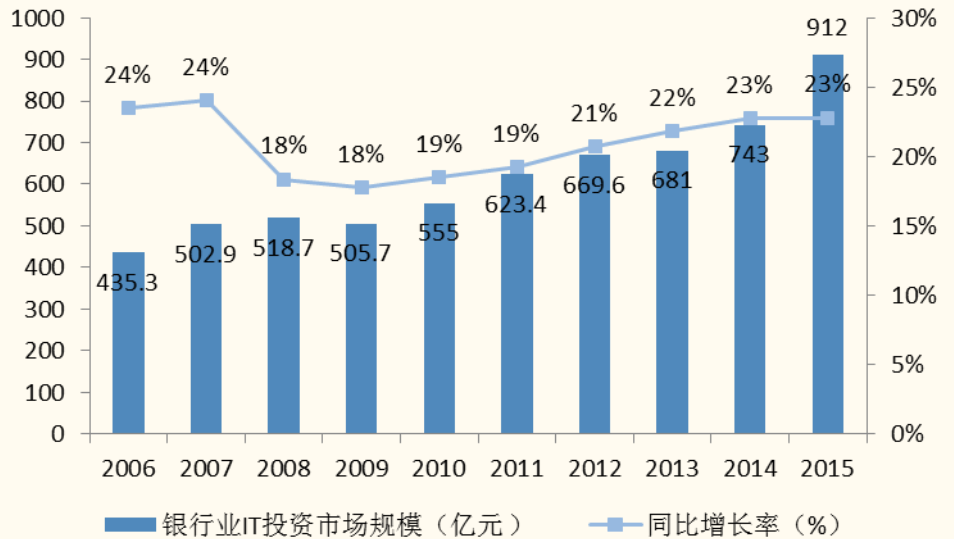
- 充足的资金加强了公司海外投资预期。公司通过引入中海海盛，根据协议获得了 16.5 亿元人民币的资金，这为公司的“走出去”战略提供了强有力的资金支持。
- 公司 2015 年年报中称：2016 年，公司正式布局国际化战略，瞄准海外市场，通过与国外合作伙伴展开深度合作，以及股权投资或者战略投资的方式实现公司国际化。计划用五年的时完善自身国际化布局，将公司打造成技术国际化、产品国际化、服务国际化、市场国际化、人才国际化的国际

顶级的软件企业，树立中国民营软件企业国际形象，提升中国软件企业在国际市场的地位。我们认为充足的资金将加快公司海外投资步伐。

金融信息化：银行业 IT 投资保持高速增长，私有云中心项目扩大市场

- **中国银行业 IT 投资保持高速增长。**金融信息化投资需求主要来自于银行业的 IT 投资建设，银行的信息投资在金融信息化投资中的占比超过 80%。2014 年，中国银行业 IT 解决方案的市场规模为 121.7 亿元，同比增长了 23%。中国银行业务与 IT 走向了深度融合，科技引领作用体现得更加明显，从银行信息化已逐步迈向信息化银行的新阶段。市场正在从过去的软件加服务模式转为以服务为主的交付模式，银行的需求越发的基于服务定制化

图表 27：中国银行 IT 投资高速增长



来源：IDC，国金证券研究所

- **银行信息化：**在银行信贷管理方面，东华软件成功中标西藏银行信贷管理系统、国家开发银行 15-18 年村镇银行信贷系统及统一监管报送系统运维与服务、泸州市商业银行信贷管理系统、达州市商业银行全流程信贷管理系统、上饶银行信贷管理系统、晋商银行信贷工厂等项目不断扩大在信贷领域的市场份额。针对近年来频出的安全问题，东华软件参与建设了包括黄河农商行电信防诈骗及账户信息管理升级项目、阳泉市商业银行电信防诈骗及账户信息管理升级项目、长治银行电信防诈骗平台及账户信息管理项目等 15 家银行的项目。在银行营改增领域，东华软件签约泸州商行、达州商行、阳泉商行、宜宾商行等多家银行的营改增项目。大数据方面，东华软件从个性化服务突破，成功签约华夏银行国产化技术研究与应用项目、中国农业发展银行网络私有协议改造项目、物业专项维修资金管理系统银行端、遂宁市商业银行“幸福存”、鑫荷薪易贷卡、周周增外包项目。2016 年新一代互联网核心业务系统、计量型大总账系统、互联网金融核心等最新研发的软件在多家银行测试运行；新版本征信报送、征信查询前置管理系统服务了国内的雅安市商业银行、本溪市商业银行等多家国内金融机构以及新韩（中国）银行、东亚银行等多家外资银行。
- 公司在大型国有银行项目上继续保持优势，同包括人民银行、银监会、五大国有银行、邮储银行、华夏银行、光大银行及全国金融机构广泛开展合作，公司为多个大型国有银行建设的多个私有云中心，进一步了提高业务覆盖地区和市场占有率。
- 在 2016 年的中国金融信息化软件供应商排名中，公司获得了第五名。除银行业 IT 产品外，公司还在积极开发类金融领域和证券保险行业的产品应用和服务，提高公司综合竞争力。

图表 28：2016 年中国金融信息化软件企业前十名

名次	公司
1	深圳市长亮科技股份有限公司
2	北京宇信科技集团股份有限公司
3	恒生电子股份有限公司
4	信雅达系统工程股份有限公司
5	东华软件股份公司
6	用友网络科技股份有限公司
7	高伟达软件股份有限公司
8	上海安硕信息技术股份有限公司
9	北京高阳金信信息技术有限公司
10	北京互融时代软件有限公司

来源：，国金证券研究所

- **类金融市场：**随着类金融市场的不断完善，公司成功研发金融融资租赁管理系统并为包括海尔金融、郑州宇通、郑州达喀尔汽车租赁、北京中车信融汽车租赁有限公司、上汽依维柯红岩商用车有限公司等多家企业提供全方位的服务
- **证券保险行业：**东华软件成功中标华贵人寿保险核心业务系统，签约中国保险行业协会财产备案产品自主注册平台项目；公司与方正证券总部中心机房签署近千万的思科网络设备采购合约，并与华芯投资管理有限责任公司签订千万级项目（包含软硬件系统采购与集成及 IT 运维）。

智慧城市：巧妙布局，版图持续扩张

- 早在 2012 年，东华软件即整合集团内部优质资源发起成立智慧城市事业部，积极进军智慧城市整体规划运营领域。
- 2013 年 11 月，东华云计算股份有限公司在浙江省衢州市正式成立，并由此开启东华软件与衢州市的智慧城市全面战略合作之路。公司先后签约浙江衢州、河南新郑、重庆永川、安徽马鞍山、深圳前海实验区等城市和地区，并与海南省达成全面合作协议，同时承担了多个城市的顶层设计、政府大数据平台、政务云中心的建设，并结合集团资源在医疗、金融、电力、气象、水利等行业涉足运营业务。
- 2014 年 5 月，由公司牵头发起，由 40 家各行业龙头企业、上市公司、金融机构在北京联合成立“中国智慧城市投资联合体”，形成市值万亿的智慧城市投资联合舰队，成为国内最重要的智慧城市投资运营平台，为城市发展带去资金、技术、人才、产业，等等。
- 2014 年 7 月，公司与阿里巴巴集团旗下阿里云计算有限公司建立战略合作伙伴关系，双方愿意在云计算、大数据和智慧城市等领域广泛开展合作，且此次合作非排他性合作；东华云计算以阿里云合作为切入点，逐步达成同阿里巴巴的全面合作，协助对接阿里数字中国战略政务云、电商园区、跨境电商、农村淘宝等落地。
- 2014 年 12 月，东华云计算股份有限公司与海南瑞泽新型建材股份有限公司签署战略合作协议，并将在智慧城市、IT 运营与服务等多个领域进行广泛合作，标志着海南龙头传统企业在发展中开始向新领域进军，同时也是东华软件智慧城市布局海南的重要一步。
- 2015 年 2 月，公司与盘锦市人民政府在北京举行了“智慧城市建设暨产业投资战略合作”签约仪式。此次东华与盘锦市签约的智慧城市盘锦运营中心项目，总投资 5 亿元，将建设集团东北总部及研发中心、内包中心、培训中心和创业中心，启动盘锦智慧城市总体设计，并适时在辽东湾新区建设高新技术创业孵化园。

- 2015年3月初，公司与呼和浩特市人民政府签署了《呼和浩特市人民政府与东华软件股份公司产业投资战略框架协议》。协议约定，呼和浩特市近期将启动大、中、小型医疗的信息化管理与统一联网信息与资源共享，调配呼和浩特市医疗资源为市民服务，支持公司通过相关程序开展相关建设工作。后期公司可依托自身在全国智慧城市云架构方面技术领先和品牌优势，优先参与建设呼和浩特智慧城市项目。
- 2015年之后，公司的智慧城市业务加快了跑马圈地的速度，全国性布局初现雏形。
- 2016年11月，公司成功中标儋州智慧教育综合服务平台项目，将构建一套完整的地市级区域智慧教育的整体解决方案，全面提升儋州地区教育信息化水平。

盈利预测与估值

盈利预测

- **关键假设：**1. DRGs 技术在卫生系统推行顺利；2. 公司在其他行业的订单数量维持历史水平；3. 尽管公司有强烈的海外并购预期，我们未考虑公司未来三年发生重大资产购买情况；4. 保守预计未来三年公司的毛利率在 32% 左右。

图表 29：公司主营业务盈利预测拆分

(单位：百万元)	2015	2016H1	2016E	2017E	2018E
通信行业					
收入	508.82	282.38	558.02	585.92	597.64
增速	9.12%	19.76%	9.67%	5.00%	2.00%
占比	9.12%	13.22%	8.18%	7.30%	6.49%
成本	342.97	184.45	383.92	409.56	426.12
毛利润	165.85	97.93	174.10	176.36	171.52
毛利率	32.60%	34.68%	31.20%	30.10%	28.70%
电力水利铁路交通行业					
收入	814.08	326.65	909.33	982.07	1,031.18
增速	14.60%	14.07%	11.70%	8.00%	5.00%
占比	14.60%	15.29%	13.33%	12.24%	11.19%
成本	524.08	216.33	612.89	668.79	719.76
毛利润	290.00	110.32	296.44	313.28	311.42
毛利率	35.62%	33.77%	32.60%	31.90%	30.20%
石油化工行业					
收入	138.08	51.26	139.46	140.86	140.86
增速	2.48%	1.04%	1.00%	1.00%	1.00%
占比	2.48%	2.40%	2.04%	1.76%	1.53%
成本	92.58	32.69	89.26	90.15	90.15
毛利润	45.50	18.58	50.21	50.71	50.71

毛利率	32.95%	36.24%	36.00%	36.00%	36.00%
政府行业					
收入	509.57	149.19	560.52	605.37	641.69
增速	9.14%	20.98%	10.00%	8.00%	6.00%
占比	9.14%	6.98%	8.22%	7.55%	6.97%
成本	340.85	100.43	377.34	411.65	436.35
毛利润	168.72	48.76	183.18	193.72	205.34
毛利率	33.11%	32.68%	32.68%	32.00%	32.00%
金融保险医保行业					
收入	2,812.85	1,033.95	3,831.11	4,865.51	5,935.92
增速	50.44%	50.38%	36.20%	27.00%	22.00%
占比	50.44%	48.41%	56.15%	60.64%	64.44%
成本	1,851.49	658.28	2,538.11	3,255.02	4,003.78
毛利润	961.37	375.67	1,293.00	1,610.48	1,932.14
毛利率	34.18%	36.33%	33.75%	33.10%	32.55%
计算机服务业					
收入	266.85	104.65	281.29	295.36	310.12
增速	4.78%	27.14%	5.41%	5.00%	5.00%
占比	4.78%	4.90%	4.12%	3.68%	3.37%
成本	179.55	71.67	196.57	210.88	222.36
毛利润	87.30	32.98	84.72	84.47	87.76
毛利率	32.71%	31.52%	30.12%	28.60%	28.30%
制造业					
收入	143.66	72.45	147.71	149.19	150.68
增速	2.58%	42.18%	2.82%	1.00%	1.00%
占比	2.58%	3.39%	2.17%	1.86%	1.64%
成本	99.78	52.78	107.05	109.04	111.26
毛利润	43.89	19.67	40.67	40.15	39.42
毛利率	30.55%	27.15%	27.53%	26.91%	26.16%
其他					
收入	383.22	115.37	395.10	399.05	403.04
增速	16.15%	28.14%	3.10%	1.00%	1.00%
占比	6.87%	5.40%	5.79%	4.97%	4.38%
成本	260.80	75.97	272.94	279.34	282.13
毛利润	122.42	39.39	122.17	119.72	120.91

毛利率	31.94%	34.15%	30.92%	30.00%	30.00%
合计					
收入	5,577.14	2,135.89	6,822.55	8,023.33	9,211.13
增速	8.86%	29.01%	22.33%	17.60%	14.80%
成本	3,692.11	1,392.59	4,578.07	5,434.44	6,291.91
毛利润	1,885.04	743.30	2,244.49	2,588.89	2,919.23
毛利率	33.80%	34.80%	32.90%	32.27%	31.69%

来源：公司官网，国金证券研究所

估值分析

- **首次覆盖推荐，目标价 29 元，对应 2017 年 P/E 30 倍。**我们预测公司 2016/2017/2018 年分别将实现 68.23 亿、80.23 亿、92.11 亿元，对应 EPS 分别为 0.873、0.974、1.074 元。考虑到公司卡位 DRGs 技术向全国推广条件成熟和公司海外扩张的市场潜力，我们给予公司 2017 年 30X P/E，目标价 29 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 30：可比公司估值

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS			P/E		
				2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
神州数码	000034.SZ	28.35	185.43	0.71	0.78	0.88	39.74	36.52	32.33
神州信息	000555.SZ	27.34	250.93	0.49	0.63	0.85	56.07	43.08	32.08
万达信息	300168.SZ	22.45	229.72	0.27	0.39	0.55	81.87	58.06	40.71
数字政通	300075.SZ	21.85	85.57	0.46	0.60	0.75	47.04	36.51	29.30
银江股份	300020.SZ	18.15	119.03	0.50	0.54	0.59	36.05	33.58	30.57
千方科技	002373.SZ	16.15	178.36	0.34	0.43	0.53	47.63	37.83	30.52
易华录	300212.SZ	34.1	126.10	0.52	0.72	0.97	65.92	47.53	35.33
太极股份	002368.SZ	35.2	146.29	0.75	1.02	1.31	47.25	34.57	26.90

来源：wind，国金证券研究所

风险提示

- DRGs 推行不达预期；公司智慧城市订单量下降；公司未实现海外扩张战略；应收账款过高。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	4,423	5,171	5,629	6,823	8,023	9,211	货币资金	1,302	1,096	1,138	1,237	1,296	1,358
增长率		16.9%	8.9%	21.2%	17.6%	14.8%	应收款项	2,046	3,239	3,937	4,328	5,129	5,981
主营业务成本	-2,920	-3,346	-3,744	-4,578	-5,434	-6,292	存货	1,261	1,190	2,049	3,052	3,669	4,597
%销售收入	66.0%	64.7%	66.5%	67.1%	67.7%	68.3%	其他流动资产	285	297	474	616	747	945
毛利	1,503	1,825	1,886	2,244	2,589	2,919	流动资产	4,893	5,822	7,598	9,232	10,841	12,881
%销售收入	34.0%	35.3%	33.5%	32.9%	32.3%	31.7%	%总资产	81.4%	73.5%	68.1%	74.0%	75.5%	77.3%
营业税金及附加	-13	-12	-27	-18	-19	-24	长期投资	39	380	1,137	729	729	729
%销售收入	0.3%	0.2%	0.5%	0.3%	0.2%	0.3%	固定资产	523	554	479	391	364	335
营业费用	-170	-195	-234	-275	-331	-358	%总资产	8.7%	7.0%	4.3%	3.1%	2.5%	2.0%
%销售收入	3.9%	3.8%	4.2%	4.0%	4.1%	3.9%	无形资产	546	1,123	1,918	1,924	1,920	1,915
管理费用	-443	-500	-610	-693	-819	-926	非流动资产	1,117	2,102	3,559	3,243	3,513	3,779
%销售收入	10.0%	9.7%	10.8%	10.2%	10.2%	10.1%	%总资产	18.6%	26.5%	31.9%	26.0%	24.5%	22.7%
息税前利润 (EBIT)	876	1,117	1,014	1,258	1,420	1,611	资产总计	6,010	7,924	11,157	12,476	14,354	16,660
%销售收入	19.8%	21.6%	18.0%	18.4%	17.7%	17.5%	短期借款	210	292	850	636	550	768
财务费用	-38	-8	-17	-24	-13	-16	应付款项	1,074	925	1,165	1,528	1,918	2,175
%销售收入	0.9%	0.1%	0.3%	0.4%	0.2%	0.2%	其他流动负债	243	219	355	214	236	243
资产减值损失	-39	-39	-51	-40	-7	-8	流动负债	1,527	1,436	2,371	2,379	2,703	3,186
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	11	203	196	167	153	其他长期负债	769	193	175	119	152	299
%税前利润	0.0%	1.0%	16.4%	13.2%	10.1%	8.4%	负债	2,295	1,629	2,546	2,498	2,855	3,485
营业利润	799	1,081	1,149	1,390	1,567	1,741	普通股股东权益	3,714	6,288	8,504	9,874	11,404	13,089
营业利润率	18.1%	20.9%	20.4%	20.4%	19.5%	18.9%	少数股东权益	0	7	107	103	95	86
营业外收支	55	44	90	96	89	83	负债股东权益合计	6,010	7,924	11,157	12,476	14,354	16,660
税前利润	854	1,125	1,239	1,487	1,656	1,824	比率分析						
利润率	19.3%	21.8%	22.0%	21.8%	20.6%	19.8%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-83	-86	-100	-120	-134	-148	每股指标						
所得税率	9.7%	7.7%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	每股收益	1.110	0.686	0.730	0.873	0.974	1.074
净利润	771	1,039	1,139	1,366	1,522	1,676	每股净资产	5.350	4.151	5.435	6.311	7.289	8.366
少数股东损益	0	0	-3	-4	-8	-9	每股经营现金净流	0.452	-0.010	-0.022	-0.066	-0.018	-0.237
归属于母公司的净利润	771	1,039	1,142	1,371	1,530	1,685	每股股利	0.100	0.100	0.200	0.000	0.000	0.000
净利率	17.4%	20.1%	20.3%	20.1%	19.1%	18.3%	回报率						
							净资产收益率	20.75%	16.52%	13.43%	13.88%	13.41%	12.88%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	12.83%	13.11%	10.23%	10.99%	10.66%	10.12%
							投入资本收益率	16.86%	15.40%	9.76%	10.85%	10.79%	10.55%
净利润	771	1,039	1,139	1,366	1,522	1,676	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	26.68%	16.91%	8.86%	21.19%	17.60%	14.80%
非现金支出	103	172	229	140	112	120	EBIT增长率	48.18%	27.54%	-9.18%	24.00%	12.87%	13.48%
非经营收益	36	1	-191	-468	-517	-445	净利润增长率	35.44%	34.74%	9.94%	20.04%	11.59%	10.19%
营运资金变动	-596	-1,226	-1,212	-1,143	-1,145	-1,721	总资产增长率	49.85%	31.85%	40.80%	11.82%	15.06%	16.07%
经营活动现金净流	314	-15	-35	-104	-28	-371	资产管理能力						
资本开支	-383	-234	-148	78	14	5	应收账款周转天数	116.5	168.3	211.9	211.7	212.3	215.6
投资	0	-194	-458	408	0	0	存货周转天数	162.5	133.6	157.9	243.3	246.4	266.7
其他	0	0	39	196	167	153	应付账款周转天数	33.8	36.5	36.5	35.3	36.3	36.7
投资活动现金净流	-383	-428	-567	682	181	158	固定资产周转天数	41.4	37.5	28.8	20.7	16.6	13.3
股权募资	70	259	335	0	0	0	偿债能力						
债权募资	974	82	461	-221	-54	318	净负债/股东权益	-8.78%	-11.70%	-3.34%	-6.02%	-6.49%	-4.48%
其他	-149	-100	-182	-259	-39	-43	EBIT利息保障倍数	23.2	145.0	59.0	52.6	111.3	101.9
筹资活动现金净流	895	241	615	-480	-93	274	资产负债率	38.19%	20.56%	22.82%	20.02%	19.89%	20.92%
现金净流量	826	-201	13	99	59	62							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

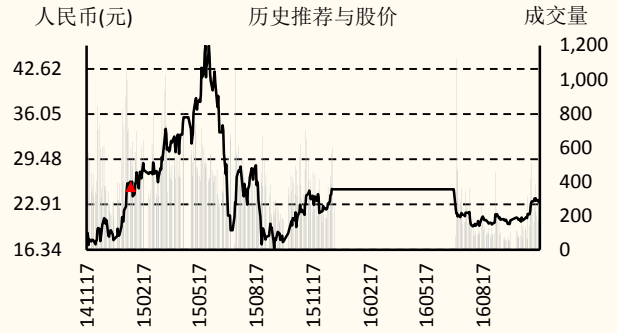
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-01-27	买入	25.57	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD