

强烈推荐-A (维持)

海虹控股 000503.SZ

当前股价: 35.9 元
2018 年 02 月 28 日

迎接“新海虹”时代——2018.2.25调研纪要

基础数据

上证综指	3259
总股本(万股)	89882
已上市流通股(万股)	89878
总市值(亿元)	323
流通市值(亿元)	323
每股净资产(MRQ)	1.4
ROE(TTM)	-3.3
资产负债率	13.5%
主要股东	中海恒实业发展有限
主要股东持股比例	27.74%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-18	40	-18
相对表现	-10	33	-36



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《海虹控股(000503)——业绩预告符合预期, PBM 业务有望大放光明》2018-01-28
- 2、《海虹控股(000503)——重启增发超预期, 加快扩张 PBM 业务》2018-01-02
- 3、《海虹控股(000503)——人民呼唤——铸造医疗大数据第一平台》2017-12-21

刘泽晶

010-57601795
liuzejing@cmschina.com.cn
S1090516040001

公司自 2017 年 11 月 9 日实控人变更为国务院国资委后, 随着民企向央企身份的转变, 各项业务推广实施成果显著, 多元化产品收费落地模式逐渐清晰, 实现从无到有、从有到优的历史性突破, 公司中长期价值愈发凸显。2018 年公司携央企基金将全面迎来“新海虹时代”, 未来将通过医保基金精细化综合管理、商业健康保险第三方服务(TPA)、医药福利管理(PBM)、健康医疗大数据、医疗人工智能“五位一体”的发展战略构建未来中国完善的健康保障服务体系。

- **管理团队效率大幅提升, 公司治理迎良好开端。**2017 年 8 月, 公司董事会聘任新任首席执行官韩炜, 随后公司管理团队迎来曾任某大型知名国企高级副总裁的首席运营官刘英杰、曾在国家部委供职 13 年的首席战略官陈晓东两位高管加盟。新一届公司高管团队在半年的时间内, 大力推动公司内部改革, 全面加强集团化的管理和运营模式, 建立实施“小总部, 大运营, 全国一盘棋”的战略布局, 公司治理能力全面大幅提升。
- **公司产品不断整合升级, 迎来业务加速落地收获期。**基础审核产品打包升级为医保基金精细化管理云平台; DRGs 基金结算服务在同业中已拥有明显领先优势(公司经过 4 年努力落地的浙江金华地区是全国唯一实现使用 DRGs 进行全财年结算的医保统筹区); 医保支付标准服务已率先实现落地并将在更多地区进行推广; 商保 TPA 服务和健康管理服务试点进展顺利, 多元化产品模式不断完善。
- **盈利模式渐明, 发展前景不可限量。**公司已经结束免费提供服务的时代, 目前对一个医保统筹区云平台服务费在每年 500 万。公司共签约 149 个医保统筹地区, 并在东三省等地积极拓展市场, 即“保存量, 寻增量”; 此外, “在存量中寻增量”——在各地的基础审核服务之上, 推广诊间审核服务、DRGs、云平台等多种产品上线。服务收费方面, 以医保支付标准服务为例, 一个药品品类实行阶梯式收费标准, 不低于 600 元, 一个医保统筹区超 3 万种药品。同时, 中国国新正在积极推进大数据牌照申请, 加快确定商保 TPA 服务大数据使用权问题, 开启商保市场广阔市场空间。
- **维持“强烈推荐-A”评级:**预计 2017-19 年净利润为 0.13/1.67/8.82 亿元, 2018 年公司医保基金审核服务收费模式有望落地, PBM 业务板块将实现全面增长, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:** 1、PBM 业务收费模式落地不达预期; 2、商保业务推广速度缓慢, 市场竞争加剧。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	194	217	85	488	2083
同比增长	-1%	12%	-61%	474%	327%
营业利润(百万元)	39	25	11	192	1042
同比增长	-183%	-36%	-56%	1644%	443%
净利润(百万元)	23	28	13	167	890
同比增长	-8%	21%	-53%	1172%	433%
每股收益(元)	0.03	0.03	0.01	0.19	0.99
PE	1557.7	1282.1	2458.0	193.3	36.3
PB	26.1	25.3	32.5	29.1	19.0

资料来源: 公司数据、招商证券

公司最新业务进展介绍：

CEO 韩总：

我主要介绍一下从 2017 年 8 月到今天，我及我的管理团队做的事和公司的变化：

海虹目前所做的伟大事业需要一个漫长的过程，需要脚踏实地一步步做下去，在“后海虹时代”，我提出的公司的战略定位是“要把二级市场的重心倒过来服务于实体经济的发展和业绩的兑现”。

我们的改革围绕着三个方面——人的管理、财务管理、产品业务管理。

1. 人的管理

首先是内部管理的规范。围绕这个中心我们在内部管理上做了大刀阔斧的改革。比如我们在北京的办公楼，在我来之前有三个花钱的职能部门：财务、人力、行政，不到 100 人占用了 1500 平米的一整层楼，一年租金 600 万。海虹不赚钱持续在投入，所以我做的第一个事情就是在今年 5 月 17 日退租，然后开始精准减员，将人力部门从最高峰的 46 个人减到 7 个人，前海虹时代没有管理，我首先就是解决管理问题。

其次是人员结构的梳理。公司组建全新的管理团队，邀请多名在中央国家机关（国务院办公厅、人社部）长期工作的司、处级官员和知名国企高管加盟海虹，建立了一支有大局意识、有责任担当、有管理手段并且充满战斗力的领导集体。同时，进行全国人力资源的配置和调整，我们充分发挥领导班子的集体智慧，踏踏实实按照企业的游戏规则把实业落地。我们通过 2 个月的时间完成了，精准减员几百人，为公司减少了大几千万的支出。

2. 财务管理

公司内部严格的财务预算制度，大力控制成本费用。比如，对于出差一项费用的控制，同比就能节省 50% 左右，除此之外，包括餐补、手机补助等公司进行了十几项改革。我们在地方实行了全效的财务预算制度，我们给地方授权，但同时也充分可控，这些都是前海虹时代从没做过的事情。

3. 产品业务管理

新的海虹诞生后，我们结合了市场的产品，结合了竞争对手，也结合了海虹自身的优劣势，通过多维度制定了新计划，提出了医保基金精细化综合管理、商业健康保险第三方服务（TPA）医药福利管理（PBM）健康医疗大数据、医疗人工智能“五位一体”的发展战略，同时结合国家发布的健康中国《2030 规划纲要》确立了公司未来的愿景是——建成中国健康保障服务体系，拟设“国新健康保障服务集团公司”。

1) 医保控费审核服务

公司将基础审核整合升级为云平台，定义为“医保经济化管理云平台”，提供医保整个解决方案，医保的经办机构只需为政府做三件事：1. 制定医保政策 2. 管理医保征缴 3. 窗口服务。我们的定位不是第三方经办，第三方经办是人社部、医保管理中心，海虹的定位是医保管家，是在给医保经办提供整体的技术包办和技术服务，所以现在称为“第三方评审服务”。2018 年的目标是既要巩固 149 个统筹区既有的业务市场份额，又要继续抢占新市场并实现全国布局。

收费上，首先收取云平台服务费，以一个 300 万人的统筹区为例，云平台的收费标准是 500 万。另外，对存在的穿底风险较大、对医保控费有迫切需求的地区，我们提供

医保基金兜底服务。公司和政府共同建立防穿底基金，比如某市的医保基金规模是 20 亿，公司和当地政府按当地医保基金规模的 5%（1 个亿）各出资 50% 建立共管账户，一次预防医保基金穿底。防止医保基金出现穿底的核心在于公司产品的控费能力。公司收取的费用与当地医保基金的规模配套，第一部分是不得低于医保基金规模 2% 的运营成本费用，第二部分是控费节省下的医保支出的 10%-20% 作为公司的奖励金。这些费用都是财政支付，并不是医保基金支付。随着我们民企向央企的身份转变，政府付费的行为也从利益输送变为央企利益切块，大大降低当地政府付费行为的难度。

2) DRGs 基金结算服务

目前国内可以供使用的 DRGs 基金结算服务大概有十几个版本的产品，有十几家公司都能做，但其中海虹的 DRGs 是有先发优势是最领先的，目前只有海虹的 DRGs 在一个医保统筹区真正实现全财年的结算并且让所有医疗机构予以认可，只有海虹通过四年的努力，于 2017 年在浙江金华实现了全财年的基金结算。目前，浙江省和广西省正在全省开始推广海虹的 DRGs，已经实施收费，标准是根据统筹区医保基金规模收取数百万元不等。

3) 医保支付（价）标准服务

目前医保支付价只有海虹可以做，公司拥有对各地药品报销目录、药企资信、药品质量及所有覆盖区域价格的统计监督能力。一个地市级统筹区有 3-3.5 万个药品品种，每年的调价都会进行重新申报，通过我们非常高门槛的算法对进入药品目录的品类进行合理价格的制定，价格低疗效高的合理提价，保护传统低价企业；高价不合理的价格拉下来。这个过程包含了一致性评价、药物经济学等等非常复杂的方面。这项服务的实现依靠海虹独有的全国的药品价格库和产品库，药监局目前都没有，多年沉淀实现底层数据积累。

医保支付价是促进公平医疗非常重要的环节。同样是目录内的，我是老百姓没钱，要求医生给我开便宜疗效差的药，而富人有钱开好药，但是报销比例是一样的，富人把没有钱的老百姓的享有的权利大大压缩，这是不公平。在这种情况下，医保支付价的功能是很重要的。

公司目前已与 30 个地市完成签约医保支付价服务。收费上，一部分是向医保经办机构每年收取 30-50 万元服务费，另一部分是按照药企所申报的每一个品规收取 600-1000 元/每年认证费。

4) 商保 TPA 服务

目前国内健康险规模还非常小，去年达到了 100% 增长率，但未来医保和商保应该达到同样的量级，商保的市场空间将超万亿。

公司已经建立 TPA 团队，在客户的对接、大数据产品的设计开始提前做准备。未来公司将依靠海量诊疗数据的积累，为商保公司在健康险产品提供服务，配合政府已出台的允许使用个人账户结余资金购买商业健康险产品的政策。目前公司已经与 10 家商业健康保险公司合作开展针对特定人群的医疗、医药、个人健康管理服务并实施收费。收费模式：1. 收取通过公司的代售渠道（通过医院、C 端等）售出的保险产品销售收入的 10%-15% 作为服务费。2. 依靠公司的大数据与保险公司精准设计产品，提供 TPA 服务，建立利润共享、风险共担的模式。

5) 健康管理服务

未来是海虹盈利的主要方面，所服务的客户很多，包括政府、医保、商保、医疗机构、药企、C 端等。在慢病管理上，公司已有相关产品，由医保经办机构、医疗机构、海虹三方共同设计慢性病服务包，经过专家评审和谈判的方式制定服务包的价格，公司已经在浙江和广西等地区实施收费，收费标准：200-400 元/人/年。

国新风险管理(深圳)有限公司董事总经理、中海恒总经理张总:

国新在海虹的项目做了几个月的尽职调查,相关负责人员 600 人左右,每个医保统筹区至少 3 个人去进行过实地考察,是经过了谨慎的估值和评估。因为这个项目涉及国家民生,政策性和市场性都非常强,完全市场化会有一些数据安全的风险,完全政策性运营又限制了技术生命力,所以这件事情非常适合央企来做。国务院国资委也非常重视,这是第一家国有控股的民营上市公司,是央企逆向混改的第一例,既有示范效应,也达到了一定的战略高度,我们是倾国新之力对上市公司负责。

同时,国新在医疗健康本身也有项目的协同,加上我们对国资委的承诺,三医联动这是最好的抓手,促进医疗资源的合理使用,把海虹打造成引领的地位。这个事业对国家的意义,以及我们进入的的时机都是非常好的。

问答环节:**Q: 和地方政府签订的大体量合同是否会体现在财政预算中?**

A: 一般来讲,地方政府每年四季度上报第二年财政预算,同时有些地区每年 6 月可以对当年预算进行一次追加。

Q: 公司什么时候能拿到大数据使用权的牌照?

A: 健康大数据的合理使用是为国家贡献,帮助医疗资源的合理运营和医改的推动。国新入驻海虹后跟数据授权相关部门对接的非常顺利。国务院 47 号文中对大数据使用权也有明确的表述,我们会全力争取尽快拿到牌照。

Q: 公司在数据安全方面是如何做的?

A: 目前 2.7 亿人的就诊数据在公司的中间库,从来没有出现过数据安全的问题,我们员工所签的保密协议是连坐的,对数据安全的管控是非常严格的。

Q: 公司提出的“四个开放”具体体现在哪些方面?

A: 一是合作开放,包括跟我和竞争对手及上下游进行合作,比如东软、易联众等公司都在谈合作,和医院也有合作。二是思路开放,在设计产品思路不再是单一化的产品,要产品多元化。三是业务开放,不仅仅是做医保服务,实现“三医+商保”的服务。四是学术开放,我们已经筹备成立国新健康研究院,已经邀请了 4 位国内、台湾的医学顶级专家担任研究院的领导。

Q: 现在对于药品库我们是怎么维护的?

A: 我们专门有一个 86 个人的团队,负责实时对药品的批次、包装、价格、性能进行维护更新,包括新药、高仿药、进口药、淘汰药,统统都是要在第一时间通过这个团队进入药品库。因为这些年国家对药品政策变得非常的快,所以这项工作对各方面的专业性非常高,这是公司的司宝。

Q: 公司最核心的竞争优势?

A: 第一就是我们的引擎，我们的引擎和算法比同业快 100 倍。通过这一次的升级后增加到 150 倍。这是我们独立自己的知识产权，是我们自主研发出来。

第二个就我刚才讲的药品价格库。药品价格库里面包括了这个药品的生产厂家、批号、生产的时间研发的时间、市场占有率、市场销售份额、历次的调价、以及是否进入了医保的甲级乙级丙级等。这里面是大量信息，而且这个信息我们把信息很好的串联，实现打开这一个品规，能够延伸出无限的品类，及它的相似性和排他性等很多信息。这对开展医保支付价和 PBM 都是非常重要的。

公司现在做的云平台目前没有竞争对手，但是我们先发优势应该这个在一年半左右。DRGs 全国现在大概有十几个版本，比如有北京市卫计委的，但只有我们做的 DRGs 是面向基金结算做的，其他公司的产品都没有落地在社保系统，都是在医院的医院的角度，是治理医院质量系统，核心在 CMI。而只有海虹的 DRGs 是解决医保端的问题，真正解决基金安全问题。DRGs 我们的先发优势也是一年半。TPA 目前还没有公司做出产品。所以从这几个产品上来讲，第一 TPA 唯一，第二医保支付价唯一，第三云平台海虹唯一。

Q: 国新的回购条款会不会触发？什么时候可能触发以及触发后国新会不会继续支持海虹？

A: 从那个法律形式上来说，不管是 LP 对我们的要求，还是我们签的协议，那么如果说在五年当中没有再注资，还有就是说注资条件没有实现。那么我们必须实施。但是从另外一个层面上来说，又反过来讲说，五年内我们有计划的，已经有有这个已经不是战略的问题，而是到那个很详细的步骤。可能要不了五年，我们就注资了，只要注资了，一切就不再存在了。

Q: 公司对今年达到销售指标并且扭亏为盈有多少把握？

A: 公司目前业务开展顺利，有信心、有能力实现公司既定的经营计划和销售指标。公司 2018 年扣除非经常性损益后一定会实现盈利，绝对不会再卖任何资产。

参考报告:

- 1、《海虹控股（000503）—业绩预告符合预期，PBM 业务有望大放光明》2018-01-28
- 2、《海虹控股（000503）—重启增发超预期，加快扩张 PBM 业务》2018-01-02
- 3、《海虹控股（000503）—人民呼唤——铸造医疗大数据第一平台》2017-12-21

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1182	1114	703	914	1871
现金	811	922	560	713	1387
交易性投资	128	116	116	116	116
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	4	7	1	4	17
其它应收款	208	50	20	49	208
存货	0	0	0	0	0
其他	30	19	6	32	142
非流动资产	300	378	340	306	276
长期股权投资	7	45	45	45	45
固定资产	71	47	31	17	4
无形资产	136	203	183	164	148
其他	86	83	81	80	79
资产总计	1482	1492	1043	1220	2147
流动负债	100	78	65	79	151
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	1	2	0	2	8
预收账款	11	16	4	17	82
其他	89	61	61	61	61
长期负债	2	1	1	1	1
长期借款	2	1	1	1	1
其他	0	0	0	0	0
负债合计	102	79	66	80	152
股本	899	899	899	899	899
资本公积金	(96)	(79)	(79)	(79)	(79)
留存收益	574	602	165	329	1184
少数股东权益	4	(9)	(9)	(9)	(9)
归属于母公司所有者权益	1376	1422	986	1149	2004
负债及权益合计	1482	1492	1043	1220	2147

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	13	23	(107)	137	688
净利润	23	28	13	167	890
折旧摊销	25	31	30	25	20
财务费用	(5)	(5)	(6)	(5)	(6)
投资收益	(145)	(114)	(174)	(0)	(0)
营运资金变动	129	98	62	(54)	(251)
其它	(13)	(15)	(32)	5	36
投资活动现金流	96	67	188	14	14
资本支出	(77)	(110)	14	14	14
其他投资	173	177	174	0	0
筹资活动现金流	(24)	(1)	(444)	1	(29)
借款变动	366	414	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	43	18	0	0	0
股利分配	(449)	(449)	(449)	(4)	(34)
其他	16	17	6	5	6
现金净增加额	86	89	(362)	153	674

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	194	217	85	488	2083
营业成本	110	147	41	157	749
营业税金及附加	6	4	2	9	38
营业费用	19	23	32	23	45
管理费用	140	155	180	112	215
财务费用	(16)	(17)	(6)	(5)	(6)
资产减值损失	0	(6)	0	0	0
公允价值变动收益	(40)	0	0	0	0
投资收益	145	114	174	0	0
营业利润	39	25	11	192	1042
营业外收入	3	8	8	8	8
营业外支出	1	4	4	4	4
利润总额	40	29	15	196	1047
所得税	31	16	2	29	157
净利润	10	13	13	167	890
少数股东损益	(13)	(15)	0	0	0
归属于母公司净利润	23	28	13	167	890
EPS (元)	0.03	0.03	0.01	0.19	0.99

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-1%	12%	-61%	474%	327%
营业利润	-183%	-36%	-56%	1644%	443%
净利润	-8%	21%	-53%	1172%	433%
获利能力					
毛利率	43.2%	32.1%	52.0%	67.8%	64.0%
净利率	11.9%	12.9%	15.4%	34.2%	42.7%
ROE	1.7%	2.0%	1.3%	15.0%	52.4%
ROIC	2.1%	0.7%	0.4%	14.0%	44.1%
偿债能力					
资产负债率	6.9%	5.3%	6.4%	6.6%	7.1%
净负债比率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
流动比率	11.8	14.2	10.7	11.5	12.4
速动比率	11.8	14.2	10.7	11.5	12.4
营运能力					
资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.4	1.2
存货周转率	215.3	463.9	482.1	3174.4	3306.9
应收帐款周转率	64.9	40.5	22.7	213.0	202.7
应付帐款周转率	126.5	123.1	40.3	147.5	153.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.03	0.03	0.01	0.19	0.99
每股经营现金	0.01	0.03	-0.12	0.15	0.77
每股净资产	1.53	1.58	1.10	1.24	1.89
每股股利	0.50	0.50	0.00	0.04	0.21
估值比率					
PE	1399.1	1151.5	2458.0	193.3	36.3
PB	23.4	22.7	32.5	29.1	19.0
EV/EBITDA	1134.7	2095.3	1067.6	176.6	35.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘泽晶：2014/15 年新财富计算机行业团队第三、第五名，2014 年水晶球团队第三名。中央财经大学硕士毕业，6 年从业经验。

张陈乾：招商证券计算机行业高级分析师，北京邮电大学学士、硕士，4 年公募基金，保险资管从业经验。

宋兴未：招商证券计算机行业分析师，美国波士顿大学计算机工程系硕士，上海交通大学电子工程系学士。2016 年加入招商证券研究所。

刘玉萍：招商证券计算机行业分析师，北京大学汇丰商学院金融学硕士，对外经济贸易大学经济学学士。2017 年加入招商证券研究所。

范映蕊：招商证券计算机行业分析师，美国本特利大学商业分析专业硕士，中央财经大学管理科学学士。2017 年 8 月加入招商证券研究所。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。