

久远银海 (002777)

证券研究报告
2019年06月18日

国内民生信息化龙头，深度受益医保 IT 建设大潮

国内民生及军民信息化行业龙头厂商。公司是智慧民生和军民融合信息化领域领军企业，起源于中国工程物理研究院并由中物院国有控股，是中物院“军转民”支柱型企业。经过 27 年的发展，公司形成了医疗医保信息化、数字政务、智慧城市、军民融合四大业务体系。截止 2018 年年底，公司业务覆盖了全国 23 个省（自治区、直辖市）、100 余个城市，累计为 7 万家药店和将近 5 亿社会公众提供服务。公司主营业务在 2018 年保持稳定增长，其中营业收入为 8.64 亿元，同比增长 25.16%；实现归母净利润 1.19 亿元，同比增长 30.73%；经营性现金流为 2.21 亿元，同比增长 58.72%。

医保 IT 建设大潮开启，中标国家核心平台占先机，份额有望持续扩大。2018 年 5 月 31 日，国家医疗保障局正式挂牌。医保局结束此前医保定价、采购、支付权力分散的局面，成为了行业超级买家。截至 2019 年 2 月 1 日，全国 30 个省/直辖市医保局相继挂牌成立。伴随着医保局成立，医保信息系统有望在未来 2-3 年迎来集中建设期，据我们测算，医保 IT 市场潜在规模超 70 亿元。伴随 5 月 7 日国家医保局应用软件招标落地，医保信息化建设大幕正式开启。公司在医保信息化领域积累深厚，承建了国家异地就医结算平台、国家医疗保险精算平台等国家级平台及全国 10 余个省、近 100 个地市医保核心业务经办系统。此次国家平台招标中，公司及创业慧康、易联众作为联合体中标基础信息管理子系统、医保业务基础子系统、应用支撑平台子系统，该部分为国家医保局信息系统核心部分，具备关键价值。此次中标国家级核心应用平台，公司有望借力在国家平台建设中形成的标准理解、技术积累和示范效应，在后续医保 IT 建设大潮中持续扩大份额。

人社/民政信息化稳步推进，公司持续受益。人社信息化领域：2016 年以来，政府出台多项政策，鼓励人社信息化发展，财政支持力度不断加大，2017 年人社部信息化建设财政投入达 20.04 亿元，同比增长 32.10%，资金投入呈现加速增长态势。民政信息化领域，新政提出：到 2020 年，部本级主要业务信息化覆盖率达到 100%，省级民政部门主要业务信息化覆盖率达到 80%以上，民政基本公共服务事项网上办理率达到 80%以上，市场广阔。公司在人社信息化领域积累深厚，业务渗透 10 余省、百余地级市。同时，公司自上而下承建了民政部“金民工程一期”应用支撑平台、云南省民政城乡社会救助大数据平台等民生项目，先发优势明显。在泛民生信息化领域推过程中，公司有望持续受益。

投资建议：从利润角度看，预计公司 19、20 年实现 1.58/2.11 亿元。参考可比公司估值，我们给予公司 2019 目标 PE 40 倍，对应市值 63.15 亿元；从现金流角度看，预计公司 19、20 年实现经营现金流净额 2.80/3.40 亿元，给予公司 19 年市值/现金流估值 30 倍，对应市值 84.02 亿元。选取 PE 估值和现金流估值的平均值作为目标市值，公司目标市值 73.6 亿元，对应目标价 32.81 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：政策落地不及预期；市场需求不及预期；业务推进不及预期。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	690.45	864.14	1,124.74	1,457.24	1,870.81
增长率(%)	30.91	25.16	30.16	29.56	28.38
EBITDA(百万元)	158.98	188.08	199.51	257.40	327.32
净利润(百万元)	90.80	118.70	158.18	211.64	278.01
增长率(%)	17.51	30.73	33.27	33.80	31.36
EPS(元/股)	0.40	0.53	0.71	0.94	1.24
市盈率(P/E)	58.60	44.82	33.63	25.14	19.14
市净率(P/B)	10.47	5.22	4.59	4.17	3.73
市销率(P/S)	7.71	6.16	4.73	3.65	2.84
EV/EBITDA	31.21	18.13	22.41	16.73	12.36

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	23.72 元
目标价格	32.81 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	224.30
流通 A 股股本(百万股)	189.98
A 股总市值(百万元)	5,320.46
流通 A 股市值(百万元)	4,506.37
每股净资产(元)	5.99
资产负债率(%)	41.17
一年内最高/最低(元)	43.55/20.26

作者

沈海兵 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030001
shenhaibing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《久远银海-季报点评:民生信息化稳步增长，军民融合混改可期》
2017-04-28

内容目录

1. 国内民生及军民融合信息化领域领军企业.....	4
1.1. 国内民生信息化领域领军企业	4
1.2. 医疗医保、数字政务、智慧城市、军工信息化四大业务体系	4
1.3. 业绩稳健增长，现金流优异	6
2. 医保 IT 建设大潮开启，中标国家平台占先机.....	8
2.1. 国家医保局信息系统招标结束，医保 IT 建设大潮开启	8
2.1.1. 医保局集采购/定价/支付于一身，成为行业超级买家	8
2.1.2. 国家医保局信息系统招标落地，74 亿医保局信息化市场起航.....	9
2.2. 公司中标国家医保局核心平台，全国市场拓展占得先机	10
3. 大民生信息化稳步推进，公司积累深厚，持续受益.....	11
3.1. 信息化支出加速攀升， “大民生 ” 行业加速落地	11
3.2. 民生信息化行业领导厂商，受益 “大民生 ” 建设浪潮.....	12
4. 估值分析.....	13
5. 风险提示.....	14

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司四大核心业务.....	4
图 3：医疗医保业务框架图	5
图 4：数字政务业务框架图	5
图 5：收入持续攀升.....	7
图 6：净利润稳步增长	7
图 7：毛利率及净利润率表现稳定	7
图 8：销售费用率及管理费用率稳中有降.....	7
图 9：研发支出持续增加.....	7
图 10：经营性现金流情况优异.....	7
图 11：国家医保局组建情况	8
图 12：国家医保局信息平台招标节奏	9
图 13：国家医保局信息平台框架	9
图 14：人社信息化建设投入呈现加速增长趋势	12
图 15：公司在 “大民生 ” 信息化领域具备显著的竞争优势	13
图 16：可比公司对比估值	13
表 1：智慧城市业务分类.....	6
表 2：全国省（直辖市、自治区）挂牌成立医保局情况	8
表 3：医保局信息化市场空间测算	10
表 4：国家医保局信息化平台中标结果	10
表 5：国家医保局信息化平台项目招标、中标金额对比	10

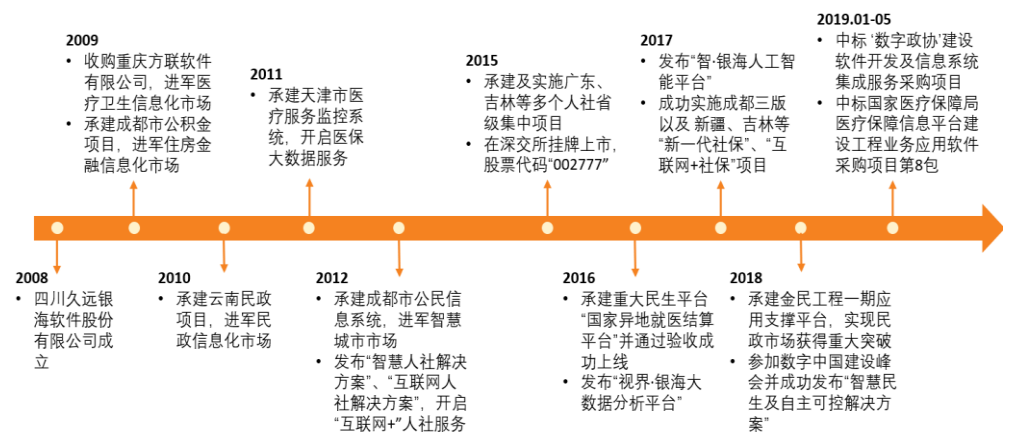
表 6：国家医保局信息化平台中标结果 11

1. 国内民生及军民融合信息化领域领军企业

1.1. 国内民生信息化领域领军企业

公司是智慧民生和军民融合信息化领域领军企业，起源于中国工程物理研究院并由中物院国有控股，是中物院“军转民”支柱型企业。为进一步提升核心竞争力，经过 27 年发展，公司形成了医疗医保信息化、数字政务、智慧城市、军民融合四大业务板块。四大业务板块面向政府部门以及行业生态主体，以信息化、大数据应用和云服务为民生防赋能。截止 2018 年年底，公司业务覆盖了全国 23 个省（自治区、直辖市）、100 余个城市，累计为 7 万家药店和将近 5 亿社会公众提供服务。公司主营业务在 2018 年保持稳定增长，其中营业收入为 8.64 亿元，同比增长 25.16%；实现归母净利润 1.19 亿元，同比增长 30.73%；经营性现金流为 2.21 亿元，同比增长 58.72%。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、天风证券研究所

1.2. 医疗医保、数字政务、智慧城市、军工信息化四大业务体系

公司业务聚焦于医疗医保、数字政务、智慧城市、军民融合四大发展方向，其中医疗医保业务可细分为医保、医疗、医药三个健康领域；数字政务围绕人力资源和社会保障、民政、住房基金、总工会等民生领域；智慧城市着重于城市的创新发展、建设运营和高效治理方向；军民融合面向科研院所、军工企业等国防单位，助力军民科技创新体系及产业的协同发展。医疗医保业务在 2018 年实现收入 3.16 亿元，占营业收入比重的 36.61%，同比增长了 37.53%；数字政务和智慧城市合计营收 4.98 亿元，占比为 57.64%，同比增长 41.58%；军民融合业务营收为 4295.60 万元，占比 4.97%。

图 2：公司四大核心业务

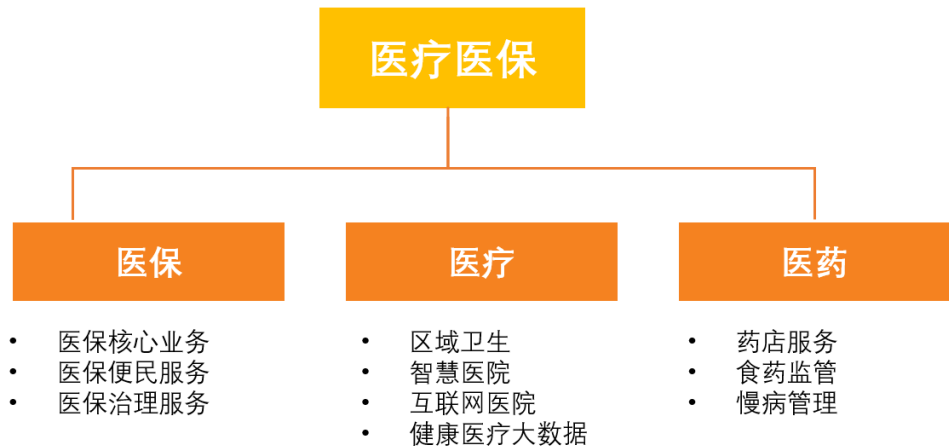


资料来源：公司年报、天风证券研究所

业务板块一：医疗医保信息化业务

医疗医保信息化业务主要围绕医保、医疗、医药、医养等健康领域，提供医保经办、医保便民、医保治理、区域卫生、智慧医院、互联网医疗、健康医疗大数据、药店服务、食药监管、慢病管理、医疗健康云服务等业务发展。**医保业务**是公司的核心业务，依托于医保大数据为核心为客户提供医保核心业务经办系统、医保便民服务和医保治理服务。

图 3：医疗医保业务框架图



资料来源：公司年报、天风证券研究所

业务板块二：数字政务

公司主要围绕人社、民政、住房金融、总工会等民生领域，面向人社局、民政局、房管局、公积金管理中心、总工会、人大、政协等政府部门，以及互联网企业、金融机构、商保机构、养老机构、培训机构、房地产服务机构等主体，助力政府治理体系和治理能力发展，助力信息惠民。**人力资源和社会保障**：公司在人社信息化领域具有领先的地位，客户渗透全国 10 余个省（自治区、直辖市）、百余个地级及以上城市人社部门，并多次参与人社部及全国各地人社业务规范及信息化规范编制工作，承建了就业管理信息系统全国统一软件、人力资源社会保障扶贫信息平台等国家级项目。**民政**：公司承建了民政部“金民工程一期”应用支撑平台、民政部居民家庭经济状况核对信息系统 2.0 版等国家级项目，以及云南省民政城乡社会救助大数据平台、福彩资金监管及数据支撑平台等省级民政信息平台。**住房金融**：公司承建了重庆市住房公积金核心业务系统、西藏自治区全区住房公积金核心业务系统等省级项目，已为全国 10 余省、50 多个地级城市的住房公积金管理中心提高质量的技术服务。

图 4：数字政务业务框架图



资料来源：公司年报、天风证券研究所

业务板块三：智慧城市

在智慧城市业务板块中，公司综合运用互联网+、大数据、人工智能、物联网等新一代信息技术全面推进城市的公共服务、社会管理、生活环境、产业发展、基础设施、信息资源、网络安全等体系建设，助力新型智慧城市发展。截止 2018 年末，公司在政府服务产品新领域、基础平台服务能力和社会治理产品领域上都实现了突破。

表 1：智慧城市业务分类

服务类型	服务内容	成果
政务信息资源共享交换平台	集资源目录体系，共享交换体系、数据资源体系以及标准规范体系于一体的政务信息资源共享交换平台	落地成华区政务服务业务系统，并衍生多个项目和产品
“天府通”市民自主服务站	在街道和社区便民服务中心、机场、地铁、公交车站、商业网点等集成布局审批服务、公共服务、生活服务、民生诉求自助一体终端，打造“一站式”集中便民服务空间	成都市“天府通”市民自助服务站的建设完成，为市民提供社保、公积金、房管、交通出行、税务、生活服务、医疗、婚育户籍等为一体的综合性服务平台
“互联网+”政务服务平台	服务事项规范、线上融合服务、线下智慧大厅、自助终端延伸的一体化、智慧化的政务服务体系	建成了“互联网+”智慧政务联动平台项目，实现了审批服务的“一号申请、一窗受理、一网通办”
“大联动、微治理”信息平台	横向信息资源整合，纵向各级联动联勤，构建市、区县、街镇、村社四级联动治理新体系和新模式	已完成成都市 21 个区（市）县的全面部署应用
公民信息管理系统	以数据为中心，实现数据的集中归集	成功归集成都市 20 家单位 15 亿条公民信息数据，开展了 26 项跨部门数据共享创新应用和业务协同，提供共享服务 2707 万余次，共享数据量达到 3557 万余条，有力推动了社会管理创新和公共服务均衡覆盖。
智慧价格平台	集价格信息采集、业务工作开展、监督检查执法、数据挖掘分析、价格公益服务于一体的价格平台	构建成都市智慧价格平台，涵盖成都市价格信息采集点共计 10840 个。其中：中心城区农贸市场 180 个、中心城区蔬菜店 400 个、超市 17 个、益民菜市 30 个、益民菜店 80 个、医疗机构 2430 个、药店 7703 个。
都市现代农业管理信息系统	整合农业资源要素数据，实现数据的聚集利用，关联分析和深度挖掘	公司承建了“成都市都市现代农业管理信息系统”，整合了成都市 15 家涉农部门的 5 大类 23 小类共 261 项涉农信息数据，并集成各区县农业示范基地物联网应用。
政务云计算基础平台	构建“云、网、端、数”四位一体的政务云计算基础平台，实现各级政务部门基础设施统建共用、信息系统上云互通、数据资源汇聚共享、业务应用高效协同	中标成都政务云基础平台项目

资料来源：公司官网、天风证券研究所

业务板块四：军民融合

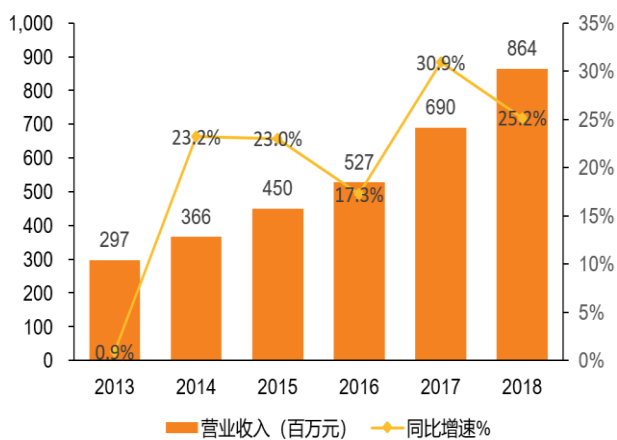
业务主要面向科研院所、军工企业等国防单位，围绕智慧军工、自主可控和融合发展三个方向。截止 2018 年底，公司在自主可控及军民融合发展服务等领域上取得实质性客户项目落地，承担了国家发改委“自主可控的军民融合应用软件开发平台项目”和“四川省信息安全及其集成电路重大科技专项课题”。

1.3. 业绩稳健增长，现金流优异

公司营业收入逐年稳定增长，截至 2018 年年末，公司实现营业收入 8.64 亿元，同比 2017 年增长 25.2%，实现净利润 1.33 亿元，同比增长 15.3%。公司毛利率近几年保持在 43%左右的水平，2018 年毛利率为 42.7%。公司实现净利润率 15.3%，维持平稳较高水平。销售费用率和管理费用率在近几年分别保持在 9% 和 11%左右的水平，在 2018 年分别为 11.1%和 9.3%。为持续推进产品的升级，提高核心竞争力，公司近几年逐步加大对研发费用的投入，

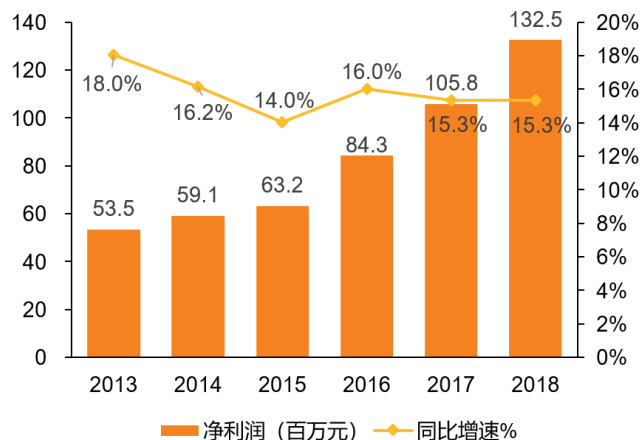
2018 年研发支出为 1.13 亿元，占营收比例为 13.0%。公司现金流情况优异，获取现金流量能力较高，在 2018 年经营性现金流净额达到 2.21 亿元，远高于净利润，同比增长 58.72%，主要来源于公司销售产品，提供劳务收到的现金增长。

图 5：收入持续攀升



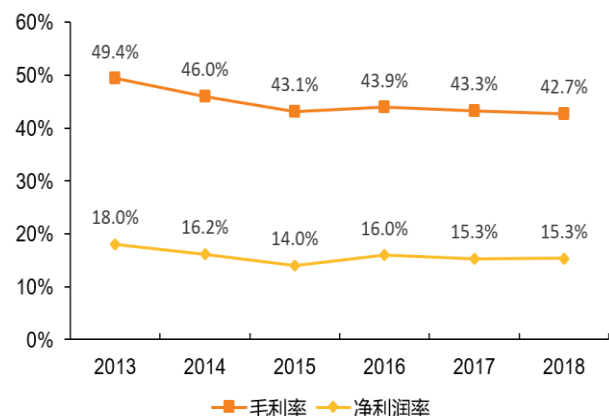
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：净利润稳步增长



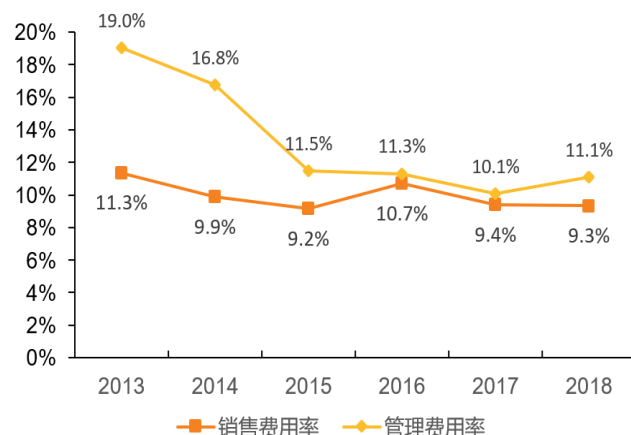
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：毛利率及净利润率表现稳定



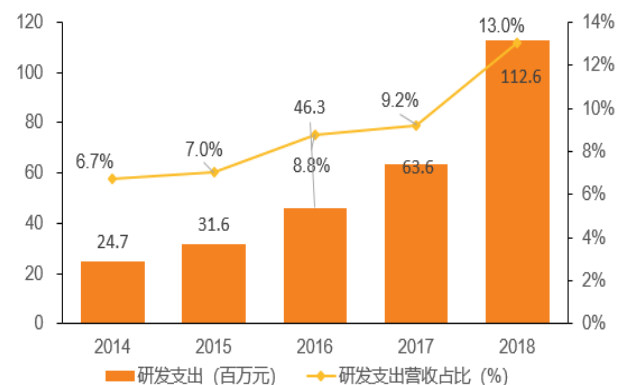
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：销售费用率及管理费用率稳中有降



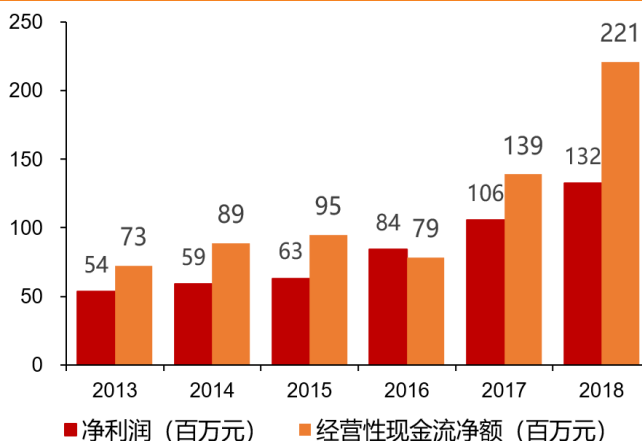
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：研发支出持续增加



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：经营性现金流情况优异



资料来源：Wind，天风证券研究所

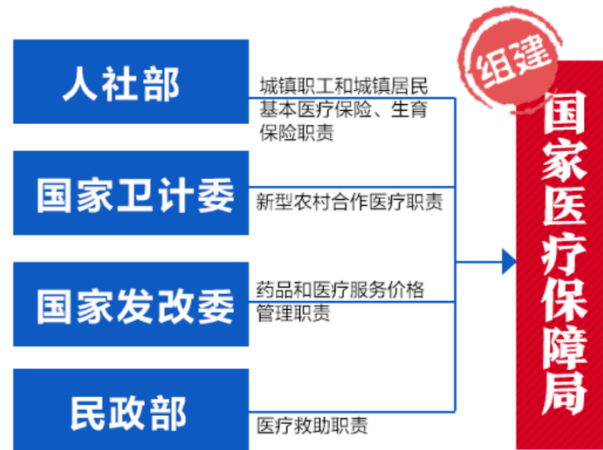
2. 医保 IT 建设大潮开启，中标国家平台占先机

2.1. 国家医保局信息系统招标结束，医保 IT 建设大潮开启

2.1.1. 医保局集采购/定价/支付于一身，成为行业超级买家

医保局集采购、定价、支付三项权利于一身，成为行业超级买家。2018年5月31日，国家医疗保障局正式挂牌。医保局将此前分管于人社部的城镇职工/城镇居民基本医疗保险、生育保险职责、国家卫计委新型农村合作医疗职责、国家发改委分管药品和医疗服务价格管理职责、民政部分管医疗救助职集于一身，实现了定价、采购、支付权力的统一，成为了行业超级买家。

图 11：国家医保局组建情况



资料来源：国家医保局微信公众号，天风证券研究所

各省级医保局相继挂牌。截至 2019 年 2 月 1 日，全国已有 30 个省（直辖市、自治区）相继挂牌成立医保局。且其中有 21 个省市被设置为正厅级，8 个省市被设置为副厅级。正、副厅（局）级的不同级别在协调和组织能力上会有些许差别，高级别医保局在对外交流方面（特别是省级卫健委）有更多“话语权”，更便于医保工作的开展。

表 2：全国省（直辖市、自治区）挂牌成立医保局情况

省（直辖市、自治区）	挂牌时间	级别设置
北京	未挂牌（医保局网站已开通）	-
重庆	2018 年 10 月 24 日	正厅级
吉林	2018 年 10 月 25 日	正厅级
黑龙江	2018 年 10 月 25 日	正厅级
浙江	2018 年 10 月 25 日	正厅级
广东	2018 年 10 月 25 日	正厅级
福建	2018 年 10 月 26 日	正厅级
山东	2018 年 10 月 26 日	正厅级
山西	2018 年 10 月 26 日	正厅级
湖南	2018 年 10 月 31 日	副厅级
江苏	2018 年 11 月 01 日	正厅级
甘肃	2018 年 11 月 01 日	副厅级
河北	2018 年 11 月 05 日	副厅级
海南	2018 年 11 月 06 日	正厅级
四川	2018 年 11 月 09 日	正厅级
内蒙古	2018 年 11 月 10 日	副厅级
辽宁	2018 年 11 月 11 日	正厅级
宁夏	2018 年 11 月 12 日	副厅级
陕西	2018 年 11 月 13 日	副厅级
江西	2018 年 11 月 14 日	正厅级
广西	2018 年 11 月 15 日	副厅级
贵州	2018 年 11 月 20 日	正厅级

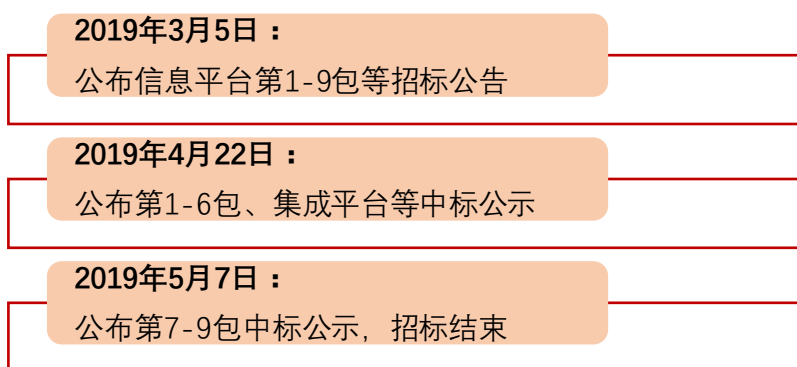
河南	2018年11月26日	正厅级
云南	2018年11月26日	副厅长级
上海	2018年11月28日	正厅级
安徽	2018年11月28日	正厅级
青海	2018年11月28日	正厅级
湖北	2018年11月29日	正厅级
新疆	2018年11月29日	正厅级
天津	2018年11月30日	正厅级

资料来源：看医界微信公众号，天风证券研究所

2.1.2. 国家医保局信息系统招标落地，74 亿医保局信息化市场起航

国家医保信息平台招标结束。2019年3月5日，国家政府采购网公布了国家医保局信息化平台建设项目招标公告，此次国家医保局信息平台招标包括业务应用软件项目(共9包)、基础云平台建设和集成采购项目、总集成和相关服务采购项目、工程监理服务采购项目、工程机房及通信基础设施采购项目五大部分。其中，业务应用软件共分为9包，分别为内部统一门户子系统/内部控制子系统(第1包)、跨省异地就医管理子系统(第2包)、支付方式管理子系统/医疗服务价格管理子系统(第3包)、药品和医用耗材招标采购管理子系统(第4包)、公共服务子系统/信用评价管理子系统(第5包)、基金运行及审计监管子系统/医疗保障智能监管子系统(第6包)、宏观决策大数据应用子系统/运行监测子系统(第7包)、基础信息管理子系统/医保业务基础子系统/应用支撑平台子系统(第8包)和应用系统集成服务(第9包)。2019年4月22日，第1-6包中标结果公示，5月7日，第7-9包中标结果公示，国家信息平台招标结束，正式进入建设阶段。

图 12：国家医保局信息平台招标节奏



资料来源：国家招标采购网，天风证券研究所归纳整理

图 13：国家医保局信息平台框架



资料来源：国家招标采购网，天风证券研究所

74 亿医保信息化建设大幕开启，预计未来 2-3 年是建设高峰期。随着 5 月 7 日国家医保局应用软件第 7-9 包招标正式落地，医保局信息化建设大幕正式开启。从全国市场来看，医保信息化系统建设包括了局端信息平台建设、医院、药店控费系统升级，据我们测算，全国医保信息化潜在市场规模超 70 亿元。相对于金保工程一期建设了近十年，我们认为医保信息化建设节奏将明显加快，一方面，此钱，金保一期建设职责集中在人社部，人社部职能复杂，同时因早起建设缺乏经验，导致金保一期建设周期较长。此次，医保局作为独立的机构部门，有独立的预算体系，相较于人社部，职能更加明晰。另一发方面，医保基金压力巨大，控费需求迫切。基于两者考虑，我们认为，本次医保信息化建设有望明显加快，预计 2019、2020 年将是系统建设大年。

表 3：医保局信息化市场空间测算

类别	级别	规模（数量，家）	单价（万元）	市场空间（亿元）
医保局	国家	1	15000	1.5
	省（直辖市、自治区）级	32	10000	32
	地级	334	200	6.68
医院	三级医院	2548	50	12.74
	二级医院	9017	10	9.02
	一级医院	10831	5	5.42
药店	药店	454000	0.2	9.08
总和				74.43

资料来源：中国卫生统计年鉴等，天风证券研究所

2.2. 公司中标国家医保局核心平台，全国市场拓展占得先机

中标国家医保，后续省市项目占得先机。中标项目中，公司及创业慧康、易联众作为联合体中标基础信息管理子系统、医保业务基础子系统、应用支撑平台子系统，该部分为整个医保局信息系统中台，具备重要价值。此外，公司就建设了国家异地就医结算平台、国家医疗保险精算平台等国家级平台以及全国 10 余个省（自治区、直辖市）、近 100 个地级以上城市医保核心业务经办系统。此次中标国家级核心应用系统，公司有望借力在国家平台建设形成的标准理解、技术积累和示范效应，在后续医保 IT 建设大潮中占得先机。

表 4：国家医保局信息化平台中标结果

招标项目	中标厂商	金额(万元)
国家医保局医疗保障信息平台建设工程业务应用软件采购项目		1,694.2
第 1 包 内部统一门户子系统、内部控制子系统	东软集团	259.0
第 2 包 跨省异地就医管理子系统	久远银海	199.0
第 3 包 支付方式管理子系统、医疗服务价格管理子系统	创智和宇	83.0
第 4 包 药品和医用耗材招采管理子系统	厦门海西医药交易中心	168.0
第 5 包 公共服务子系统、信用评价管理子系统	易联众	268.0
第 6 包 基金运行及审计监管子系统、医疗保障智能监管子系统	卫宁健康（卫宁科技）	328.0
第 7 包 宏观决策大数据应用子系统、运行监测子系统	平安医保科技	207.4
第 8 包 基础信息管理子系统/医保业务基础子系统/应用支撑平台子系统	易联众/久远银海/创业慧康	100.0
第 9 包 应用系统集成服务	东华软件	81.8
国家医保局医疗保障信息平台建设工程基础云平台建设和集成采购项目		4,456.1
第 1 包：公共服务区基础云平台建设和集成	中国电信	1,796.1
第 2 包：核心业务区基础云平台建设和集成	中科软科技股份有限公司	2,660.0
国家医保局医疗保障信息平台建设工程总集成和相关服务采购项目	太极股份	1,298.5
国家医保局医疗保障信息平台建设工程监理服务采购项目	北京赛迪	315.0
国家医保局医疗保障信息平台建设工程机房和通信基础设施采购项目	中国电信	1,880.0

资料来源：中国政府采购网，天风证券研究所

表 5：国家医保局信息化平台项目招标、中标金额对比

招标项目	中标金额 (万元)	预算金额 (万元)	中标金额/ 预算金额
国家医保局医疗保障信息平台建设工程业务应用软件采购项目	1,694.2	7089.5	23.9%
第 1 包 内部统一门户子系统、内部控制子系统	259.0	502.0	51.6%
第 2 包 跨省异地就医管理子系统	199.0	553.0	36.0%
第 3 包 支付方式管理子系统、医疗服务价格管理子系统	83.0	360.5	23.0%
第 4 包 药品和医用耗材招采管理子系统	168.0	735.0	22.9%
第 5 包 公共服务子系统、信用评价管理子系统	268.0	763.0	35.1%
第 6 包 基金运行及审计监管子系统、医疗保障智能监管子系统	328.0	953.0	34.4%
第 7 包 宏观决策大数据应用子系统、运行监测子系统	207.4	1480.0	14.0%
第 8 包 基础信息管理子系统/医保业务基础子系统/应用支撑平台子系统	100.0	1393.0	7.2%
第 9 包 应用系统集成服务	81.8	350.0	23.4%
国家医保局医疗保障信息平台建设工程基础云平台建设和集成采购项目	4,456.1	4688.5	95.0%
第 1 包：公共服务区基础云平台建设和集成	1,796.1	1903.0	94.4%
第 2 包：核心业务区基础云平台建设和集成	2,660.0	2785.5	95.5%
国家医保局医疗保障信息平台建设工程总集成和相关服务采购项目	1,298.5	1397.4	92.9%
国家医保局医疗保障信息平台建设工程监理服务采购项目	315.0	315.0	100.0%
国家医保局医疗保障信息平台建设工程机房和通信基础设施采购项目	1,880.0	1895.6	99.2%

资料来源：中国政府采购网，天风证券研究所

3. 大民生信息化稳步推进，公司积累深厚，持续受益

3.1. 信息化支出加速攀升，“大民生”行业加速落地

(1) 人社信息化：人社信息化是实现便民、简政的重要工具，政策支持力度大。人社系统一直高度重视信息化在增强工作效能、提升公共服务水平等方面的重要作用。2002 年我国正式启动金保一期工程建设项目，人社信息化建设正式开启，不断发展、不断完善。但是早期人社系统在标准规范、互联互通方面存在诸多缺陷，随着互联网、大数据等新一代信息技术的发展，人社部信息化迎来系统建设新趋势。2016 年 11 月，《“互联网+人社”2020 行动计划》发布。文件指出：要充分运用“互联网+”和大数据思维，全面发挥我国互联网应用规模优势及人力资源和社会保障数据资源优势，深度挖掘人力资源和社会保障工作与互联网融合发展潜力，增强创新能力，改进公共服务供给模式，激发社会创新活力，破解民生热点难点问题，推动人力资源和社会保障事业创新发展。2019 年 1 月，人社部 2018 年第四季度新闻发布会上，“加快推进人社领域信息系统一体化建设，与国家基础信息库数据共享交换、与国家政务服务等平台实现对接”，人社信息化系统建设迎来新一轮发展机遇期。

财政支出逐年攀升，呈加速增长趋势。根据财政部数据，2017 年，人社部信息化建设财政投入达 20.04 亿元，同比增长 32.10%，2012-2020 年复合增长率高达 20.34%。从趋势上看，信息化建设投入呈现加速增长态势。

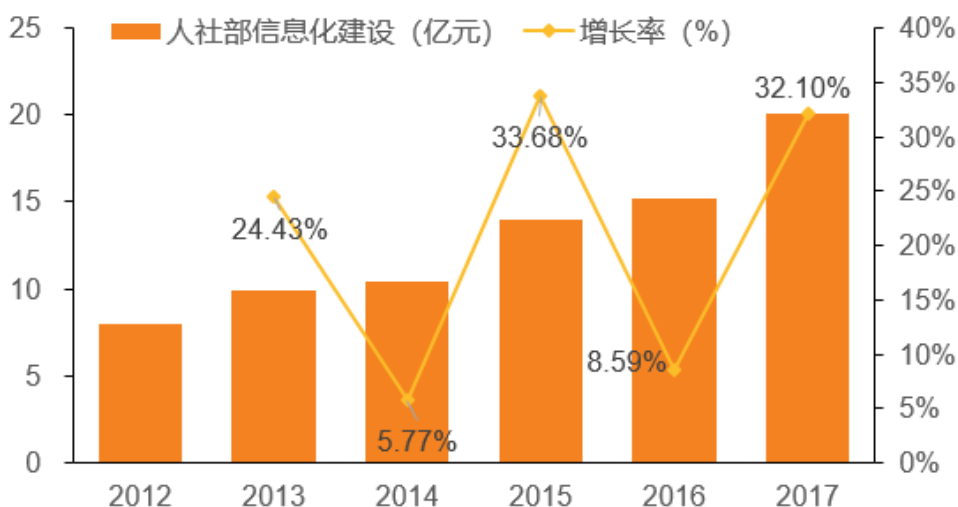
表 6：国家医保局信息化平台中标结果

发布时间	政策名称	主要内容
2016 年 9 月	国务院办公厅关于加快推进“互联网+政务服务”工作的指导意见	2017 年底前，各省（区、市）人民政府、国务院有关部门建成一体化网上政务服务平台，全面公开政务服务事项，政务服务标准化、网络化水平显著提升。2020 年底前，实现互联网与政务服务深度融合，建成覆盖全国的整体联动、部门协同、省级统筹、一网办理的“互联网+政务服务”体系，大幅提升政务服务智慧化水平，让政府服务更聪明，让企业和群众办事更方便、更快捷、更有效率。
2016 年 11 月	国务院关于印发“互联网+	充分运用“互联网+”和大数据思维，全面发挥我国互联网应用规模优势及

	人社” 2020 年行动计划的通知	人力资源和社会保障数据资源优势，深度挖掘人力资源和社会保障工作与互联网融合发展潜力，增强创新能力，改进公共服务供给模式，激发社会创新活力，破解民生热点难点问题，推动人力资源和社会保障事业创新发展。
2017 年 9 月	人力资源社会保障部关于印发人力资源服务业发展行动计划的通知	加强人力资源服务信息化建设，构建人力资源信息库，实现数据互联互通，信息共享。鼓励人力资源服务企业设立研发机构，加强服务手段、商业模式、关键技术的研发和推广应用。鼓励人力资源服务企业与互联网企业开展技术合作，支持互联网企业跨界兼营人力资源服务业务。
2019 年 1 月	人社部 2018 年第四季度新闻发布会	推进信息化建设，建设人社信用、社保卡线上服务等全国性信息化基础平台，加快推进人社领域信息系统一体化建设，与国家基础信息库数据共享交换、与国家政务服务等平台实现对接。

资料来源：中国政府采购网，天风证券研究所

图 14：人社信息化建设投入呈现加速增长趋势



资料来源：Wind、财政部，天风证券研究所

(2) 民政信息化：从 20 世纪 80 年代中期开始，民政系统开展了以基础网络和业务系统为主要建设内容的信息化工作。2001 年至 2005 年，以《全国民政系统信息化 2001 - 2005 年发展规划纲要》为指导，实施了以“一网一台多软件”为主要内容的“数字民政”工程和以智能呼叫中心为核心内容的“便民”工程。2009 年，民政部关于印发《民政信息化中长期规划纲要（2009-2020 年）》，进一步实施和完善“数字民政”工程，通过建立通畅的政务电子通道、统一的数据分析中心、综合的管理服务平台、先进的技术支撑基础，有效改善民政工作管理与服务的环境，逐步建立上为中央分忧的社会安全运行基本保障预警体系。2017 年 10 月，民政部再次发布《民政部关于统筹推进民政信息化建设的指导意见》文件对民政建设形成了具体的目标。意见指出：到 2020 年，基本完成部本级政务信息系统清理整合，形成民政政务信息资源目录体系，部本级主要业务信息化覆盖率达到 100%，省级民政部门主要业务信息化覆盖率达到 80%以上，民政基本公共服务事项网上办理率达到 80%以上。

3.2. 民生信息化行业领导厂商，受益“大民生”建设浪潮

公司主要围绕人社、民政、住房金融、总工会等民生领域，面向人社局、民政局、房管局、公积金管理中心、总工会、人大、政协等政府部门，以及互联网企业、金融机构、商保机构、养老机构、培训机构、房地产服务机构等主体，助力政府治理体系和治理能力发展，助力信息惠民。

公司在民生信息化领域具备显著优势，有望深度受益民生信息化建设大潮：

人力资源和社会保障方面：公司在人社信息化领域具有领先的地位，客户渗透全国 10 余个省（自治区、直辖市）、百余个地级及以上城市人社部门，并多次参与人社部及全国各地人社业务规范及信息化规范编制工作，承建了就业管理信息系统全国统一软件、人力资源社会保障扶贫信息平台等国家级项目；

民政信息化：公司承建了民政部“金民工程一期”应用支撑平台、民政部居民家庭经济状况核对信息系统 2.0 版等国家级项目，以及云南省民政城乡社会救助大数据平台、福彩资金监管及数据支撑平台等省级民政信息平台；

图 15：公司在“大民生”信息化领域具备显著的竞争优势



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4. 估值分析

从利润角度看，预计公司 2019-2021 年实现收入 11.25、14.57、18.71 亿元，实现归母净利润 1.58、2.11、2.77 亿元。参考可比公司估值，可比公司估值对应 2019 估值 36.39 倍，考虑医保信息化进入投资建设高峰期、大民生信息化成长趋势，以及公司在行业内突出的竞争优势，我们给予公司 2019 目标 PE 40 倍，对应市值 63.15 亿元；

从现金流角度看，预计公司 2019-2021 年实现经营现金流净额 2.80、3.40、4.27 亿元，参考可比公司估值，可比公司【市值/现金流】倍数均值为 36.88 倍，我们给予公司 2019 年 30 倍估值，对应市值 84.02 亿元。我们选取 PE 估值和现金流估值的平均值作为目标市值，公司目标市值 73.6 亿元，对应目标价 32.81 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图 16：可比公司对比估值

股票代码	股票简称	市值 (亿元)	2019年预测净利润 (亿元)	2019年PE	2019年预测现金流 (亿元)	市值/现金流倍数
300451.sz	创业慧康	96.09	2.76	34.80	2.57	37.36
300078.sz	思创医惠	74.41	2.05	36.33	2.41	30.82
300253.sz	卫宁健康	198.33	4.31	45.98	3.52	56.32
300168.sz	万达信息	129.85	4.57	28.44	5.64	23.01
平均值				36.39		36.88

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

政策落地不及预期；市场需求不及预期；业务推进不及预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	581.38	760.76	895.15	1,071.64	1,338.43	营业收入	690.45	864.14	1,124.74	1,457.24	1,870.81
应收票据及应收账款	139.48	189.38	188.47	240.08	310.10	营业成本	391.73	495.19	641.73	827.87	1,061.83
预付账款	5.78	12.31	14.71	15.51	23.25	营业税金及附加	6.26	7.29	9.22	12.24	15.34
存货	337.81	315.62	748.57	494.61	858.04	营业费用	64.78	80.59	104.60	131.15	171.18
其他	54.09	332.36	210.19	278.71	444.81	管理费用	69.46	95.87	115.85	148.64	188.95
流动资产合计	1,118.54	1,610.43	2,057.10	2,100.55	2,974.62	研发费用	31.37	44.84	58.49	80.88	103.83
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(3.00)	(6.37)	(10.33)	(13.37)	(16.39)
固定资产	73.83	94.58	113.68	152.87	191.11	资产减值损失	14.75	16.65	16.27	22.31	28.00
在建工程	5.94	0.00	36.00	69.60	71.76	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	76.83	149.09	132.16	115.22	98.29	投资净收益	(0.98)	0.00	(0.90)	(0.90)	(0.90)
其他	22.47	102.62	96.75	96.49	96.16	其他	(4.65)	(18.53)	1.80	1.80	1.80
非流动资产合计	179.07	346.29	378.59	434.18	457.31	营业利润	120.73	148.62	188.01	246.63	317.17
资产总计	1,297.61	1,956.72	2,435.68	2,534.73	3,431.94	营业外收入	0.24	5.38	7.00	9.08	11.65
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.61	0.42	0.55	0.71	0.92
应付票据及应付账款	86.23	68.00	116.07	133.57	184.92	利润总额	120.36	153.58	194.47	254.99	327.90
其他	533.33	647.86	1,021.87	971.94	1,653.36	所得税	14.57	21.11	23.28	32.15	41.89
流动负债合计	619.56	715.86	1,137.94	1,105.51	1,838.28	净利润	105.79	132.47	171.18	222.84	286.01
长期借款	75.00	75.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	15.00	13.77	13.00	11.20	8.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	90.80	118.70	158.18	211.64	278.01
其他	25.17	51.44	32.21	36.28	39.98	每股收益(元)	0.40	0.53	0.71	0.94	1.24
非流动负债合计	100.17	126.44	32.21	36.28	39.98						
负债合计	719.73	842.30	1,170.15	1,141.79	1,878.26	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	69.86	94.97	107.32	118.33	126.16	成长能力					
股本	160.00	172.54	224.30	224.30	224.30	营业收入	30.91%	25.16%	30.16%	29.56%	28.38%
资本公积	122.05	545.38	545.38	545.38	545.38	营业利润	43.16%	23.10%	26.51%	31.18%	28.60%
留存收益	348.02	846.91	933.91	1,050.31	1,203.22	归属于母公司净利润	17.51%	30.73%	33.27%	33.80%	31.36%
其他	(122.05)	(545.38)	(545.38)	(545.38)	(545.38)	获利能力					
股东权益合计	577.88	1,114.42	1,265.53	1,392.95	1,553.68	毛利率	43.26%	42.70%	42.94%	43.19%	43.24%
负债和股东权益总	1,297.61	1,956.72	2,435.68	2,534.73	3,431.94	净利率	13.15%	13.74%	14.06%	14.52%	14.86%
						ROE	17.87%	11.64%	13.66%	16.60%	19.48%
						ROIC	233.53%	250.24%	43.35%	66.10%	101.07%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	55.47%	43.05%	48.04%	45.05%	54.73%
净利润	105.79	132.47	158.18	211.64	278.01	净负债率	-87.63%	-61.53%	-70.73%	-76.93%	-86.15%
折旧摊销	17.77	20.66	21.83	24.15	26.54	流动比率	1.81	2.25	1.81	1.90	1.62
财务费用	(1.21)	1.86	(10.33)	(13.37)	(16.39)	速动比率	1.26	1.81	1.15	1.45	1.15
投资损失	0.98	0.00	0.90	0.90	0.90	营运能力					
营运资金变动	30.92	(157.51)	96.45	104.93	129.52	应收账款周转率	6.02	5.26	5.95	6.80	6.80
其它	(15.17)	223.25	13.00	11.20	8.00	存货周转率	2.17	2.64	2.11	2.34	2.77
经营活动现金流	139.08	220.74	280.03	339.44	426.58	总资产周转率	0.57	0.53	0.51	0.59	0.63
资本支出	46.48	115.09	79.23	75.94	46.30	每股指标(元)					
长期投资	(4.06)	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.40	0.53	0.71	0.94	1.24
其他	(81.37)	(544.81)	(140.13)	(156.83)	(97.20)	每股经营现金流	0.62	0.98	1.25	1.51	1.90
投资活动现金流	(38.95)	(429.72)	(60.90)	(80.90)	(50.90)	每股净资产	2.26	4.54	5.16	5.68	6.36
债权融资	75.00	75.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	3.00	442.23	62.09	13.37	16.39	市盈率	58.60	44.82	33.63	25.14	19.14
其他	(125.86)	(128.14)	(146.83)	(95.43)	(125.28)	市净率	10.47	5.22	4.59	4.17	3.73
筹资活动现金流	(47.86)	389.10	(84.74)	(82.05)	(108.90)	EV/EBITDA	31.21	18.13	22.41	16.73	12.36
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	34.82	20.23	25.16	18.46	13.45
现金净增加额	52.26	180.11	134.39	176.49	266.79						

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com			

电话: (8627)-87618889

电话: (8621)-68815388

电话: (86755)-23915663

传真: (8627)-87618863

传真: (8621)-68812910

传真: (86755)-82571995

邮箱: research@tfzq.com

邮箱: research@tfzq.com

邮箱: research@tfzq.com