

证券研究报告—动态报告/公司快评

信息技术

软件与服务

卫宁软件 (300253)

重大事件快评

推荐

(维持评级)

2012年02月20日

区域卫生及公立医院试点城市中标大单，前景光明

证券分析师：段迎晟

0755-82130761

duanyingsheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980510120014

联系人：高耀华

0755-88005321

gaoyhua@guosen.com.cn

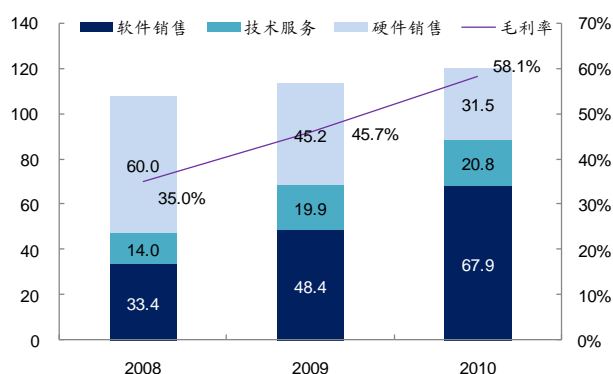
事项：

2012年1月上海市金山区政府公告，“基于居民健康档案的金山区区域卫生信息化建设（应用软件）”项目由卫宁软件公司中标，中标金额1729.5万；2011年12月，湖北省鄂州市卫生局公告，“2010年公立医院改革国家联系试点城市（鄂州市）卫生信息化建设项目（一期）”一标段和二标段均由卫宁软件公司中标，中标金额分别为977.5万和382.5万。

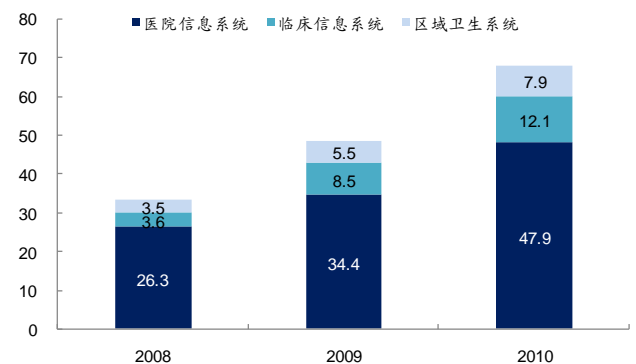
评论：

■ 区域卫生信息系统获大订单实现突破，上海地区就有业绩翻番潜力，区域卫生前景光明

区域卫生信息系统实现大订单突破。在公司的软件系统收入中，HIS（医院信息系统）的占比超过70%；而区域卫生信息系统在08-10年的收入仅为350万、550万和790万，不到12%。市场上有观点认为公司是从事HIS的企业，区域卫生信息系统上较弱。在卫生部及各级政府至上而下推广区域卫生信息化的背景下，公司无法充分受益。我们认为公司在区域卫生领域涉足较早，之前收入较少主要是由于市场尚未启动，公司的技术实力、在医疗卫生领域的行业积累以及在医疗信息化建设中经验，都决定了公司在区域卫生领域有较强竞争力。此次在上海市金山区1729.5万的项目中标，标志着公司有能力在区域卫生信息化领域取得较大订单。

图 1：公司收入结构及毛利率变化（单位：百万元）


资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

图 2：公司软件系统的结构及变化（单位：百万元）


资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

公司在上海地区的区域卫生信息系统潜在收入就有上亿元。上海的18个区县中，我们预计公司有望获得1/3以上区县的区域卫生信息系统订单，即仅在上海市，公司潜在的区域卫生信息系统的市场份额就约有1亿元；如果再考虑上海以外的其他省市，区域卫生信息系统的收入将存在使公司的业绩大幅超越预期的可能性。

上海的外围区已经有先发优势。由于公司在上海地区有较强的优势，上海地区的区域卫生信息系统有望获得较多订单。目前上海外围区县的区域卫生信息化推进的进展较快；在已经实施的区县中，公司在宝山、浦东新区和奉贤等区都已经

实施了业务系统，有很大希望获得地区性的区域卫生信息化订单。

浦东新区（含南汇）的项目已基本确认。根据公开信息，公司已经实施完“浦东新区医疗卫生信息共享联动工程”一期项目，2011年公司已经实现了浦东新区社区卫生中心及二级医院之间的信息共享，完成了陆家嘴区域卫生信息共享与应用系统；在二期项目由浦东区拓展到南汇区的时候，2011年采取单一来源供应商的形式确定卫宁软件为二期项目的软件系统供应商，实现全区44家社区卫生服务中心与二级医院数据的交换。

宝山区已做好医院的平台接口。上海市宝山区已经于2011年6月完成试点地区的第一阶段工作，为了实现与“宝山区社区卫生服务信息系统”、“宝山区区级卫生信息系统”、市级平台等系统的数据交互和共享，采用单一来源采购，由卫宁软件进行市一宝山分院、华山宝山分院、大场医院、区老年护理院、大场镇社区卫生服务中心、长江路社区卫生服务中心、菊泉社区卫生服务中心、庙行社区卫生服务中心等8家医疗机构的信息系统进行升级和维护。

试点建设进度慢于预期，但前景光明。卫生部于2010年和2011年先后确立13个省（区、市、兵团）作为信息化试点，率先启动了基于电子健康档案、电子病历、门诊统筹管理的基层医疗卫生信息系统，建设目标是于2012年2月之前实现全省规范化、标准化电子健康档案的建档率达到50%以上。目前看来，实施进度比预期要慢，即使是建设最快的上海市，也只在外围个别区初步进行了区域卫生信息系统的一期工程，而在浙江、安徽等省也只实施了个别市的区域卫生平台，还有部分省市的项目进度才刚开始；也就是说，区域卫生信息化的投资期才刚开始。

图 3：“十二五”卫生信息化综合试点省份及目标



资料来源：卫生部统计信息中心，国信证券经济研究所

区域卫生信息化建设不仅会为公司带来直接的区域卫生信息系统订单，而且平台接口还需要提供医院信息系统的支持和升级，同样会促进公司医院信息系统（HIS）的增长。

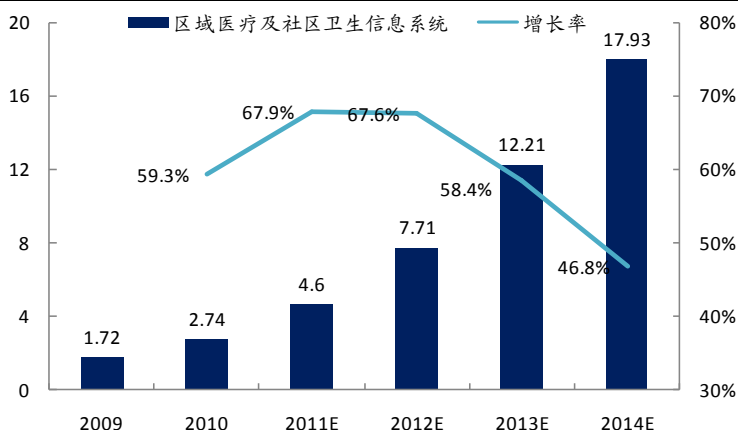
■ 鄂州项目表明公司的区域卫生项目已经走出上海，未来医疗卫生系统改革配套的信息化建设公司也会率先受益

11年12月，公司中标湖北省鄂州市卫生局招标的“2010年公立医院改革国家联系试点城市（鄂州市）卫生信息化建设项目（一期）”的全部2个标段，一标段和二标段金额分别为977.5万和382.5万。

标段一包括标准规范的制定、硬件及网络基础设施、安全体系、系统软件、搭建区域卫生信息平台、软硬件系统集成、现有可用数据清洗和导入、项目质量、运行、实施的管理、POS接入等；标段二包括平台应用软件和医疗卫生机构应用软件的开发和部署、配合集成商搭建平台和数据中心、协助上述软件系统的集成等。

该项目的投标资质要求供应商具备市级或以上卫生部区域卫生信息化建设试点项目案例经验，即鄂州市政府最终以建设市级的区域卫生信息系统为目标，该项目表明公司已经有能力实施上海市以外的区域卫生信息系统项目。在这个年增长60%、总规模在50亿以上的市场中获得一定的份额。

图 4: 区域医疗及社区卫生信息系统市场规模及增长率 (单位: 亿元)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

另外, 公司未来将受益于各种医疗卫生体制改革的信息化配套建设, 包括目前进行的公立医院试点改革; 改革直接促进了改革地区的医疗信息系统建设, 公司作为医疗信息化领域的领先厂商, 将明显受益。

■ HIS 系统保持领先, CIS 系统高速增长, 区域卫生系统存在爆发可能, 维持“推荐”评级

公司的 HIS (医院信息系统) 保持国内领先, 在医院提升内部管理效率和满足卫生部管理规范要求的条件下会有持续的增长; 而 CIS (临床信息系统) 由于建设基础还比较差, 公司在现有 HIS 客户的基础上将大量拓展 CIS 业务, 未来几年 CIS 将会获得高于 HIS 的增长速度。区域卫生信息系统随着公司实施案例的增多, 实施能力和市场份额有望继续增加; 由于单个订单的规模都比较大, 公司仅在上海市的区域卫生信息系统就有望实现过亿收入; 随着公司在上海之外地区的拓展增加, 在高速增长的区域卫生信息化市场中将占有一定份额。

公司预告的 11 年业绩是在 10 年基础上实现净利润 25%-35% 的增长, 即 4419 万-4773 万元, 对应 EPS 为 0.83 元-0.89 元, 对应中值为 0.86 元, 略低于市场预期。其中, 公司上市预计增加当期约 500 万管理费用, 对应约 0.09 元 EPS。

在医疗信息化建设快速增长的情况下, 公司作为专注于医疗信息化建设的领先厂商, 将实现快速增长。

预计公司 11/12/13 年 EPS 为 0.87/1.42/1.95, 同比增长 30.9%/63.6%/38.0%, 对应当前股价 (36.21 元) 公司 11-13 年的 PE 分别为 42X、26X 和 19X。公司的高速增长将抵消部分估值溢价, 在区域卫生信息系统实现较大突破的情况下, 公司存在业绩超预期的可能性, 维持公司中长期“推荐”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	75	460	481	521
应收款项	35	45	59	79
存货净额	0	0	0	1
其他流动资产	3	3	4	6
流动资产合计	113	509	545	606
固定资产	3	7	21	42
无形资产及其他	0	0	0	0
投资性房地产	1	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	118	517	567	650
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	3	5	6	8
其他流动负债	18	12	8	16
流动负债合计	21	17	14	24
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	2	2	2	2
长期负债合计	2	2	2	2
负债合计	23	19	16	25
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	95	498	551	625
负债和股东权益总计	118	517	567	650

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.88	0.87	1.42	1.95
每股红利	0.50	0.26	0.42	0.59
每股净资产	2.37	9.32	10.31	11.68
ROIC	30%	12%	11%	16%
ROE	37%	9%	14%	17%
毛利率	58%	59%	60%	61%
EBIT Margin	24%	23%	27%	30%
EBITDA Margin	24%	24%	28%	31%
收入增长	6%	36%	32%	33%
净利润增长率	35%	31%	64%	38%
资产负债率	20%	4%	3%	4%
息率	1.4%	1.0%	1.6%	2.2%
P/E	41.0	41.9	25.6	18.5
P/B	15.3	3.9	3.5	3.1
EV/EBITDA	50.8	50.5	32.6	22.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	120	164	216	287
营业成本	50	67	87	112
营业税金及附加	2	2	2	3
销售费用	18	25	31	40
管理费用	21	32	37	46
财务费用	(0)	(2)	(12)	(13)
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(0)	(1)	(1)	(1)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	29	39	70	98
营业外净收支	10	12	14	18
利润总额	39	51	84	116
所得税费用	4	5	8	12
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	35	46	76	105

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	35	46	76	105
资产减值准备	(0)	0	0	1
折旧摊销	1	1	1	2
公允价值变动损失	0	1	1	1
财务费用	(0)	(2)	(12)	(13)
营运资本变动	2	(14)	(19)	(11)
其它	0	(0)	(0)	(1)
经营活动现金流	38	33	59	97
资本开支	(2)	(5)	(15)	(25)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(2)	(5)	(15)	(25)
权益性融资	0	371	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(20)	(14)	(23)	(31)
其它融资现金流	20	0	0	0
融资活动现金流	(20)	357	(23)	(31)
现金净变动	16	385	21	40
货币资金的期初余额	59	75	460	481
货币资金的期末余额	75	460	481	521
企业自由现金流	27	16	20	44
权益自由现金流	46	17	31	55

相关研究报告:

《卫宁软件-300253-专注且专业的医疗信息化软件龙头，受益于行业开始高速增长》 —— 2011-12-01

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。