专注于医疗信息化，逐步成长

买入首次评级

目标价格：14.6 元

投资要点：

- 医疗信息化未来发展空间较大；
- 市场竞争较为激烈；
- 公司多年积累形成了一定竞争优势。

报告摘要：

- **医疗信息化未来发展空间较大：**我国的医疗信息化程度相对于发达国家来说，还处于较低的水平。国内医疗行业每年投入 IT 的规模占医院年收入的 0.3-0.5%，而发达国家则达到 3-5%的水平。医疗信息化的发展未来空间广阔，近 5 年保持 20%左右的增长率，远高于全球市场的 5.1%的年均复合增速。
- **市场竞争较为激烈。**目前医疗卫生领域医疗信息化及软件生产供应商较多，约有 500 家，其中大型供应商占比 15%，中型占 60%，小型占 25%，市场集中度低，部分原因是一方面是因为尚未形成统一的行业标准，初级信息化系统较为简单，行业进入门槛较低，另一方面也是因为市场具有一定的区域性，地方割据的现象也较为严重。
- **多年积累形成了一定的竞争优势：**公司通过多年的积累，目前已经形成了较为完善的产业链，能提供包括医院信息系统和区域医疗卫生信息管理系统两大产品；有多年的研发和项目经历，通过深化项目运作的内涵，建立了柔性产品化研发模式，并形成了统一版本基线；毛利率水平较高，2010 年毛利率水平达到 58.14%，净利率为 29.40%。
- **风险提示：**行业竞争激烈，公司尚未有省级平台的项目经历，规模较小，对区域平台等更大市场扩张有一定不确定性；快速扩展带来的人员及管理风险。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.95 元、1.36 元和 1.98 元，我们建议的询价区间为 22.8-26.6 元，对应的 2011 年动态市盈率为 24-28 倍。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	113.41	120.23	159.24	215.98	294.54
增长率	5.59%	6.02%	32.45%	35.63%	36.37%
归属母公司净	26.16	35.35	50.66	72.82	105.78
增长率	53.73%	35.10%	43.33%	43.75%	45.26%
每股收益	0.65	0.88	0.95	1.36	1.98
净资产收益率	32.92%	37.28%	11.18%	14.22%	17.69%

分析师

胡颖

电话：010-88085957

Email：huying@hysec.com

发行上市数据

总股本（万股）	5350
发行量（万股）	1350
保荐机构	招商证券
发行方式	网下询价，上网定价

数据来源：招股说明书

2010 年财务数据

每股净资产	2.37 元
净资产收益率	37.02%
资产负债率	19.57%
股东权益	9480.80 万元

数据来源：招股说明书

一、公司概况

卫宁软件是一家以医疗卫生领域应用软件的研究开发、销售和技术服务为主，并为医疗卫生行业信息化提供整体解决方案的软件企业。公司的产品线较为齐全，能覆盖从单个医院的 HIS、CIS 系统到区域医疗卫生信息管理系统的 HMIS。

公司发行前总股本 4000 万股，IPO 发行 1350 万股，占发行后总股本的比例为 25.23%。公司的控股股东为周炜和王英夫妇，共持有股份 1549.98 万股，占发行后总股本的 38.75%。

二、医疗信息化处于市场导入期到高速增长期的转折点

1、未来发展空间广阔

我国的医疗信息化程度相对于发达国家来说，还处于较低的水平。国内医疗行业每年投入 IT 的规模占医院年收入的 0.3-0.5%，而发达国家则达到 3-5%的水平。

根据埃森哲的《中国医院信息化发展研究报告》显示，目前我国绝大部分三级医院已经建立了医院信息管理系统，而以收费为中心的 HIS 系统的使用范围则达到 80%以上，住院病人管理系统使用范围也达到 70%以上。但均是浅层次的应用，真正对医院有重大意义的 PACS、电子病历和健康档案等均没有普遍应用，更谈不上深层次的数据挖掘、分析和利用。

总的来说，我国医疗信息化的发展未来空间广阔，公司的招股说明书提到近 5 年保持 20%左右的增长率，远高于全球市场的 5.1%的年均复合增速。未来发展的主要推动因素主要在两个方面：

1）医改对医疗信息化的推动；

2）新农合对医疗信息化的推动。

2、市场竞争还处于混战阶段

目前医疗卫生领域医疗信息化及软件生产供应商较多，约有 500 家，其中大型供应商占比 15%，中型占 60%，小型占 25%，市场集中度低，部分原因是一方面是因为尚未形成统一的行业标准，初级信息化系统较为简单，行业进入门槛较低，另一方面也是因为市场具有一定的区域性，地方割据的现象也较为严重。未来有望在市场变革中获取较大市场份额的公司有以下几类：

1）资金实力雄厚，通过并购等方式扩大市场份额；

2）有一定的自主研发实力并形成一定程度固化的产品；

3）具有较高的市场份额和较强的市场背景；

4）能把握住区域化发展的趋势，制定行业的标准或赢得较多的区域平台订单。

三、公司的核心竞争力

1、较强的整体解决方案提供能力

公司通过多年的积累，目前已经形成了较为完善的产业链，能提供包括医院信息系统和区域医疗卫生信息管理系统两大产品，涵盖了医院内部包括门诊、住院、检验、检查、影像处理、图像报告、电子病历、药品采购等各个环节以及卫生管理部门、社区医院、疾病监控等公共卫生领域。

表 1：分业务收入情况（百万）

	2008	2009	2010
软件-医院信息管理类	26.29	34.41	47.93
软件-医技信息管理类	3.57	8.46	12.05
软件-公共卫生管理类	3.52	5.47	7.9
软件销售	33.39	48.35	67.88
硬件销售	60	45.18	31.54
技术服务	14.01	19.88	20.8
总收入	107.4	113.41	120.22

资料来源：招股说明书

2、公司形成了一定程度的固化产品

公司有多年的研发和项目经历，通过深化项目运作的内涵，建立了柔性产品化研发模式，并形成了统一版本基线，在实施新项目时，在统一版本的基础上，再根据客户的需求进行二次开发。通过柔性产品化研发模式，公司提高了项目运作的效率，并形成了庞大的组件模块库，能快速响应各种复杂的定制开发需求。

公司多年的积累，目前在医疗信息化行业已经形成了较为完善的产品研发和管理模式，在行业内处于领先团队之一，能达到东软集团、东华软件等成熟软件研发公司的水准。

3、毛利率水平较高

公司的毛利率水平较高，从下图中可以看出，因公司产品性质的问题，若是不考虑用友软件，卫宁软件的毛利率和净利率水平基本上是最高的，2010 年毛利率水平达到 58.14%，净利率为 29.40%。

表 2：各公司毛利率及净利率情况（%）

	销售毛利率			销售净利率		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
银江股份	25.41	24.52	28.46	9.02	9.43	9.10
东华软件	25.35	26.46	29.77	15.33	15.56	16.97
东软集团	36.54	34.90	31.47	12.73	15.63	10.27
卫宁软件	35.05	45.72	58.14	15.85	23.07	29.40

万达信息	30.73	31.71	32.45	7.95	9.78	10.69
用友软件	87.70	83.33	82.64	23.63	26.16	11.62

资料来源：招股说明书

四、募集资金投向

公司本次拟向社会公众公开发行 1350 万股，占发行后总股本的 25.23%，发行募集资金主要用于:

表 3: 募投项目及规模

	项目名称	投资总额（万）
1	医院信息管理系统技术改造项目	5044
2	医技信息管理系统技术改造项目	3350
3	公共卫生信息系统技术改造项目	3649
4	营销服务体系建设项目	1798
5	其他与主营业务相关的营运资金	-
	合计	13841

资料来源：招股说明书

五、风险提示

1、行业竞争激烈，公司尚未有省级平台的项目经历，规模较小，对区域平台等更大市场扩张有一定不确定性;

2、快速扩展带来的人员及管理风险。

六、盈利预测及估值

我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.95 元、1.36 元和 1.98 元，我们建议的询价区间为 22.8-26.6 元，对应的 2011 年动态市盈率为 24-28 倍。

表 4: 财务报表预测

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E	现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	120.23	159.24	215.98	294.54	经营性现金净流量	38.12	20.19	52.04	68.27
减: 营业成本	50.33	61.63	81.19	106.12	投资性现金净流量	-2.51	-51.29	-53.40	25.58
营业税金附加	2.43	3.21	4.36	5.95	筹资性现金净流量	-20.10	308.53	-12.37	-18.46
营业费用	18.49	27.07	35.64	47.71	现金流量净额	15.51	277.43	-13.72	75.38
管理费用	20.64	27.87	36.72	47.13	**财务指标汇总**	**2010A**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
财务费用	-0.45	-0.84	-1.36	-1.49	毛利率	0.58	0.61	0.62	0.64
资产减值损失	0.11	0.00	0.00	0.00	三费/销售收入	0.32	0.34	0.33	0.32
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT/销售收入	0.32	0.35	0.37	0.39
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	0.32	0.35	0.40	0.44
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	0.29	0.32	0.34	0.36
营业利润	28.68	40.30	59.44	89.12	ROE	0.37	0.11	0.14	0.18
加: 其他非经	10.28	15.99	21.47	28.42	ROA	0.34	0.12	0.15	0.18
利润总额	38.96	56.29	80.91	117.54	ROIC	1.16	1.39	0.49	0.44
减: 所得税	3.61	5.63	8.09	11.75	销售收入增长率	0.06	0.32	0.36	0.36
净利润	35.35	50.66	72.82	105.78	EBIT 增长率	0.34	0.44	0.43	0.46
减: 少股损益	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	0.35	0.43	0.55	0.51
归母公净利润	35.35	50.66	72.82	105.78	净利润增长率	0.35	0.43	0.44	0.45
资产负债表	**2010A**	**2011E**	**2012E**	**2013E**	总资产增长率	0.22	3.20	0.14	0.17
货币资金	70.42	347.85	334.13	409.51	股东权益增长率	0.19	3.78	0.13	0.17
应收预付款项	37.76	52.78	69.83	97.03	资产负债率	0.16	0.04	0.05	0.05
存货	0.36	2.11	1.14	3.10	投资资本/总资产	0.23	0.23	0.33	0.30
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	带息债务/总负债	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	6.97	24.27	15.88	17.06
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	6.95	24.14	15.83	16.95
固资和在建	3.46	68.66	134.34	120.02	总资产周转率	1.07	0.34	0.40	0.47
无资产和开发	0.24	0.22	0.19	0.16	固定资产周转率	34.74	53.36	3.51	2.45
其他非流资产	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	4.26	3.53	3.97	3.62
资产总计	112.23	471.62	539.63	629.82	存货周转率	140.02	29.27	71.10	34.20
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT	38.45	55.45	79.55	116.05
应付预收款项	15.56	16.59	25.51	29.88	EBITDA	39.05	55.96	86.62	130.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	NOPLAT	26.18	35.52	52.27	78.87
其他负债	1.86	1.86	1.86	1.86	净利润	35.35	50.66	72.82	105.78
负债合计	17.43	18.46	27.38	31.74	EPS	0.88	0.95	1.36	1.98
股本	40.00	53.50	53.50	53.50	BPS	2.37	8.47	9.57	11.18
资本公积	12.91	316.66	316.66	316.66	PE				
留存收益	41.90	83.00	142.09	227.92	PEG				
归属母公司	94.81	453.16	512.25	598.08	PB				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	-1.80	-6.24	-4.17	-3.50
股东权益合计	94.81	453.16	512.25	598.08	EV/EBITDA	-1.77	-6.19	-3.83	-3.12
负债和权益合	112.23	471.62	539.63	629.82	ROIC-WACC	1.16	1.39	0.49	0.44

分析师简介:

胡颖：宏源证券研究所软件与计算机行业研究员，中国人民大学金融学硕士，2007 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队			
重点机构	**华北区域**	**华东区域**	**华南区域**
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	**郭振举** 010-88085798 guozhenju@hysec.com	**张珺** 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	**崔秀红** 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	**牟晓凤** 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	**王俊伟** 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	**雷增明** 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	**赵佳** 010-88085291 zhaojia@hysec.com	**罗云** 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%～20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%～+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。