

日期: 2011年8月3日

行业: IT-软件与服务



陈启书

021-53519888-1918

mymailno@hotmail.com

执业证书编号: S0870510120022

领先的医疗卫生行业 IT 解决方案提供商

IPO 询价区间 RMB17.32-20.78 元
合理估值区间 RMB21.26-25.51 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 13.50
发行后总股本 (百万股) 53.50
发行方式 网下询价配售 25%
网上定价发行 75%
保荐机构 招商证券

主要股东 (IPO 前)

周炜 22.14%
刘宁 18.71%
王英 16.61%
孙凯 9.77%
张士英 7.76%

相关报告:

首次报告日期: 2011年8月3日

■ 投资要点:

医疗卫生信息化市场潜力较大

目前国内医疗行业每年实际的投入只占医院年收入的 0.3-0.5%，而发达国家和地区是 3-5%，两者存在 10 倍的差距。近年来医疗卫生行业信息产品市场的投资规模持续扩大，已经连续 5 年保持 20% 左右的增长率，远高于全球市场 5.1% 的年均复合增长率。

2009 年到 2014 年医疗解决方案市场将保持平稳高速增长。根据 IDC 发布的行业研究报告显示，2009 年中国医疗卫生行业 IT 解决方案的市场规模为 20.3 亿元，较 2008 年增长了 23.7%；预计 2014 国内医疗卫生行业 IT 解决方案的市场规模预测

公司在医疗卫生行业 IT 解决方案市场中市场占有率位列同行业第一

公司目前是国内最具规模的医疗卫生信息技术软件商之一，处于行业领先地位，在医疗卫生软件行业具有较高的知名度和行业地位。2008 年、2009 年公司连续两年位列 IDC “中国医疗卫生信息化解决方案十大供应商” 第一名。截止 2010 年末，公司拥有 71 家三级甲等医院客户，在全国 765 家三级甲等医院（2009 年末数据）中约占 9.28% 左右，具有一定的市场优势。

股票估值

预计 2011-2013 年公司可分别实现每股收益（按最新股本摊薄）0.79 元、1.02 元和 1.19 元，预期未来 6 个月内公司股价对应 2011 年动态市盈率可达 27-32 倍，对应合理估值为 21.26-25.51 元/股。建议公司的 IPO 询价区间为 17.32-20.78 元，对应 2011 年的动态市盈率为 22-26 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	120.23	134.66	162.94	203.67
年增长率 (%)	6.02%	12.00	21.00	25.00
归属于母公司所有者的净利润	35.35	42.12	54.35	63.89
年增长率 (%)	35.10	19.16	29.04	17.55
每股收益 (最新股本摊薄, 元)	0.66	0.79	1.02	1.19

注: 有关指标按公司 IPO 后总股本计算

一. 公司及其业务简况

公司前身为成立于2004年4月7日的上海金仕达卫宁软件有限公司，2008年12月15日，变更为股份有限公司；主要发起人为周炜、刘宁、王英；公司控股股东和实际控制人为周炜、王英夫妇。

公司主营业务是从事医疗软件研究开发、销售与技术服务业务，并为医疗卫生行业信息化提供整体解决方案。公司的软件产品主要包括：医院信息管理系统、医技信息管理系统、公共卫生信息管理系统。

软件产品是公司的主要盈利来源，最近3年软件业务的毛利占总体毛利的比例分别为64.88%、64.15%和74.86%；

技术服务主要是为公司的软件客户提供售后服务和技术支持，最近3年技术服务业务的毛利占总体毛利的比例分别为29.23%、29.31%和20.86%；

硬件销售业务是为了配合软件销售业务，从而为客户提供整体解决方案，提升服务品质，2008年度、2009年度及2010年度分别占同期营业收入的55.86%、39.84%和26.23%，由于硬件销售业务毛利率较低，因此对公司盈利的影响很小，占同期公司总体毛利的比例分别为5.89%、6.54%和4.28%。

二. 行业增长前景

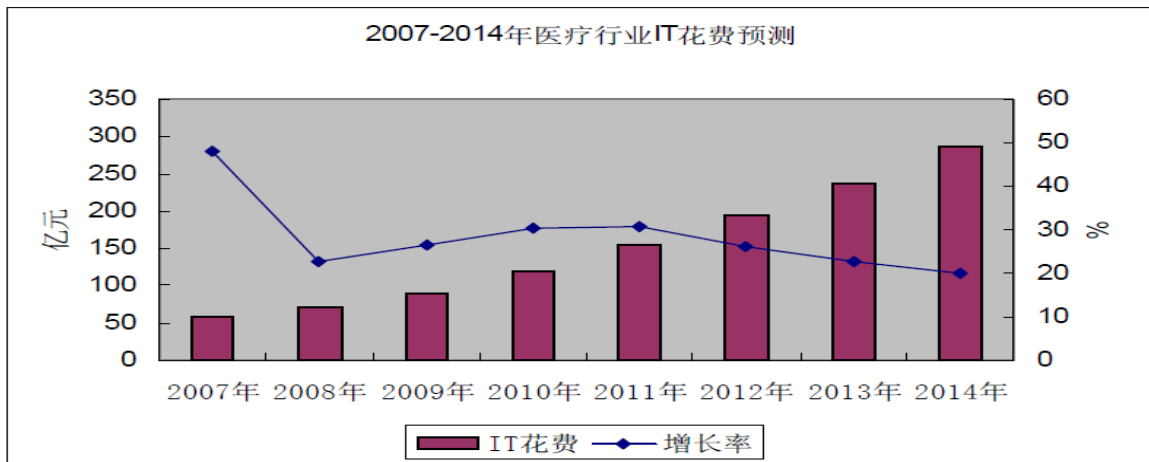
医疗卫生信息化市场潜力较大

我国医疗卫生行业信息化发展起步较晚，在整体IT投资规模上，目前国内医疗行业每年实际的投入只占医院年收入的0.3-0.5%，而发达国家和地区是3-5%，两者存在10倍的差距。

但随着国内经济的快速发展，社会生活水平的提高，近年来医疗卫生行业信息产品市场的投资规模持续扩大，已经连续5年保持20%左右的增长率，远高于全球市场5.1%的年均复合增长率。

2009年，中国医疗行业IT总体市场规模为90.6亿元，较2008年增长26.5%；预计2014年将达到286.5亿元，其年均复合增长率为25.9%。

图1 国内医疗行业 IT 花费预测

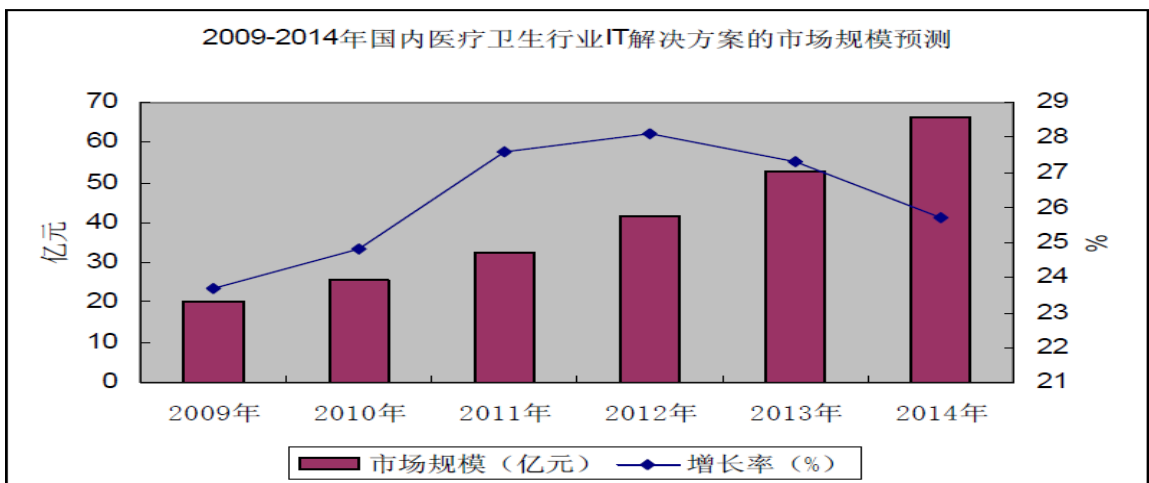


数据来源：公司招股书、上海证券

医疗解决方案市场将保持平稳高速增长

医疗卫生行业的 IT 解决方案主要包括医院信息系统（HIS、CIS 和 MIS）、区域性公共卫生信息系统的软件及相关服务，随着医疗卫生信息化市场趋向成熟，其占信息化总投资的比例逐步上升。2009 年到 2014 年医疗解决方案市场将保持平稳高速的增长。

根据 IDC 发布的行业研究报告显示，2009 年中国医疗卫生行业 IT 解决方案的市场规模为 20.3 亿元，较 2008 年增长了 23.7%；预计 2014 国内医疗卫生行业 IT 解决方案的市场规模预测



数据来源：公司招股书、上海证券

产业政策支持力度较大

针对医疗卫生行业信息化，国家曾发布《全国卫生信息化发展规划纲要（2003-2010）》、《卫生事业发展“十一五”规划纲要》等政策性文件，明确把信息建设纳入卫生事业发展的总体规划，以信息化带动卫生事业的发展；明确到 2010 年我国卫生事业发展的总体目标是在全国建立覆盖城乡居民的基本卫生保健制度框架。

在工信部发布的《2006—2020 年国家信息化发展战略》中，明确“加

强医疗卫生信息化建设、建设并完善覆盖全国、快捷高效的公共卫生信息系统”为这一时期我国信息化发展的战略重点。

目前，卫生部正在制定我国卫生信息化“十二五”规划，规划初步确定了我国卫生信息化建设路线图，简称“3521工程”，即建设国家级、省级和地市级3级卫生信息平台，加强公共卫生、医疗服务、新农合、基本药物制度、综合管理5项业务应用，建设健康档案和电子病历2个基础数据库和1个专用网络建设。上述产业政策为我国医疗卫生行业信息化发展提供了制度保障。

三. 公司竞争能力及发展空间

完全竞争的市场格局，行业集中度低

目前国内医疗卫生软件企业数量多达500-600家，绝大多数企业规模较小，加之不存在行政限制壁垒，行业集中度较低，处于完全竞争状态。同时，市场竞争处于区域分散竞争阶段，基本形成以各大城市为中心的区域性优势，跨地域的医疗卫生软件企业不多，全国性的医疗卫生软件企业数量更少。

随着市场的日趋成熟，能够提供综合解决方案的厂商在市场中的领先优势渐渐明显，并且保持较高的增长速度，市场集中度逐步提高。同时，在市场开拓中，结合医院市场和区域公共卫生市场开拓的厂商，将在市场竞争中取得明显的优势。

公司在医疗卫生行业 IT 解决方案市场中市场占有率位列同行业第一

公司目前是国内最具规模的医疗卫生信息技术软件商之一，处于行业领先地位，在医疗卫生软件行业具有较高的知名度和行业地位。公司目前已形成医院信息系统和公共卫生信息管理系统两大系列产品，各系列又分别包含几十个子系统，涵盖医院内部包括门诊、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。

2008年、2009年公司连续两年位列IDC“中国医疗卫生信息化解决方案十大供应商”第一名。截止2010年末，公司拥有71家三级甲等医院客户，在全国765家三级甲等医院(2009年末数据)中约占9.28%左右，具有一定的市场优势。

根据IDC《中国医疗行业IT解决方案2010-2014预测与分析》报告，公司在2009年国内医疗卫生行业IT解决方案市场中市场占有率位列同行业第一名。

未来国家在医疗卫生行业的投入加大，以及医疗卫生行业信息化程度的不断扩大，使得公司外围的市场空间不断扩大；众多的基础客户、领先的市场地位，以及上市募投资金投入，使得公司未来的市场份额具备加大扩展的趋势；同时，公司内部业务结构也存在不断优化发展的趋势。

四. 募投项目分析

募投项目围绕当前主营业务进行拓展

本次募集资金主要投入“医院信息管理系统技术改造项目”、“医技信息管理系统技术改造项目”“公共卫生信息系统技术改造项目”以及“营销服务体系建设项目”四个项目的建设。

“医院信息管理系统”目前是医疗卫生行业 IT 解决方案市场的主要产品，该项目是在现有技术及产品基础上，结合客户需求、新医改政策要求以及卫生部新颁布的行业技术标准开发统一的医院信息集成平台和医院相关业务应用系统及软件产品，包括新开发医院信息集成平台项目、.NET 框架技术改造、医院信息管理系统技术改造。项目的达产将提升公司该产品的市场占有率。

“医技信息管理系统技术改造项目”是在现有技术及产品基础上，结合客户需求、新医改政策要求的基础上通过系统升级和接口改造提供基于标准化管理的整体解决方案。

“公共卫生信息系统技术改造项目”在原来系统建设的基础上，配合国家医改，以区域为单位，实现居民健康诊疗信息的共享协同，建设内容主要包括跨区域互操作性 EHR 信息平台的技术改造、公共卫生信息管理软件技术改造等。

“营销服务体系建设项目”将从区域性营销服务中心建设、产品服务展示中心、营销服务规范化等方面展开。

表1 公司募投项目计划（单位：万元）

序号	项目名称	总投资额	资金投入计划	
			第一年	第二年
1	医院信息管理系统技术改造项目	5044	2425	2619
2	医技信息管理系统技术改造项目	3350	1613	1737
3	公共卫生信息系统技术改造项目	3649	1711.5	1937.5
4	营销服务体系建设项目	1798	819	979
	合计	13841	6568.5	7272.5

数据来源：公司公告，上海证券研究所

强化公司的竞争优势

公司将改变过去主要依靠自身积累获得发展所需资金的局面，提升流动性、偿债能力等。募集资金投资项目的实施完成将增加公司的营业收入，盈利能力得到较大提升，同时，提升公司在细分领域的市场份额、品牌知名度和影响力，提升公司整体效益。

表2 募集资金项目主要技术经济指标

序号	项目名称	投资金额	建成后年均销售收入	建成后年均净利润	投资回收期
1	医院信息管理系统技术改造项目	5044	4790	1844	3.15 年
2	医技信息管理系统技术	3350	2730	971	3.58 年

改造项目					
3	公共卫生信息系统技术改造项目	3649	2520	700	4.17 年
4	营销服务体系建设项目	1798	-	-	-
合计		13841	-	-	-

数据来源：公司公告，上海证券研究所

五. 财务状况和盈利预测

与相关公司比较具备很强的盈利能力

在与业务相近的上市公司比较中，公司综合毛利率处于较高水平，销售净利润率和久其软件基本相当，为盈利能力较好者。

表3 公司和相关公司的销售毛利率比较（单位：%）

证券简称	2008-12	2009-12	2010-12
金仕达	35.05	45.72	58.14
东华软件	25.35	26.46	29.77
中国软件	33.34	33.64	31.95
久其软件	92.20	92.47	94.33
东软集团	12.73	15.63	10.27

数据来源：公司公告，上海证券研究所

表4 公司和相关公司的销售净利润率比较（单位：%）

证券简称	2008-12	2009-12	2010-12
金仕达	15.85	23.07	29.40
东华软件	15.33	15.56	16.97
中国软件	5.13	-2.77	4.51
久其软件	37.53	34.00	24.16
东软集团	12.73	15.63	10.27

数据来源：公司公告，上海证券研究所

收入增长一般，但净利润成长性较好

2010年公司实现营业收入和净利润相对于2008年分别复合增长5.8%和44.12%，和相关公司相比较，公司营业收入成长性较弱，在行业中处于较低水平；但净利润成长较快速，这主要得益于公司业务结构的优化和毛利率的提升。

表5 公司和相关公司的营业总收入增长比较（单位：%）

证券简称	2009年同比增长率	2010年同比增长率	2010年相对于2008年的年复合增长率
金仕达	5.59	6.02	5.80
东华软件	33.65	20.74	27.03
中国软件	8.39	-6.32	16.27
久其软件	-5.52	53.61	20.47
东软集团	12.25	18.52	15.34

数据来源：公司公告，上海证券研究所

表6 公司和相关公司的净利润增长比较 (单位: %)

证券简称	2009年同比增长率	2010年同比增长率	2010年相对于2008年的年复合增长率
金仕达	53.73	35.10	44.12
东华软件	35.64	31.66	33.64
中国软件	-68.97	928.57	9.02
久其软件	-14.70	11.65	-3.35
东软集团	30.52	-24.34	3.64

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

与同类公司相比, 公司营运能力一般

公司的存货周转天数与同类上市公司相比, 处于较好水平; 应收帐款周转天数处于行业中等水平。

表7 公司和相关公司的存货周转天数比较 (单位: 天)

证券简称	2008-12	2009-12	2010-12
金仕达	0.00	6.75	9.54
东华软件	190.41	198.63	199.25
中国软件	51.63	43.23	41.74
久其软件	147.17	160.95	75.66
东软集团	54.03	42.22	41.71

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

表8 公司和相关公司的应收账款周转天数比较 (单位: 天)

证券简称	2008-12	2009-12	2010-12
金仕达	86.07	81.96	79.09
东华软件	63.45	59.17	66.66
中国软件	107.48	108.45	80.75
久其软件	67.70	101.51	57.51
东软集团	63.35	61.80	61.60

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

从总资产周转情况来看, 公司与同类公司相比处于较好水平, 公司营运能力较强。

表9 公司和相关公司的总资产周转率比较 (单位: 次)

证券简称	2008-12	2009-12	2010-12
金仕达	1.65	1.36	1.14
东华软件	0.78	0.81	0.86
中国软件	0.89	0.89	1.10
久其软件	0.64	0.29	0.29
东软集团	0.88	0.71	0.76

数据来源: 公司公告, 上海证券研究所

公司盈利预测

初步预计 2011-2013 年公司可分别实现营业收入 134.66 百万元、162.94 百万元和 203.67 百万元, 同比增长 12.00%、21.00%和 25.00%;

分别实现归属于母公司所有者的净利润 42.12 百万元、54.35 百万元和 63.89 百万元，同比增长 19.16%、29.04%和 17.55%；分别实现每股收益（按最新股本摊薄）0.79 元、1.02 元和 1.19 元。

表10 公司利润表预测（单位：百万元）

项目（单位：百万元）	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	120.23	134.66	162.94	203.67
增长率	6.02%	12.00%	21.00%	25.00%
毛利率	58.14%	60.00%	61.00%	62.00%
二、营业总成本	91.55	97.49	113.73	145.83
营业成本	50.33	53.86	63.54	77.39
营业税金及附加	2.43	3.10	3.75	4.68
销售费用	18.49	21.55	26.88	33.61
管理费用	20.64	23.70	29.33	36.66
财务费用	-0.45	-4.85	-9.94	-6.72
资产减值损失	0.11	0.13	0.16	0.20
三、主营业利润	28.68	37.17	49.21	57.84
增长率	67.58%	29.57%	32.40%	17.55%
收入比	23.86%	27.60%	30.20%	28.40%
公允价值变动净收益				
投资净收益				
汇兑净收益				
四、营业利润	28.68	37.17	49.21	57.84
营业外净收益				
五、利润总额	28.68	37.17	49.21	57.84
减：所得税	3.61	4.47	5.77	6.78
六、净利润	25.07	32.69	43.43	51.06
少数股东损益				
归属于母公司所有者的净利润	35.35	42.12	54.35	63.89
增长率	35.10%	19.16%	29.04%	17.55%
收入比	29.40%	31.28%	33.36%	31.37%
七、每股收益：				
调整后的加权平均股本(百万股)	40.00	44.50	53.50	53.50
按加权平均股本计算的每股收益（元）	0.88	0.95	1.02	1.19
增长率	35.38%	7.56%	7.34%	17.55%
PER(X)				
按最新股本摊薄后的每股收益（元）	0.66	0.79	1.02	1.19
增长率	35.10%	19.16%	29.04%	17.55%
PER(X)				

数据来源：公司公告，上海证券研究所

六. 风险因素

受医疗卫生行业波动影响较大的风险

因公司主营业务是提供医疗卫生应用软件的研究开发及整体解决方案，公司业务发展与医疗卫生行业信息化进程密切相关。如果医疗卫生行业产生波动或者发展放缓，政府及医疗卫生机构对信息化建设投入的减少，将对公司业务发展和业绩产生不利的影响；同时，新医疗体制改革给行业及公司带来了巨大的市场机遇，但如果新医改政策未能按计划顺利实施，也会对公司的发展带来一定的不利影响。

税收政策影响公司盈利风险

公司自 2009 年起被政府认定为高新技术企业，所得税享受 15% 的优惠税率，有效期 3 年，如果未来国家和地方对高新技术企业的相关税收优惠政策发生变化，导致公司不再享受相关税收优惠政策，将增加公司的企业所得税费用。

同时，公司自 2008 年起享受财政部、税务总局等“即征即退”的增值税退税优惠政策，其 2008 年至 2010 年 3 年退税占净利润比达 25% 以上，2011 年，公司继续享受增值税优惠政策，如果国家对该政策进行调整，可能对公司的盈利水平带来影响。

七. 估值及定价分析

国内/国际同类公司比较分析

目前，和公司业务模式或盈利水平相近的上市公司对应 2010-2013 年的动态市盈率均值分别为 40 倍、28 倍、22 倍和 16 倍。

表11 相关公司估值比较 (单位: 元/股)

证券代码	证券简称	股价	EPS				PER(倍)			
			2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
002065	东华软件	21.09	0.60	0.83	1.09	1.42	35	25	19	15
600536	中国软件	19.24	0.41	0.93	1.27	1.73	47	21	15	11
002279	久其软件	20.75	0.42	0.53	0.71	0.98	49	39	29	21
600718	东软集团	11.76	0.39	0.44	0.53	0.65	30	27	22	18
	样本均值						40	28	22	16

数据来源: Wind, 上海证券研究所 (对应股价为 2011-07-18 日收盘价)

股票估值

2008-2010 年间，公司分别实现营业收入同比增长 104.60%、5.59% 和 6.02%；分别实现净资产收益率 (ROE, 加权) 为 41.25%、39.41% 和 37.02%；分别实现每股经营性现金流净额为 0.37 元、0.54 元和 0.95 元。

预计 2011-2013 年公司可分别实现营业收入同比增长 12.00%、21.00% 和 25.00%；分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长 19.16%、29.04% 和 17.55%；分别实现每股收益 (按最新股本摊薄) 0.79 元、1.02 元和 1.19 元。

询价估值

参考业务相近上市公司动态市盈率 (如 11 年的样本公司平均估值为 28 倍) 情况，并基于公司未来盈利能力和成长性的评估和预测，预

期未来 6 个月内公司股价对应 2011 年动态市盈率可达 27-32 倍，对应合理估值为 21.26-25.51 元/股。

考虑公司未来的成长性和盈利性，以及已上市公司发行市盈率情况和上市后的估值水平，建议公司的 IPO 询价区间为 17.32-20.78 元，对应 2011 年年的动态市盈率为 22-26 倍（相对于公司合理估值折让了 19%）。

分析师承诺

分析师 陈启书

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。