

股权激励保障业绩快速增长

- 卫宁软件股权激励方案点评

评级: 买入-A

上次评级: 买入-A

目标价格: 42.70 元

期限: 6个月 上次预测: 45.00元

现价(2012年03月15日): 37.80元

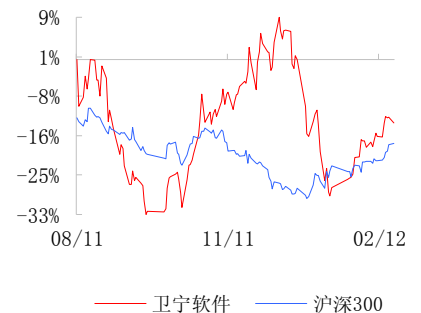
报告日期: 2012-03-16
报告关键点:

- 📖 解锁条件制定较为宽松, 公司完成业绩目标的概率较大
- 📖 激励覆盖面广, 有利于稳定核心骨干, 调动员工积极性
- 📖 医疗信息化维持高景气度, 公司在手订单饱满

报告摘要:

- **公司公布股票期权激励计划草案:** 拟向激励对象授予250万份股票期权, 占公司总股本的4.67%, 来源为向激励对象定向发行新股。股权激励的行权价格为37.8元(公告前1交易日的收盘价), 分为四期行权, 每年行权比例25%。股权激励的行权条件为: 以2011年收入、净利润为基数, 2012-2015年相对2011年收入、净利润增长率不低于20%、45%、75%和105%, 即年均复合增长率20%。我们认为此次解锁条件制定较为宽松, 公司完成业绩目标的概率较大。
- **激励覆盖面广, 有利于稳定核心骨干, 调动员工积极性。** 公司此次股权激励的对象主要包括中层管理人员和核心技术、业务人员共173人, 约占员工总数的30%。公司覆盖较大范围的股权激励有助于稳固中层管理团队, 调动技术和业务骨干的积极性, 提升企业可持续发展能力。
- **股权激励成本将对公司利润造成一定影响。** 公司预测算, 2012-2016年期权费用分别为746、761、403、194和45万元。其中, 2012年的期权费用预计将占到当年净利润的10%以上, 对当年利润造成一定影响。
- **医疗信息化维持高景气度, 公司在手订单饱满。** 近期卫生部副部长王国强在接受记者采访时, 表示要加快医疗卫生信息化的发展。我们预计十二五期间国家对于医疗信息化的投入和扶持将继续加强。目前公司在手订单饱满, 未来有望进一步扩大市场份额。
- **维持“买入-A”投资评级和42.7元的目标价。** 由于激励草案能否通过仍具有一定不确定性, 我们暂不调整盈利预测, 预计公司2012、2013年EPS分别为1.22和1.68元, 维持买入-A投资评级和42.7元的目标价。
- **风险提示:** 受医疗卫生行业波动影响较大的风险; 销售区域过于集中的风险; SaaS业务发展面临的的风险。

总市值(百万元)	2,022.30
流通市值(百万元)	510.30
总股本(百万股)	53.50
流通股本(百万股)	13.50
12个月最低/最高	28.20/48.80元
十大流通股东(%)	12.84%
股东户数	5,373

12个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.07	(21.10)	7.27
绝对收益	6.48	(10.64)	(12.03)

胡又文

 021-68766271
 执业证书编号

侯利

 021-68763972
 执业证书编号

行业分析师

 huyw@essence.com.cn
 S1450511050001

高级行业分析师

 houli@essence.com.cn
 S1450511020031

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	113.4	120.2	168.2	229.7	304.3
Growth(%)	5.6%	6.0%	39.9%	36.5%	32.5%
净利润	26.2	35.3	45.4	65.0	90.0
Growth(%)	53.7%	35.1%	28.3%	43.4%	38.3%
毛利率(%)	45.7%	58.1%	58.0%	58.2%	58.2%
净利率(%)	23.1%	29.4%	27.0%	28.3%	29.6%
每股收益(元)	(¥0.49)	(¥0.66)	(¥0.85)	(¥1.22)	(¥1.68)
每股净资产(元)	(¥1.49)	(¥1.77)	(¥9.30)	(¥10.16)	(¥11.33)
市盈率	76.0	56.2	43.8	30.6	22.1
市净率	25.0	21.0	4.0	3.7	3.3
净资产收益率(%)	32.9%	37.3%	9.1%	12.0%	14.8%
ROIC(%)	121.5%	166.8%	192.5%	82.5%	79.1%
EV/EBITDA	-	-	50.8	30.7	19.4
股息收益率	0.0%	1.0%	0.7%	1.0%	1.4%

前期研究成果

- 卫宁软件: 医疗信息化提速 公司业绩快速增长
2011-10-26
- 卫宁软件: 沐浴新医改春风, 打造信息化旗舰
2011-10-18
- 卫宁软件: 国内医疗信息化行业的领先企业
2011-08-01

财务报表预测和估值数据汇总

单位

百万元

模型更新时间

财务报表						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	113.4	120.2	168.2	229.7	304.3	营业收入增长率	5.6%	6.0%	39.9%	36.5%	32.5%
减: 营业成本	61.6	50.3	70.7	96.0	127.2	营业利润增长率	22.8%	67.6%	25.6%	66.7%	45.8%
营业税费	1.7	2.4	3.4	4.6	6.1	净利润增长率	53.7%	35.1%	28.3%	43.4%	38.3%
销售费用	17.0	18.5	31.1	39.0	45.6	EBITDA 增长率	22.6%	66.6%	6.2%	64.1%	54.6%
管理费用	15.8	20.6	34.6	43.2	51.7	EBIT 增长率	21.6%	67.2%	1.0%	64.3%	57.2%
财务费用	-0.2	-0.5	-7.5	-13.2	-13.9	NOPLAT 增长率	52.8%	34.5%	11.0%	37.5%	45.6%
资产减值损失	0.5	0.1	-	-	-	投资资本增长率	-1.9%	-3.8%	220.9%	51.7%	27.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	49.1%	19.3%	425.1%	9.1%	11.6%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	17.1	28.7	36.0	60.1	87.6	利润率					
加: 营业外净收支	11.8	10.3	15.5	13.0	13.5	毛利率	45.7%	58.1%	58.0%	58.2%	58.2%
利润总额	28.9	39.0	51.5	73.1	101.1	营业利润率	15.1%	23.9%	21.4%	26.2%	28.8%
减: 所得税	2.8	3.6	6.2	8.0	11.1	净利润率	23.1%	29.4%	27.0%	28.3%	29.6%
净利润	26.2	35.3	45.4	65.0	90.0	EBITDA/营业收入	15.3%	24.0%	18.2%	21.9%	25.5%
						EBIT/营业收入	14.9%	23.5%	17.0%	20.4%	24.2%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	运营效率					
货币资金	58.5	74.7	443.2	455.3	491.3	固定资产周转天数	5	8	32	54	55
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	62	55	53	64	70
应收账款	28.0	34.3	53.0	72.4	95.9	流动资产周转天数	256	304	656	809	665
应收票据	0.2	0.9	0.7	0.6	0.8	应收帐款周转天数	82	79	71	73	74
预付帐款	1.5	2.6	2.6	2.6	2.6	存货周转天数	4	4	1	1	1
存货	2.3	0.4	0.6	0.8	1.0	总资产周转天数	265	316	697	875	729
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	67	61	91	127	132
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	32.9%	37.3%	9.1%	12.0%	14.8%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	28.1%	30.0%	8.5%	11.2%	13.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	121.5%	166.8%	192.5%	82.5%	79.1%
固定资产	1.7	3.5	26.4	43.1	49.1	费用率					
在建工程	-	-	-	-	-	销售费用率	15.0%	15.4%	18.5%	17.0%	15.0%
无形资产	0.3	0.2	0.3	0.4	0.5	管理费用率	14.0%	17.2%	20.6%	18.8%	17.0%
其他非流动资产	0.8	1.3	7.0	7.5	8.0	财务费用率	-0.2%	-0.4%	-4.5%	-5.8%	-4.6%
资产总额	93.3	117.8	533.9	582.7	649.2	三费/营业收入	28.7%	32.2%	34.6%	30.0%	27.4%
短期债务	-	-	10.0	10.0	10.0	偿债能力					
应付帐款	5.1	4.0	4.5	5.8	7.3	资产负债率	14.8%	19.5%	6.8%	6.8%	6.6%
应付票据	-	0.8	-	-	-	负债权益比	17.4%	24.2%	7.2%	7.2%	7.1%
其他流动负债	6.8	16.3	19.7	21.7	23.7	流动比率	(¥7.59)	(¥5.34)	(¥4.63)	(¥4.17)	(¥4.41)
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	(¥7.39)	(¥5.32)	(¥4.61)	(¥4.15)	(¥4.39)
其他非流动负债	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	利息保障倍数	(¥74.00)	(¥62.26)	(¥3.79)	(¥3.54)	(¥5.28)
负债总额	13.8	23.0	36.0	39.4	42.9	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	(¥)	(¥0.37)	(¥0.25)	(¥0.36)	(¥0.50)
股本	40.0	40.0	53.5	53.5	53.5	分红比率	0.0%	56.6%	30.0%	30.0%	30.0%
留存收益	39.5	54.8	444.3	489.8	552.8	股息收益率	0.0%	1.0%	0.7%	1.0%	1.4%
股东权益	79.5	94.8	497.8	543.3	606.3						
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	26.2	35.3	45.4	65.0	90.0	EPS(元)	(¥0.49)	(¥0.66)	(¥0.85)	(¥1.22)	(¥1.68)
加: 折旧和摊销	0.4	0.6	2.1	3.4	4.0	BVPS(元)	(¥1.49)	(¥1.77)	(¥9.30)	(¥10.16)	(¥11.33)
资产减值准备	0.5	0.1	-	-	-	PE(X)	76.0	56.2	43.8	30.6	22.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	25.0	21.0	4.0	3.7	3.3
财务费用	-0.2	-	-7.5	-13.2	-13.9	P/FCF	74.8	55.0	182.5	62.8	31.6
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	17.5	16.5	11.8	8.7	6.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	50.8	30.7	19.4
营运资金的变动	-3.8	2.5	-16.4	-16.7	-20.9	CAGR(%)	35.5%	36.5%	34.9%	30.8%	23.6%
经营活动产生现金流量	21.6	38.1	23.5	38.5	59.1	PEG	2.1	1.5	1.3	1.0	0.9
投资活动产生现金流量	6.0	-2.5	-30.1	-20.1	-10.1	ROIC/WACC	12.2	16.7	19.3	8.3	7.9
融资活动产生现金流量	-1.3	-20.1	375.2	-6.3	-13.0	REP	-	-	1.2	1.9	1.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

胡又文，计算机行业分析师，牛津大学金融经济学硕士。2008 年加入安信证券销售交易部，2010 年加入安信证券研究中心。

侯利，电子行业分析师，中国人民大学经济学博士，高级经济师，曾在中国电子信息产业发展研究院从事信息产业研究工作 4 年，2007 年 5 月加盟安信证券。

分析师声明

胡又文、侯利分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	马正南	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034