

全国性市场布局初见成效

前瞻性技术研发储备后劲

- 卫宁软件 2011 年年报、2012 年一季报点评

报告关键点:

- 客户拓展成效显著,三甲医院客户由71家增加至82家
- 全国性市场布局初见成效
- 新技术和新产品储备丰富

报告摘要:

- 业绩概览:** 2011年公司营业收入和净利润分别为1.7亿元和4429.29万元,同比分别增长41.33%和25.31%,全面摊薄后EPS 0.83元,符合预期。2012年一季度公司实现营业收入3677.99万元,净利润636.9万元,同比分别增长20.4%和3.87%,EPS 0.12元,符合预期。
- 客户拓展成效显著。** 上市后,公司的市场形象和品牌影响力大幅提升,加之公司进一步加大研发和营销投入,市场开拓成效显著。2011年公司客户分布全国29个省市自治区,比上年增加了1个省份。公司的三甲医院客户达到82家,比上年增加了11家。全年公司新签订金额100万元以上医疗信息化项目50个,该类合同总金额约1.1亿元,合同数量及金额分别比上年同期增长47.06%和48.67%。2012年一季度公司继续加大业务拓展力度,新签订金额100万元以上医疗信息化项目合同总额2254.5万元,同比增长49.37%。
- 全国性市场布局初见成效。** 2011年公司进一步加大了上海区域以外市场的开拓力度,上海区域营业收入同比增长25.11%,占比由上年的50.80%下降为44.97%;华东其他地区、华南地区、华中地区和华北地区收入分别增长73.87%、144.51%、34.4%和38.2%,这些地区增长快速的主要原因在于,和上海等发达区域相比,国内其他省市医疗信息化建设相对落后,在新医改加强基层医疗服务体系建设的推动下,这些地区的市场需求更为旺盛。
- 新技术和新产品储备丰富。** 云计算、移动互联网、大数据等新技术正在不断地推广应用,未来将深刻地改变医疗信息化行业的技术格局。公司持续追踪行业新需求,注重新技术的研发。公司正在研发的新技术和产品包括SaaS/应用商店模式的医疗软件,基于iPad、iPhone等设备的移动医疗、大数据分析处理系统、临床决策系统等。超前的业务布局增强了公司的综合竞争力,推动公司从单纯的软件开发商向医疗行业整体解决方案提供商的战略转型。
- 下调评级至增持-A。** 我们维持公司2012、2013年1.22和1.68元的盈利预测。考虑到近期创业板估值整体下移,给予公司2012年32倍PE,目标价39.04元,下调评级至增持-A。
- 风险提示:** 行业竞争进一步加剧,新技术、新需求带来的不确定性。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	120.2	169.9	231.9	313.6	429.9
Growth(%)	6.0%	41.3%	36.5%	35.2%	37.1%
净利润	35.3	44.3	65.2	89.8	123.6
Growth(%)	35.1%	25.3%	47.2%	37.8%	37.7%
毛利率(%)	58.1%	60.0%	59.3%	59.7%	59.8%
净利润率(%)	29.4%	26.1%	28.1%	28.6%	28.8%
每股收益(元)	0.66	0.83	1.22	1.68	2.31
每股净资产(元)	1.77	8.94	9.79	10.96	12.58
市盈率	57.7	46.1	31.3	22.7	16.5
市净率	21.5	4.3	3.9	3.5	3.0
净资产收益率(%)	37.3%	9.3%	12.4%	15.3%	18.4%
ROIC(%)	166.8%	200.6%	77.2%	103.1%	106.0%
EV/EBITDA	-	62.3	32.5	21.1	13.7
股息收益率	1.0%	0.0%	1.0%	1.3%	1.8%

评级:

增持-A

上次评级: 买入-A

目标价格:

39.04元

期限: 3个月 上次预测: 42.70元

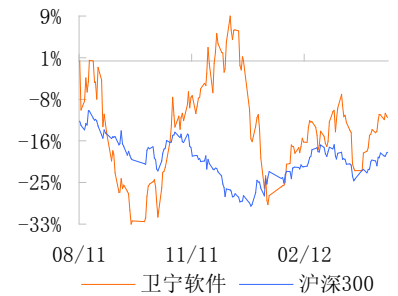
现价(2012年04月26日): 38.00元

报告日期:

2012-04-26

总市值(百万元)	2,033.00
流通市值(百万元)	513.00
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
十大流通股股东(%)	43.18%
股东户数	2,851

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.00	16.70	6.98
绝对收益	2.98	21.79	(11.57)

胡又文

021-68766271
执业证书编号

侯利

010-66581842
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

前期研究成果

卫宁软件: 股权激励保障业绩快速增长	2012-03-16
卫宁软件: 拓展业务领域, 延伸产业链	2012-03-16
卫宁软件: 收入快速增长 费用影响净利润增速	2012-02-28

2011 年收入增长 41.3%，净利润增长 25.3%。2011 年公司实现营业收入 1.70 亿元，同比增长 41.3%；归属于母公司股东净利润为 4400 万元，同比增长 25.3%，对应 EPS 为 0.83 元。

表一 公司报告期利润表

报告期 单位：百万元	1H10	1-3Q10	2010A	1Q11	1H11	1-3Q11	2011A	2011A YoY
	一、营业总收入	44	73	120	31	72	113	170
二、营业总成本	34	55	92	24	52	84	137	49.2%
营业成本	18	29	50	12	28	45	68	34.9%
营业税金及附加	1	1	2	1	2	3	4	47.7%
销售费用	6	10	18	4	10	16	32	75.5%
管理费用	9	16	21	7	11	18	33	60.3%
财务费用	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(1)	(4)	763.1%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	-
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	-
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	-
四、营业利润	10	17	29	7	20	29	33	16.4%
加：营业外收入	3	3	10	0	1	3	16	52.1%
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	-60.7%
五、利润总额	13	21	39	7	21	32	49	25.9%
减：所得税	2	3	4	1	3	5	5	31.7%
六、净利润	11	18	35	6	18	27	44	25.3%
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	-
归属于母公司净利润	11	18	35	6	18	27	44	25.3%
每股收益（按最新股本）	0.20	0.33	0.66	0.11	0.33	0.50	0.83	25.3%

报告期	1H2010	1-3Q10	2010A	1Q11	1H11	1-3Q11	2011A	2011A YoY
	毛利率	58.08%	58.89%	56.12%	59.09%	58.56%	57.57%	57.94%
期间费用率	32.50%	34.41%	32.17%	35.89%	29.09%	29.50%	36.27%	4.10%
其中：销售费用率	12.62%	13.19%	15.38%	14.69%	13.81%	14.29%	19.10%	3.72%
管理费用率	20.09%	21.44%	17.17%	21.72%	15.72%	15.89%	19.48%	2.31%
财务费用率	-0.21%	-0.21%	-0.38%	-0.51%	-0.44%	-0.67%	-2.30%	-1.93%
营业利润率	23.23%	23.60%	23.86%	23.02%	27.95%	25.67%	19.65%	-4.20%
所得税率	15.25%	14.21%	9.27%	14.11%	15.51%	15.25%	9.70%	0.43%
净利润率	24.65%	24.29%	29.40%	20.07%	24.47%	23.88%	26.07%	-3.33%
营业收入同比增速	0.00%	0.00%	6.02%	0.00%	62.41%	55.72%	41.33%	
净利润同比增速	0.00%	0.00%	35.10%	0.00%	61.19%	53.13%	25.31%	

数据来源：WIND，安信证券研究中心

四季度单季收入增长 19.5%，净利润下降 2.3%。2011 年第四季度公司实现营业收入 5700 万元，同比增长 19.5%，环比增长 39.0%；归属于母公司股东净利润 1700 万元，同比下降 2.3%，环比增长 84.8%，对应 EPS 为 0.32 元。

表二 公司单季度利润表

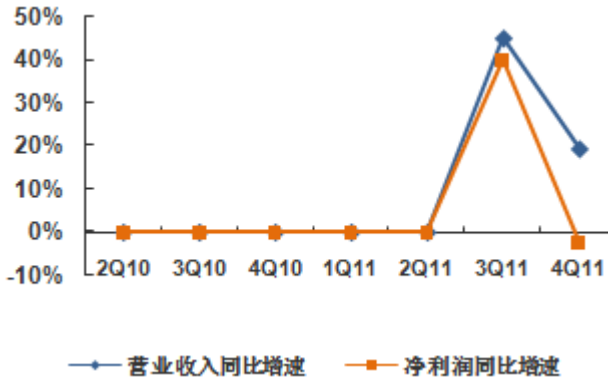
单季度 单位：百万元	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	4Q11	
								YoY	QoQ
一、营业总收入	0	28	48	31	41	41	57	19.5%	39.0%
二、营业总成本	0	21	36	24	28	32	53	45.6%	63.8%
营业成本	0	11	21	12	16	17	23	4.8%	30.1%
营业税金及附加	0	0	1	1	1	1	1	-27.6%	27.7%
销售费用	0	4	9	4	5	6	16	82.8%	163.0%
管理费用	0	7	5	7	5	7	15	197.3%	128.4%
财务费用	0	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(3)	953.5%	615.8%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	-	-
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	-	-
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	-	-
四、营业利润	0	7	12	7	13	9	4	-61.9%	-50.4%
加：营业外收入	0	1	7	0	1	2	13	86.4%	508.8%
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	-60.7%	#DIV/0!
五、利润总额	0	8	18	7	14	11	17	-6.5%	56.6%
减：所得税	0	1	1	1	2	2	(0)	-113.9%	-106.0%
六、净利润	0	7	18	6	11	9	17	-2.3%	84.8%
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	-	-
归属于母公司净利润	0	7	18	6	11	9	17	-2.3%	84.8%
每股收益（按最新股本）	0.00	0.13	0.33	0.11	0.21	0.18	0.32	-2.3%	84.8%

单季度 单位：百万元	2Q10	3Q10	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	4Q11	
								YoY	QoQ
毛利率	-	60.15%	51.92%	59.09%	58.17%	55.82%	58.67%	6.74%	2.84%
期间费用率	-	37.42%	28.77%	35.89%	24.06%	30.23%	49.68%	20.91%	19.45%
其中：销售费用率	-	14.08%	18.71%	14.69%	13.16%	15.12%	28.62%	9.91%	13.50%
管理费用率	-	23.56%	10.69%	21.72%	11.28%	16.18%	26.59%	15.91%	10.41%
财务费用率	-	-0.22%	-0.63%	-0.51%	-0.39%	-1.07%	-5.53%	-4.91%	-4.46%
营业利润率	-	24.17%	24.25%	23.02%	31.60%	21.67%	7.73%	-16.52%	-13.94%
所得税率	-	12.44%	3.78%	14.11%	16.24%	14.77%	-0.56%	-4.34%	-15.33%
净利润率	-	23.71%	37.17%	20.07%	27.72%	22.85%	30.40%	-6.77%	7.54%
营业收入同比增速	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	45.25%	19.46%		
净利润同比增速	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	40.00%	-2.31%		

数据来源：WIND，安信证券研究中心

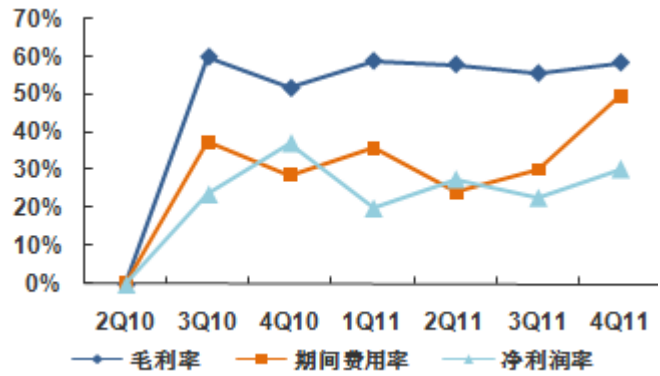
四季度毛利率同比上升 6.74%，期间费用率同比上升 20.91%。2011 年第四季度公司综合毛利率为 58.67%，同比上升 6.74 个百分点，环比上升 2.84 个百分点；销售费用率为 28.62%，同比上升 9.91 个百分点，环比上升 13.50 个百分点；管理费用率为 26.59%，同比上升 15.91 个百分点，环比上升 10.41 个百分点。

图1 单季度营业收入及净利润增长趋势



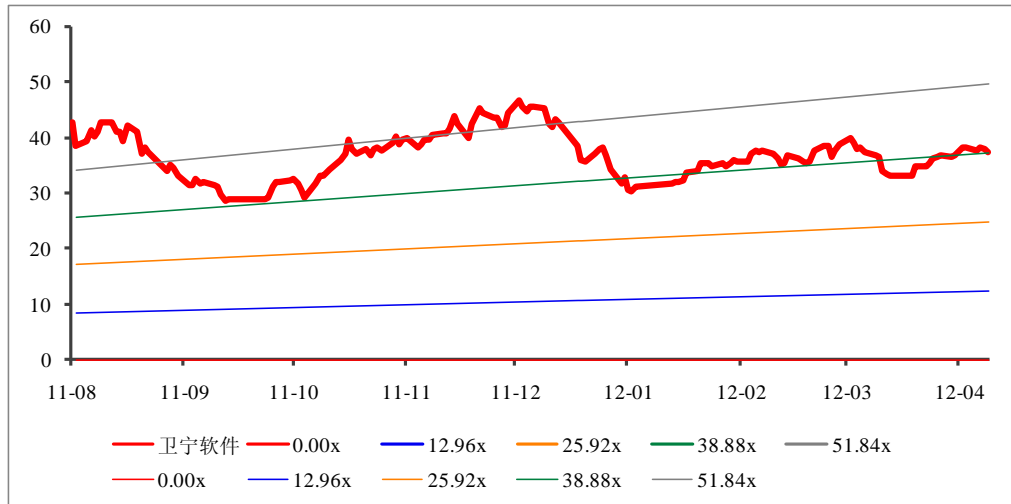
数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图2 单季度利润率变化趋势



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

图3 公司的 PE Band



数据来源: WIND, 安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2012-04-27		
利润表						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	2010	2011	2012E	2013E	2014E	成长性	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
营业成本	50.3	67.9	94.4	126.4	172.8	营业收入增长率	6.0%	41.3%	36.5%	35.2%	37.1%	
营业税费	2.4	3.6	4.6	6.3	8.6	营业利润增长率	67.6%	16.4%	72.9%	43.4%	44.2%	
销售费用	18.5	32.4	41.7	53.3	68.8	净利润增长率	35.1%	25.3%	47.2%	37.8%	37.7%	
管理费用	20.6	33.1	44.1	56.4	73.1	EBITDA 增长率	66.6%	5.5%	61.3%	50.4%	48.0%	
财务费用	-0.5	-3.9	-10.7	-11.6	-12.8	EBIT 增长率	67.2%	4.4%	59.7%	51.2%	49.8%	
资产减值损失	0.1	3.5	-	-	-	NOPLAT 增长率	34.5%	15.7%	37.9%	42.5%	41.3%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-3.8%	258.5%	6.7%	37.5%	24.7%	
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	19.3%	404.3%	9.5%	12.0%	14.8%	
营业利润	28.7	33.4	57.7	82.8	119.4	利润率						
加: 营业外净收支	10.3	15.7	15.5	17.0	18.0	毛利率	58.1%	60.0%	59.3%	59.7%	59.8%	
利润总额	39.0	49.0	73.2	99.8	137.4	营业利润率	23.9%	19.7%	24.9%	26.4%	27.8%	
减: 所得税	3.6	4.8	8.1	10.0	13.7	净利润率	29.4%	26.1%	28.1%	28.6%	28.8%	
净利润	35.3	44.3	65.2	89.8	123.6	EBITDA/营业收入	24.0%	17.9%	21.2%	23.5%	25.4%	
EBIT/营业收入	23.5%	17.3%	20.3%	22.7%	24.8%							
货币资金	74.7	405.9	446.7	480.7	541.2	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	8	19	32	36	28	
应收账款	34.3	82.7	73.1	98.8	135.4	流动营业资本周转天数	55	78	78	62	66	
应收票据	0.9	1.2	0.6	0.9	1.2	流动资产周转天数	304	653	799	639	532	
预付账款	2.6	2.8	2.8	2.8	2.8	应收帐款周转天数	79	94	89	73	72	
存货	0.4	8.5	0.8	1.0	1.4	存货周转天数	4	9	7	1	1	
其他流动资产	-	2.4	2.4	2.4	2.4	总资产周转天数	316	677	841	684	568	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	61	98	116	105	100	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	37.3%	9.3%	12.4%	15.3%	18.4%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	30.0%	8.5%	11.6%	14.3%	17.0%	
固定资产	3.5	14.4	27.5	34.9	32.3	ROIC	166.8%	200.6%	77.2%	103.1%	106.0%	
在建工程	-	-	-	-	-	费用率						
无形资产	0.2	0.4	0.5	0.5	0.6	销售费用率	15.4%	19.1%	18.0%	17.0%	16.0%	
其他非流动资产	1.3	2.9	7.5	8.0	8.5	管理费用率	17.2%	19.5%	19.0%	18.0%	17.0%	
资产总额	117.8	521.2	561.8	630.0	725.8	财务费用率	-0.4%	-2.3%	-4.6%	-3.7%	-3.0%	
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	32.2%	36.3%	32.4%	31.3%	30.0%	
应付账款	4.0	15.3	5.7	7.3	11.9	偿债能力						
应付票据	0.8	5.3	5.2	6.9	9.5	资产负债率	19.5%	8.3%	6.8%	6.9%	7.3%	
其他流动负债	16.3	20.6	25.3	27.3	29.3	负债权益比	24.2%	9.0%	7.3%	7.4%	7.8%	
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	5.34	12.23	14.56	14.14	13.50	
其他非流动负债	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	速动比率	5.32	12.02	14.54	14.11	13.47	
负债总额	23.0	43.1	38.1	43.5	52.7	利息保障倍数	62.26	7.53	4.42	6.14	8.35	
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标						
股本	40.0	53.5	53.5	53.5	53.5	DPS(元)	0.37	-	0.37	0.50	0.69	
留存收益	54.8	424.6	470.2	533.1	619.6	分红比率	56.6%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%	
股东权益	94.8	478.1	523.7	586.6	673.1	股息收益率	1.0%	0.0%	1.0%	1.3%	1.8%	
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E	
净利润	35.3	44.3	65.2	89.8	123.6	EPS(元)	0.66	0.83	1.22	1.68	2.31	
加: 折旧和摊销	0.6	0.9	2.0	2.6	2.6	BVPS(元)	1.77	8.94	9.79	10.96	12.58	
资产减值准备	0.1	3.5	-	-	-	PE(X)	57.7	46.1	31.3	22.7	16.5	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	21.5	4.3	3.9	3.5	3.0	
财务费用	-	-	-10.7	-11.6	-12.8	P/FCF	56.5	-263.9	33.8	33.5	20.9	
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	17.0	12.0	8.8	6.5	4.7	
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	62.3	32.5	21.1	13.7	
营运资金的变动	2.5	-46.5	13.3	-21.4	-28.6	CAGR(%)	36.5%	40.8%	35.1%	33.8%	30.1%	
经营活动产生现金流量	38.1	4.6	69.8	59.5	84.9	PEG	1.6	1.1	0.9	0.7	0.5	
投资活动产生现金流量	-2.5	-13.7	-20.1	-10.1	-0.1	ROIC/WACC						
融资活动产生现金流量	-20.1	340.5	-8.9	-15.3	-24.3	REP						

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，计算机行业高级分析师，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	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113593	mazn@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