

新签订单形势喜人

—卫宁软件 2012 年中报点评

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

25.20 元

期限: 6 个月 上次预测: 19.48 元

现价(2012 年 08 月 07 日): 22.88 元

报告日期:

2012-08-08

报告关键点:

- 收入同比增长28.64%，净利润同比增长6.52%，符合预期
- 上半年新签100万元以上合同总金额约8,669.49万元，接近去年全年
- 政策不断催化，医疗信息化需求旺盛

报告摘要:

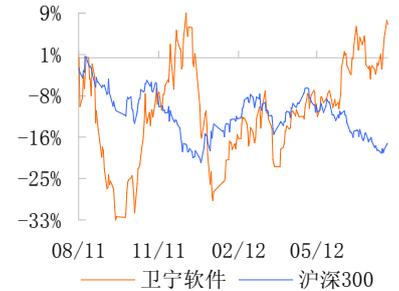
- 业绩符合预期。**2012年上半年公司实现营业收入9,246.73万元，同比增长28.64%；实现净利润1,873.52万元，同比增长6.52%，EPS0.18元，符合预期。
- 新签订单形势喜人。**公司上市后加快了在全国各地的扩张步伐，势头强劲。上半年公司新签订多个金额100万元以上医疗卫生信息化项目，客户包括上海市金山区卫生局、上海交通大学附属第六人民医院、内蒙古自治区医院、广州市卫生局、合肥市卫生局等，该类合同总金额约8,669.49万元，同比增长近100%。
- 公司正处于快速扩张期，费用增长较快。**上半年公司的销售费用、管理费用分别同比增长96.23%和69.14%，主要由于人工成本、差旅费等相应的营业成本增加。公司目前正处于快速扩张期，下半年将进入各地招投标高峰，预计销售和管理费用仍会保持较高增速。
- 人工成本上升导致毛利率有所下滑，下半年有望改善。**上半年公司的毛利率为54.23%，比上年同期下降了6.72%。其中，技术服务业务毛利率为59.77%，比去年同期下降了14.38%，主要是由于服务人员的增加以及人工成本的上升。上半年公司新增员工约100人，接近去年全年新增员工人数，预计下半年员工招聘速度将有所放缓，毛利率有望恢复。
- 政策不断催化，医疗信息化需求旺盛。**2012年6月，卫生部、国家中医药管理局联合发布《关于加强卫生信息化建设的指导意见》，要求进一步加强卫生信息化建设。此前卫生部已经出台了包括公立医院改革信息化、关于公立医院改革国家联系试点城市信息系统建设项目、中西部地区村卫生室信息化建设项目等诸多的规范、政策及试点项目，加速了行业对医疗信息化产品的需求。根据IDC的预测，2011至2016年国内医疗信息化市场的年均复合增长率为18.4%，高于中国其他行业IT市场的平均增速。
- 盈利预测与投资建议：**我们下调公司2012、2013年EPS至0.58和0.84元。医疗信息化行业处于高景气度，公司在手订单充裕，业绩增长确定性高，我们给予公司2013年30倍PE，目标价25.2元，维持“增持-A”评级。
- 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	237.8	317.7	420.9
Growth(%)	6.0%	41.3%	39.9%	33.6%	32.5%
净利润	35.3	44.3	62.3	89.5	125.2
Growth(%)	35.1%	25.3%	40.6%	43.7%	39.9%
毛利率(%)	58.1%	60.0%	58.0%	57.7%	57.7%
净利润率(%)	29.4%	26.1%	26.2%	28.2%	29.7%
每股收益(元)	0.33	0.41	0.58	0.84	1.17
每股净资产(元)	0.89	4.47	4.88	5.46	6.28
市盈率	69.3	55.3	39.3	27.4	19.6
市净率	25.8	5.1	4.7	4.2	3.6
净资产收益率(%)	37.3%	9.3%	11.9%	15.3%	18.6%
ROIC(%)	166.8%	200.6%	73.5%	84.1%	86.1%
EV/EBITDA	-	62.3	49.8	32.0	21.2

总市值(百万元)	2,448.16
流通市值(百万元)	617.76
总股本(百万股)	107.00
流通股本(百万股)	27.00
12个月最低/最高	18.50/48.80 元
十大流通股股东(%)	21.59%
股东户数	

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.89	27.27	24.28
绝对收益	2.50	15.17	6.73

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：全国性市场布局初见成效前
瞻性技术研发储备后劲

2012-04-26

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

2012年上半年收入增长28.6%，净利润增长4.7%。2012年上半年公司实现营业收入0.92亿元，同比增长28.6%，环比增长151.4%；归属于母公司股东净利润为1900万元，同比增长6.5%，环比增长194.2%，对应EPS为0.18元。

表一 公司报告期利润表

报告期 单位：百万元	2010A	1Q11	1H11	1-3Q11	2011A	1Q12	1H12	1H12	1H12
								YoY	QoQ
一、营业总收入	120	31	72	113	170	37	92	28.6%	151.4%
二、营业总成本	92	24	52	84	137	34	79	52.8%	135.6%
营业成本	50	12	28	45	68	23	42	50.8%	85.7%
营业税金及附加	2	1	2	3	4	1	1	-16.9%	181.1%
销售费用	18	4	10	16	32	6	19	96.2%	219.2%
管理费用	21	7	11	18	33	9	19	69.1%	122.8%
财务费用	(0)	(0)	(0)	(1)	(4)	(4)	(5)	1436.2%	33.3%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	#DIV/0!	#DIV/0!
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	#DIV/0!	#DIV/0!
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	#DIV/0!	#DIV/0!
四、营业利润	29	7	20	29	33	3	13	-33.7%	318.0%
加：营业外收入	10	0	1	3	16	4	8	969.8%	93.1%
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	#DIV/0!	352.1%
五、利润总额	39	7	21	32	49	7	21	0.5%	192.1%
减：所得税	4	1	3	5	5	1	3	-22.2%	215.2%
六、净利润	35	6	18	27	44	6	18	4.7%	189.2%
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	(0)	#DIV/0!	#DIV/0!
归属于母公司净利润	35	6	18	27	44	6	19	6.5%	194.2%
每股收益（按最新股本）	0.33	0.06	0.16	0.25	0.41	0.06	0.18	6.5%	194.2%

报告期	2010A	1Q11	1H11	1-3Q11	2011A	1Q12	1H12	1H12	1H12
								YoY	QoQ
毛利率	56.12%	59.09%	58.56%	57.57%	57.94%	36.66%	52.69%	-5.87%	16.03%
期间费用率	32.17%	35.89%	29.09%	29.50%	36.27%	29.99%	36.47%	7.38%	6.48%
其中：销售费用率	15.38%	14.69%	13.81%	14.29%	19.10%	16.59%	21.07%	7.26%	4.47%
管理费用率	17.17%	21.72%	15.72%	15.89%	19.48%	23.32%	20.67%	4.95%	-2.66%
财务费用率	-0.38%	-0.51%	-0.44%	-0.67%	-2.30%	-9.93%	-5.26%	-4.82%	4.66%
营业利润率	23.86%	23.02%	27.95%	25.67%	19.65%	8.66%	14.40%	-13.55%	5.74%
所得税率	9.27%	14.11%	15.51%	15.25%	9.70%	11.12%	12.00%	-3.51%	0.88%
净利润率	29.40%	20.07%	24.47%	23.88%	26.07%	17.32%	19.92%	-4.55%	2.60%
营业收入同比增速	6.02%	0.00%	62.41%	55.72%	41.33%	20.40%	28.64%		
净利润同比增速	35.10%	0.00%	61.19%	53.13%	25.31%	3.87%	6.52%		

数据来源：WIND，安信证券研究中心

二季度单季收入增长 34.7%，净利润增长 5.2%。2012 年第二季度公司实现营业收入 0.56 亿元，同比增长 34.7%，环比增长 51.4%；归属于母公司股东净利润 1200 万元，同比上升 7.9%，环比增长 94.2%，对应 EPS 为 0.12 元。

表二 公司单季度利润表

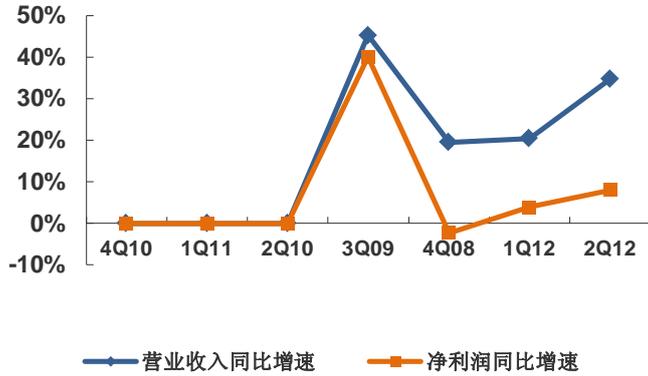
单季度 单位：百万元	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	2Q12	
								YoY	QoQ
一、营业总收入	48	31	41	41	57	37	56	34.7%	51.4%
二、营业总成本	36	24	28	32	53	34	46	61.1%	35.6%
营业成本	21	12	16	17	23	23	20	20.2%	-14.3%
营业税金及附加	1	1	1	1	1	1	1	-11.9%	81.1%
销售费用	9	4	5	6	16	6	13	145.9%	119.2%
管理费用	5	7	5	7	15	9	11	125.8%	22.8%
财务费用	(0)	(0)	(0)	(0)	(3)	(4)	(1)	659.7%	-66.7%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	#DIV/0!	#DIV/0!
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	#DIV/0!	#DIV/0!
投资收益	0	0	0	0	0	0	0	#DIV/0!	#DIV/0!
四、营业利润	12	7	13	9	4	3	10	-22.5%	218.0%
加：营业外收入	7	0	1	2	13	4	4	506.6%	-6.9%
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	#DIV/0!	252.1%
五、利润总额	18	7	14	11	17	7	14	0.6%	92.1%
减：所得税	1	1	2	2	(0)	1	2	-22.8%	115.2%
六、净利润	18	6	11	9	17	6	12	5.2%	89.2%
减：少数股东损益	0	0	0	0	0	0	(0)	#DIV/0!	#DIV/0!
归属于母公司净利润	18	6	11	9	17	6	12	7.9%	94.2%
每股收益（按最新股本）	0.17	0.06	0.11	0.09	0.16	0.06	0.12	7.9%	94.2%

单季度 单位：百万元	4Q10	1Q11	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12	2Q12	
								YoY	QoQ
毛利率	51.92%	59.09%	58.17%	55.82%	58.67%	36.66%	63.28%	5.11%	26.62%
期间费用率	28.77%	35.89%	24.06%	30.23%	49.68%	29.99%	40.75%	16.69%	10.76%
其中：销售费用率	18.71%	14.69%	13.16%	15.12%	28.62%	16.59%	24.02%	10.86%	7.43%
管理费用率	10.69%	21.72%	11.28%	16.18%	26.59%	23.32%	18.91%	7.63%	-4.41%
财务费用率	-0.63%	-0.51%	-0.39%	-1.07%	-5.53%	-9.93%	-2.19%	-1.80%	7.74%
营业利润率	24.25%	23.02%	31.60%	21.67%	7.73%	8.66%	18.19%	-13.41%	9.53%
所得税率	3.78%	14.11%	16.24%	14.77%	-0.56%	11.12%	12.46%	-3.78%	1.34%
净利润率	37.17%	20.07%	27.72%	22.85%	30.40%	17.32%	21.64%	-6.08%	4.32%
营业收入同比增速	0.00%	0.00%	0.00%	45.25%	19.46%	20.40%	34.72%		
净利润同比增速	0.00%	0.00%	0.00%	40.00%	-2.31%	3.87%	7.94%		

数据来源：WIND，安信证券研究中心

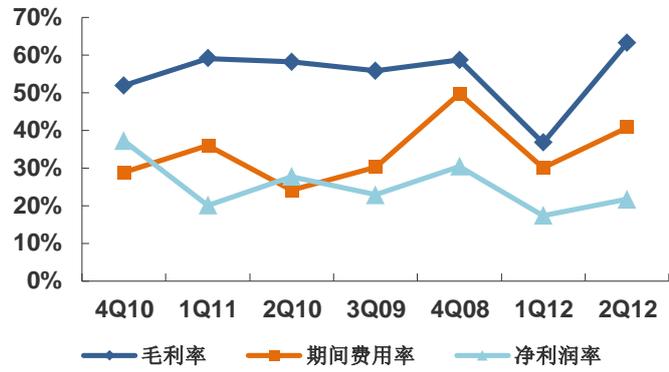
二季度毛利率同比上升 5.11%，期间费用率同比上升 16.69%。2012 年第二季度公司综合毛利率为 63.28%，同比上升 5.11 个百分点，环比增长 26.62 个百分点；销售费用率为 24.02%，同比上升 10.86 个百分点，环比上升 7.43 个百分点；管理费用率为 18.91%，同比上升 7.63 个百分点，环比下降 4.41 个百分点。

图 1 单季度营业收入及净利润增长趋势



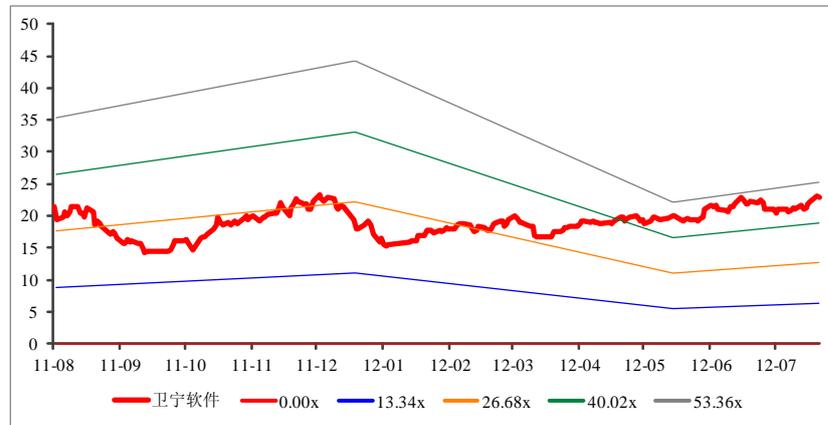
数据来源: WIND, 安信证券研究中心

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 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			
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	120.2	169.9	237.8	317.7	420.9	成长性					
减: 营业成本	50.3	67.9	99.9	134.4	178.1	营业收入增长率	6.0%	41.3%	39.9%	33.6%	32.5%
营业税费	2.4	3.6	4.8	6.4	8.4	营业利润增长率	67.6%	16.4%	44.4%	44.0%	42.7%
销售费用	18.5	32.4	46.4	58.8	75.8	净利润增长率	35.1%	25.3%	40.6%	43.7%	39.9%
管理费用	20.6	33.1	48.9	59.7	71.6	EBITDA 增长率	66.6%	5.5%	33.3%	53.8%	47.0%
财务费用	-0.5	-3.9	-10.3	-11.0	-11.9	EBIT 增长率	67.2%	4.4%	28.7%	54.1%	49.1%
资产减值损失	0.1	3.5	-	-	-	NOPLAT 增长率	34.5%	15.7%	31.3%	50.1%	43.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-3.8%	258.5%	31.2%	40.4%	26.4%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	19.3%	404.3%	9.1%	12.0%	15.0%
营业利润	28.7	33.4	48.2	69.4	99.1	利润率					
加: 营业外净收支	10.3	15.7	21.0	30.0	40.0	毛利率	58.1%	60.0%	58.0%	57.7%	57.7%
利润总额	39.0	49.0	69.2	99.4	139.1	营业利润率	23.9%	19.7%	20.3%	21.9%	23.5%
减: 所得税	3.6	4.8	6.9	9.9	13.9	净利润率	29.4%	26.1%	26.2%	28.2%	29.7%
净利润	35.3	44.3	62.3	89.5	125.2	EBITDA/营业收入	24.0%	17.9%	17.1%	19.6%	21.8%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	23.5%	17.3%	16.0%	18.4%	20.7%
货币资金	74.7	405.9	437.1	461.4	514.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	8	19	39	51	48
应收帐款	34.3	82.7	74.9	100.1	132.6	流动营业资本周转天数	55	78	82	71	76
应收票据	0.9	1.2	1.0	0.9	1.2	流动资产周转天数	304	653	774	616	523
预付帐款	2.6	2.8	2.8	2.8	2.8	应收帐款周转天数	79	94	88	73	74
存货	0.4	8.5	0.8	1.1	1.5	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	821	676	578
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	61	98	126	129	129
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	37.3%	9.3%	11.9%	15.3%	18.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	30.0%	8.5%	11.1%	14.2%	17.3%
固定资产	3.5	14.4	36.8	53.0	58.5	ROIC	166.8%	200.6%	73.5%	84.1%	86.1%
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%	19.5%	18.5%	18.0%
其他非流动资产	1.3	2.9	7.0	7.5	8.0	管理费用率	17.2%	19.5%	20.6%	18.8%	17.0%
资产总额	117.8	521.2	563.3	629.7	721.5	财务费用率	-0.4%	-2.3%	-4.3%	-3.5%	-2.8%
短期债务	-	-	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	32.2%	36.3%	35.7%	33.8%	32.2%
应付帐款	4.0	15.3	6.3	8.1	10.2	偿债能力					
应付票据	0.8	5.3	-	-	-	资产负债率	19.5%	8.3%	7.4%	7.2%	6.9%
其他流动负债	16.3	20.6	23.3	25.3	27.3	负债权益比	24.2%	9.0%	8.0%	7.8%	7.4%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	5.34	12.23	13.11	13.10	13.76
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	13.09	13.08	13.73
负债总额	23.0	43.1	41.6	45.4	49.5	利息保障倍数	62.26	7.53	3.69	5.32	7.30
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	40.0	53.5	107.0	107.0	107.0	DPS(元)	0.19	-	0.17	0.25	0.35
留存收益	54.8	424.6	414.7	477.3	564.9	分红比率	56.6%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	94.8	478.1	521.7	584.3	671.9	股息收益率	0.8%	0.0%	0.8%	1.1%	1.5%
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	62.3	89.5	125.2	EPS(元)	0.33	0.41	0.58	0.84	1.17
加: 折旧和摊销	0.6	0.9	2.6	3.9	4.5	BVPS(元)	0.89	4.47	4.88	5.46	6.28
资产减值准备	0.1	3.5	-	-	-	PE(X)	69.3	55.3	39.3	27.4	19.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	25.8	5.1	4.7	4.2	3.6
财务费用	-	-	-10.3	-11.0	-11.9	P/FCF	67.7	-316.6	49.1	47.8	27.2
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	20.4	14.4	10.3	7.7	5.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	62.3	49.8	32.0	21.2
营运资金的变动	2.5	-46.5	5.0	-22.0	-29.5	CAGR(%)	36.3%	41.4%	36.7%	33.3%	27.1%
经营活动产生现金流量	38.1	4.6	59.6	60.4	88.2	PEG	1.9	1.3	1.1	0.8	0.7
投资活动产生现金流量	-2.5	-13.7	-30.1	-20.1	-10.1	ROIC/WACC	16.7	20.1	7.4	8.4	8.6
融资活动产生现金流量	-20.1	340.5	1.6	-15.9	-25.6	REP	-	1.3	2.9	1.8	1.3

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

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@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
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@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