

评级：买入 维持评级

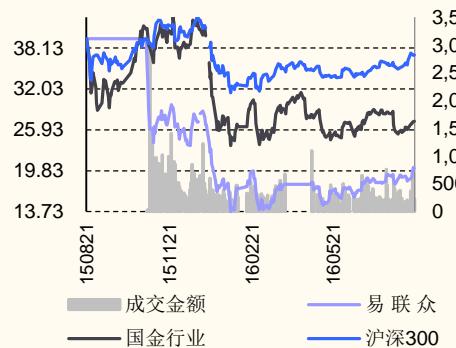
公司点评

市场价格（人民币）：20.20元
目标价格（人民币）：30.00-40.00元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

| | |
|---------------|-------------|
| 已上市流通 A股(百万股) | 372.93 |
| 总市值(百万元) | 8,686.00 |
| 年内股价最高最低(元) | 39.55/13.73 |
| 沪深 300 指数 | 3365.02 |
| 人民币(元) | |
| 成交金额(百万元) | |

**相关报告**

- 1.《易联众公司点评》，2016.7.11
- 2.《易联众公司点评-大股东增持，彰显公司发力医疗大数据信心和决心》，2016.6.23
- 3.《新模式、新起点、新空间-易联众公司深度报告》，2016.4.26

公司基本情况(人民币)

| 项目 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.109 | 0.054 | 0.303 | 0.541 | 0.724 |
| 每股净资产(元) | 1.59 | 1.65 | 1.99 | 2.61 | 3.44 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.15 | 0.13 | 0.24 | 0.50 | 0.68 |
| 市盈率(倍) | 89.75 | 489.50 | 66.66 | 37.37 | 27.91 |
| 行业优化市盈率(倍) | 88.55 | 202.40 | 151.55 | 151.55 | 151.55 |
| 净利润增长率(%) | 16.08% | -50.05% | 537.04% | 78.37% | 33.90% |
| 净资产收益率(%) | 6.88% | 3.31% | 17.41% | 24.08% | 24.38% |
| 总股本(百万股) | 430.00 | 430.00 | 492.50 | 492.50 | 492.50 |

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

■ 公司 8 月 21 日发布中期业绩，上半年实现营业收入 18,648 万元，同比增长 5.12%，主要得益于定制软件及 IC 卡营收同比增长 13.3%；毛利率 49.5%，同比下降 1.1%；归属母公司净利为 126.8 万元，同比下降 1,017 万元，比率达 88.9%。

点评

- **业绩符合预期，坐等新业务带来高增长：**净利润大幅下滑主要因为公司上半年加大医疗卫生、大数据、产业金融等领域的投入，部分运营型项目处于投入期，人员规模增长较快，致使公司管理费用较上年增长较快，1H16 管理费用同比增加 1,543 万元，虽然销售费用同比下降 12.0%，但两项费用总体同比上升了 1,351 万元，侵蚀了大部分利润。我们认为未来公司传统业务保持稳定，随着下半年公司区域医疗业务快速增长，全年来看公司业绩有望实现高速增长。
- **三明模式效果显著，异地推广保证公司业绩高增长：**“三明模式”能有效地解决地方医保基金的亏空问题，同时缓解了居民看病难、看病贵的现象，考虑到三明模式显著的效果，国务院已发文向全国推广。公司作为“三明模式”背后的整体信息化解决方案承建商，在“三明模式”异地推广中将率先受益，预计今年公司能够拿到 4 个地级市的订单，保证公司业绩实现高增长。
- **占领医疗与社保数据，实现商业模式向医疗大数据服务转变。**公司占领山西、安徽、福建、广东、广西以及湖南等地近 1 亿的社保用户，占领社保用户保险缴纳、收入状况以及就医支付数据，能够掌握用户的收入与身体状况，在征信领域变现价值极大。公司是“三明模式”系统信息承建商，国务院发文向全国推广的背景下，公司有望占领多地区域医疗平台，占领整个地区医疗数据，实现向健康大数据服务商的转变。加上公司募投四大平台以及公司 2016 年上半年先后成立 11 家子公司，打造从医疗、社保数据到大数据分析再到具体医药、金融、保险等场景的变现的商业闭环，市值成长空间巨大。

投资建议与风险提示

- 我们预计公司 2016/17/18E EPS 分别为 0.30/0.54/0.72 元，三年复合增长率为 54.6%。考虑到公司募投项目未来异地复制和扩张的潜力以及大数据的变现潜力，同时对标行业内动态市盈率最低的卫宁健康，我们给予公司

宁远贵 联系人
(8621)61038200
ningyuangui@gjzq.com.cn

丁宁 联系人
(8621)60230211
dingning@gjzq.com.cn

魏立 分析师 SAC 执业编号：S1130516010008
(8621)60230244
weili1@gjzq.com.cn

2016 年目标市盈率 100x，目标价 30-40 元，长远来看，公司市值具备翻倍空间，维持“买入”评级。

- **风险提示：**“三明医改”推行不如预期；募投项目建设收益不达预期；管理费用占比进一步增长。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营业务收入 | 301 | 402 | 374 | 760 | 1,229 | 1,596 |
| 增长率 | 33.6% | -7.0% | 103.1% | 61.7% | 29.9% | |
| 主营业务成本 | -149 | -216 | -192 | -303 | -448 | -561 |
| %销售收入 | 49.6% | 53.7% | 51.3% | 39.8% | 36.4% | 35.1% |
| 毛利 | 152 | 186 | 182 | 457 | 781 | 1,036 |
| %销售收入 | 50.4% | 46.3% | 48.7% | 60.2% | 63.6% | 64.9% |
| 营业税金及附加 | -3 | -3 | -3 | -6 | -9 | -12 |
| %销售收入 | 1.0% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.7% | 0.7% |
| 营业费用 | -26 | -33 | -36 | -62 | -101 | -135 |
| %销售收入 | 8.5% | 8.2% | 9.6% | 8.2% | 8.3% | 8.5% |
| 管理费用 | -91 | -113 | -136 | -237 | -394 | -520 |
| %销售收入 | 30.4% | 28.1% | 36.2% | 31.2% | 32.1% | 32.6% |
| 息税前利润(EBIT) | 32 | 37 | 8 | 153 | 277 | 370 |
| %销售收入 | 10.6% | 9.2% | 2.2% | 20.1% | 22.5% | 23.2% |
| 财务费用 | 7 | 6 | 6 | 10 | 14 | 20 |
| %销售收入 | -2.3% | -1.5% | -1.7% | -1.3% | -1.1% | -1.3% |
| 资产减值损失 | -6 | -7 | -6 | -4 | -1 | -1 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 2 | 2 | 9 | 2 | 2 | 2 |
| %税前利润 | 4.5% | 3.5% | 37.2% | 1.1% | 0.6% | 0.5% |
| 营业利润 | 35 | 38 | 17 | 161 | 291 | 391 |
| 营业利润率 | 11.5% | 9.4% | 4.5% | 21.2% | 23.7% | 24.5% |
| 营业外收支 | 13 | 12 | 7 | 14 | 22 | 28 |
| 税前利润 | 47 | 50 | 24 | 176 | 313 | 419 |
| 利润率 | 15.7% | 12.5% | 6.3% | 23.1% | 25.5% | 26.3% |
| 所得税 | -9 | -6 | -5 | -26 | -47 | -63 |
| 所得税率 | 18.8% | 11.8% | 21.1% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润 | 38 | 44 | 19 | 149 | 266 | 356 |
| 少数股东损益 | -2 | -3 | -5 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司的净利润 | 40 | 47 | 23 | 149 | 266 | 356 |
| 净利率 | 13.4% | 11.7% | 6.3% | 19.6% | 21.7% | 22.3% |

现金流量表（人民币百万元）

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 净利润 | 38 | 44 | 19 | 149 | 266 | 356 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 21 | 28 | 34 | 27 | 27 | 25 |
| 非经营收益 | -10 | -5 | -15 | -13 | -15 | -31 |
| 营运资金变动 | -20 | -5 | 17 | -42 | -30 | -16 |
| 经营活动现金净流 | 31 | 62 | 55 | 121 | 248 | 334 |
| 资本开支 | -47 | -31 | -24 | -7 | 22 | 28 |
| 投资 | 0 | 0 | -9 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -45 | 24 | 22 | 2 | 2 | 2 |
| 投资活动现金净流 | -91 | -7 | -11 | -5 | 24 | 30 |
| 股权募资 | 2 | 2 | 41 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -2 | -2 | -2 | -2 | 0 | 0 |
| 其他 | -18 | -23 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金净流 | -17 | -23 | 37 | -2 | 0 | 0 |
| 现金净流量 | -78 | 32 | 81 | 114 | 272 | 365 |

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 392 | 396 | 424 | 537 | 809 | 1,174 |
| 应收账款 | 197 | 240 | 219 | 362 | 490 | 567 |
| 存货 | 58 | 76 | 86 | 88 | 117 | 129 |
| 其他流动资产 | 21 | 11 | 9 | 8 | 11 | 14 |
| 流动资产 | 668 | 723 | 737 | 995 | 1,427 | 1,883 |
| %总资产 | 82.6% | 80.8% | 79.6% | 84.4% | 90.5% | 93.7% |
| 长期投资 | 4 | 5 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 固定资产 | 96 | 114 | 108 | 117 | 97 | 78 |
| %总资产 | 11.8% | 12.7% | 11.7% | 10.0% | 6.2% | 3.9% |
| 无形资产 | 33 | 40 | 44 | 33 | 28 | 23 |
| 非流动资产 | 141 | 172 | 189 | 184 | 150 | 126 |
| %总资产 | 17.4% | 19.2% | 20.4% | 15.6% | 9.5% | 6.3% |
| 资产总计 | 809 | 895 | 926 | 1,179 | 1,577 | 2,009 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 111 | 157 | 157 | 228 | 319 | 364 |
| 其他流动负债 | 27 | 46 | 43 | 77 | 118 | 149 |
| 流动负债 | 138 | 204 | 202 | 305 | 437 | 513 |
| 长期贷款 | 7 | 5 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 其他长期负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 145 | 209 | 203 | 306 | 438 | 514 |
| 普通股股东权益 | 654 | 682 | 708 | 857 | 1,124 | 1,480 |
| 少数股东权益 | 11 | 5 | 15 | 15 | 15 | 15 |
| 负债股东权益合计 | 809 | 895 | 926 | 1,179 | 1,577 | 2,009 |

比率分析

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|---------------|---------|---------|---------|----------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.235 | 0.109 | 0.054 | 0.303 | 0.541 | 0.724 |
| 每股净资产 | 3.801 | 1.585 | 1.647 | 1.994 | 2.613 | 3.442 |
| 每股经营现金流 | 0.177 | 0.145 | 0.127 | 0.245 | 0.503 | 0.679 |
| 每股股利 | 0.100 | 0.005 | 0.005 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 6.18% | 6.88% | 3.31% | 17.41% | 24.08% | 24.38% |
| 总资产收益率 | 4.99% | 5.24% | 2.53% | 12.66% | 17.08% | 17.90% |
| 投入资本收益率 | 3.85% | 4.69% | 0.88% | 14.86% | 20.97% | 21.25% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 7.55% | 33.65% | -6.98% | 103.12% | 61.73% | 29.89% |
| EBIT增长率 | -39.40% | 15.81% | -78.13% | 1796.08% | 81.20% | 33.54% |
| 净利润增长率 | -28.16% | 16.08% | -50.05% | 537.04% | 78.37% | 33.90% |
| 总资产增长率 | 6.52% | 10.70% | 3.43% | 27.28% | 32.25% | 27.73% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 229.7 | 192.4 | 214.1 | 169.3 | 141.7 | 126.0 |
| 存货周转天数 | 127.3 | 112.6 | 153.4 | 105.7 | 95.6 | 83.8 |
| 应付账款周转天数 | 167.1 | 148.9 | 204.3 | 198.9 | 179.7 | 161.3 |
| 固定资产周转天数 | 115.9 | 103.3 | 105.8 | 56.4 | 28.9 | 17.7 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -58.03% | -57.02% | -58.19% | -61.49% | -70.52% | -78.19% |
| EBIT利息保障倍数 | -4.6 | -5.9 | -1.3 | -15.4 | -20.2 | -18.4 |
| 资产负债率 | 17.87% | 23.29% | 21.88% | 25.96% | 28.09% | 25.80% |

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|-------|-------------|
| 1 | 2016-04-26 | 买入 | 17.79 | 30.00~40.00 |
| 2 | 2016-06-23 | 买入 | 18.11 | 30.00~40.00 |
| 3 | 2016-07-11 | 买入 | 18.07 | 30.00~40.00 |

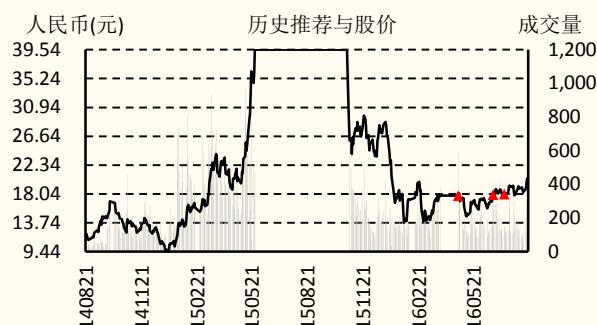
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD