

2017年03月01日

久远银海 (002777.SZ)

动态分析

民生国防双轮驱动，重点卡位医保支付

【事件】公司发布业绩快报，公司全年共实现营业收入 5.23 亿元，同比增长 16.22%，实现利润 9665.58 万元，同比增长 27.91%，归属上市公司股东的净利润 7847.21 万元，同比增长 37.13%，基本每股收益 0.98 元/股，同比增长 3.16%。

◆ **民生国防双轮驱动，业绩稳健增长**：公司专注于民生及国防领域的行业，是民生及国防信息化领域领军企业。报告期内，公司积极开展行业的市场拓展工作，结合公司募投项目的实施，持续加大对业务创新、技术和产品研发等的投入，持续提升经营管理能力，实现了业绩的稳定增长。

◆ **“三医联动”打造大健康产业，助力医保控费**：公司与平安集团旗下平安资管、平安人寿、平安养老在社会基本医疗保障与商业保险的医疗控费、基金精算与决策、参保人服务及大健康、社商服务平台、“互联网+”等领域开展长期战略合作。致力于建立医疗、医药、医保“三医联动”的业务发展体系，综合运用“互联网+”的技术手段和大数据的思维模式，提高大健康业务联动效率。在医保控费方面，公司借助医保管理系统，建立控费管理系统，提供智能审核、监控和整个体系的解决方案建设。系统利用信息化手段，支持医疗保险监控稽核工作。

◆ **发挥优势，探索军民深度融合发展模式**：军民融合发展已经上升为国家战略，市场需求旺盛，公司有天然的优势：（1）公司具有良好的军工行业背景和经验；（2）公司具备坚实的信息化技术能力。公司以国家各级科技工业管理部门、各军工集团及军工单位、各军民融合产业基地/产业联盟/行业协会及众多参军民口单位等为目标客户，基于 B2B、O2O 等互联网模式和技术，设计、实施和运营公共服务平台，提供信息服务、交易服务和增值服务功能，支持客户实现军民资源共享、合作交流和打造线上线下一体化的军民融合服务生态链，服务军民融合事业发展。军转民作为公司未来发展的重大战略，将是推动公司业绩发展的强大动力。

◆ **投资建议**：我们公司预测 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.98、1.17 和 1.57 元。给予增持-A 建议，6 个月目标价为 87.75 元。

◆ **风险提示**：（1）募投合作项目发展不及预期；（2）市场竞争加剧；（3）技术研发不能紧跟政策变化；（4）运维服务收费标准下降。

计算机 | 行业应用软件 III

 投资评级 **增持-A(首次)**

6 个月目标价 87.75 元

股价(2017-02-28) 81.48 元

交易数据

总市值 (百万元) 6,518.40

流通市值 (百万元) 1,957.15

总股本 (百万股) 80.00

流通股本 (百万股) 24.02

12 个月价格区间 64.79/136.00 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.46	-24.49	-1.08
绝对收益	0.92	-28.85	-3.48

分析师

谭志勇
SAC 执业证书编号：S0910515050002
tanzhiyong@huajinsc.cn
021-20655640

报告联系人

朱琨
zhukun@huajinsc.cn
021-20655647

报告联系人

李东祥
lidongxiang@huajinsc.cn
021-20655794

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	365.7	449.8	522.8	655.6	803.1
同比增长(%)	23.2%	23.0%	16.2%	25.4%	22.5%
营业利润(百万元)	63.0	72.0	84.5	100.8	136.5
同比增长(%)	20.5%	14.2%	17.5%	19.2%	35.4%
净利润(百万元)	55.8	57.2	78.5	93.8	125.9
同比增长(%)	3.1%	2.6%	37.2%	19.4%	34.3%
每股收益(元)	0.70	0.72	0.98	1.17	1.57
PE	116.9	113.9	83.0	69.5	51.8
PB	27.9	15.5	13.6	12.0	10.5

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、民生+国防双轮驱动，业绩稳健增长.....	4
二、“三医联动”打造大健康产业，助力医保控费	5
三、发挥优势，探索军民深度融合发展模式	7
四、投资建议	8
五、风险提示	8

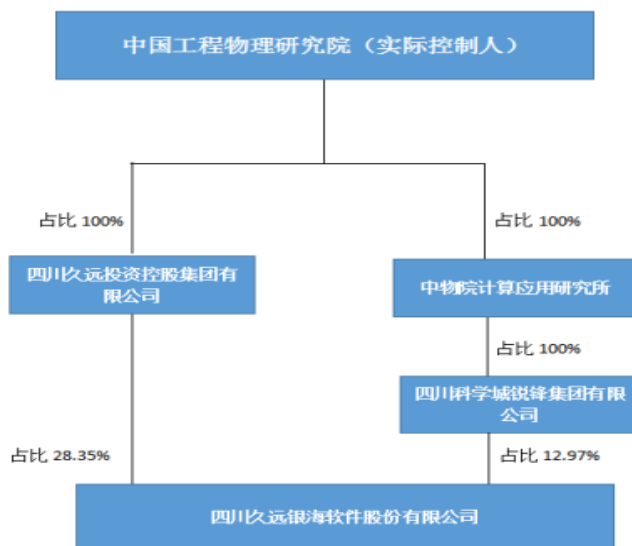
图表目录

图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系	4
图 2：2011-2016 年公司营业收入	4
图 3：2011-2016 年公司归母净利润	4
图 4：2016 年上半年公司营收构成	5
图 5：2011-2016H 公司主营业务毛利率（%）	5
图 6：我国社保 IT 应用市场规模	5
图 7：公司社保核心业务系统和医保智能审批监控分析系统	7

一、民生+国防双轮驱动，业绩稳健增长

公司成立于 2008 年，是由中国工程物理研究院实际控制、久远集团国有控股的中物院军转民支柱型企业；是专注于民生及国防领域的行业领导型解决方案商、自主知识产权应用软件产品和服务提供商，是民生及国防信息化领域领军企业。

图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系

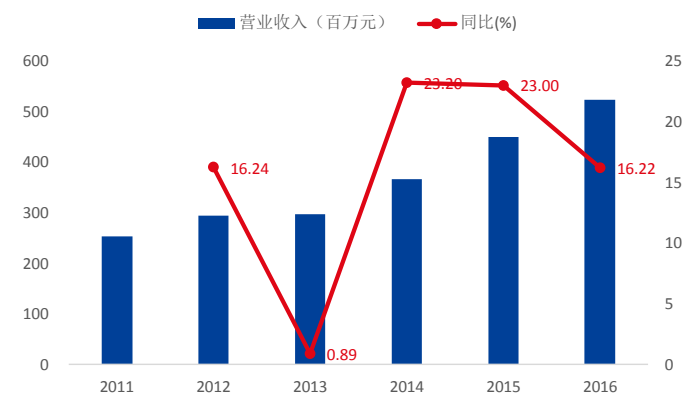


资料来源：公司公告，华金证券研究所

公司是人力资源和社会保障行业信息化龙头企业，是人社部社会保险管理信息系统核心平台一、二、三版的主研单位，是人社部行业信息化建设的战略合作伙伴及部颁标准制定参与者。久远银海的产品及解决方案 100%覆盖人社行业各领域，市场规模覆盖超过全国总数的 30%地级城市。同时公司也是军工行业信息化龙头企业，是三大军工集团的信息化支柱厂商，是国防科工委首批军工信息化建设入围企业。

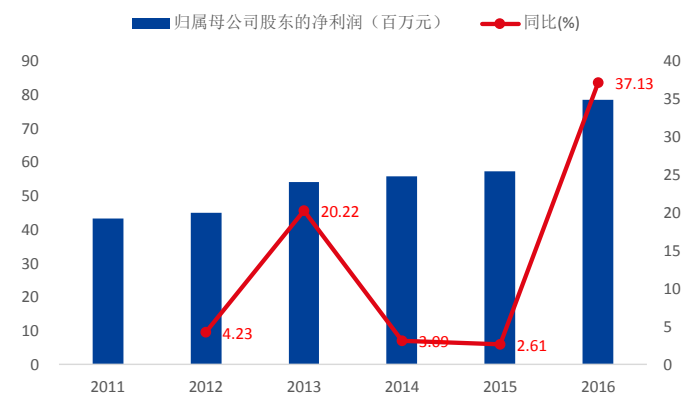
公司发布业绩快报，公司全年共实现营业收入 5.23 亿元，同比增长 16.22%，实现利润 9665.58 万元，同比增长 27.91%，归属上市公司股东的净利润 7847.21 万元，同比增长 37.13%，基本每股收益 0.98 元/股，同比增长 3.16%。

图 2：2011-2016 年公司营业收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

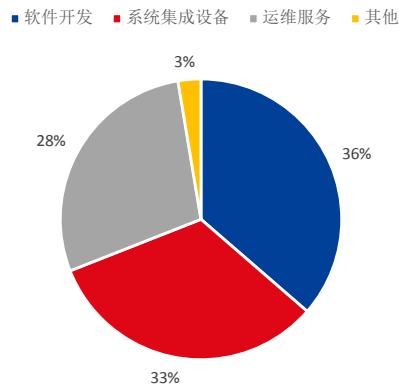
图 3：2011-2016 年公司归母净利润



资料来源：Wind，华金证券研究所

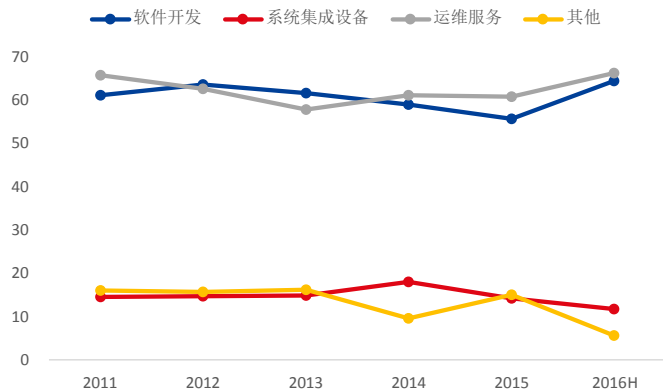
从 2016 年公司半年报来看，软件开发和系统集成设备为公司两大主营业务，占据了 36%和 33%的比例，同时，根据近几年公司的毛利率水平，软件开发的毛利率在 60%左右，在各项业务中处于高水平。

图 4：2016 年上半年公司营收构成



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：2011-2016H 公司主营业务毛利率（%）

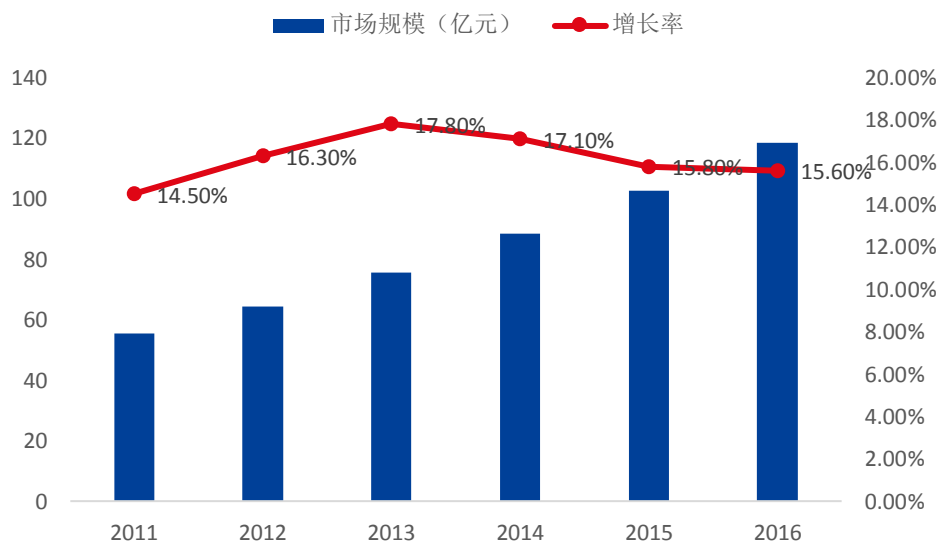


资料来源：Wind，华金证券研究所

二、“三医联动”打造大健康产业，助力医保控费

中国医疗服务市场规模巨大，并且在人口老龄化、城镇化、财富增长以及基本医疗保障制度等因素的驱动下迅速扩容。国家在《“健康中国 2020” 战略研究报告》中所提出的在 2020 年我国医疗卫生支出占国民生产总值 5%-7%的目标，我国医疗卫生消费市场将达到 6.2-6.7 万亿元规模。同时，医疗保险基金精算与决策分析结果，可应用于重大疾病、慢性疾病、特殊药品等保障需求突出的保险产品开发领域，满足相关行业对于精算需求的巨大缺口。

图 6：我国社保 IT 应用市场规模



资料来源：赛迪顾问，华金证券研究所

公司与平安集团旗下平安资管、平安人寿、平安养老在社会基本医疗保障与商业保险的医疗控费、基金精算与决策、参保人服务及大健康、社商服务平台、“互联网+”等领域开展长期战略合作。致力于建立医疗、医药、医保“三医联动”的业务发展体系，综合运用“互联网+”的技

术手段和大数据的思维模式，提高大健康业务联动效率，为参保个人及家庭、医疗机构、医保部门、医药厂商及其他健康服务机构提供全方位、全关联的服务，帮助推进大健康产业的资源配置和良性发展，增强公司各业务间的协同效应，进一步强化公司的核心竞争力。同时依托四维一体的客户服务网络体系和三级联动的服务保障体系，长期服务于各地的社保信息化系统和社保衍生机构，客户满意度持续提升。

当前我国社会医疗保险领域和商业健康险领域的保险精算尚处于起步阶段，面对社会医疗保险基金存在收支不平衡、基金赤字等运行问题，在加强医疗费用审核的前提之下，探索更加有效的医保基金管理方式和更加科学的付费模式将成为商业保险和医保信息化行业亟待解决的问题。

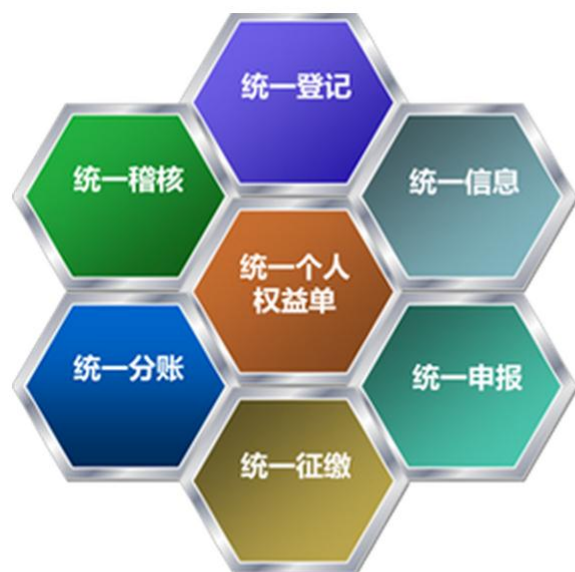
国家在健全全民医疗保障体系的“十三五”规划中提出：健全医疗保险稳定可持续筹资和报销比例调整机制，完善医保缴费参保政策，改革医保管理和支付方式，合理控制医疗费用，以实现医保基金可持续平衡的目标。

在医保控费方面，公司借助医保管理系统，建立控费管理系统，系统支持基于综合柜员制的一站式服务模式，实现业务与咨询分离、前台与后台分离、业务流程可视化可量化、业务流程可追溯可监控、任务台推送、绩效评估。提供智能审核、监控和整个体系的解决方案建设。系统通过“四个一体化”，即厅网一体化、档案业务一体化、财务业务一体化、社保金融一体化全面提升人社业务的经办管理效能。

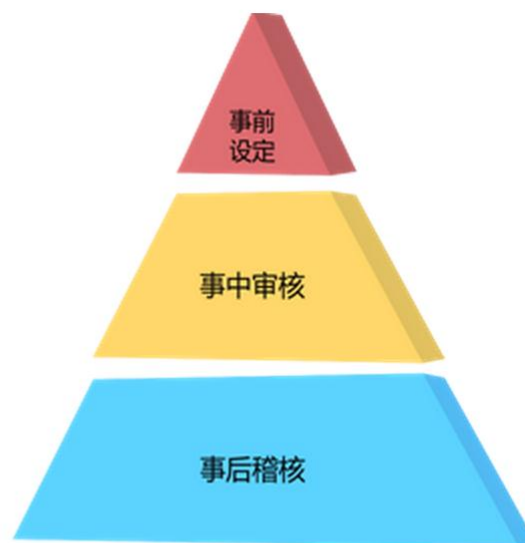
系统利用信息化手段，支持医疗保险监控稽核工作，促进人工事后抽审方式向事后监管向事前、事中监管模式转变，加大对医疗违规尤其是欺诈骗保行为的惩戒和威慑力度，保障基金安全。医保智能审核可以显著提高医保经办人员单据审核的准确性，且支持对单据的批量审核，提升单据审核的准确性和审核速度，帮助医保部门更好地履行医保基金守护的职责。

公司与平安养老和平安人寿分别签署战略合作协议，主要就医保控费和保险精算方面开展合作。由于无论是资金端还是资源端，医保控费都是围绕保险支付展开，因此与平安集团的合作，能加强公司在医保支付领域的业务能力，将成为公司未来业务发展的核心。

图 7：公司社保核心业务系统和医保智能审批监控分析系统



社保核心业务系统



医保智能审核监控分析系统

资料来源：公司网站，华金证券研究所

三、发挥优势，探索军民深度融合发展模式

军民融合发展已经上升为国家战略。当前我国军民融合发展态势良好、成效显著，但与全要素、多领域、高效益军民融合深度发展目标相比，差距依然很大。市场能有相当大的需求，公司正是基于对国家相关政策的理解，顺应现实市场需求，以国家各级科技工业管理部门、各军工集团及军工单位、各军民融合产业基地/产业联盟/行业协会及众多参军民口单位等为目标客户，基于 B2B、O2O 等互联网模式和技术，设计、实施和运营公共服务平台，提供信息服务、交易服务和增值服务功能，支持客户实现军民资源共享、合作交流和打造线上线下一体化的军民融合服务生态链，服务军民融合事业发展。

在军民融合方面，公司有天然的优势：

（1）公司具有良好的军工行业背景和经验

公司起源于国防军工单位，实际控制人——中国工程物理研究院是我国重要的军工院所，十分熟悉和了解我国军工行业特点。

（2）公司具备坚实的信息化技术能力

公司已经承建过多个大型信息化基础设施系统和应用软件系统，在数据中心建设、网络系统集成、软件开发、信息系统运维等方面拥有丰富的项目经验、技术积累和人才储备，具有坚实的信息化技术能力。

2016 年 3 月 27 日，公司公告拟非公开发行募集资金不超过 5 亿元，其中 5270 万元投资于军民融合公共服务平台信息化支撑项目。主要内容是实施信息化基础设施和应用软件为军民融合公共服务提供信息化解决方案和信息化服务。建设主要包括在线服务平台、业务管理平台、运行分析平台、平台运营中心在内的三个子平台和一个平台运营中心。军转民作为公司未来发展的重大战略，将是推动公司业绩发展的强大动力。

四、投资建议

我们公司预测 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.98、1.17 和 1.57 元。给予增持-A 建议，6 个月目标价为 87.75 元，对应于 2017 年 75 倍动态市盈率。

五、风险提示

- (1) 募投合作项目发展不及预期；
- (2) 市场竞争加剧；
- (3) 技术研发不能紧跟政策变化；
- (4) 运维服务收费标准下降。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	365.7	449.8	522.8	655.6	803.1	年增长率					
减:营业成本	197.4	255.8	292.7	376.3	445.5	营业收入增长率	23.2%	23.0%	16.2%	25.4%	22.5%
营业税费	2.5	3.0	3.6	3.9	5.3	营业利润增长率	20.5%	14.2%	17.5%	19.2%	35.4%
销售费用	36.1	41.2	50.5	59.2	72.3	净利润增长率	3.1%	2.6%	37.2%	19.4%	34.3%
管理费用	61.3	72.6	90.5	114.3	142.2	EBITDA 增长率	23.6%	11.4%	16.1%	16.7%	32.0%
财务费用	-0.5	-1.7	-1.1	-1.4	-1.4	EBIT 增长率	18.3%	12.4%	18.7%	19.2%	35.9%
资产减值损失	7.0	4.8	4.2	4.5	4.7	NOPLAT 增长率	10.1%	8.0%	24.2%	15.6%	37.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-45.7%	-171.9	59.1%	282.7%	11.9%
投资和汇兑收益	1.1	-2.1	2.0	2.1	2.1	净资产增长率	7.2%	67.9%	13.8%	12.5%	12.7%
营业利润	63.0	72.0	84.5	100.8	136.5	盈利能力					
加:营业外净收支	4.9	3.6	12.2	13.0	14.2	毛利率	46.0%	43.1%	44.0%	42.6%	44.5%
利润总额	67.9	75.6	96.7	113.8	150.7	营业利润率	17.2%	16.0%	16.2%	15.4%	17.0%
减:所得税	8.8	12.4	12.1	17.3	21.1	净利润率	15.2%	12.7%	15.0%	14.3%	15.7%
净利润	55.8	57.2	78.5	93.8	125.9	EBITDA/营业收入	20.2%	18.3%	18.3%	17.0%	18.3%
						EBIT/营业收入	17.1%	15.6%	16.0%	15.2%	16.8%
资产负债表						偿债能力					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	资产负债率	59.0%	49.7%	50.1%	52.9%	53.4%
货币资金	262.3	468.4	542.0	658.7	744.1	负债权益比	143.6%	98.7%	100.2%	112.2%	114.6%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.49	1.86	1.88	1.82	1.83
应收帐款	82.4	99.9	60.1	132.9	136.3	速动比率	0.91	1.30	1.18	1.22	1.18
应收票据	-	-	1.3	0.6	0.5	利息保障倍数	-129.56	-40.90	-73.16	-71.00	-95.20
预付帐款	8.4	9.4	13.3	15.6	17.6	营运能力					
存货	226.8	253.0	368.1	396.9	498.7	固定资产周转天数	39	35	30	22	16
其他流动资产	0.2	2.6	1.0	1.3	1.6	流动营业资本周转天数	-46	-56	-56	-54	-51
可供出售金融资产	1.5	1.5	1.0	1.3	1.3	流动资产周转天数	533	566	626	602	584
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	78	73	55	53	60
长期股权投资	7.8	5.8	5.8	5.8	5.8	存货周转天数	204	192	214	210	201
投资性房地产	16.5	12.9	12.9	12.9	12.9	总资产周转天数	640	654	698	652	619
固定资产	41.4	45.1	41.2	37.3	33.3	投资资本周转天数	21	2	-10	-23	-32
在建工程	0.1	-	-	-	-	费用率					
无形资产	39.6	42.3	34.1	25.8	17.6	销售费用率	9.9%	9.2%	9.7%	9.0%	9.0%
其他非流动资产	2.5	3.4	2.5	2.5	2.4	管理费用率	16.8%	16.1%	17.3%	17.4%	17.7%
资产总额	689.6	944.3	1,083.2	1,291.6	1,472.1	财务费用率	-0.1%	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
短期债务	15.0	-	-	-	-	三费/营业收入	26.5%	24.9%	26.8%	26.3%	26.5%
应付帐款	36.9	50.6	82.5	64.0	112.1	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	23.9%	13.6%	16.4%	17.2%	20.4%
其他流动负债	337.5	397.0	440.5	599.6	654.0	ROA	8.6%	6.7%	7.8%	7.5%	8.8%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	194.2%	386.0%	-666.5	-483.9	-174.3
其他非流动负债	17.1	21.3	19.2	19.2	19.9	分红指标					
负债总额	406.5	469.0	542.2	682.9	786.0	DPS(元)	-	0.50	0.23	0.36	0.65
少数股东权益	49.4	55.3	61.4	64.1	67.8	分红比率	0.0%	69.9%	23.3%	31.1%	41.4%
股本	60.0	80.0	80.0	80.0	80.0	股息收益率	0.0%	0.6%	0.3%	0.4%	0.8%
留存收益	173.7	340.0	399.7	464.6	538.3						
股东权益	283.0	475.3	541.1	608.7	686.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	59.1	63.2	78.5	93.8	125.9	EPS(元)	0.70	0.72	0.98	1.17	1.57
加:折旧和摊销	11.6	12.3	12.2	12.2	12.2	BVPS(元)	2.92	5.25	6.00	6.81	7.73
资产减值准备	7.0	4.8	-	-	-	PE(X)	116.9	113.9	83.0	69.5	51.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	27.9	15.5	13.6	12.0	10.5
财务费用	0.9	0.8	-1.1	-1.4	-1.4	P/FCF	95.1	95.3	76.7	45.6	48.7
投资损失	-1.1	2.1	-2.0	-2.1	-2.1	P/S	17.8	14.5	12.5	9.9	8.1
少数股东损益	3.3	6.0	6.1	2.7	3.7	EV/EBITDA	-	10.8	63.0	52.9	39.6
营运资金的变动	12.5	21.1	-4.8	37.1	-4.1	CAGR(%)	17.8%	27.1%	16.5%	17.8%	27.1%
经营活动产生现金流量	89.0	94.9	88.8	142.3	134.1	PEG	6.6	4.2	5.0	3.9	1.9
投资活动产生现金流量	-12.5	-12.1	2.5	1.7	2.2	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-40.9	123.9	-17.6	-27.4	-50.8						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

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；

分析师声明

谭志勇声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn