

人社信息化龙头 业绩稳健增长

投资要点

- **事件：**公司发布 2016 年年报，2016 年营业收入 5.3 亿元，同比提升 17.3%；营业利润 8433.7 万元，同比增长 17.2%；归母净利润 7726.6 万元，同比增长 35.0%；扣非归母净利润 6945.5 万元，同比增长 28.0%。公司第四季度营业收入 2.6 亿元，同比增长 24.8%；归母净利润为 4173.1 万元，同比增长 59.1%。2016 年公司继续重点推广人力资源与社会保障的相关业务，包括医疗卫生、公积金、民政、食药监等行业的信息化解解决方案，及军工行业的信息化，实现收入和利润的稳定增长，第四季度归母净利润增速超过预期。
- **公积金业务放量助力业绩增长：**近年来我国公积金归集余额以每年 4000 亿元的规模增长，据测算 2016 年总额已达到 4.5 万亿元，但公积金信息化发展却相对滞后。随政府对该领域重视度提升，行业集中度逐步提高，利好龙头公司承接公积金信息化项目。公司加大对公积金领域投入，凭借传统人社信息化业务的技术与经验优势，同时利用人社部自上而下的渠道优势在政府招投标中脱颖而出，公积金信息化业务已成为公司主业之一。
- **金保二期订单持续释放，医保异地结算给公司带来新的业绩增长点：**公司是参与金保工程一期、二期总体设计、规划立项的两家企业之一。随着金保二期建设的加速，各个省市的订单持续释放，公司凭借金保一期的建设经验和渠道优势，有望取得较大的市场份额。同时公司作为医保异地联网结算总接口的建设者，也有望在医保异地结算项目中取得较大的市场份额。
- **依托军工背景优势，加快军民融合进程：**军民融合发展是国家重要战略之一。公司基于 B2B、O2O 等互联网模式和技术，设计、实施和运营公共服务平台，力求实现军民资源共享，打造线上线下一体化的军民融合服务生态链。并与国防科技工业局信息中心签署战略合作，有利于公司在军民融合、军工大数据和信息化等业务上的发展，进一步提升公司的核心竞争力。
- **盈利预测与投资建议：**金保二期和医保异地结算等项目有望持续落地，调高盈利预测，考虑到定增摊薄，预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.22 元、1.60 元、2.03 元，归母净利润预计将保持 31.8% 的年复合增速，维持“增持”评级。
- **风险提示：**募投项目进展或不及预期，公积金信息化业务拓展或不及预期，运维服务收费标准下降的风险等。

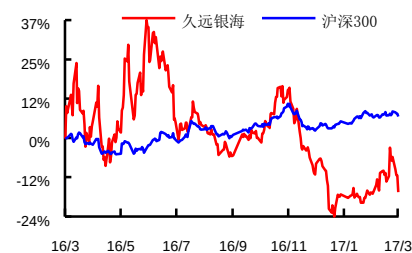
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	527.43	648.33	803.87	1002.66
增长率	17.25%	22.92%	23.99%	24.73%
归属母公司净利润（百万元）	77.27	106.12	138.87	176.79
增长率	35.03%	37.35%	30.85%	27.31%
每股收益 EPS（元）	0.89	1.22	1.60	2.03
净资产收益率 ROE	16.25%	10.28%	12.20%	13.94%
PE	92	67	51	40
PB	13.65	6.44	5.88	5.31

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：熊莉
 执业证号：S1250514080002
 电话：023-63786278
 邮箱：xiangli@swsc.com.cn
 联系人：常潇雅
 电话：021-68415380
 邮箱：cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	0.80
流通 A 股(亿股)	0.24
52 周内股价区间(元)	74.16-133.69
总市值(亿元)	65.20
总资产(亿元)	10.03
每股净资产(元)	5.19

相关研究

1. 久远银海(002777):软件业务增速可观，“大民生”体系值得期待 (2016-08-25)
2. 久远银海(002777):着力打造“大民生”，“军转民”成长期看点 (2016-05-30)
3. 久远银海(002777):定增落地推动公司战略升级 (2016-04-01)
4. 久远银海(002777):业务基础扎实，领跑民生信息行业 (2016-04-01)

关键假设：

假设 1：软件开发订单持续释放，假设未来三年保持 35% 的订单额增量，毛利率受市场竞争影响呈现下滑趋势，假设 2017-2019 年毛利率分别为 55%、54% 和 54%；

假设 2：系统集成业务收入 2016 年有一定下滑，但是随着总包订单的释放，系统集成部分订单也保持稳定增长，假设订单额未来三年保持 15% 增速；系统集成业务毛利率 2016 年有较大下滑，考虑到毛利率水平已经处于行业低位，假设未来三年系统集成毛利率维持 12%；

假设 3：运维服务随着公司订单释放增速有所上升，假设运维服务业务订单额释放增速未来三年分别为 16%、17%、17%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：万元		2016A	2017E	2018E	2019E
软件开发	收入	20,435	27,587	37,242	50,277
	增速	44%	35%	35%	35%
	毛利率	55%	55%	54%	54%
系统集成	收入	13,291	15,284	17,577	20,214
	增速	-10%	15%	15%	15%
	毛利率	11%	12%	12%	12%
运维服务	收入	17,368	20,147	23,571	27,579
	增速	15%	16%	17%	17%
	毛利率	60%	59%	58%	57%
其他业务	收入	1,650	1,815	1,997	2,196
	增速	88%	10%	10%	10%
	毛利率	2%	15%	15%	15%
合计	收入	52,743	64,833	80,387	100,266
	增速	17%	23%	24%	25%
	毛利率	44%	45%	45%	46%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	527.43	648.33	803.87	1002.66	净利润	84.34	113.12	146.87	185.79
营业成本	295.67	356.67	441.96	546.41	折旧与摊销	14.09	12.65	16.92	21.20
营业税金及附加	4.44	4.73	6.09	7.12	财务费用	-3.76	0.35	0.47	0.61
销售费用	56.37	62.24	73.96	93.25	资产减值损失	4.41	4.00	4.00	4.00
管理费用	84.25	100.49	120.58	152.40	经营营运资本变动	-27.55	38.09	16.55	31.44
财务费用	-3.76	0.35	0.47	0.61	其他	7.02	-4.00	-4.00	-4.00
资产减值损失	4.41	4.00	4.00	4.00	经营活动现金流净额	78.55	164.21	180.81	239.04
投资收益	-1.72	0.00	0.00	0.00	资本支出	-30.39	-30.00	-45.00	-45.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-19.95	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-50.35	-30.00	-45.00	-45.00
营业利润	84.34	119.84	156.81	198.87	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	9.45	9.00	11.00	13.00	长期借款	75.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	93.79	128.84	167.81	211.87	股权融资	0.00	500.00	0.00	0.00
所得税	9.45	15.72	20.95	26.08	支付股利	0.00	-31.66	-43.49	-56.91
净利润	84.34	113.12	146.87	185.79	其他	-45.78	-0.35	-0.47	-0.61
少数股东损益	7.07	7.00	8.00	9.00	筹资活动现金流净额	29.22	467.99	-43.96	-57.52
归属母公司股东净利润	77.27	106.12	138.87	176.79	现金流量净额	57.43	602.19	91.85	136.52
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	532.42	1134.62	1226.46	1362.98	成长能力				
应收和预付款项	136.72	161.90	201.48	251.78	销售收入增长率	17.25%	22.92%	23.99%	24.73%
存货	299.67	358.56	445.52	550.30	营业利润增长率	17.20%	42.10%	30.85%	26.82%
其他流动资产	12.77	15.70	19.46	24.27	净利润增长率	33.50%	34.12%	29.83%	26.50%
长期股权投资	4.06	4.06	4.06	4.06	EBITDA 增长率	14.68%	40.32%	31.14%	26.67%
投资性房地产	7.24	7.24	7.24	7.24	获利能力				
固定资产和在建工程	62.12	56.25	50.38	44.51	毛利率	43.94%	44.99%	45.02%	45.50%
无形资产和开发支出	55.28	78.75	112.95	142.88	三费率	25.95%	25.15%	24.26%	24.56%
其他非流动资产	10.06	9.81	9.55	9.30	净利率	15.99%	17.45%	18.27%	18.53%
资产总计	1120.34	1826.87	2077.11	2397.33	ROE	16.25%	10.28%	12.20%	13.94%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.53%	6.19%	7.07%	7.75%
应付和预收款项	500.88	624.84	770.14	959.57	ROIC	116.44%	115.55%	136.56%	144.91%
长期借款	75.00	75.00	75.00	75.00	EBITDA/销售收入	17.95%	20.49%	21.67%	22.01%
其他负债	25.42	26.54	28.10	30.00	营运能力				
负债合计	601.30	726.38	873.24	1064.58	总资产周转率	0.51	0.44	0.41	0.45
股本	80.00	86.90	86.90	86.90	固定资产周转率	9.87	11.02	15.17	21.29
资本公积	202.05	695.15	695.15	695.15	应收账款周转率	6.88	6.88	7.08	7.04
留存收益	175.17	249.63	345.01	464.89	存货周转率	1.07	1.08	1.10	1.10
归属母公司股东权益	457.23	1031.68	1127.06	1246.94	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.47%	—	—	—
少数股东权益	61.81	68.81	76.81	85.81	资本结构				
股东权益合计	519.03	1100.49	1203.87	1332.75	资产负债率	53.67%	39.76%	42.04%	44.41%
负债和股东权益合计	1120.34	1826.87	2077.11	2397.33	带息债务/总负债	12.47%	10.33%	8.59%	7.05%
					流动比率	1.94	2.65	2.43	2.26
					速动比率	1.35	2.08	1.86	1.69
					股利支付率	0.00%	29.84%	31.32%	32.19%
					每股指标				
					每股收益	0.89	1.22	1.60	2.03
					每股净资产	5.97	12.66	13.85	15.34
					每股经营现金	0.90	1.89	2.08	2.75
					每股股利	0.00	0.36	0.50	0.65
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	94.67	132.84	174.21	220.67					
PE	91.66	66.74	51.00	40.06					
PB	13.65	6.44	5.88	5.31					
PS	13.43	10.92	8.81	7.06					
EV/EBITDA	63.73	45.12	33.88	26.13					
股息率	0.00%	0.45%	0.61%	0.80%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn