

民生 IT 龙头，迎来高景气周期

报告要点：

● 国内领先的智慧民生和军民融合服务商

公司起源于中国工程物理研究院并由中物院国有控股，是中物院“军转民”支柱型企业。公司聚焦医疗医保、数字政务、智慧城市、军民融合四大战略方向，面向政府部门以及行业生态主体，以信息化、大数据应用和云服务，为民生国防赋能。2015年上市以来，公司营业收入 CAGR 为 24.31%，归母净利润 CAGR 为 27.53%，增速表现好于上市之前。2012 年以来，除 2016 年，公司经营性现金流量净额均大于净利润，经营质量较高。

● 医保 IT 即将迎来建设高峰

国家医保局成立后印发《关于医疗保障信息化工作的指导意见》，明确了“建设一个系统、搭建两级平台、提高三个水平、突出四类应用”的全国医保信息化总体规划和部署。公司是医保行业信息化龙头企业，目前正在为国家异地就医结算平台，以及全国 10 余个省（自治区、直辖市）、近 100 个地级以上城市医保核心业务系统的稳定运行提供高质量的服务。公司中标了国家医保局医疗保障信息平台建设工程业务应用软件采购项目第 2 包和第 8 包，未来在省市级医保系统建设中先发优势明显。

● 金民工程一期全面推广在即

根据民政部要求，到 2020 年，部本级主要业务信息化覆盖率达到 100%，省级民政部门主要业务信息化覆盖率达到 80% 以上，民政基本公共服务事项网上办理率达到 80% 以上。2019 年 8 月，民政部印发《金民工程一期项目试点工作方案》。公司中标《金民工程一期应用支撑平台开发集成项目》，实现“2+3”新军民战略在民生领域的又一重大突破。凭借先进技术和在金民工程领域的经验，公司有望拿到各省级民政部门的订单，助推持续发展。

● 投资建议与盈利预测

省市级的新医保信息系统建设有望在 2020 年全面展开，以金民工程为代表的民政 IT 建设也已经展开，公司有望充分受益。预计公司 2019-2021 年营业收入为 10.45、13.43、17.06 亿元，归母净利润为 1.49、1.99、2.63 亿元，EPS 为 0.67、0.89、1.17 元/股。过去三年公司的 PE 主要运行在 40-80 倍之间，计算机（申万）指数目前的 PE 为 62.0 倍，考虑到公司在医保 IT 和民政 IT 领域有望加速成长，给予 55 倍的目标 PE，则目标价为 48.95 元，目前为 37.48 元，空间约 30.60%，首次推荐，给予“买入”评级。

● 风险提示

省市级医保系统招投标进度低于预期；DRGs 建设进度低于预期；金民工程中标厂商众多，市场竞争加剧；政府支付能力不足，影响公司现金流。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	690.45	864.14	1045.03	1342.73	1705.95
收入同比(%)	30.91	25.16	20.93	28.49	27.05
归母净利润(百万元)	90.80	118.70	149.32	199.01	262.72
归母净利润同比(%)	17.51	30.73	25.80	33.28	32.01
ROE(%)	17.87	11.64	13.27	15.61	17.81
每股收益(元)	0.40	0.53	0.67	0.89	1.17
市盈率(P/E)	92.59	70.83	56.30	42.24	32.00

资料来源：Wind，国元证券研究中心

买入|首次推荐

当前价/目标价：37.48 元/48.95 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：42.6 / 22.4

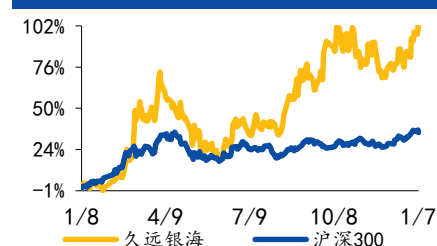
A 股流通股（百万股）：189.98

A 股总股本（百万股）：224.30

流通市值（百万元）：7120.53

总市值（百万元）：8406.87

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 陈图南

邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

目 录

1. 国内领先的智慧民生和军民融合服务商	4
1.1 业绩回顾	5
1.2 业务概况	6
1.2.1 与行业发展深度融合的“大智移云物”技术产品体系	6
1.2.2 全面布局智慧民生和军民融合	7
1.3 股权结构	10
1.4 分红情况	10
2. 医保 IT 即将迎来建设高峰	12
2.1 国家医疗保障局成立，新系统建设启动	12
2.1.1 国家医疗保障信息平台建设启动	13
2.1.2 DRGs 系统建设需求开始释放	14
2.2 公司深耕医保信息化 20 余年，先发优势明显	16
3. 金民工程一期全面推广在即	19
3.1 金民工程一期试点开启	19
3.2 全面布局民政 IT，先发优势明显	22
4. 盈利预测与投资建议	24
5. 风险提示	26

图表目录

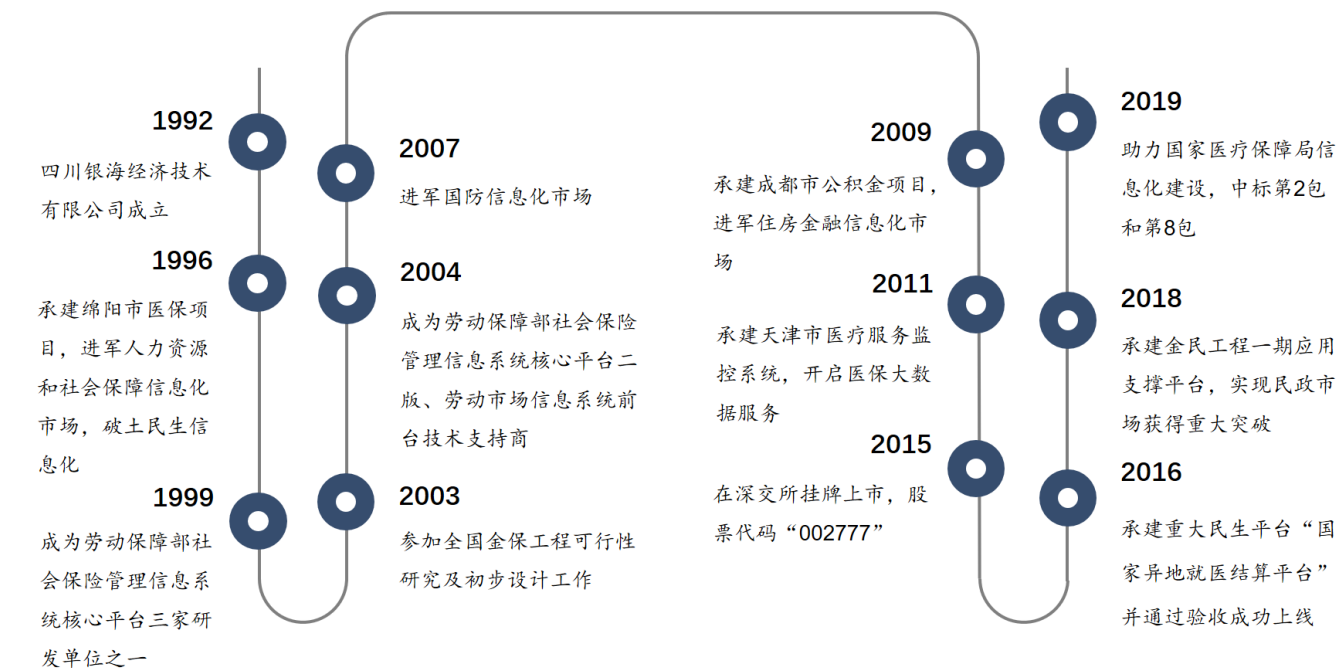
图 1：公司发展历程	4
图 2：营业收入情况	5
图 3：归母净利润情况	5
图 4：销售毛利率情况	5
图 5：销售净利率情况	5
图 6：经营性现金流量净额与净利润	5
图 7：医疗医保收入情况	6
图 8：智慧城市与数字政务收入情况	6
图 9：军民融合收入情况	6
图 10：公司收入呈季节性波动	6
图 11：研发投入情况	6
图 12：技术人员情况	6
图 13：医保业务	7
图 14：医疗业务	7
图 15：医药业务	8
图 16：人力资源和社会保障业务	8
图 17：民政业务	8
图 18：住房金融业务	9
图 19：智慧城市业务	9

图 20: 军民融合业务	10
图 21: 公司股权结构	10
图 22: 现金分红情况	11
图 23: 构建全国统一的医保信息系统势在必行	12
图 24: 国家医疗保障局职责	12
图 25: 15 项信息将启用全国统一业务编码	13
图 26: 美国 DRGs 发展情况	14
图 27: 三保合一-一站式结算	17
图 28: 智慧服务	17
图 29: 基于大数据的监督管理·基金全程监控	18
图 30: 智慧民政的内涵解析	19
图 31: 应用支撑平台组成图	22
图 32: 公司民政 IT 领域布局	23
表 1: 客户分布	4
表 2: 国家医保局医保信息平台应用软件采购项目中标结果	14
表 3: 医保局信息平台市场空间测算	14
表 4: 中国 DRGs 付费改革相关政策	15
表 5: DRGs 医院端市场空间测算	16
表 6: 部分 DRGs 项目中标情况	16
表 7: DRGs 医保端市场空间测算	16
表 8: 金民工程部署模式、应用模式、数据交换模式对照表	19
表 9: 金民工程一期试点安排	20
表 10: 金民工程一期试点内容	20
表 11: 部分金民工程中标情况	21
表 12: 金民工程一期市场空间测算	21
表 13: 应用支撑平台集成项目采购内容一览表	22
表 14: 公司业务拆分（单位：百万元）	24
表 15: 可比公司估值情况	25

1. 国内领先的智慧民生和军民融合服务商

四川久远银海软件股份有限公司是智慧民生和军民融合服务商，起源于中国工程物理研究院并由中物院国有控股，是中物院“军转民”支柱型企业。公司聚焦医疗医保、数字政务、智慧城市、军民融合四大战略方向，面向政府部门以及行业生态主体，以信息化、大数据应用和云服务，为民生国防赋能。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究中心

公司市场覆盖全国 24 个省（自治区、直辖市）、100 余个城市，为 7 万家医院药店和近 5 亿社会公众提供服务。公司具备 CMMI5、ITSS、信息安全服务等行业资质，参与了 20 余项国家标准、行业标准及地方标准的制定。

表 1：客户分布

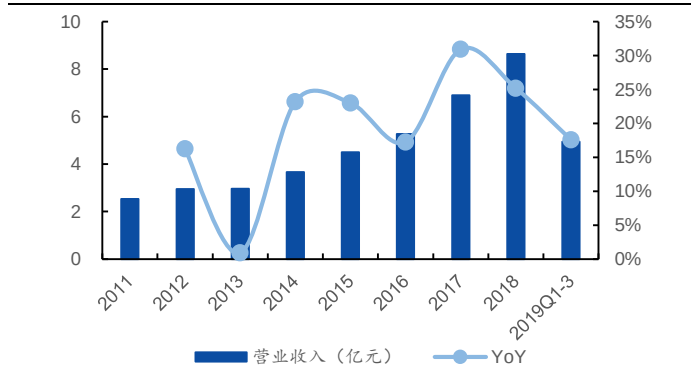
区域	客户
国家部委	人力资源和社会保障部、国家医保局、国家卫健委、民政部、住建部等
西南	四川、重庆、云南、贵州、西藏
西北	陕西、新疆、甘肃、青海
华东	江苏、浙江、江西、安徽
华南	广东、广西、海南
华中	湖北、湖南、河南
华北	天津、河北、山西
东北	吉林、黑龙江

资料来源：公司官网，国元证券研究中心

1.1 业绩回顾

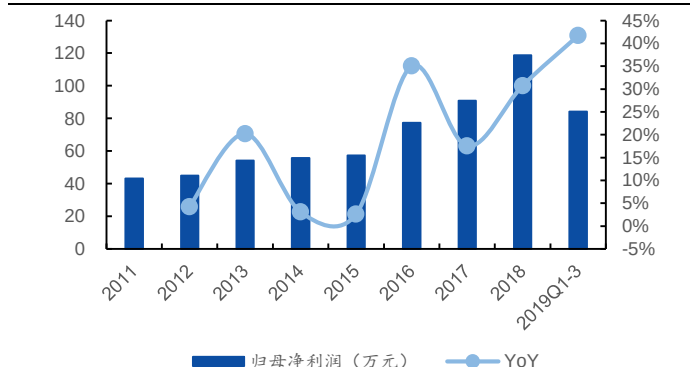
2011 年以来，公司不断拓展业务范围，营业收入和归母净利润保持了稳健的增长。2015 年上市以来，营业收入 CAGR 为 24.31%，归母净利润 CAGR 为 27.53%，整体增速表现好于上市之前。

图 2：营业收入情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

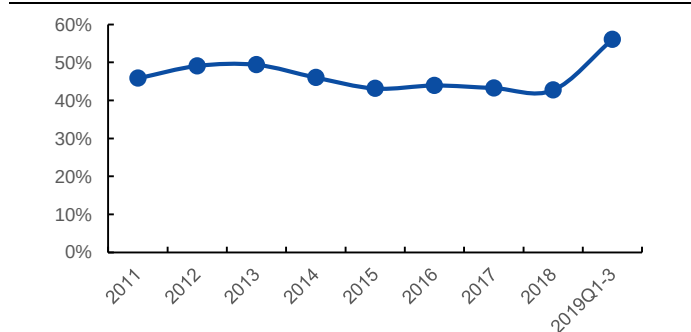
图 3：归母净利润情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

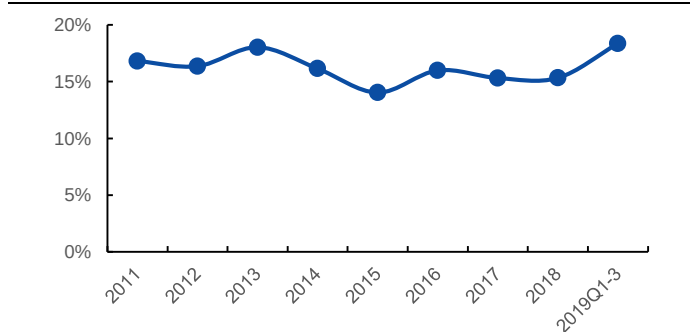
上市以来，销售毛利率维持在 43% 左右，比上市前略低。销售净利率方面，近三年维持在 15-16% 的水平，保持稳定。

图 4：销售毛利率情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

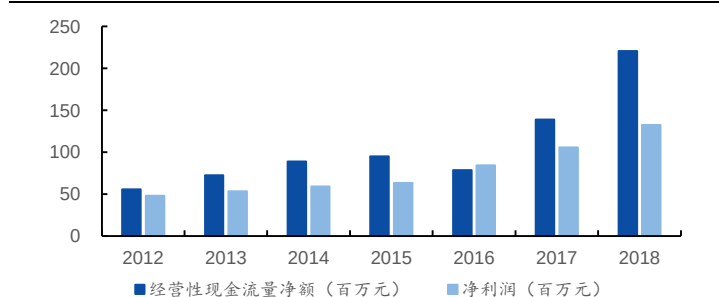
图 5：销售净利率情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

2012 年以来，除 2016 年，公司经营性现金流量净额均大于净利润，经营质量较高。

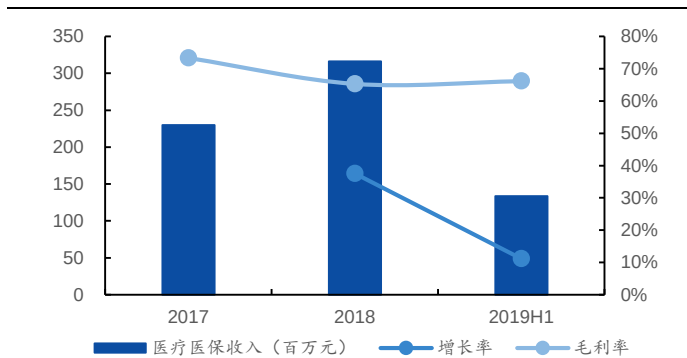
图 6：经营性现金流量净额与净利润



资料来源：Wind，国元证券研究中心

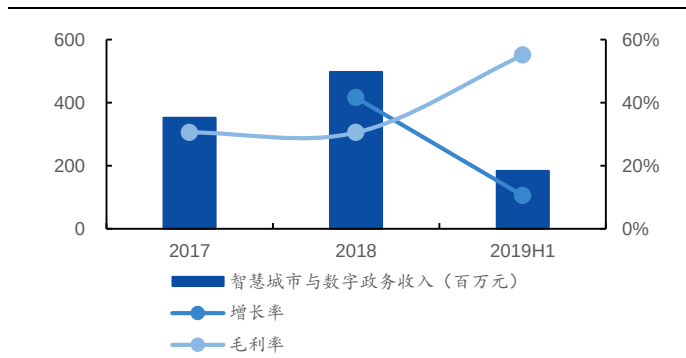
分业务来看，医疗医保、智慧城市与数字政务是公司收入的主要来源。

图 7：医疗医保收入情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

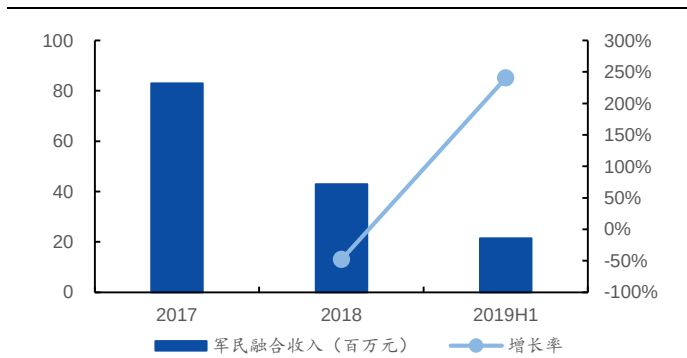
图 8：智慧城市与数字政务收入情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

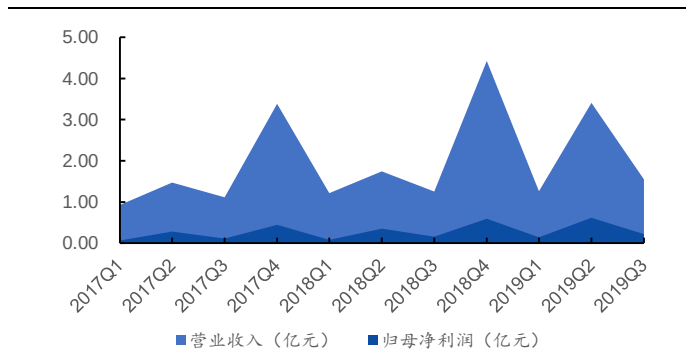
目前军民融合业务的收入体量较小，收入增速波动较大。

图 9：军民融合收入情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

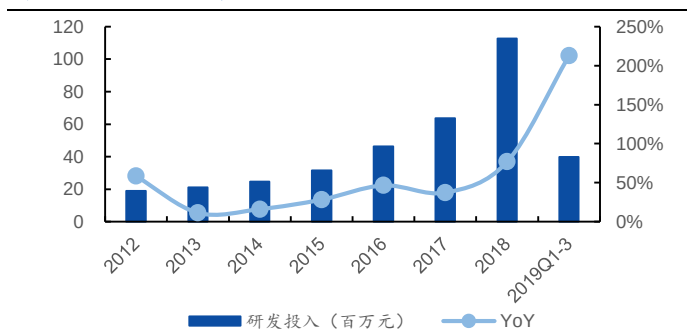
图 10：公司收入呈季节性波动



资料来源：Wind，国元证券研究中心

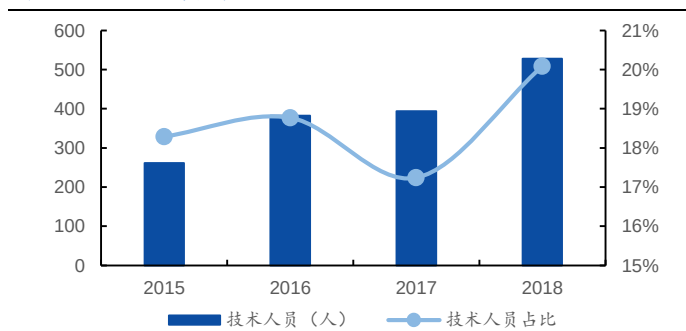
为了保持竞争力，公司不断加大研发投入，同时拥有一支高素质的员工队伍。

图 11：研发投入情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 12：技术人员情况



资料来源：Wind，国元证券研究中心

1.2 业务概况

公司在深耕民生信息化和军民融合等领域的同时，积极完善与行业发展深度融合的“大智移云物”技术产品体系，为可持续发展奠定了坚实的基础。

1.2.1 与行业发展深度融合的“大智移云物”技术产品体系

根据公司官网披露的内容，在技术方面公司全面布局：大数据、人工智能、移动互

联网、云计算、物联网等领域。在大数据方向，“视界·大数据分析平台”已形成了识别、感知、关联、推荐、仿真、评价、预测、预警、侦测、追溯等大数据能力，相关大数据产品已在全国各地落地。在人工智能方向，“见智·人工智能行业应用平台”致力于人工智能能力在医疗健康和智慧城市领域的应用场景落地。在移动互联网方向，“MDLIFE·移动应用开发平台”，以“让人人都可以开发 App”为使命，解决了移动应用开发技术要求高、开发周期长、机型适配工作量大、维护升级难的痛点，已开发了医疗健康、医疗保障、数字政务、智慧城市等领域近千个 App 应用项目。在云计算方向，“Ta+3 Cloud·构件化集成平台”是面向云计算的企业级应用开发的架构级平台产品，全面支持领域驱动框架，支持容器云弹性部署，是实现面向微服务架构的新一代开发框架。在物联网方向，公司研发的健康服务自助一体机、人社一体机、民政婚姻登记一体机、公积金查询一体机等终端产品，正在全国各地医疗健康和政务服务场景中发挥着重要作用。

1.2.2 全面布局智慧民生和军民融合

公司主要聚焦医疗医保、数字政务、智慧城市、军民融合四大战略方向。

在医疗医保方面，公司围绕医保、医疗、医药、医养等健康领域，面向医保局、卫健委、药监局以及医疗机构、医药机构、金融机构、商保机构等主体，助力医保经办、医保便民、医保治理、区域卫生、智慧医院、互联网医疗、健康医疗大数据、药店服务、药品监管、慢病管理、医疗健康云服务等业务发展。

公司自 1996 年承建绵阳市医保项目以来，已深耕医保信息化 20 余年，形成了完整的、成体系的医保解决方案及产品线，沉淀了深度的医保业务理解能力和丰富的创新实践案例。公司于 2016 年承建了国家异地就医结算平台并通过验收成功上线。

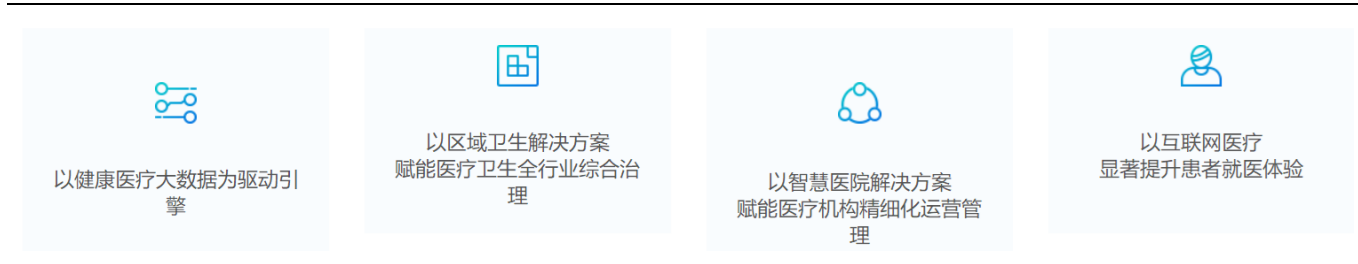
图 13：医保业务



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

公司医疗业务以健康医疗大数据、人工智能技术为驱动引擎，以区域卫生解决方案赋能医疗卫生全行业综合治理，以智慧医院解决方案赋能医疗机构精细化运营管理。

图 14：医疗业务



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

公司按照“医保、医疗、医药”三医联动顶层设计，以公众健康为中心，融合药店服务、食药监管、慢病管理，打造医药管理服务新模式。

图 15：医药业务



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

在数字政务方面，公司围绕人社、民政、住房金融等民生领域，面向人社局、民政局、房管局、公积金管理中心、人大政协等政府部门，以及税务局、总工会、互联网企业、金融机构、商保机构、养老机构、培训机构、房地产服务机构等主体，助力政府治理体系和治理能力发展，助力信息惠民。

在人力资源和社会保障方面，融合综合柜员制、“平台+应用”模式的银海新一代人社产品，已相继在全国各地上线，通过创造性的打造“智惠”社会公众、“智享”人社数据、“智能”人社服务、“智控”业务风险四大信息化体系，树立了全国智慧人社新标杆。

图 16：人力资源和社会保障业务



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

在民政方面，公司产品覆盖社会救助、减灾救灾、社会福利、慈善捐赠、养老管理、社会组织、基层/社区、区划地名、婚姻、殡葬、未成年人、工会等民政全业务。

图 17：民政业务



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

在住房金融业务方面，公司以互联网+、大数据、人工智能的思维及技术为抓手，助力构建现代化全方位的智慧公积金信息体系，服务于全面建成小康社会相适应的普惠住房金融服务和保障体系，服务经济社会发展新形态。

图 18：住房金融业务



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

在工会业务方面，公司有效整合工会内外资源，建立完善职工服务体系，着力构筑工会上下联动、平台线上线下互动、广大职工需求推动的服务职工新格局。

在智慧城市方面，公司围绕城市的创新发展、建设运营和高效治理，面向城市政府及相关主体，构建城市级信息平台 and 运营中心，并推动大数据在城市治理的应用，全面推进城市的公共服务、社会管理、生活环境、产业发展、基础设施、信息资源、网络安全等体系建设。

图 19：智慧城市业务



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

公司以全面实现城市治理体系和治理能力现代化为主线，以“共建、共享、共治、共融、共发展”为策略，综合运用互联网+、大数据、人工智能、物联网等新一代信息技术，全面推进新型智慧城市建设。

在军民融合方面，公司面向科研院所、军工企业等国防单位，依托“平台+应用”，以大数据、自主可控等技术的双向转移和转化应用，助力军民科技创新体系及产业的协同发展。公司秉承“两弹精神”，响应国家军民融合与信息安全战略，将国产自

主可控计算环境下的信息化应用落到实处，切实推进国产化的普及和产业链的良性发展。2018 年 4 月，公司承担的“四川省信息安全及其集成电路重大科技专项课题”通过院士专家组评审，参与单位有久远国基、中科信息、省信息安全评测中心、四川大学、西南科技大学等。

图 20：军民融合业务

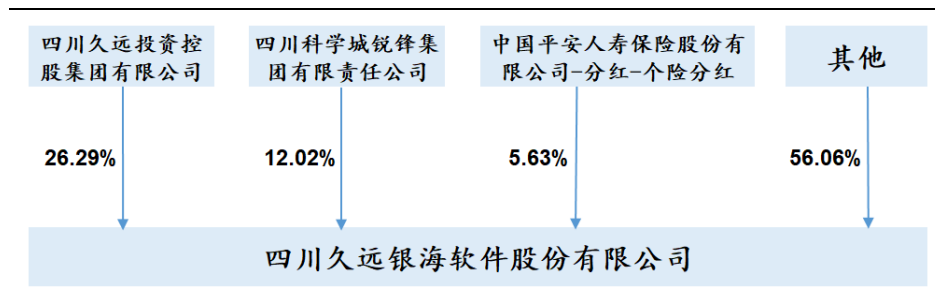


资料来源：公司官网，国元证券研究中心

1.3 股权结构

公司目前的实际控制人为中国工程物理研究院，通过公司的第一和第二大股东合计持有公司 38.31% 的股份。

图 21：公司股权结构



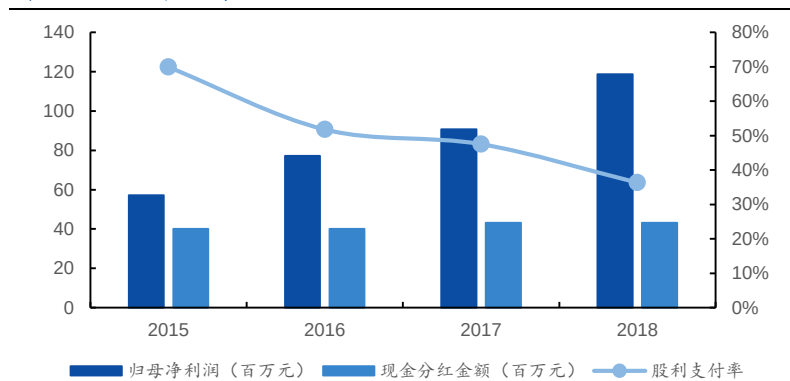
资料来源：Wind，国元证券研究中心

根据公告，目前公司员工持股计划（广发原驰·久远银海 1 号定向资产管理计划）持有公司股份 174.51 万股。我们认为：该计划可以进一步完善公司的法人治理结构，有效稳定公司现有的管理层和骨干员工队伍，提高员工的凝聚力和公司竞争力，激发员工的工作积极性和创造性，促进公司长期、持续、健康发展。

1.4 分红情况

公司严格执行《公司章程》中利润分配的政策，从制度上保证了利润分配政策的连续性和稳定性，能够充分保护中小投资者的合法权益，兼顾股东的合理投资回报和公司中远期发展规划相结合。自 2015 年上市以来，公司累计实施现金分红 4 次，共派发现金 1.66 亿元，累计分红率达到 38.83%。

图 22：现金分红情况

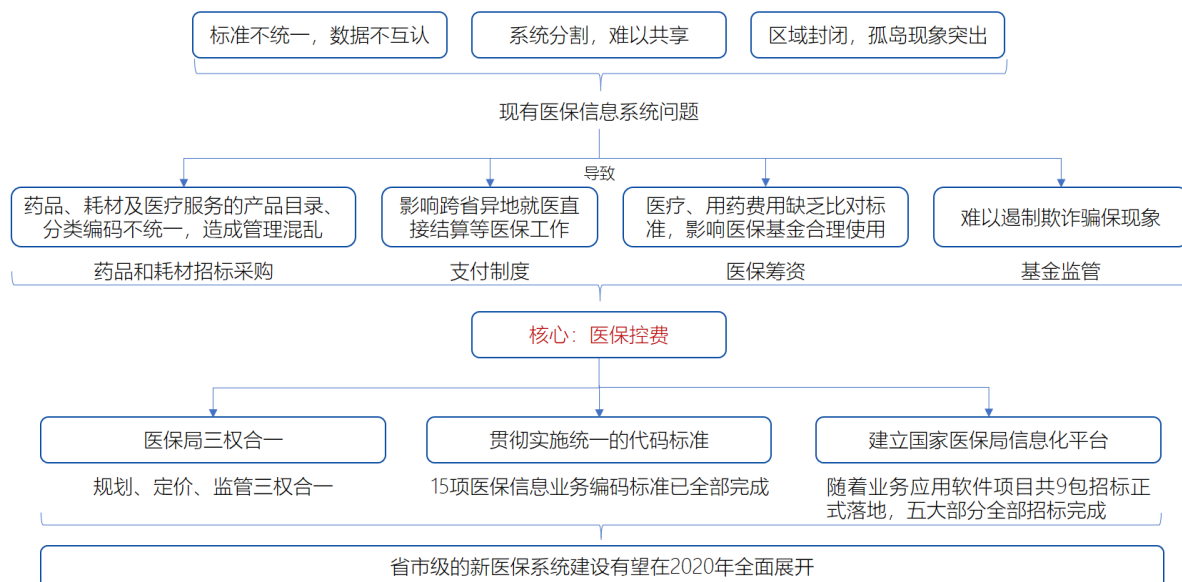


资料来源：Wind，国元证券研究中心

2. 医保 IT 即将迎来建设高峰

根据公开报道，现有医保信息系统难以适应新形势、新任务的需要。信息系统不统一，长期困扰着医保工作。

图 23：构建全国统一的医保信息系统势在必行



资料来源：国元证券研究中心整理

2.1 国家医疗保障局成立，新系统建设启动

2018 年 3 月，十三届全国人大一次会议表决通过了关于国务院机构改革方案的决定，组建中华人民共和国国家医疗保障局，5 月 31 日，正式挂牌。

图 24：国家医疗保障局职责



资料来源：搜狐网，国元证券研究中心

2.1.1 国家医疗保障信息平台建设启动

按照党中央、国务院对医保信息化建设的部署和要求，国家医保局自 2018 年 5 月挂牌成立后，为加快形成自上而下全国医保信息化“一盘棋”格局，积极谋划部署、深入调研，印发《关于医疗保障信息化工作的指导意见》（医保发〔2019〕1 号），明确了“建设一个系统、搭建两级平台、提高三个水平、突出四类应用”的全国医保信息化总体规划和部署，即建设全国统一医保信息系统，搭建国家医保信息平台 and 省级医保信息平台，支撑提高全国医保标准化、智能化和信息化水平，重点推进公共服务、经办管理、智能监管、分析决策四类医保信息化应用。目前项目已进入实质性建设阶段，争取到“十三五”期末，初步建成标准统一、数据汇聚、规范协同的国家医疗保障信息化支撑体系。建成后，全国参保居民将使用全国统一的医保电子凭证，查询个人医保信息、医保参保关系转移接续、异地就医结算也将会更加的快捷方便。

2019 年 10 月 8 日，国家医保局发布《关于印发医疗保障定点医疗机构等信息业务编码规则和方法的通知》，标志着由国家医保局主导的 15 项医保信息业务编码标准已全部完成。

图 25：15 项信息将启用全国统一业务编码



资料来源：国家医疗保障局，国元证券研究中心

2019 年 3 月，国家医保局相继发布国家医疗保障局医疗保障信息平台建设工程业务应用软件采购项目（第 1 包-第 9 包）。5 月 7 日，国家医保局正式公布医保信息平台建设工程业务应用软件采购项目（第 7 包-第 9 包）中标结果，随着本次招标正式落地，国家医保局信息系统建设招标全部结束，正式进入建设阶段。

根据国家医保局的要求，省市级的新医保系统建设有望在 2020 年全面展开。各中标公司有望借助在国家医保局系统建设中的优势在后续省市级医保 IT 建设大潮中抢得先机。

表 2：国家医保局医保信息平台应用软件采购项目中标结果

包号	中标公司	包/名称	中标金额
第 1 包	东软集团	内部统一门户子系统、内部控制子系统	259 万元
第 2 包	久远银海	跨省异地就医管理子系统	199 万元
第 3 包	创智和宇	支付方式管理子系统、医疗服务价格管理子系统	83 万元
第 4 包	厦门海西医药交易中心	药品和医用耗材招采管理子系统	168 万元
第 5 包	易联众	公共服务子系统、信用评价管理子系统	268 万元
第 6 包	卫宁科技	基金运行及审计监管子系统、医疗保障智能监管子系统	328 万元
第 7 包	平安医疗	宏观决策大数据应用子系统、运行监测子系统	207 万元
第 8 包	易联众、久远银海、创业慧康	基础信息管理子系统、医保业务基础子系统、应用支撑平台子系统	100 万元
第 9 包	东华软件	应用系统集成服务	82 万元

资料来源：中国政府采购网，国元证券研究中心

医保局信息平台市场空间测算：不考虑香港特别行政区、澳门特别行政区、台湾省，我国大陆地区目前有 31 个省级行政区域，293 个地级市。根据产业调研，结合国家医保局系统建设中标情况，我们假设建设一套省、市级医保信息平台的价格在 1000 万元左右，那么医保局信息平台的市场空间有望达到 32.4 亿元。

表 3：医保局信息平台市场空间测算

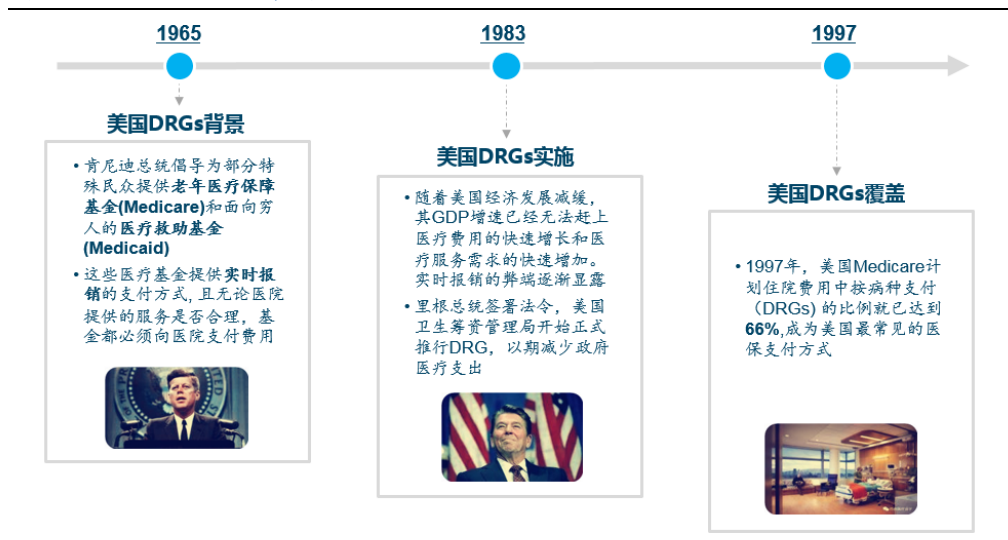
级别	建设数量	价格	市场规模
省级行政区	31 个	1000 万元	32.4 亿元
地级市	293 个		

资料来源：国元证券研究中心测算

2.1.2 DRGs 系统建设需求开始释放

DRGs 付费制度改革一直被认为是医保支付方式改革的重点。从国际上来看，DRGs 在美国已经运行了近 40 年，经验较为成熟，虽然也有一些问题，但成绩更为显著。

图 26：美国 DRGs 发展情况



资料来源：健康界，国元证券研究中心

之前,国内 DRGs 一直缺乏实质性推动。2019 年 5 月,国家医保局正式发布 DRGs 试点城市名单,共计 30 个城市,包括 4 个直辖市和 26 个地级市,从地理位置来看,除西藏外,各省份均有 1 市为试点,覆盖全国;从行政级别来看,有省级城市、副省级城市以及普通地市;从经济水平来看,既有发达地区,也有中等和欠发达地区。2019 年 10 月,国家医保局发布了《国家医疗保障 DRGs 分组与付费技术规范》和《国家医疗保障 DRGs (CHS-DRGs) 分组方案》,提出:2019 年医保局完成顶层设计,2020 年全国试点城市模拟运行,2021 年 DRGs 实际运用。

表 4: 中国 DRGs 付费改革相关政策

时间	文件	部门	内容
2016 年 10 月	《关于做好国家卫生计生委和国家中医药局属管医院参加属地公立医院综合改革有关工作的通知》	卫计委、财政部、发改委等 7 部委	积极参加属地医保支付方式改革,逐步减少按项目收付费数量,扩大按病种和按服务单元收付费范围。积极探索按疾病诊断相关分组(DRGs)收付费改革,做好基础性工作和临床数据规范化工作
2017 年 1 月	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	国务院	到 2017 年,国家选择部分地区开展按疾病诊断相关分组付费试点,鼓励各地积极完善按病种、按人头、按床日等多种付费方式
2017 年 5 月	《深化医药卫生体制改革 2017 年重点工作任务》	国务院	全面推进建立以按病种付费为主的多元复合型医保支付方式。国家选择部分地区开展按疾病诊断相关分组(DRGs)付费试点,鼓励其他地方积极探索
2017 年 6 月	《国务院办公厅关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》	国务院	2017 年起,进一步加强医保基金预算管理,全面推行以按病种付费为主的多元复合型医保支付方式。到 2020 年,医保支付方式改革覆盖所有医疗机构及医疗服务,按项目付费占比明显下降
2018 年 3 月	《关于巩固破除以药补医成果持续深化公立医院综合改革的通知》	卫计委	深化医疗服务定价方式改革,进一步扩大按病种收费、按服务单元收费范围和数量。全面推行以按病种付费为重点的多元复合型医保支付方式,2018 年国家统一确定 100 个以上的病种,指导各地推进实施。推进按疾病诊断相关分组(DRGs)付费试点,完善按人头、按床日等多种付费方式
2019 年 10 月	《国家医疗保障 DRGs 分组与付费技术规范》、《国家医疗保障 DRGs (CHS-DRGs) 分组方案》	国家医保局	提出到 2019 年医保局完成顶层设计,2020 年全国试点城市模拟运行,2021 年 DRGs 实际运用的目标;建立统一标准 CHS-DRGs

资料来源:国元证券研究中心整理

从 DRGs 相关系统的部署来看,主要包括:医保端、医院端和卫健端,公司实现了全覆盖。2019 年上半年,在医保端,公司成功实施部分省市医保 DRGs 项目;在医院端,公司已在部分省市医院等医疗机构成功实施医院端 DRGs 项目,并正在与四川大学华西医院合作研发 DRGs 精细化管理平台;在卫健端,公司启动了四川省雅安市卫健委 DRGs 平台的实施工作。

DRGs 医院端市场空间测算: 根据中国政府采购网等招标投标网站的数据,三级医院 DRGs 系统建设的平均费用约 100 万元左右,一、二级医院平均约 50 万元左右。根据国家卫生健康委员会发布的《2018 年我国卫生健康事业发展统计公报》,假设到 2021 年实现 DRGs 实际运用的目标,则医院端 DRGs 的市场空间有望达到 124.72 亿元。

表 5: DRGs 医院端市场空间测算

医院类型	建设数量	价格	市场规模
三级医院	2548 个	100 万元	124.72 亿元
二级医院	9017 个	50 万元	
一级医院	10831 个		

资料来源:《2018 年我国卫生健康事业发展统计公报》, 国元证券研究中心测算

DRGs 医保端市场空间测算: 根据中国政府采购网等招投标网站的数据, 省级市级 DRGs 项目保守估计在 200 万元。

表 6: 部分 DRGs 项目中标情况

采购人	采购项目	中标价格	中标供应商
常州市医疗保障局	常州市基本医疗保险按病种分值付费 (DRGs) 项目	201 万元	平安医疗健康管理股份有限公司
浙江省医疗保障局	浙江省医疗保障局浙江省 DRGs 分组方案项目	200 万元	浙江省中医院、浙江省人民医院、浙江大学医学院附属妇产科医院、浙江大学医学院附属儿童医院、浙江大学医学院附属第二医院
东营市医疗保障局	医疗保障基金 DRGs 点数法支付方式改革项目	416.8 万元	中公网医疗信息技术有限公司
镇江市医疗保障局	镇江市按疾病诊断分组点数法收付费 (DRGs) 服务项目	487 万元	中公网医疗信息技术有限公司

资料来源: 中国政府采购网等招投标网站, 国元证券研究中心

假设到 2021 年实现 DRGs 实际运用的目标, 则医保端 DRGs 的市场空间有望达到 6.48 亿元。

表 7: DRGs 医保端市场空间测算

级别	建设数量	价格	市场规模
省级	31 个	200 万元	6.48 亿元
市级	293 个		

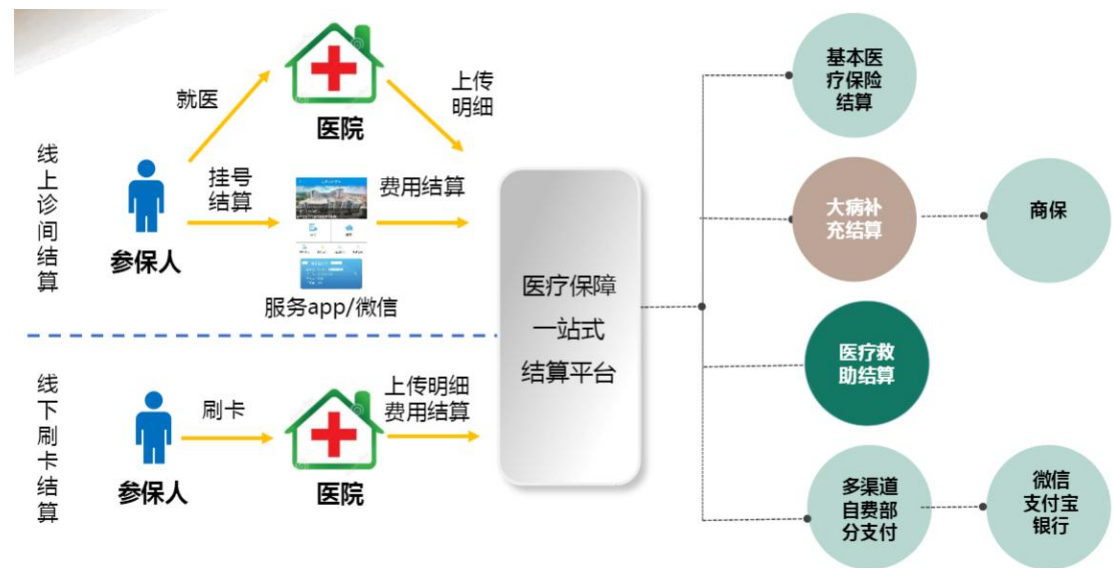
资料来源: 国元证券研究中心测算

2.2 公司深耕医保信息化 20 余年, 先发优势明显

公司自 1996 年承建绵阳市医保项目以来, 已深耕医保信息化 20 余年, 形成了完整的、成体系的医保解决方案及产品线, 沉淀了深度的医保业务理解能力和丰富的创新实践案例。目前, 公司积极推进广西医保区级集中等各区域医保信息化工程建设, 为全国 10 余个省 (自治区、直辖市)、近 100 个地级以上城市医保核心业务系统的稳定运行提供高质量的服务。

目前, 公司为全国近百个城市提供医保核心业务经办系统, 实现医疗保险、生育保险、医疗救助、工伤保险、长期照护险等医保领域核心业务系统集中建设, 提供覆盖全业务、贯通全层级、面向全对象的集中式、一体化经办服务支撑, 同时适应各区域医保待遇差异化、特色化管理需求, 显著增强医保业务经办能力。

图 27：三保合一-一站式结算



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

医保便民服务方面，公司为 7 万家医院药店提供医保“一站式”结算服务，面向群众提供医保“线上一网通、线下一门办”服务体验，同时支持构建集在线缴费、移动支付、网上购药、电子处方、联网健康咨询、网上预约分诊、移动支付和检查检验结果查询等服务于一体的新业态，大幅提升医保服务的人本化体验和智慧化水平。

图 28：智慧服务



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

医保治理服务方面，公司医保智能治理解决方案以“公开透明、多方参与、社会监督”为核心，建设医保风险防控、医保稽核管理、两定实库管理、医保智能监控、药品采购监管、医保基金监督、医保基金预决算管理、DRGs 付费管理、医保运行监控等治理应用系统，确保业务安全、基金安全、廉政安全。

图 29：基于大数据的监督管理·基金全程监控



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

3.金民工程一期全面推广在即

2017年10月，民政部出台了《民政部关于统筹推进民政信息化建设的指导意见》。发展目标为：贯彻落实国家网络安全和信息化发展战略部署，全面提升民政信息化整体水平，建设标准统一、互联互通、安全可控的信息化基础支撑大平台，构建深度融合、上下联动、纵横协同的政务业务大系统，形成物理分散、逻辑集中、资源共享的信息资源大数据，基本形成民政信息化“集约整合、纵横互联、信息共享、业务协同”的发展格局。到2020年，通过整合一批、清理一批、规范一批，基本完成部本级政务信息系统清理整合，形成民政政务信息资源目录体系。部本级主要业务信息化覆盖率达到100%，省级民政部门主要业务信息化覆盖率达到80%以上，民政基本公共服务事项网上办理率达到80%以上，总体满足民政事业发展需要和社会公众服务期望。

图 30：智慧民政的内涵解析



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

3.1 金民工程一期试点开启

为了充分利用国家和部省两级资源，统筹推进民政信息化发展，全面推动金民工程建设成果广泛应用，加快形成全国民政信息化“一盘棋”格局，2019年8月，民政部印发《金民工程一期项目试点工作方案》。

表 8：金民工程部署模式、应用模式、数据交换模式对照表

序号	部署模式	应用模式	应用模式
1	全国物理大集中	统一应用	内部交换
2	部省两级	统一应用	统一数据交换平台
3		自建应用	接口调用

资料来源：《金民工程一期项目试点工作方案》，国元证券研究中心

试点地区选择综合考虑工作基础、发展水平、地方积极性、人员队伍、支撑环境等因素，同时兼顾不同区域、不同类型和不同层级，分 2 批开展。

表 9：金民工程一期试点安排

批次	地区	模式	试点目标
第 1 批	上海、江苏、浙江、福建、江西、广东、陕西、西藏、新疆等 9 省（自治区、直辖市）和青岛市	陕西、西藏、新疆采用“统一应用+内部交换”模式；江苏、福建和青岛采用“统一应用+统一数据交换平台”模式；上海、浙江、江西、广东采用“自建应用+接口调用”模式	2020 年第一季度完成试点总结，并形成可复制可推广的经验
第 2 批	拟选择 8-10 个地区开展，具体地点待调研评估后确定	-	2020 年第二季度开展试点应用，第三季度完成试点总结
非试点地区	非试点地区应用推广	-	2020 年第四季度，实现全行业全覆盖应用

资料来源：《金民工程一期项目试点工作方案》，国元证券研究中心

在《试点工作方案》中，明确了四大试点内容。

表 10：金民工程一期试点内容

序号	内容	说明
1	建立“互联网+民政服务”平台	通过金民工程试点应用，依据不同的部署应用模式利用民政统一的云服务平台和省级平台，形成上下协同、纵横联动、综合支撑的“互联网+民政服务”平台，为全国各级各类民政业务提供统一、规范的政务服务事项管理、运行管理、电子监察等服务，并与省级政务服务平台实现互联互通。同时，以数据集中和共享为途径，推动技术融合、业务融合、数据融合，构建全国民政信息资源共享体系，为实现跨层级、跨地域、跨系统、跨部门、跨业务的协同管理和服务提供平台支撑
2	提高民政服务规范化、标准化水平	以政府机构改革为契机，结合全国一体化在线政务服务平台运行实施，在试点地区开展社会救助、养老服务、儿童福利、社会事务等业务系统示范应用，与试点地区政务服务平台实现互联互通、数据共享，实现各类民政服务事项名称、编码、流程和办事要件在部、省、市、县四级统一，提升试点地区民政政务服务流程化、规范化、便捷化水平，通过试点使用发现问题、完善功能、积累经验
3	开展“互联网+民政服务”典型应用	鼓励试点地区结合本地区情况，聚焦脱贫攻坚、群众关心、社会关切事项开展应用服务，在金民工程项目成果基础上，与第三方平台和社会资源积极对接，拓展应用领域，创新民政服务模式，线上线下互动，积极开展跨省民政服务事项办理应用实践，提供有特色、可复制推广的“互联网+养老”、“互联网+儿童”、“互联网+社区”、“互联网+社会救助”、“互联网+婚姻服务”、“互联网+殡葬服务”等民政服务新业态
4	破解民政统计数据与业务数据“两张皮”问题	针对目前民政统计数据与业务数据不一致和“两张皮”问题，在试点地区，同步开展升级后的民政统计系统与金民工程建设的社会救助系统、社会事务系统、儿童福利系统等以及本地区自建系统间的无缝对接，从数据产生源头加强过程管理和逐级审核，减少手工录入环节，减少人为干预，实现“一数一源、一源多用”

资料来源：《金民工程一期项目试点工作方案》，国元证券研究中心

根据中国政府采购网等招标投标网站的数据，民政部信息中心从 2018 年年初就已经启动了金民工程一期部分项目的招标投标工作。根据表 11 的数据，目前能够查询到的民政部信息中心涉及金民工程一期的中标金额约 9501.4057 万元，且仍有项目处于招标阶段。

表 11：部分金民工程中标情况

采购人	采购项目	中标日期	中标价格	中标供应商
民政部信息中心	金民工程一期项目-监理项目	2018-02-13	388 万元	北京赛迪工业和信息化工程监理中心有限公司
民政部信息中心	金民工程一期项目专项法律服务采购	2018-03-07	19 万元	北京市一律师事务所
民政部信息中心	金民工程一期应用支撑平台开发集成项目	2018-05-25	1277 万元	四川久远银海软件股份有限公司
民政部信息中心	金民工程一期项目文印设备采购	2018-06-06	231.4057 万元	北京开莱兴业科技有限公司
民政部信息中心	金民工程一期社会救助业务系统项目 01 包	2018-08-21	790 万元	上海速连信息科技有限公司
民政部信息中心	金民工程一期社会救助业务系统项目 02 包	2018-08-21	897 万元	太极计算机股份有限公司
民政部信息中心	金民工程一期标准规范建设项目	2018-08-21	169 万元	北京科迪智标信息技术有限公司
民政部信息中心	金民工程一期公共服务与决策支持系统项目 01 包	2018-08-29	1041 万元	东软集团股份有限公司
民政部信息中心	金民工程一期公共服务与决策支持系统项目 02 包	2018-11-05	1081 万元	北京久其软件股份有限公司
民政部信息中心	金民工程一期专项社会事务管理业务系统项目 01 包	2018-11-05	717 万元	中科恒运股份有限公司
民政部信息中心	金民工程一期专项社会事务管理业务系统项目 02 包	2018-11-05	880 万元	深圳市永兴元科技股份有限公司
民政部信息中心	金民工程一期社会福利与慈善业务系统项目 01 包	2018-11-05	1077 万元	万达信息股份有限公司
民政部信息中心	金民工程一期系统集成项目	2019-05-24	676 万元	新晨科技股份有限公司
民政部信息中心	金民工程一期网络安全等级保护测评和咨询项目	2019-09-25	258 万元	公安部第三研究所
民政部信息中心	金民工程一期项目-软件测试项目	2019-11-07	-	北京亮点软测科技有限公司、北京新国信软件评测技术有限公司、北京通和实益电信科学技术研究所有限公司

资料来源：中国政府采购网等招投标网站，国元证券研究中心

金民工程一期市场空间测算：保守假设民政部未来的总投入为 1 亿元。同时，考虑到各省级民政部门未来需要往省级以下各级民政机构推广金民工程一期，需要投入的资金理应大于民政部本身，因此，我们假设各省投入的金额平均为民政部的 2 倍，不考虑香港特别行政区、澳门特别行政区、台湾省，我国大陆地区目前有 31 个省级行政区域，293 个地级市，则总的市场空间为 63 亿元。该假设及测算仅供投资者参考。

表 12：金民工程一期市场空间测算

单位	建设数量	价格	市场规模
民政部	1	1 亿元	63 亿元
省级	31	2 亿元	

资料来源：中国政府采购网等招投标网站，国元证券研究中心测算

公司中标了《金民工程一期应用支撑平台开发集成项目》，实现了“2+3”新军民战略在民生领域的又一重大突破。2018 年 7 月 3 日，公司召开了项目启动会，将本

项目作为 2018 年“一号工程”，有望打造为继“国家异地就医结算平台项目”后的又一精品工程。

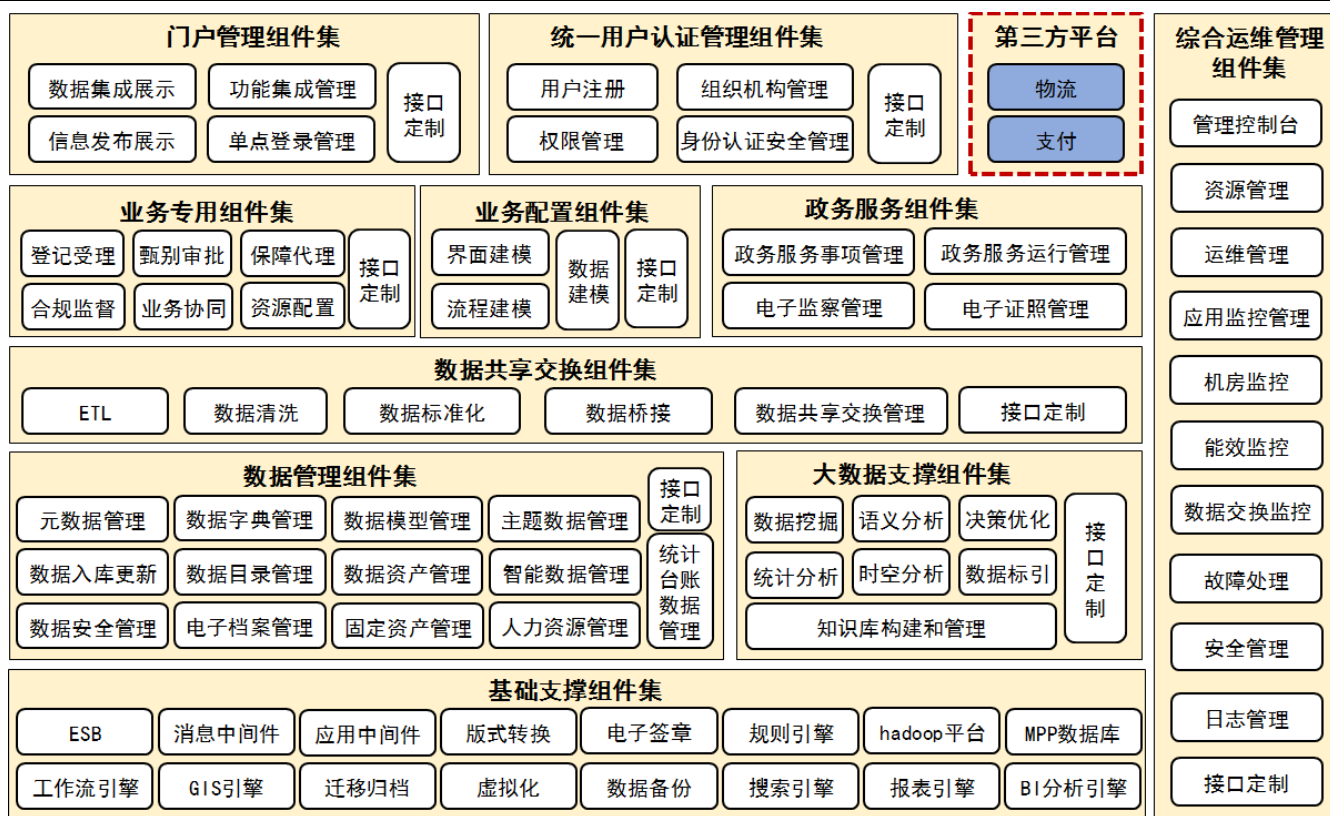
表 13：应用支撑平台集成项目采购内容一览表

序号	服务项目名称	履约时间
1	应用支撑平台开发	2018 年 12 月底前
1.1	应用支撑平台组件集功能开发	2018 年 12 月底前
1.2	金民工程一期项目数据库系统建设	2018 年 12 月底前
2	金民工程一期项目软件总集成工作	至金民工程一期竣工验收
2.1	应用支撑平台和所有业务系统的应用整体集成	至金民工程一期竣工验收
2.2	组织协调系统集成商完工程整体集成工作	至金民工程一期竣工验收
2.3	制定运维服务标准规范，提供运维、培训等服务	至金民工程一期竣工验收
3	相关业务系统开发、集成技术标准规范制定	2018 年 12 月底前

资料来源：《金民工程一期应用支撑平台开发集成项目》招标文件，国元证券研究中心

《金民工程一期应用支撑平台开发集成项目》招标文件详细定义了应用支撑平台建设的内容。

图 31：应用支撑平台组成图



资料来源：《金民工程一期应用支撑平台开发集成项目》招标文件，国元证券研究中心

3.2 全面布局民政 IT，先发优势明显

公司产品全面覆盖社会救助、减灾救灾、社会福利、慈善捐赠、养老管理、社会组织、基层/社区、区划地名、婚姻、殡葬、未成年人、工会等民政业务。

公司先后承担了民政部“金民工程一期”应用支撑平台、居民家庭经济状况核对信息系统 2.0 版、信息化项目管理系统、民政业务数据资源整理与数据库建设项目等的实施，经验丰富。伴随着非试点地区从 2020 年第四季度开始应用推广，实现全行业全覆盖应用，我们认为公司凭借着先进的技术和在金民工程领域的经验，有望在全国各省拿到订单，助推公司持续发展。

图 32：公司民政 IT 领域布局

社会救助

【城乡社会救助管理】覆盖最低生活保障、特困人员供养、医疗救助、临时救助、救灾等其他专项救助业务的管理，实现救助“一门受理、协同办理”、救助申请对象信用记录管理、绩效考核和救助资金分配、审批、监管等内容。

【居民家庭经济状况核对】通过汇聚民政内部和外部的共享数据信息，为委托核对单位提供居民家庭经济状况核对服务，出具数据全面、准确有效的核对报告，为委托单位进行审批决策提供依据。支持与民政部核对平台的对接。

养老服务

以智慧健康养老政策为导向，以居家、机构、日照、社区养老为核心，以线上交互线下服务模式，为老年人提供老年人用品、居家养老、机构养老、慢病管理、个人健康数据管理、康复护理、健康咨询、紧急救助，生活服务、家政服务、精神慰藉、安宁照顾等服务，为养老服务机构/企业提供低成本、规范化、可评估、受监管、易扩展的业务信息化平台服务，为政府提供信息实时全面、分析智慧准确、政策高效落实的政务信息化服务，共同构建一站式智慧健康养老服务体系。

专项社会事务

【婚姻登记】覆盖公民婚姻登记业务全流程，支持“婚姻登记智能自助服务终端”一体机，提供结婚预约、结婚登记和婚姻档案查询、打印的自助服务项目。

【殡葬管理】通过信息化平台规范殡葬服务流程、监管服务过程、跟踪服务情况、精确殡葬数据。实现与其他部门的数据交换与共享。

【区划地名】实现对区划、地名和界桩界线信息的管理，提供对区划、地名变更信息的申报审核管理，提供界桩界线联检任务的流程化支撑。对接国家空间地理信息库，实现与外部系统数据的交换共享。

【儿童收养】实现儿童收养登记的线上办理，规范登记流程，为收养儿童建档立卡，实现动态管理。依托互联网平台，建立收养家庭与被收养儿童双向沟通渠道，提供收养评估、收养回访，综合数据分析等服务。

社会治理与服务

【社会组织管理】实现社会组织“三登记”及其他行政审批事项的一网通办、线上审批。建立民政法人库，与部、省级法人信息全面对接，实现横向纵向的数据交换及共享。

【社区信息管理】实现基层政权管理的全面信息化，提供对社区/村组“两委”和基层党组织的日常事务、工作任务、民主活动、选举管理等，实现村/居信息的发布和公开。

【社区公共服务】依托互联网平台，为社区居民提供“一站式”办事服务，汇总整合与百姓相关的政务服务事项，实现养老服务、社会救助、社会组织、专业社会工作服务、志愿服务、救助寻亲等各类民政业务的“一号申请、一窗受理、一网通办”。

民政大数据

依托民政大数据平台，提供养老服务大数据分析、民生保障大数据分析、社会治理大数据分析、民政舆情分析等服务。

资料来源：公司官网，国元证券研究中心

4. 盈利预测与投资建议

核心假设：

公司是国内智慧民生和军民融合服务商，收入主要由四大部分构成：医疗医保、数字政务、智慧城市、军民融合。根据公司公告，我们按照医疗医保、智慧城市与数字政务、军民融合+其他类型+其他业务等三项来预测未来收入的情况。

- 1. 医疗医保：**该业务主要包括医保、医疗、医药三个领域，伴随着新医保系统、DRGs 等领域建设的加速，该业务增速有望加速，考虑到 2019 年上半年增速为 11.19%，我们预测未来三年收入增速维持在 22-30% 的区间，且 2020 年有较为明显的加速。毛利率方面，2019 年上半年为 66.17%，比 2018 年同期略有下降，因此，我们预测未来三年毛利率保持稳定，且有微幅下降。
- 2. 智慧城市与数字政务：**该业务主要包括智慧城市和数字政务两个领域，2019 年上半年该业务收入的增速为 10.46%，考虑到 2020 年下半年起民政 IT 领域需求的释放，我们预计该业务未来三年增速维持在 21-30% 的区间，且 2020 年有较为明显的加速。毛利率方面，过去两年维持在 30% 的水平，我们预期未来三年保持稳定。
- 3. 军民融合+其他类型+其他业务：**从 2018 年收入结构来看，军民融合是该部分收入的主要来源，但是由于体量较小，收入增速波动较大，考虑到 2019 年上半年保持正增长，我们预期未来三年增速在 10% 左右。毛利率方面，过去两年维持在 20-22% 的区间，我们预计未来三年仍然维持在该区间。

表 14：公司业务拆分（单位：百万元）

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
医疗医保					
收入	230.03	316.35	386.93	502.07	644.06
增长率	-	37.53%	22.31%	29.76%	28.28%
毛利率	73.33%	65.32%	65.31%	65.25%	65.21%
智慧城市与数字政务					
收入	351.77	498.05	604.23	781.21	996.59
增长率	-	41.58%	21.32%	29.29%	27.57%
毛利率	30.53%	30.48%	30.40%	30.38%	30.26%
军民融合+其他类型+其他业务					
收入	108.65	49.74	53.88	59.44	65.30
增长率	-	-54.22%	8.31%	10.33%	9.86%
毛利率	20.85%	21.06%	21.01%	20.88%	20.71%
合计					
收入	690.45	864.14	1045.03	1342.73	1705.95
增长率	30.91%	25.16%	20.93%	28.49%	27.05%
毛利率	43.26%	42.70%	42.84%	43.00%	43.09%

资料来源：Wind，国元证券研究中心

可比公司估值：

公司主要从事医疗医保、数字政务、智慧城市、军民融合等业务。国内 A 股中，卫宁健康、创业慧康、东软集团拥有从事医疗信息化等方面的业务，东软集团、太极股份拥有从事数字政务等方面的业务，故选择这四家公司作为可比公司。从估值角度来看，公司与四家可比公司的平均 PE 接近，估值处于合理水平。

表 15：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价	总市值（亿元）	EPS				PE			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
300253.SZ	卫宁健康	15.21	249.61	0.19	0.25	0.34	0.45	82.30	60.37	45.36	33.44
300451.SZ	创业慧康	18.16	134.34	0.29	0.39	0.50	0.65	63.17	46.38	36.00	28.12
600718.SH	东软集团	11.52	143.12	0.09	0.11	0.22	0.31	130.31	109.35	51.48	36.72
002368.SZ	太极股份	38.38	158.42	0.76	0.92	1.23	1.69	50.11	41.50	31.10	22.76
平均		-	-	-	-	-	-	81.47	64.40	40.99	30.26
002777.SZ	久远银海	37.48	84.07	0.53	0.67	0.89	1.17	70.83	56.30	42.24	32.00

资料来源：Wind，国元证券研究中心

注：可比公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2020 年 1 月 8 日

投资建议：

公司是国内领先的智慧民生和军民融合服务商。

2019 年 4 月 22 日，公司中标国家医保局医疗保障信息平台建设工程业务应用软件采购项目第 2 包：“跨省异地就医管理子系统”。2019 年 5 月 7 日，公司中标国家医保局医疗保障信息平台建设工程业务应用软件采购项目第 8 包：“基础信息管理子系统、医保业务基础子系统、应用支撑平台子系统”。根据国家医保局的要求，省市级的新医保系统建设有望在 2020 年全面展开，公司先发优势明显。

根据民政部的要求，到 2020 年，通过整合一批、清理一批、规范一批，基本完成部本级政务信息系统清理整合，形成民政政务信息资源目录体系。部本级主要业务信息化覆盖率达到 100%，省级民政部门主要业务信息化覆盖率达到 80%以上，民政基本公共服务事项网上办理率达到 80%以上。目前，以金民工程为代表的民政 IT 建设已经展开。2018 年 05 月 25 日，公司中标金民工程一期应用支撑平台开发集成项目，实现了“2+3”新军民战略在民生领域的又一重大突破。2020 年第四季度，金民工程一期开展非试点地区应用推广，实现全行业全覆盖应用，公司有望受益。

综上，我们预计公司 2019-2021 年营业收入为 10.45、13.43、17.06 亿元，归母净利润为 1.49、1.99、2.63 亿元，EPS 为 0.67、0.89、1.17 元/股，对应 PE 为 56.30、42.24、32.00 倍。目前计算机（申万）指数 PE(TTM)约为 60.2，我们预测未来三年归母净利润 CAGR 为 30.32%，考虑到公司过去三年 PE 主要运行在 40-80 倍之间、公司优良的经营性现金流状况、预期医保 IT 和民政 IT 领域迎来建设高峰公司有望充分受益等诸多因素，我们给予公司 2020 年 55 倍的目标 PE，则目标价为 48.95 元，目前为 37.48 元，有约 30.60%的空间，首次推荐，给予“买入”评级。

5.风险提示

1. 省市级医保系统招投标进度低于预期；
2. DRGs 建设进度低于预期；
3. 金民工程中标厂商众多，市场竞争加剧；
4. 政府支付能力不足，影响公司现金流。

***国元持仓披露：**国元持仓不超过 1%，无需披露。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1118.54	1610.43	1839.20	2218.18	2697.93
现金	581.38	760.76	858.03	1050.73	1321.63
应收账款	139.48	186.45	230.75	295.24	372.43
其他应收款	52.75	51.11	61.36	78.14	97.48
预付账款	5.78	12.31	12.42	13.85	16.02
存货	337.81	315.63	375.34	467.04	568.57
其他流动资产	1.34	284.18	301.29	313.19	321.80
非流动资产	179.07	346.29	356.14	366.06	376.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	73.83	94.58	96.56	98.80	101.63
无形资产	48.05	120.79	122.81	124.77	126.81
其他非流动资产	57.19	130.93	136.78	142.50	147.56
资产总计	1297.61	1956.72	2195.34	2584.24	3073.92
流动负债	619.56	715.86	847.62	1061.67	1319.67
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	86.23	68.00	85.18	112.35	145.34
其他流动负债	533.33	647.86	762.44	949.32	1174.33
非流动负债	100.17	126.44	110.44	114.23	117.68
长期借款	75.00	75.00	75.00	75.00	75.00
其他非流动负债	25.17	51.44	35.44	39.23	42.68
负债合计	719.73	842.30	958.06	1175.90	1437.35
少数股东权益	69.86	94.97	111.65	133.36	161.09
股本	160.00	172.54	224.30	224.30	224.30
资本公积	122.05	545.38	493.61	493.61	493.61
留存收益	225.97	301.53	407.72	557.06	757.57
归属母公司股东权益	508.02	1019.45	1125.63	1274.98	1475.49
负债和股东权益	1297.61	1956.72	2195.34	2584.24	3073.92

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	139.08	220.74	175.27	278.31	369.87
净利润	105.79	132.47	166.00	220.72	290.45
折旧摊销	17.77	20.66	23.69	25.56	27.58
财务费用	-3.00	-6.37	1.83	1.10	-0.06
投资损失	0.98	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	4.44	55.42	-12.97	7.21	25.39
其他经营现金流	13.10	18.56	-3.27	23.72	26.51
投资活动现金流	-38.95	-429.72	-33.05	-34.85	-36.81
资本支出	52.11	84.51	10.14	11.28	12.86
长期投资	-13.08	44.84	4.10	4.28	2.51
其他投资现金流	0.08	-300.37	-18.81	-19.29	-21.44
筹资活动现金流	-47.86	389.10	-44.95	-50.76	-62.15
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	80.00	12.54	51.76	0.00	0.00
资本公积增加	-80.00	423.32	-51.76	0.00	0.00
其他筹资现金流	-47.86	-46.77	-44.95	-50.76	-62.15
现金净增加额	52.26	180.11	97.28	192.69	270.90

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	690.45	864.14	1045.03	1342.73	1705.95
营业成本	391.73	495.19	597.33	765.35	970.87
营业税金及附加	6.26	7.29	8.67	11.01	13.65
营业费用	64.78	80.59	95.31	121.79	153.88
管理费用	70.89	95.87	107.74	136.82	171.45
研发费用	29.93	44.84	49.36	58.74	68.79
财务费用	-3.00	-6.37	1.83	1.10	-0.06
资产减值损失	14.75	16.65	17.64	18.69	19.21
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.98	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	120.73	148.62	186.02	248.64	327.98
营业外收入	0.24	5.38	5.68	5.73	5.81
营业外支出	0.61	0.42	0.43	0.46	0.48
利润总额	120.36	153.58	191.27	253.91	333.31
所得税	14.57	21.11	25.27	33.19	42.86
净利润	105.79	132.47	166.00	220.72	290.45
少数股东损益	15.00	13.77	16.68	21.71	27.73
归属母公司净利润	90.80	118.70	149.32	199.01	262.72
EBITDA	135.50	162.91	211.53	275.29	355.50
EPS (元)	0.57	0.69	0.67	0.89	1.17

主要财务比率

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	30.91	25.16	20.93	28.49	27.05
营业利润 (%)	43.13	23.10	25.16	33.66	31.91
归属母公司净利润 (%)	17.51	30.73	25.80	33.28	32.01
获利能力					
毛利率 (%)	43.26	42.70	42.84	43.00	43.09
净利率 (%)	13.15	13.74	14.29	14.82	15.40
ROE (%)	17.87	11.64	13.27	15.61	17.81
ROIC (%)	127.33	29.20	38.41	54.11	79.76
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.47	43.05	43.64	45.50	46.76
净负债比率 (%)	10.42	8.90	7.83	6.38	5.22
流动比率	1.81	2.25	2.17	2.09	2.04
速动比率	1.26	1.80	1.72	1.64	1.61
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.53	0.50	0.56	0.60
应收账款周转率	4.81	4.29	4.09	4.18	4.19
应付账款周转率	6.53	6.42	7.80	7.75	7.54
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.40	0.53	0.67	0.89	1.17
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.62	0.98	0.78	1.24	1.65
每股净资产 (最新摊薄)	2.26	4.54	5.02	5.68	6.58
估值比率					
P/E	92.59	70.83	56.30	42.24	32.00
P/B	16.55	8.25	7.47	6.59	5.70
EV/EBITDA	57.32	47.67	36.72	28.21	21.85

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188