

2011年07月28日

公司研究

新股研究

建议询价区间：28.2~32.9 元

全面的医疗行业解决方案的软件开发商

——卫宁软件(300253)新股研究

核心观点

询价结论：

我们预计公司 11-13 年每股收益为 0.94 元、1.16 元和 1.48 元。对应 11 年合理市盈率在 30-35 倍左右，建议询价区间为 28.2~32.9 元。

主要依据：

1、公司主要从事医疗软件研究开发、销售与技术服务，面向各类医疗卫生机构的信息化市场。主要产品涵盖了（1）以实现财务、临床、物流及其他管理功能的医院信息管理系统（2）以实现医学影像信息管理、实验室信息管理、图像存储与传输等功能的医技信息管理系统（3）以实现区域性信息化的公共卫生信息管理系统。公司是目前国内产品线最为齐全和最具实力的医疗软件开发商之一。

2、公司在 2009 年国内医疗卫生行业 IT 解决方案市场中市场占有率位列同行业第一名，目前已经在国内超过 28 个省、市、自治区发展了客户。截至 2010 年底，公司的医院信息系统客户中的三级甲等医院客户为 71 家，在全国 765 家三级甲等医院中约占 9.28% 左右，具有一定的市场优势。未来几年随着我国新的医疗体制改革的深入，医疗卫生行业信息化将步入加速发展阶段，公司依托领先的优势，也将迎来更快的发展机会。

3、随着国内经济的快速发展，社会生活水平的提高，我国医疗卫生行业的信息化投资规模持续扩大，2009 年中国医疗行业 IT 总体市场规模为 90.6 亿元，较 2008 年增长 26.5%；预计 2014 年中国医疗行业 IT 总体市场规模为 286.5 亿元，年复合增长率 25.9%。据 IDC 发布的报告显示，2008 年中国医疗卫生行业 IT 解决方案的市场规模为 20.3 亿元，预计 2014 年将达到 66.4 亿元，其年均复合增长率为 26.7%。

4、公司最近 3 年的产品结构不断优化，软件业务收入占比不断攀升，因此公司的综合毛利率也持续增长，2010 年公司产品的综合毛利率为 58.14%。公司采用“柔性产品化”的研发模式，不但保证了项目化的灵活特性，还大大提高了研发人力资源、实施周期、系统维护的效率，降低了开发成本，促进了我国未来医疗卫生信息化的标准化发展。

风险提示：受医疗卫生行业波动的风险、经营业绩的季节性波动风险

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	120.23	150.00	188.11	246.45
同比增速(%)	6.02%	24.76%	25.41%	31.01%
净利润(百万)	35.35	50.14	62.22	79.00
同比增速(%)	35.1%	41.83%	24.09%	26.97%
EPS(元)	0.66	0.94	1.16	1.48

基础数据

总股本(万股)	4000.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	1.18
每股净资产(元)	2.37
建议询价区间(元)	28.2~32.9元

研究员：姜瑛

电话：010-84183295

Email：jiangying@guodu.com

执业证书编号：S0940210070001

联系人：张咏梅

电话：010-84183135

Email：zhangyongmei@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、 本次发行一般情况

表 1: 公司此次发行的概况

公司名称	上海金仕达卫宁软件股份有限公司
公司简称	卫宁软件
发行地	深圳
发行日期	2011 年 8 月 5 日
申购代码	300253
发行股数 (万股)	1350
发行方式	网下询价、上网定价
发行后总股本 (万股)	5350
每股收益 (2010) 年	0.88
发行后全面摊薄每股收益 (2010 年)	0.66
发行前每股净资产 (元)	2.37

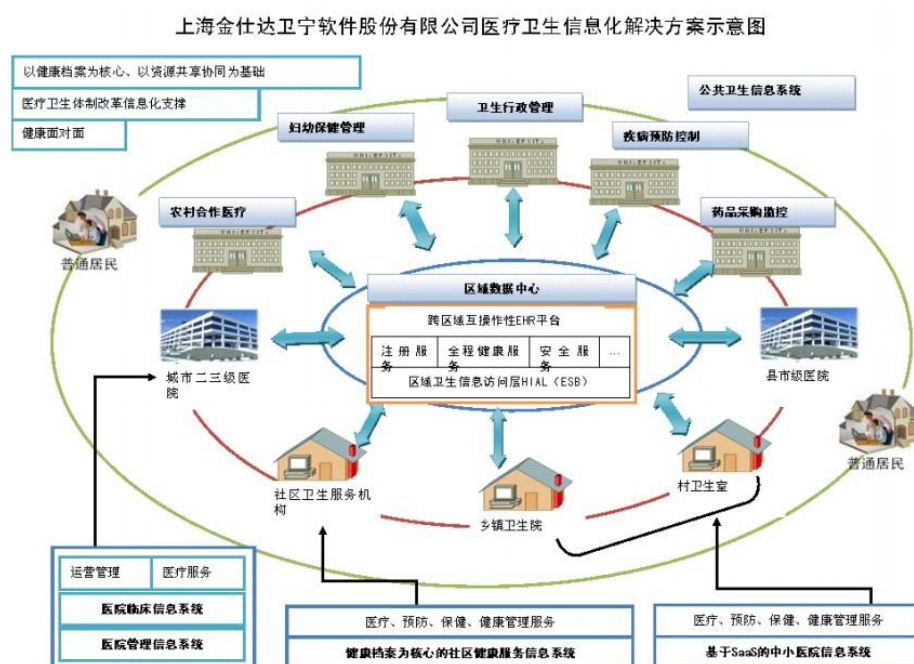
资料来源: 上市公司招股说明书, 国都证券

2、 公司及行业概况

公司主要从事医疗软件研究开发、销售与技术服务业务, 并为医疗卫生行业信息化提供整体解决方案。公司主要服务于医院、卫生院、社区卫生服务中心 (站)、门诊部、疗养院、妇幼保健院、专科疾病防治机构、疾病预防控制中心、医学科研机构、 各级医疗卫生行政管理机构等医疗卫生机构的信息化市场。

公司的产品主要涵盖三个方面: (1) 以实现财务、临床、物流及其他管理功能的医院信息管理系统 (2) 以实现医学影像信息管理、实验室信息管理、图像存储与传输等功能的医技信息管理系统 (3) 以实现区域性信息化的公共卫生信息管理系统。

图 1: 上海金仕达卫宁软件股份有限公司医疗卫生信息化解决方案示意图



数据来源: 上市公司招股说明书, 国都证券

公司最近 3 年的产品结构不断优化,软件业务收入占比不断攀升,因此公司的综合毛利率也持续增长,2010 年公司产品的综合的毛利率为 58.14%。公司采用“柔性产品化”的研发模式,不但保证了项目化的灵活特性,还大大提高了研发人力资源、实施周期、系统维护的效率,降低了开发成本,促进了我国未来医疗卫生信息化的标准化发展。

2009 年我国启动了新的医疗体制改革,其中明确提出要大力推进医药卫生信息化建设、加快医疗卫生信息系统建设,建立和完善医疗保障信息系统,建立和完善药品监管、药品检验检测、药品不良反应监测信息网络,建立基本药物供求信息系统等多项措施。医疗卫生信息化推动了我国传统的医院管理流程的改变和优化,重塑了我国医院管理的理念。将原来以“医生为中心”的医疗模式,变成以“病人为中心”,再到“以人为中心”,实现了从单纯的医疗为主,逐步过渡到预防、保健为主,实现了医院管理“服务人性化”、“医疗智能化”和“管理精细化”。

我国医疗卫生机构主要包括医院、卫生院、社区卫生服务中心(站)、门诊部、疗养院、妇幼保健院、专科疾病防治机构、疾病预防控制中心、医学科研机构、各级医疗卫生行政管理机构等。根据卫生部公布的统计数据,2009 年上述国内卫生机构数量为 283,801 家。此外还有 63.3 万个村卫生室。目前三级医院几乎都开展了信息化建设,二级及以下级别的医院中 80%以上已经开展了信息化建设。随着国内经济的快速发展,社会生活水平的提高,我国医疗卫生行业的信息化投资规模持续扩大,预计 2014 年中国医疗行业 IT 总体市场规模为 286.5 亿元,年复合增长率 25.9%。据 IDC 发布的报告显示,2008 年中国医疗卫生行业 IT 解决方案的市场规模为 20.3 亿元,预计 2014 年将达到 66.4 亿元,其年均复合增长率为 26.7%。

公司在 IDC 评选的 2008 年、2009 年“中国医疗卫生信息化解决方案十大供应商”中连续两年均位居行业第一名。截至 2010 年底,公司的医院信息系统客户中的三级甲等医院客户 71 家,在全国 765 家三级甲等医院(2009 年末数据)中约占 9.28%左右,具有一定的市场优势。公司在 2009 年国内医疗卫生行业 IT 解决方案市场中市场占有率位列同行业第一名,目前已经在国内超过 28 个省、市、自治区发展了客户,未来几年随着我国新的医疗体制改革的深入,医疗卫生行业信息化将步入加速发展阶段,公司依托领先的优势,也将迎来更大更快的发展机会。

2.1 公司的股权结构

表 2 公司本次发行前后股权结构

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数(万股)	比例(%)	股数(万股)	比例(%)
一、有限售条件流通股	4,000	100.00%	4,000	74.77%
周炜	886	22.14%	886	16.56%
刘宁	748	18.71%	748	13.99%
王英	664	16.61%	664	12.42%
孙凯	391	9.77%	391	7.31%
张士英	311	7.76%	311	5.81%
陈建国	258	6.45%	258	4.82%
贾按师	253	6.32%	253	4.73%
凌红	187	4.69%	187	3.50%
胡美珍	62	1.54%	62	1.15%

范钧	34	0.85%	34	0.64%
曾刚琴	24	0.60%	24	0.45%
韩伟	22	0.55%	22	0.41%
黄晓怡	21	0.51%	21	0.38%
靳茂	20	0.51%	20	0.38%
周洪	16	0.40%	16	0.30%
付春林	13	0.33%	13	0.25%
付晖	13	0.33%	13	0.25%
黄克华	13	0.31%	13	0.23%
孙超仁	12	0.29%	12	0.22%
邓荣华	9	0.22%	9	0.16%
陈军华	9	0.21%	9	0.16%
熊海浪	7	0.18%	7	0.13%
艾国光	7	0.18%	7	0.13%
汪国亮	7	0.18%	7	0.13%
阚家平	7	0.18%	7	0.13%
李继东	7	0.18%	7	0.13%
二、无限售条件流通股			1,350	25.23%
合计	4,000	100.00%	5,350	100.00%

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

2.2 募集资金使用

表 3 公司的募集资金投向

序号	项目名称	总投资额（万元）	项目备案情况
1	医院信息管理系统技术改造项目	5,044.00	沪经信备变（2011）010 号
2	医技信息管理系统技术改造项目	3,350.00	沪经信备变（2011）011 号
3	公共卫生信息系统技术改造项目	3,649.00	沪经信备变（2011）005 号
4	营销服务体系建设项目	1,798.00	沪经信备变（2011）006 号
5	其他与主营业务相关的营运资金	-	-
合计		13,841.00	-

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

3、 盈利预测与估值定价

表 4 公司盈利预测表

单位：百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	120.23	150.00	188.11	246.45
营业成本	50.33	61.77	73.13	94.68
营业税金及附加	2.43	3.00	3.76	4.93
营业费用	18.49	23.10	28.99	38.00
管理费用	20.64	23.34	32.94	36.20
财务费用	-0.45	-6.02	-9.21	-4.27
资产减值损失	0.11	0.49	0.53	0.58
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	28.68	44.32	57.97	76.33

营业外收入	10.30	11.06	10.68	10.87
营业外支出	0.03	0.03	0.02	0.02
利润总额	38.96	55.36	68.63	87.18
所得税	3.61	5.21	6.41	8.18
净利润	35.35	50.14	62.22	79.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	35.35	50.14	62.22	79.00
EBITDA	36.72	47.66	54.32	71.28
EPS（全面摊薄）	0.66	0.94	1.16	1.48

数据来源：上市公司招股说明书，国都证券

我们预计公司 11-13 年全面摊薄每股收益为 0.94 元、1.16 元和 1.48 元。结合公司的行业状况和公司的产品优势，我们认为公司对应 11 年合理市盈率在 30-35 倍左右，建议询价区间为 28.2~32.9 元。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com
赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com	魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	王双	化工	wangshuang@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com