

2016 年 10 月 26 日

久远银海 (002777.SZ)

医保网上支付是行业变革的起点, 公司卡位价值巨大

业绩符合预期。公司 2016 年前三季度 2.67 亿元, 同比增长 10.71%; 净利润 3553.59 万元, 同比增长 14.65%, 符合预期。预计 2016 年全年净利润约 4863.93 万元-7438.95 万元, 同比变动-15.00%-30.00%。

毛利率小幅提升。公司前三季度毛利率为 47.2%, 比去年同期提升 4.1 个百分点。此外, 公司定增方案已获财政部批复, 定增加快落地有望提速业务发展。

医保网上支付将是行业变革的起点, 公司卡位价值巨大。基本医保作为目前医疗市场上最大支付方的线上化将会对整个互联网医疗起到巨大的推动作用。在线医保并不意味着互联网医疗公司的商业模式由此产生, 关键是, 它将极大的推动用户就医行为的线上化。可以说, 医保线上化是就医行为线上化的基础, 就医模式的改变是行业变革的起点。目前, 政府对于医保网上支付的限制正在放松, 包括深圳、浙江等地区均已开始试点; 行业层面来看, PAT (平安、阿里、腾讯) 之间的医保移动支付大战愈演愈烈。公司作为国内社保信息化领域的龙头, 在医保移动支付大战中卡位价值巨大, 定增募投项目打造的大健康融合支付平台充分体现了公司对行业的前瞻把握。

投资建议: 公司坐拥天时 (军民融合、医改均已上升到国家战略)、地利 (四川是改革先锋)、人和, 基于本身的业务积累、技术储备以及股东资源, 外联产业合作伙伴 (定增引入平安), 有望更上层楼, 分享行业发展的盛宴。预计 2016、2017 年 EPS 为 0.97 元、1.21 元, 维持“买入-A”评级, 6 个月目标价 120 元。

风险提示: 定增方案过会风险。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	365.7	449.8	562.3	702.8	843.4
净利润	55.8	57.2	77.7	96.6	122.1
每股收益(元)	0.70	0.72	0.97	1.21	1.53
每股净资产(元)	2.92	5.25	6.03	6.99	8.21

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	143.5	139.9	103.1	82.9	65.5
市净率(倍)	34.3	19.1	16.6	14.3	12.2
净利润率	15.2%	12.7%	13.8%	13.7%	14.5%
净资产收益率	20.9%	13.3%	15.1%	16.3%	17.7%
股息收益率	0.5%	0.7%	0.2%	0.2%	0.3%
ROIC	197.6%	359.1%	-1011.9%	72.8%	52.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司动态分析

证券研究报告

行业应用软件

投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价: **120 元**
股价 (2016-10-25) **100.05 元**

交易数据

总市值(百万元)	8,004.00
流通市值(百万元)	2,001.00
总股本(百万股)	80.00
流通股本(百万股)	20.00
12 个月价格区间	16.50/133.69 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.42	-10.71	10.28
绝对收益	5.32	-10.47	

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511050001

huyw@essence.com.cn

021-35082010

相关报告

- 久远银海: 业绩符合预期, 基于医保支付入口打造大健康生态 2016-08-24
- 久远银海: 与平安系业务整合大幕开启 2016-07-09
- 久远银海: 定增打开成长空间 资本助力加速发展 2016-03-31
- 久远银海: 铸国防重器 建民生基石 2016-03-29
- 久远银海: 定增加码医疗和军民融合, 三年长锁彰显发展信心 2016-03-29

2016 年前三季度收入增长 10.71%，净利润增长 14.65%。2016 年前三季度公司实现营业收入 26655.71 万元，同比增长 10.71%；归属于母公司股东净利润为 3553.59 万元，同比增长 14.65%；对应 EPS 为 0.44 元。

表 1：公司报告期利润表

报告期 单位：百万元	1Q15	1H15	1-3Q15	2015A	1Q16	1H16	1-3Q16	1-3Q16	
								YoY	QoQ
一、营业总收入	50	177	241	450	75	200	267	10.71%	33.1%
二、营业总成本	44	149	206	376	66	164	226	9.9%	37.6%
营业成本	26	100	130	256	46	108	141	7.9%	30.3%
营业税金及附加	0	1	2	3	0	1	1	-30.4%	58.5%
销售费用	6	17	28	41	8	19	31	13.5%	61.6%
管理费用	13	30	46	73	17	39	59	29.7%	52.3%
财务费用	(0)	(1)	(1)	(2)	(1)	(2)	(3)	-135.0%	-76.3%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	-	-
三、其他经营收益	(1)	(1)	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)	-191.3%	-13.4%
投资收益	(1)	(1)	(1)	(2)	(1)	(2)	(2)	-191.3%	-13.4%
四、营业利润	6	27	34	72	8	34	38	12.2%	12.6%
加：营业外收入	0	3	3	4	0	1	8	138.5%	438.9%
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0	1	3283.3%	-
五、利润总额	6	30	37	76	8	36	45	20.3%	26.6%
减：所得税	1	5	6	12	2	7	8	34.6%	20.4%
六、净利润	5	25	31	63	6	29	37	17.5%	28.1%
减：少数股东损益	(0)	1	0	6	1	1	1	279.8%	-4.3%
归属于母公司净利润	5	24	31	57	6	27	36	14.65%	29.6%
每股收益（按最新股本）	0.06	0.31	0.39	0.72	0.07	0.34	0.44	14.6%	29.6%

报告期	1Q15	1H15	1-3Q15	2015A	1Q16	1H16	1-3Q16	1-3Q16	
								YoY	QoQ
毛利率	48.41%	43.34%	45.87%	43.13%	39.00%	46.13%	47.25%	3.01%	2.43%
期间费用率	37.10%	26.01%	29.89%	24.92%	31.97%	28.25%	32.85%	9.89%	16.27%
其中：销售费用率	11.78%	9.81%	11.48%	9.16%	11.05%	9.69%	11.77%	2.49%	21.41%
管理费用率	26.32%	16.78%	18.93%	16.15%	22.23%	19.39%	22.19%	17.20%	14.41%
财务费用率	-0.99%	-0.58%	-0.52%	-0.38%	-1.31%	-0.84%	-1.11%	-112.29%	-32.42%
营业利润率	11.62%	15.30%	14.23%	16.00%	10.18%	17.05%	14.42%	1.34%	-15.40%
所得税率	13.53%	16.29%	16.22%	16.40%	23.09%	19.09%	18.16%	11.92%	-4.89%
净利润率	10.05%	14.28%	13.01%	14.04%	8.33%	14.36%	13.82%	6.15%	-3.80%
营业收入同比增速	-	-	8.90%	23.00%	49.11%	13.31%	10.71%	20.35%	-19.56%
净利润同比增速	-	-	3.30%	2.61%	9.66%	12.12%	14.65%	343.52%	20.81%

数据来源：WIND，安信证券研究中心

三季度单季度收入增长 3.53%，净利润增长 24.06%。2016 年第三季度公司实现营业收入 6631.53 万元，同比增长 3.53%；归属于母公司股东净利润为 812.68 万元，同比增长 24.06%。

表 2：公司单季度利润表

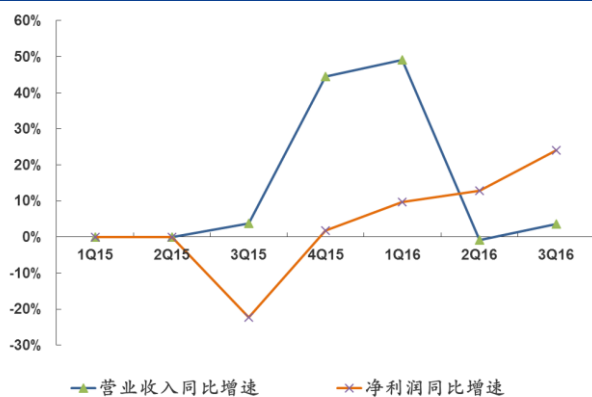
单季度 单位：百万元	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	3Q16	
								YoY	QoQ
一、营业总收入	50	127	64	209	75	126	66	3.5%	-47.2%
二、营业总成本	44	105	57	170	66	98	62	7.8%	-36.9%
营业成本	26	74	30	125	46	62	33	8.4%	-47.5%
营业税金及附加	0	1	1	1	0	0	0	-24.8%	-11.5%
销售费用	6	11	10	14	8	11	12	16.0%	7.2%
管理费用	13	16	16	27	17	22	20	27.5%	-8.7%
财务费用	(0)	(1)	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)	-446.4%	-83.3%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0	0	-	-
三、其他经营收益	(1)	(1)	1	(1)	(1)	(1)	(0)	-145.8%	80.0%
投资收益	(1)	(1)	1	(1)	(1)	(1)	(0)	-145.8%	80.0%
四、营业利润	6	21	7	38	8	27	4	-40.5%	-83.8%
加：营业外收入	0	3	0	0	0	1	6	42595.3%	573.5%
减：营业外支出	0	0	0	(0)	0	0	1	-	-
五、利润总额	6	24	7	38	8	27	9	30.4%	-65.6%
减：所得税	1	4	1	6	2	5	1	20.0%	-71.8%
六、净利润	5	20	6	32	6	23	8	32.4%	-64.2%
减：少数股东损益	(0)	1	(0)	6	1	1	(0)	87.4%	-108.7%
归属于母公司净利润	5	19	7	26	6	22	8	24.1%	-62.8%
每股收益（按最新股本）	0.06	0.24	0.08	0.33	0.07	0.27	0.10	24.1%	-62.8%

单季度 单位：百万元	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	3Q16	
								YoY	QoQ
毛利率	48.41%	41.34%	52.84%	39.97%	39.00%	50.37%	50.63%	-4.18%	0.53%
期间费用率	37.10%	21.63%	40.59%	19.20%	31.97%	26.04%	46.73%	15.12%	79.46%
其中：销售费用率	11.78%	9.03%	16.09%	6.48%	11.05%	8.88%	18.03%	12.04%	102.97%
管理费用率	26.32%	13.01%	24.86%	12.94%	22.23%	17.71%	30.62%	23.18%	72.92%
财务费用率	-0.99%	-0.42%	-0.37%	-0.22%	-1.31%	-0.56%	-1.93%	-427.75%	-247.15%
营业利润率	11.62%	16.75%	11.29%	18.03%	10.18%	21.13%	6.49%	-42.50%	-69.28%
所得税率	13.53%	16.95%	15.93%	16.57%	23.09%	17.91%	14.65%	-8.04%	-18.21%
净利润率	10.05%	15.96%	9.51%	15.23%	8.33%	17.95%	12.17%	27.92%	-32.20%
营业收入同比增速	-	-	3.77%	44.56%	49.11%	-0.84%	3.53%	-6.42%	518.13%
净利润同比增速	-	-	-22.36%	1.80%	9.66%	12.76%	24.06%	207.58%	88.51%

数据来源：WIND，安信证券研究中心

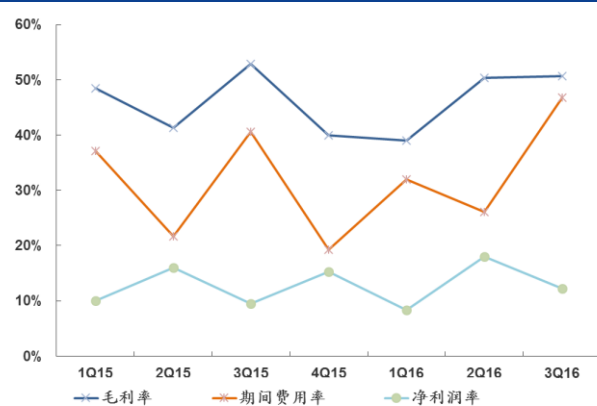
三季度毛利率比去年同期下降 4.18%，期间费用率较去年同期上升 15.12%。2016 年第三季度公司综合毛利率为 50.63%，较去年同期下降 4.18%；销售费用率为 18.03%，较去年同期上升 12.04%；管理费用率为 30.62%，较去年同期上升 23.18%。

图 1：单季度营业收入及净利润增长趋势



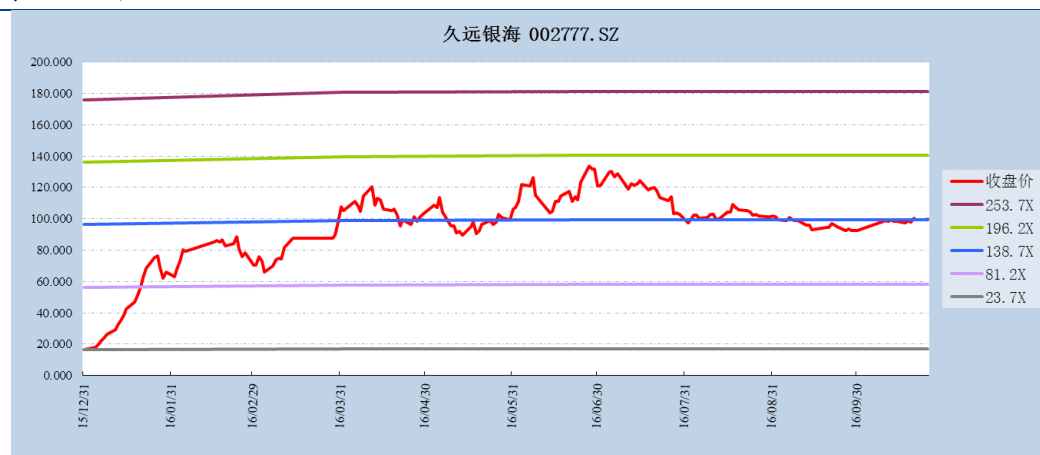
数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 2：单季度利润率变化趋势



数据来源：WIND，安信证券研究中心

图 3：公司的 PE-Band



数据来源：WIND，安信证券研究中心

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	562.3	702.8	843.4	成长性					
减:营业成本	197.4	255.8	314.9	393.6	472.3	营业收入增长率	23.2%	23.0%	25.0%	25.0%	20.0%
营业税费	2.5	3.0	5.6	7.0	8.4	营业利润增长率	20.5%	14.2%	29.7%	23.3%	23.7%
销售费用	36.1	41.2	50.6	63.3	75.9	净利润增长率	3.1%	2.6%	35.7%	24.4%	26.4%
管理费用	61.3	72.6	92.8	119.5	139.2	EBITDA 增长率	23.6%	11.4%	20.5%	22.1%	22.8%
财务费用	-0.5	-1.7	1.5	0.6	0.6	EBIT 增长率	18.3%	12.4%	35.0%	21.9%	23.5%
资产减值损失	7.0	4.8	5.5	4.9	6.2	NOPLAT 增长率	8.3%	4.9%	35.1%	23.0%	26.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-42.3%	-147.9%	-1810.0	75.3%	35.9%
投资和汇兑收益	1.1	-2.1	2.0	1.0	1.5	净资产增长率	7.2%	67.9%	13.9%	15.2%	16.7%
营业利润	63.0	72.0	93.3	115.1	142.3	利润率					
加:营业外净收支	4.9	3.6	4.0	6.0	5.5	毛利率	46.0%	43.1%	44.0%	44.0%	44.0%
利润总额	67.9	75.6	97.3	121.1	147.8	营业利润率	17.2%	16.0%	16.6%	16.4%	16.9%
减:所得税	8.8	12.4	15.6	19.4	19.2	净利润率	15.2%	12.7%	13.8%	13.7%	14.5%
净利润	55.8	57.2	77.7	96.6	122.1	EBITDA/营业收入	20.2%	18.3%	17.6%	17.2%	17.6%
						EBIT/营业收入	17.1%	15.6%	16.9%	16.5%	16.9%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	39	35	28	21	17
货币资金	262.3	468.4	480.6	448.2	475.2	流动营业资本周转天数	-46	-56	-3	60	87
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	533	566	583	529	490
应收账款	82.4	99.9	133.1	162.9	191.3	应收账款周转天数	53	47	51	53	54
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	204	192	197	209	213
预付账款	8.4	9.4	9.4	9.4	9.4	总资产周转天数	640	654	652	586	543
存货	226.8	253.0	362.3	452.9	543.5	投资资本周转天数	23	4	42	99	124
其他流动资产	0.2	2.6	2.6	2.6	2.6	投资回报率					
可供出售金融资产	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	ROE	20.9%	13.3%	15.1%	16.3%	17.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.6%	6.7%	7.5%	8.5%	9.5%
长期股权投资	7.8	5.8	8.2	9.0	10.0	ROIC	197.6%	359.1%	-1011.9	72.8%	52.5%
投资性房地产	16.5	12.9	12.9	12.9	12.9	费用率					
固定资产	41.4	45.1	43.0	40.8	38.7	销售费用率	9.9%	9.2%	9.0%	9.0%	9.0%
在建工程	0.1	-	-	-	-	管理费用率	16.8%	16.1%	16.5%	17.0%	16.5%
无形资产	34.0	32.6	30.4	47.0	53.2	财务费用率	-0.1%	-0.4%	0.3%	0.1%	0.1%
其他非流动资产	2.5	3.4	2.8	3.6	4.2	三费/营业收入	26.5%	24.9%	25.8%	26.1%	25.6%
资产总额	689.6	944.3	1,092.8	1,197.1	1,349.0	偿债能力					
短期债务	15.0	-	49.7	29.7	29.7	资产负债率	59.0%	49.7%	50.5%	47.9%	46.0%
应付账款	36.9	50.6	67.3	84.1	100.9	负债权益比	143.6%	98.7%	101.8%	91.9%	85.3%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	1.49	1.86	1.86	1.95	2.04
其他流动负债	337.5	397.0	413.0	438.1	469.0	速动比率	0.91	1.30	1.18	1.13	1.13
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-129.56	-40.90	61.46	204.87	250.93
其他非流动负债	17.1	21.3	21.3	21.3	21.3	分红指标					
负债总额	406.5	469.0	551.3	573.3	621.0	DPS(元)	0.50	0.75	0.19	0.24	0.31
少数股东权益	49.4	55.3	59.4	64.5	70.9	分红比率	71.7%	104.9%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	60.0	80.0	80.0	80.0	80.0	股息收益率	0.5%	0.7%	0.2%	0.2%	0.3%
留存收益	173.7	340.0	402.1	479.4	577.1						
股东权益	283.0	475.3	541.5	623.9	728.0						
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	77.7	96.6	122.1	EPS(元)	0.70	0.72	0.97	1.21	1.53
加:折旧和摊销	11.6	12.3	4.3	5.5	5.9	BVPS(元)	2.92	5.25	6.03	6.99	8.21
资产减值准备	7.0	4.8	5.5	4.9	6.2	PE(X)	143.5	139.9	103.1	82.9	65.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	34.3	19.1	16.6	14.3	12.2
财务费用	0.9	0.8	1.5	0.6	0.6	P/FCF	117.2	118.5	-378.3	-275.6	236.7
投资损失	-1.1	2.1	-2.0	-1.0	-1.5	P/S	21.9	17.8	14.2	11.4	9.5
少数股东损益	3.3	6.0	4.1	5.1	6.4	EV/EBITDA	-	10.8	77.3	63.5	51.6
营运资金的变动	9.3	13.6	-114.8	-84.1	-78.1	CAGR(%)	19.8%	26.7%	23.3%	22.8%	19.3%
经营活动产生现金流量	89.0	94.9	-23.7	27.5	61.8	PEG	7.2	5.2	4.4	3.6	3.4
投资活动产生现金流量	-12.5	-12.1	-0.4	-19.8	-9.5	ROIC/WACC	19.8	36.0	-101.6	7.3	5.3
融资活动产生现金流量	-40.9	123.9	32.6	-39.9	-25.0	REP	-	-3.0	-0.5	4.3	4.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 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

胡又文声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034