

智慧人社驱动需求升级

业绩高速增长确定性高

 评级：**买入**

 前次：**买入**

目标价(元)：

23-28

分析师

分析师

马路萌

张帆

S0740515070001

S0740515020001

0531-68889342

021-20315209

malm@r.qlzq.com.cn

zhangfan@r.qlzq.com.cn

2016年3月7日

基本状况

总股本(百万股)	82.75
流通股本(百万股)	35.57
市价(元/停牌前)	21.92
市值(亿元)	18.14
流通市值(亿元)	7.80

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	201.94	226.28	301.82	385.07	495.25
营业收入增速	12.51	12.06	33.38	27.58	28.61
净利润(百万元)	30.49	40.19	52.83	67.22	87.65
净利润增长率	36.67	31.81	31.43	27.25	30.38
市盈率(倍/停牌前价格)	59	45	34	27	21
每股净资产(元)	1.57	2.14	2.34	3.09	4.15
每股现金流量	0.11	1.07	0.50	0.96	1.14
净资产收益率(%)	37.07	35.73	28.07	26.32	25.55
市净率(倍/停牌前价格)	14	10	9	7	5
总股本(百万股)	52.50	52.50	80.45	82.75	82.75
最新股本摊薄 EPS(元)	0.37	0.49	0.64	0.81	1.06

投资要点

- 2015年营业收入和净利润双双实现高速增长(30%+)。**公司公告2015年年报,全年实现营业收入3.02亿元,较上年同比增长33.38%;归属母公司股东的净利润5282.75万元,较上年同比增长31.43%。具体到各项业务,软件开发和系统集成业务有了较大幅度的增长,分别比去年同期增长41.02%和50.76%。软件开发业务增长得益于本期开发完成新一代智慧人社系统成功上线,行业领先并且有较强的竞争力。本期承接了较多的系统集成业务,占营业收入的比重超过50%,由于该项业务毛利率较低,公司整体毛利率由2014年的42.08%降低到38.66%。部分客户处于新旧软件交替时期,运营维护需求相对减少。截止年报公告,公司总股本8275万股,对应的全面摊薄EPS为0.64元。根据2015年利润分配预案,以公司总股本8275万股为基数,向全体股东每10股派发现金红利1.32元(含税),每10股送红股1股(含税),同时以资本公积每10股转增3股,利润分配方案实施后,公司股本增至11585万股。
- 基于SmartHS4.0产品的威海、东营市智能一体化人社信息系统正式上线运行,推动客户需求升级。**人社领域,公司历经两年时间投入近3000万元开发完成了新一代智慧人社系统,不断优化社保信息化、智能化和便捷化经办服务机制,极大提升用户体验。产品首先在威海上线,经过两个月的定制开发和一个月的现场测试,于2015年10月28日正式运行,实现全市五区两县范围内“社保经办一体化”,截至目前整体运行情况良好。
- 与旧系统相比,新系统从底层架构上实现了改变,**由多系统(社会保险包含居民保险和职工保险两大类人群,养老、医疗、失业、生育和工伤五个险种)整合成一个系统,核心亮点在于实现全业务流程驱动。国家支持提高公共服务水平方便居民生活,提高社保统筹层次是大势所趋,系统升级以后:(1)对经办机构而言,实现业务流程标准化和简单化,业务办理不再依赖于工作人员的业务熟练程度和专业水平,进而提高办事效率,促进业务办理下沉;(2)居民办理业务更方便,流程更透明;(3)便于领导对业务办理和基金使用进行全程监管,加强资金统筹能力和管理效率。

- **新产品推动客户需求升级。**在社保信息化领域，公司是通过人力资源和社会保障部全部 5 项技术支持商认定的 8 家企业之一。目前各公司都已经在各自地域建立起先发优势，社保信息化产品用户粘性大，相关领域收入增长主要来自于产品升级换代和运营维护。新系统将成为公司的拳头产品，借助新系统优势，加强市场推广，截至目前已经在山东、河北、河南、四川等地区成功进行了多次推广演示，客户反响较好，将推动多个城市的人社系统的升级换代。另外，公司为客户提供全面及时的运营维护服务。
- **智能用电信息化产品在省级规模运营中有良好表现。**智能用电软件行业具有专业程度高、技术水平要求高等特点，准入门槛较高。我国从事智能用电软件行业的企业多是具有多年电力行业从业经验以及高新技术研究基础的企业。公司在该细分领域拥有绝对的技术领先优势，是国家唯一一个千万级接入的解决方案提供商，在拥有全国最大规模用电信息采集领先解决方案的基础上，承接和开发了电力等多个领域大数据方面的项目，并成为国家电网公司“水、电、气、热”四表集抄系统合作伙伴。公司承建了山东、重庆、陕西、河北、江西、四川等省市的用电信息采集系统和智能运维管理平台。
- **借力资本市场实现跨越式发展。**公司自 2015 年 1 月挂牌新三板，5 月 4 日起采用做市转让方式。新三板融资方式灵活多样，公司挂牌新三板有助于借助资本市场的力量，依托研发、资金优势积极推动外延布局，通过横向并购做大做强。
- **盈利预测与估值分析：**公司从事 B2B 软件开发业务及相关运营维护，客户主要是人力资源和社会保障部门、国家电网各网省公司，客户付费意愿较强、盈利可靠性高。两类产品的用户粘性都比较大，基于公司已经占据的市场优势，软件产品自然更新换代带来稳健增长的市场需求。新一代智慧人社系统客户体验良好、市场推广顺利，有望推动已有产品升级换代加速，未来 3 年业绩高增长确定性高，公司规划 2016 年将建立全国市场营销队伍，大力推广新一代人社系统，争取更多的省外市场份额。我们预计公司 2016/2017 年净利润分别为 67.22/87.65 百万元，按照最新股本（8275 万元）摊薄的每股收益分别为 0.81/1.06 元，建议给予公司的合理估值区间为 23~28 元，对应 2015 年全面摊薄 EPS（0.64 元/股）35~45 倍 PE。
- **风险提示：**市场区域集中风险；行业竞争加剧风险；人才流失风险；新产品市场推广低于预期风险。

图表 1: 山大地纬财务预测

资产负债表						利润表					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
资产						营业收入	201.94	226.28	301.82	385.07	495.25
流动资产						减:营业成本	110.73	131.06	185.14	232.19	286.40
货币资金	55.93	115.08	153.20	231.71	326.20	营业税金及附加	2.51	1.98	1.18	2.31	3.71
应收账款	60.61	28.64	39.46	45.63	56.42	销售费用	13.44	13.68	13.85	19.25	25.75
预付款项	3.24	7.85	17.79	22.32	27.54	管理费用	48.66	47.09	52.61	65.46	89.15
其他应收款	3.77	4.99	8.08	10.31	13.26	财务费用	-0.40	-0.16	-0.65	-0.96	-1.39
存货	7.75	21.14	51.28	64.35	79.41	资产减值损失	1.07	-0.07	1.94	2.98	4.65
其他流动资产	3.97	8.37	10.30	11.23	12.47	加:投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产						营业利润	25.92	32.70	47.77	63.84	86.98
长期股权投资净值	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	加:营业外收支净额	8.78	11.83	11.91	12.68	12.81
固定资产净值	11.24	9.57	88.55	85.89	87.61	减:所得税	4.21	4.33	6.86	9.29	12.14
在建工程净值	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	30.49	40.19	52.83	67.22	87.65
无形资产净值	0.25	2.79	3.63	3.87	3.10	应占:					
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	母公司股东	30.49	40.19	52.83	67.22	87.65
其他非流动资产	1.22	57.71	2.06	2.94	3.81	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	147.99	256.14	374.35	478.26	609.82	每股收益(全面摊薄)	0.37	0.49	0.64	0.81	1.06
负债						现金流量表					
流动负债						(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流量	8.66	126.71	3.76	87.37	105.98
应付账款	13.39	15.11	24.82	31.13	38.42	投资活动现金流量	-2.80	-60.56	-28.83	-8.85	-12.88
其他应付款	0.80	0.34	0.40	0.53	0.63	筹资活动现金流量	0.00	-10.21	65.43	0.96	1.39
应交税费	6.72	3.89	5.46	9.18	9.77	现金本期增加或减少	5.86	55.94	40.35	79.48	94.49
其他流动负债	31.02	107.13	96.69	123.22	159.15	主要财务指标					
非流动负债							2013	2014	2015E	2016E	2017E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率(%)	44.41	56.08	49.73	46.60	43.74
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(%)	37.07	35.73	28.07	26.32	25.55
其他非流动负债	13.81	17.18	58.79	58.79	58.79	毛利率(%)	45.16	42.08	38.66	39.70	42.17
负债合计	65.73	143.66	186.16	222.84	266.77	净利润率(%)	15.10	17.76	17.50	17.46	17.70
所有者权益						流动比率	2.61	1.47	2.20	2.35	2.48
实收资本(或股本)	52.50	52.50	80.45	82.75	82.75	营业收入增长率(%)	12.51	12.06	33.38	27.58	28.61
资本公积	2.06	2.06	25.86	23.56	23.56	净利润增长率(%)	36.67	31.81	31.43	27.25	30.38
留存收益	27.71	57.93	81.88	149.10	236.75						
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
所有者权益合计	82.27	112.49	188.19	255.41	343.06						
负债及所有者权益	147.99	256.14	374.35	478.26	609.82						

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。