

## 中小股票

2015年09月22日

## 中元华电 (300018)

—— 重组正式获批，大健康布局有望加速深化，首次覆盖“增持”评级

报告原因：首次覆盖

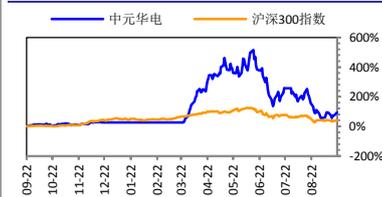
增持 (首次评级)

市场数据:	2015年09月21
收盘价(元)	20.37
一年内最高/最低(元)	69/10.82
市净率	5.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	
上证指数/深证成指	/

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2015年06月30
每股净资产(元)	3.89
资产负债率%	7.40
总股本/流通A股(百万)	195/150
流通B股/H股(百万)	-/-

## 一年内股价与大盘对比走势:



## 相关研究

## 证券分析师

孟焜勇 A0230513010001  
mengyy@swsresearch.com

## 联系人

许恺  
(8621)23297818×7509  
xukai@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点:

- **收购世轩科技获得证监会正式核准批复，切入医疗信息化，布局智慧医疗。**以“股权+现金”6.9亿元收购100%股权，世轩科技承诺15-17年净利润不低于4688/5859/7324万元，分别为上市公司14年净利润的0.94/1.17/1.46倍。世轩科技业务涵盖数字医院、健康城市、健康居家，特点与优势突出：(1) **产品线齐全。**为数字化医院建设、公共卫生服务平台、区域医疗协同、个人健康服务等提供医疗健康信息化整体解决方案。(2) **跨区域特征明显。**业务遍布全国22个省、直辖市、自治区。(3) **毛利率与净利率行业领先。**以二、三线城市三级医院等大中型客户为主，14年毛利率为58%、净利率为34%，远高于行业平均，优于卫宁、万达等。(4) **前瞻性布局C端个人健康管理。**从智能生命终端采集、智能健康服务终端到公共健康门户、全程健康服务平台，全面构建“云+端”产品与服务策略。
- **大健康布局加速深化，将打开公司成长天花板。**大健康产业将迎黄金发展期，预计2020年规模可达8万亿元。公司从14年初尝试进军体外诊断百亿蓝海市场，投资了大千生物与埃克森并构建“试剂+器械”的竞争优势，已取得优异的投资收益，而此次收购世轩科技切入医疗信息化则彰显了公司深入布局的决心。**世轩科技与大千生物、埃克森有望在市场及客户资源上实现优势互补，并扩大公司的产品线。**因此公司合理布局高景气度的大健康产业，将能有效应对电力业务方面存在周期性疲软的风险、打开成长天花板。
- **智能电网业务稳步发展，配网自动化有望贡献可观增量收益。**公司是电力二次设备领域的龙头，未来几年将受益于智能电网建设与新电改。一方面，电力故障录波分析装置等传统优势产品市场地位牢固；另一方面，配网建设有望在阶段性放缓后加速到来，而目前公司配网自动化产品营收占比却还不到2%，发展潜力十分巨大。
- **公司价值已被低估。**(1) **估值：**考虑增发股本大概50亿左右市值，已是医疗信息化板块内市值最小的上市公司；PE相对估值也已较低，16/17年大概分别为42/35，远低于行业平均。(2) **弹性：**医疗大健康行业市场前景广阔是不争的事实，当股市行情企稳甚至回升后，仍有望提升估值。(3) **业绩：**股市经过本轮大幅下挫后，市场对公司业绩的要求趋于严苛，而根据目前公告的订单及经营情况，世轩科技完成业绩对赌应该问题不大，甚至有可能超预期。(4) **催化剂：**重组已经获得证监会正式核准批复，意味着公司发展将进入下一阶段，比如加速整合大健康业务板块内的资源并发挥协同效应的时点已经到来，同时世轩科技也有望开始借助上市公司平台启动新的外延布局等。
- **“智能电网 + 智慧医疗”双轮驱动，首次覆盖给予“增持”评级。**假设世轩科技并表业绩为今年四季度，且考虑增发股本摊薄，我们预计公司15-17年EPS为0.25/0.48/0.59元，对应15-17年PE为81/42/35。

## 财务数据及盈利预测

	2014	2015H1	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	225	81	291	492	615
同比增长率(%)	9.69	-12.86	29.27	69.07	25.00
净利润(百万元)	50	12	60	115	141
同比增长率(%)	29.04	-19.06	20.34	91.67	22.61
每股收益(元/股)	0.26	0.06	0.25	0.48	0.59
毛利率(%)	54.0	57.4	51.1	51.9	50.9
ROE(%)	6.7	1.5	4.4	7.9	8.8
市盈率	80		81	42	35

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

“智能电网 + 智慧医疗”双轮驱动，首次覆盖给予“增持”评级。假设世轩科技并表业绩为今年四季度，且考虑增发股本摊薄，我们预计公司 15-17 年 EPS 为 0.25/0.48/0.59 元，对应 15-17 年 PE 为 81/42/35。我们看好公司“智能电网 + 智慧医疗”双轮驱动的模式，首次覆盖给予“增持”评级。

### 关键假设点

配网自动化设备 15-17 年营收为 0.06、0.11、0.18 亿元；体外诊断 15-17 年营收为 0.32、0.58、0.98 亿元，毛利率为 54%、56%、56%；世轩科技四季度并表，医疗信息化 15-17 年业绩达到对赌要求。

### 有别于大众的认识

1 大众可能认为公司此次收购进军医疗信息化与智能电网业务跨度太大，难以形成协同效应，未来发展将受限，但我们却认为：（1）公司原虽是电力行业内公司，但却主要从事信息化方面产品的软硬件研发，在技术方面与医疗信息化有相通之处；（2）在此次收购之前，公司已通过投资体外诊断企业开始布局大健康产业，积累了医疗健康行业的经验与储备了宝贵的专业人才；（3）世轩科技与大千生物、埃克森可以在市场及客户资源上实现优势互补，并扩大公司的产品线，提升盈利能力；（4）医疗信息化市场目前集中度仍较低，世轩科技借助上市公司平台不仅能得到财务上的支持且更容易通过外延并购迅速再做大做强；（5）国内医疗信息化市场最终的竞争格局尚未确定，且世轩科技资质优异，上市公司未来完全有可能实现弯道超车。

2 大众可能认为世轩科技目前收入规模偏小且市场集中度高，未来收入不稳定，但我们却认为：（1）公司避开与其他竞争者的正面交锋，重点发展二三线城市大中型医疗机构客户，未来市场空间更大；（2）世轩科技与其他厂商很大的区别是其重点为优质的大中型客户提供较为完善的整套解决方案，使客户黏性大幅增强，这为世轩科技今后对这些客户多次销售和深度开发奠定基础；（3）世轩科技的正在开拓以及已经开拓的客户中，有相当大部分均为其行业内知名客户，比如多数为当地的三级甲等医院，具有良好的市场形象和行业声誉，可带动当地周边客户形成由点及面的发展。

### 股价表现的催化剂

公司在大健康领域发展规划的明确、世轩科技与大千生物及埃克森实现有效协同、世轩科技发展及业绩超预期、大健康领域开启新的外延并购

### 核心假设风险

医疗信息化、体外诊断、配网建设等行业发展及公司相关业绩不达预期

## 目录

---

1. 加速深入大健康万亿市场 .....	7
2. 医疗信息化：收购优质标的，开启智慧医疗布局 .....	10
2.1 无可争议的风口，行业景气度持续提升 .....	10
2.2 收购世轩科技，切入医疗信息化 .....	16
3. 体外诊断：百亿蓝海市场，“试剂+器械”构建竞争优势 .....	23
4. 智能电网业务稳步发展，配网自动化有望贡献可观增量收 益 .....	29
4.1 受益智能电网建设，电力业务发展稳定 .....	29
4.2 配网大时代临近，业绩有望大幅提升 .....	32
5. 盈利预测和投资评级 .....	34
5.1 收入、毛利率等核心假设 .....	34
5.2 盈利预测与投资评级 .....	36
5.3 核心假设风险 .....	37

## 图表目录

图 1: 我国社会、经济、人口变迁带动众多大健康产业机会 .....	7
图 2: 我国城市中产阶级及富裕阶层正在崛起 .....	7
图 3: 我国社会老龄化日趋加剧 .....	7
图 4: 慢性病问题日趋严峻 .....	7
图 5: “三大结构失衡”是我国医疗服务行业的关键症结 .....	8
图 6: “三大结构调整”是改革关键 .....	8
图 7: 大健康产业将迎黄金发展期, 预计 2020 年规模可达 8 万亿元 .....	9
图 8: 从体外诊断到医疗信息化, 公司大健康布局正加速深化 .....	9
图 9: 我国医疗信息化市场规模巨大, 增速高于其他 IT 市场 .....	10
图 10: 从规模看“CIS > HIS > RHIS” .....	11
图 11: 从增速看“RHIS > CIS > HIS” .....	11
图 12: 医疗信息化发展趋势 .....	12
图 13: 以电子病历 (EMR) 为核心的 CIS 系统 .....	12
图 14: 区域医疗信息系统建设推动电子健康档案 (EHR) 发展 .....	12
图 15: 我国电子病历应用仍十分落后, 未来发展潜力大 .....	13
图 16: 我国医疗信息化呈现“大行业、小企业”格局, 市场集中度较低 .....	13
图 17: 医疗互联网化发展阶段 .....	14
图 18: 未来三年互联网医疗市场整体增速约为 25%, 移动医疗发展迅猛 .....	15
图 19: 移动医疗与医疗健康领域的投资占比最高 .....	15
图 20: 互联网巨头加速布局 .....	15
图 21: “卫宁软件 + 阿里健康”联合布局互联网医疗 .....	16
图 22: 世轩科技“智慧医疗”产品线十分齐全 .....	17
图 23: 具体产品包括 HIS、PACS、RIS、LIS、EMR、临床路径、移动医疗系统、体检信息系统、集成平台、数据中心等 .....	17
图 24: 自主研发的一体化平台应用丰富 .....	17
图 25: 客户及产品分布在全国 22 个省、直辖市、自治区, 跨区域特征明显 .....	17
图 26: 以二、三级城市的三级医院为重点, 同时积极开发未覆盖的省区中心城市的三级医院并带动周边二级医院客户的开发 .....	17
图 27: 世轩科技的电子病历系统 .....	18

图 28: 提供整套移动医疗解决方案.....	19
图 29: 移动端应用丰富 .....	19
图 30: 医院集成平台为医院解决医疗临床信息连续性和相关性以及临床信息标准化和再利用, 整合系统, 降低“接口”成本, 提高“消息”效率.....	19
图 31: 数据中心采用大数据的分析挖掘技术将医院管理层的理念融入信息化.....	19
图 32: 利用物联网、云计算等技术搭建全程健康服务平台 .....	20
图 33: 推出个人专属健康档案动态管理系统.....	20
图 34: 世轩科技主营业务的毛利率/净利率均高于同行业平均 .....	21
图 35: 承诺 2015/2016/2017 年净利润不低于 4688/5859/7324 万元, 增速为 25%左右 .....	22
图 36: 主营业务收入占比: 软件 > 硬件 > 服务.....	22
图 37: 世轩科技与大千生物、埃克森将形成协同效应.....	23
图 38: 体外诊断是朝阳行业, 2013 年全球规模已经达到 526 亿美元.....	23
图 39: 目前全球市场集中度较高, 几大国际巨头瓜分一半以上的市场 .....	23
图 40: 我国体外诊断市场发展迅速.....	24
图 41: 预计未来几年仍将以 17%的复合增速发展 .....	24
图 42: 与主要发达国家相比, 我国市场规模较小.....	24
图 43: 同时人均支出水平较低, 未来发展潜力巨大 .....	24
图 44: 我国体外诊断市场发展驱动力强劲 .....	25
图 45: 目前外资企业仍是国内市场主体, 但恰恰反映未来巨大的国产化替代空间.....	26
图 46: 国内部分企业已在细分领域具备竞争优势.....	26
图 47: 高毛利率反映公司的优质成长性.....	26
图 48: 科华生物已是国内体外诊断细分领域龙头.....	27
图 49: “试剂+仪器”的模式是其成功的重要因素.....	27
图 50: 公司先后投资了大千生物与埃克森 .....	28
图 51: 并践行“试剂+仪器”的策略.....	28
图 52: 大千生物在获得公司投资后已突破发展瓶颈, 业绩快速提升 .....	28
图 53: “十二五”与“十三五”是智能电网建设的黄金期 .....	29
图 54: 其中, “十二五”期间电网智能化部分投资约 2860 亿元, 约占当期投资总额的 14%.....	29
图 55: 近年来公司营收状况稳定 .....	29

图 56: 主营业务毛利率一直维持在较高水平.....	29
图 57: 公司各项业务营收占比.....	30
图 58: 公司各项业务毛利占比.....	30
图 59: 电力故障录波装置与时间同步系统在电力系统中的应用.....	30
图 60: 公司电力故障录波分析装置营收较为稳定.....	31
图 61: 公司市场份额业界领先.....	31
图 62: 公司时间同步系统装置营收较为稳定.....	31
图 63: 公司市占率也处于第一梯队.....	31
图 64: “十二五”与“十三五”也是配电网建设的黄金十年.....	32
图 65: 2014 年新能源汽车产量出现井喷.....	33
图 66: 充电站数量也呈快速上升趋势.....	33
图 67: 电力系统一次设备的市场空间大约是二次设备的 4 倍.....	34
表 1 政府政策是改革的决定性因素.....	8
表 2 医疗信息化利好政策不断, 行业景气度快速提升.....	11
表 3 2014-15 年 A 股市场在医疗信息化领域的并购不断升温.....	14
表 4 世轩科技重点开发优质大客户, 单客户收入贡献价值高.....	21
表 5 世轩科技 2015 年预期实现收入较去年大幅增长.....	21
表 6 数字医院、区域医疗、个人健康服务等三类产品业绩情况.....	22
表 7 世轩科技 2016-19 年预计合同签订金额稳定增长, 为承诺净利润实现提供保障.....	22
表 8 我国医疗器械市场利好政策不断, 行业景气度快速提升.....	25
表 9 国内体外诊断行业部分重点公司的收入情况统计.....	27
表 10 近两年国家对配电网的重视程度不断提高.....	32
表 11 国家电网就配网建设的第三批城市试点及后续示范工程已陆续完毕.....	32
表 12 国家在新能源汽车推广上不遗余力.....	33
表 13 公司分产品营收、毛利率等假设.....	35
表 14 可比公司估值比较.....	36
表 15 公司 2015-2017 年盈利预测.....	36

# 1. 加速深入大健康万亿市场

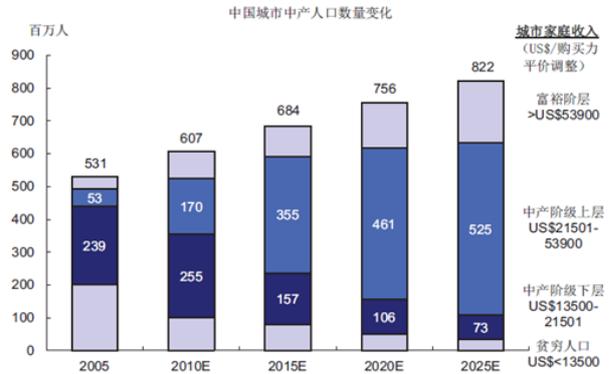
我国社会、经济、人口变迁推动大健康产业发展。我国人口基数大，本身蕴含巨大健康需求；当前社会主力为 20 世纪 60、70 年代人，储蓄率高、消费率低，不同代际人消费、健康观念不同，80 后、90 后更注重品质与健康；经济发展、中产及富裕阶层崛起，以健康换取财富观点转变，对食品等品质要求提升；人口日益老龄化，多数慢性病发病率随着年龄上升而迅速提高，国家推行“预防-治疗-康复”三位一体健康服务体系，因此疾病预防、医疗、康复、养老均具有巨大发展机会。

图 1：我国社会、经济、人口变迁带动众多大健康产业机会



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 2：我国城市中产阶级及富裕阶层正在崛起



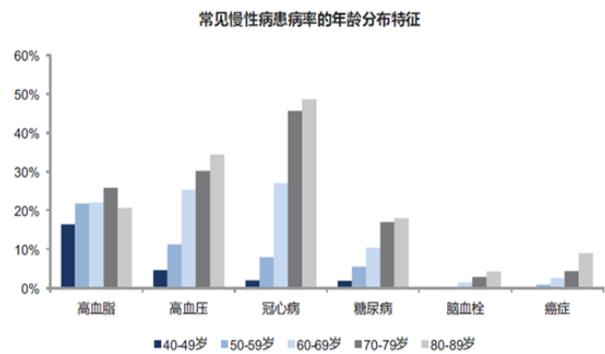
资料来源：麦肯锡、申万宏源研究

图 3：我国社会老龄化日趋加剧



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 4：慢性病问题日趋严峻

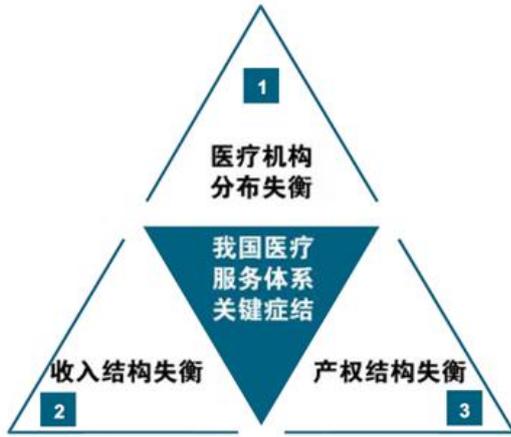


资料来源：Wind、申万宏源研究

国家政策加码提升行业景气度。医疗机构分布失衡、收入结构失衡、产权结构失衡是我国医疗服务体系的关键症结。未来我国医疗服务行业改革的核心在于调整产业结构充分利用基层医疗机构资源、引入社会资本发展多元化产权结构、提升医院服务

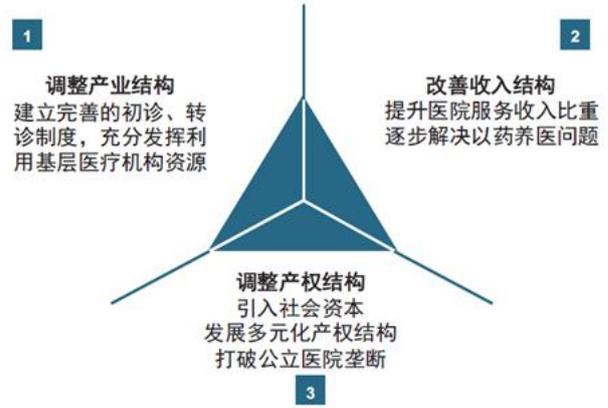
收入比重改善收入结构。近年来，相关政策不断出台，彰显国家改革决心，使行业景气度居高不下。

图 5：“三大结构失衡”是我国医疗服务行业的关键症结



资料来源：申万宏源研究

图 6：“三大结构调整”是改革关键



资料来源：申万宏源研究

表 1 政府政策是改革的决定性因素

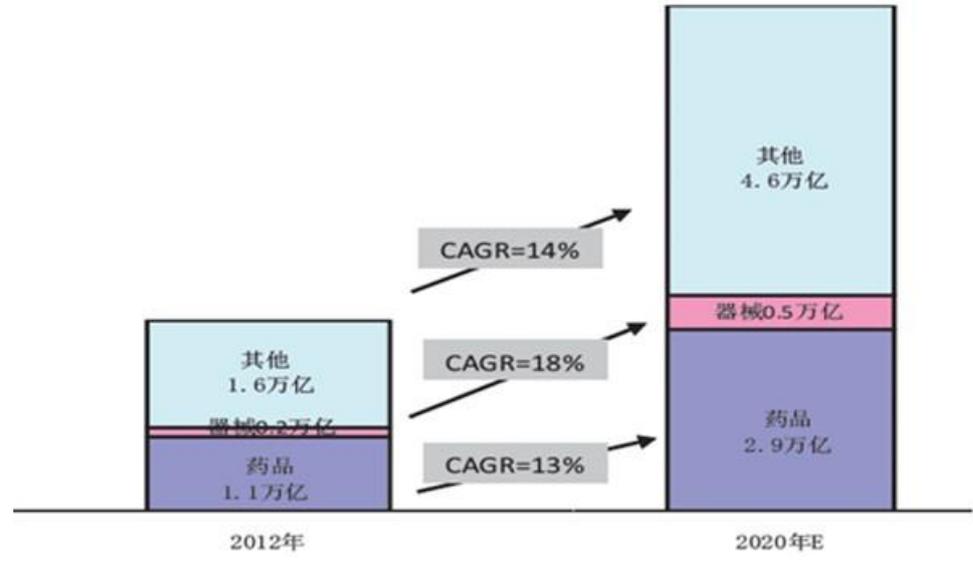
时间	政策	意义
2010	国务院《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》	为社会资本进入医疗服务行业提供了政策破冰支持
2012	国务院《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案的通知》	明确提出到 2015 年非公立医疗机构床位和服务量要达到总量的 20%
2013	国务院《关于促进健康服务业发展的若干意见》	力争到 2020 年健康服务业总规模达到 8 万亿元以上
2014	卫计委《2014 年卫生计生工作要点》	推进公立医院改革，加快发展社会办医
2014	发改委、卫计委、人社部《关于非公立医疗机构服务实行市场调节价有关问题的通知》	要求非公立医疗机构的所有医疗服务价格实行市场定价；各地将符合规定的非公立医院纳入医保，要求纳入医保的非公立医院享受与公立医院一样的支付政策
2014	国务院《深化医药卫生体制改革 2014 年重点工作任务》	提出加快推动公立医院改革以及积极推动社会办医等六大主线，并首次给出了重点工作任务时间表

资料来源：申万宏源研究

大健康产业将迎黄金发展期，预计 2020 年规模可达 8 万亿元。2013 年 9 月国务院发布产业规划，健康服务业 2020 年产业规模将达到 8 万亿元。医药、医疗信息化、医疗器械继续发展，疾病预防、民营医疗、康复医疗、养老服务有望崛起；根据 Frost & Sullivan 预测，2020 年仅健康体检市场规模将达到 3000 亿元；政府鼓励社会办医，推动部分公立医院改制，专科连锁、综合医院、产业链延伸和集团化是未来四大发展方向；人口老龄化、慢性病和残疾蕴含巨大康复需求，国内康复医疗资源供给严重不足，存在巨大产业机会；60 岁以上老龄人口到 2030 年将接近 3 亿，我国家庭结构特

殊,养老产业需要一个综合性大产业体系;传统药品、器械等通过创新提升产品品质,医疗信息化加速渗透,迎来重要发展机遇期。

图 7: 大健康产业将迎黄金发展期, 预计 2020 年规模可达 8 万亿元



资料来源: 国务院、卫计委、南方所、中国医疗器械行业协会、申万宏源研究

公司从体外诊断到医疗信息化加速布局高景气子行业, 将彻底打开成长天花板。公司虽是电力细分行业的龙头企业, 但毕竟存在行业的周期性波动与宏观政策的不确定性, 因此进军非周期性新兴产业是绝佳的策略, 能使其摆脱“一条腿”走路的局面。自 2013 年专门设立投资部后, 公司就瞄准了大健康产业的广阔前景, 采取积极的外延并购策略, 成绩斐然: (1) 2014 年 1 月, 投资大千生物 (主营体外诊断试剂) 并获得 40% 股权, 进军体外诊断行业, 正式开启大健康产业布局; (2) 2014 年 8 月, 投资埃克森 (主营医疗器械) 并获得 51% 股权, 补齐体外诊断产品线, 践行“试剂 + 器械”的策略; (3) 2015 年 3 月, 公告拟收购世轩科技 (主营医疗信息化) 100% 股权, 切入医疗信息化领域, 布局智慧医疗。我们认为, 布局大健康产业将使公司真正实现跨越式发展, 打开成长天花板。

图 8: 从体外诊断到医疗信息化, 公司大健康布局正加速深化



资料来源：公司公告、申万宏源研究

## 2. 医疗信息化：收购优质标的，开启智慧医疗布局

### 2.1 无可争议的风口，行业景气度持续提升

医疗信息化市场具备“大市场、高增长、强政策”的特征，投资价值突出。在医疗改革的促进和政府财政投资的支持下，医疗信息化市场飞速发展。IDC预测，到2016年我国医疗信息化市场规模将达到339.9亿元，2011至2016年的年复合增长率为18.4%，高于其他IT市场的平均增速。国家卫生计生委规划信息司副司长张峰曾表示，医疗卫生信息化是国家信息化发展的重点，已纳入“十三五”国家网络安全和信息化建设重点，将实现重点突破。

图9：我国医疗信息化市场规模巨大，增速高于其他IT市场



资料来源：IDC、申万宏源研究

表 2 医疗信息化利好政策不断，行业景气度快速提升

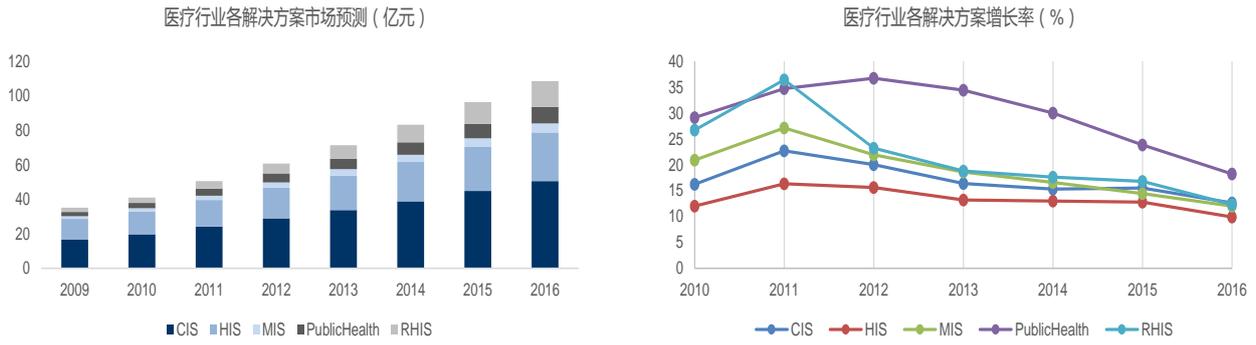
政策类别	政策名称	政策内容
医疗体制改革	《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》	要让信息技术成为提升医疗机构管理效率和服务水平的重要手段。
公立医院改革	《关于开展县级公立医院综合改革试点的指导意见》	在全国推行县级公立医院改革的试点工作。第一批 300 多个县都已经启动了试点工作；2013 年，第二批 300 多个县也即将启动，总计会有将近 700 个县开展县级公立医院综合改革试点工作。
基层医疗卫生信息化	《基层医疗卫生机构管理信息系统建设项目指导意见》	到 2015 年，逐步建成覆盖城乡基层医疗卫生机构的信息系统，建立动态更新的电子健康档案，实现与电子病历的互联互通，为提高基层医疗机构服务能力，为城乡居民提供安全、有效、规范的基本医疗卫生服务奠定基础。
医疗信息化	《健康中国 2020 战略研究报告》	在医疗信息化方面，卫生部将推出 611 亿元预算的全民电子健康系统工程，包括大型综合医院信息化系统的标准化建设、建立全民电子健康档案和区域性医疗信息化平台三项工作。其中“十二五”期间，国家将选择部分省份投入经费先行试点，开展信息化统一标准、组织编写健康档案标准等工作，随后逐步向全国推行。
区域医疗信息化	《健康中国 2020 战略研究报告》	卫生部发布的电子健康系统工程预算将更多用于区域性医疗信息化平台建设项目，有望在前期 17 个城市区域医疗建设试点基础上扩大试点规模，从资金层面刺激区域医疗建设项目加快建设速度。
远程医疗	远程医疗试点工程	卫生计生委推出的远程医疗试点工程，对推动远程医疗发展、缓解医疗资源的不平衡问题都起到了重要作用。
宽带中国战略	新一代移动通信网、下一代互联网	工信部在“十二五”时期将加快发展新一代移动通信网、下一代互联网等信息化基础设施，同时推出物联网关键技术和重点应用、云计算服务平台建设和宽带中国战略，这些对移动医疗和远程医疗的发展来说都是有利的时机和有利条件。

资料来源：CCW Research、申万宏源研究

从规模看“CIS > HIS > RHIS”、从增速看“RHIS > CIS > HIS”，CIS 与 RHIS 将成行业发展的新一轮重点。医疗信息化行业主要解决方案包括，HIS（医院管理信息系统）、CIS（临床管理信息系统）、RHIS（区域医疗信息系统）等，根据 IDC 预测，2014 年这三部分市场各自的份额及占比分别约为，22.8 亿元（27%）、38.9 亿元（47%）、10.2 亿元（12%）。在 HIS 方面，一二线城市医院渗透率 90%以上，以升级需求为主，县级医院渗透率较低，以补缺和新建需求为主；在 CIS 方面，一二线城市渗透率中等，处于深化建设、高速增长阶段，三线及县级医院缓慢渗透；在 RHIS 方面，初始建设阶段，处于高速增长期。

图 10：从规模看“CIS > HIS > RHIS”

图 11：从增速看“RHIS > CIS > HIS”



资料来源：IDC、申万宏源研究

资料来源：IDC、申万宏源研究

图 12：医疗信息化发展趋势

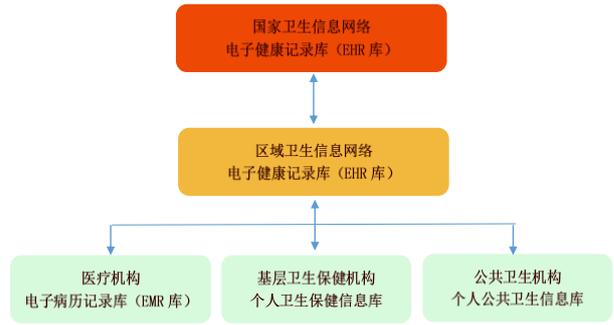
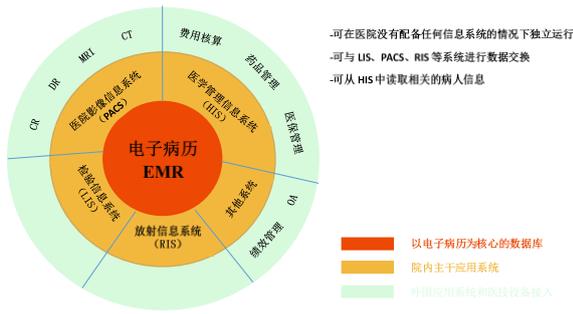


资料来源：申万宏源研究

电子病历系统 (EMR) 与居民健康档案 (EHR) 的建设是重中之重，是未来医疗大数据的核心数据库，是面向个人健康管理服务的基石，发展潜力巨大。EMR 与 EHR 分别是 CIS 与 RHIS 建设的重点，前者一般由医疗机构所有，而后者可以实现区域内信息的共享；两者本质上是同一套系统发展的不同阶段，前者是后者的重要基础，而后者则是前者的整合互联。电子病历以电子化方式记录患者就诊的所有信息，包括首页、病程记录、检查检验结果、医嘱、手术记录、护理记录等，并能够针对这些数据进行后期的处理、查询和统计；如果再将各个本地化的 EMR 整合为 EHR，那就是名副其实的医疗大数据，能为智慧医疗提供核心决策支持。此外，若将电子病历的发展水平分为八个等级（级别越高表示越成熟），对比中美两国电子病历应用情况，美国已基本处于 3 级以上，而我国正好相反，甚至在 6 级与 7 级方面仍未有应用，也从侧面反映了电子病历市场在我国发展潜力仍十分巨大。

图 13：以电子病历 (EMR) 为核心的 CIS 系统

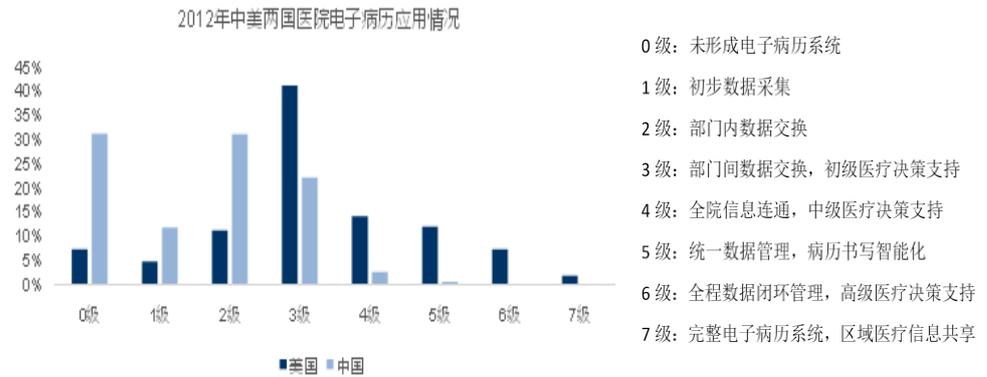
图 14：区域医疗信息系统建设推动电子健康档案 (EHR) 发展



资料来源：中软电子病历系统、申万宏源研究

资料来源：《电子病历建设阶段分析》、申万宏源研究

图 15：我国电子病历应用仍十分落后，未来发展潜力大

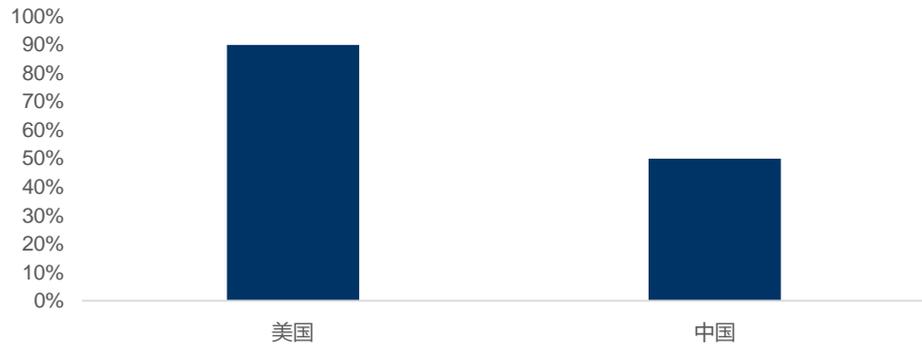


资料来源：《电子病历应用水平评估与医疗信息处理进展》、HIMSS、申万宏源研究

我国医疗信息化市场集中度较低，并购化趋势将成新常态。当前我国从事医疗信息化产业的代表企业包括东软集团、东华软件、卫宁软件、万达信息、创业软件等，市场呈现“大行业、小企业”的格局，集中度依旧不高，主要与行业具备强区域性的特征有关。对比中美两国医疗信息化行业前六位企业市场份额，美国高达 90%以上，而中国则不到 50%。2014 年是 A 股市场医疗信息化领域的并购元年。“并购”已成上市公司汇聚线下资源、提高市场份额、构筑竞争优势的优选策略。

图 16：我国医疗信息化呈现“大行业、小企业”格局，市场集中度较低

中美医疗信息化行业前六位企业市场份额比较



资料来源：IDC、申万宏源研究

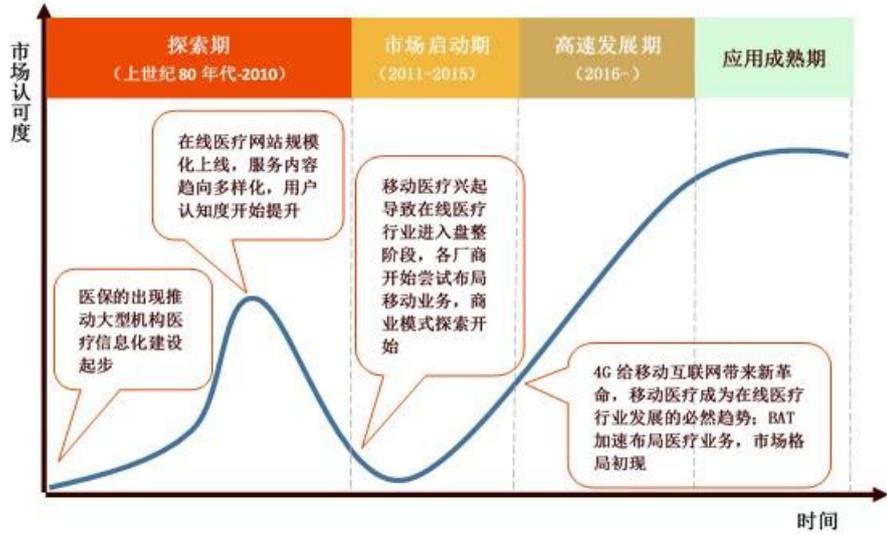
表 3 2014-15 年 A 股市场在医疗信息化领域的并购不断升温

上市公司	事件
卫宁软件	收购宇信网景 60%股权（北京区域市场）， 收购山西导通 100%股权（山西区域市场）
万达信息	收购上海复高 100%股权（上海区域市场）， 收购金唐软件股份 100%股权（浙江区域市场）
延华智能	收购成电医星 100%股权（西部区域市场）
思创医惠	收购医惠科技 100%股权（国内著名三甲医院）
东华软件	收购万兴新锐 51%股权（北京区域市场）

资料来源：延华智能公告、卫宁软件公告、万达信息公告、思创医惠公告、东华软件公告、申万宏源研究

“医疗信息化 -> 互联网医疗”，新一轮产业革命开启。医疗信息化主要提供医疗结构内部业务支持，优化传统的医疗模式；互联网医疗则往往在前者的基础上通过线上的方式使医疗体验更为个性化，实现医患及时沟通，简化线下看病流程。医疗信息化阶段积累的重要数据（如电子病历系统与居民健康档案），未来将通过大数据及云计算等互联网技术发挥重要的经济价值（如智慧医疗等）。据统计，2015-2017 年互联网医疗市场复合增速可达 25%，其中移动医疗市场复合增速高达 88%，17 年规模在 200 亿元左右；而从投资偏好上看，移动医疗与医疗健康服务最受关注。

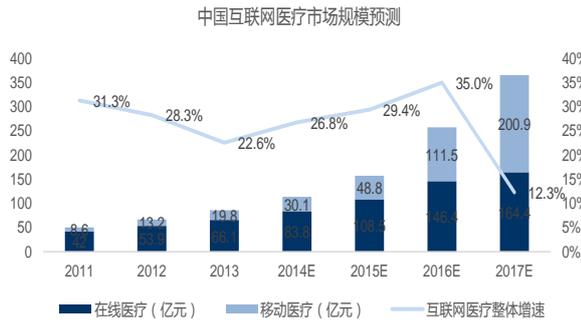
图 17：医疗互联网化发展阶段



资料来源：易观智库、申万宏源研究

图 18: 未来三年互联网医疗市场整体增速约为 25%，移动医疗发展迅猛

图 19: 移动医疗与医疗健康领域的投资占比最高



资料来源：易观智库、申万宏源研究

资料来源：易观智库、申万宏源研究

**互联网巨头入局引爆互联网医疗市场。**BAT 等互联网巨头引领互联网对各传统产业的变革已成趋势，但凡入局必将引起颠覆性巨变，互联网金融就是最好的例子。14 年是 BAT 在互联网医疗领域布局的元年，策略是通过外延并购并结合自身已有的优势产品推出个性化差异化服务。其中，阿里巴巴收购中信 21 世纪并以快的打车的方式卖药就引起了医药电商市场的巨震，将强势倒逼国家医药分离及处方药市场化改革。我们认为，互联网巨头的进入将为医疗产业发展注入活力，能进一步刺激及满足市场需求，并针对行业症结倒逼国家及政府改革。

图 20: 互联网巨头加速布局



推出基于支付宝平台的“未来医院”计划，目前已接入全国数十万家药店，并在部分医院支持预约挂号和医保实时结算；收购中信21世纪，推出“阿里健康”，以快的打车模式卖药



推出“北京健康云”，通过硬件设备感知，监测用户健康数据；投资好大夫在线



借助微信平台推出“智慧医疗”计划，目前在全国范围内已经接入 100 多家医院；投资丁香园、挂号网

资料来源：申万宏源研究

医疗信息化公司掌握丰富的线下医疗机构资源，或将与互联网巨头强强联合、优势互补。传统医疗信息化企业掌握着丰富的医疗机构客户资源，构筑了较高的进入壁垒。医疗信息化是互联网医疗的基础，比如很多互联网技术如果对接已有的医疗信息系统，就需要系统提供商维护升级。作为医疗信息化企业之一的卫宁软件就在 15 年初与阿里健康达成了战略合作，加速推进产业发展。

图 21：“卫宁软件 + 阿里健康”联合布局互联网医疗



资料来源：卫宁软件公告、申万宏源研究

## 2.2 收购世轩科技，切入医疗信息化

世轩科技是一家专业从事医疗信息系统软件开发和系统应用的高新技术企业，为数字化医院建设、公共卫生服务平台、区域医疗协同以及个人健康服务提供人口

健康信息化整体解决方案。世轩科技拥有完备的产品线，自主研发的 HIS、PACS、RIS、LIS、EMR、临床路径、移动医疗系统、体检信息系统、集成平台、数据中心等系列产品已经在全国众多医疗机构中得到广泛应用。凭借在医疗信息化行业全面的竞争优势，世轩科技具备了较强的业务扩展和复制能力，通过不断拓展至新的地域及领域，目前业务已遍布全国 22 个省、直辖市、自治区。

图 22：世轩科技“智慧医疗”产品线十分齐全



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 23：具体产品包括 HIS、PACS、RIS、LIS、EMR、临床路径、移动医疗系统、体检信息系统、集成平台、数据中心等



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 25：客户及产品分布在全国 22 个省、直辖市、自治区，跨区域特征明显

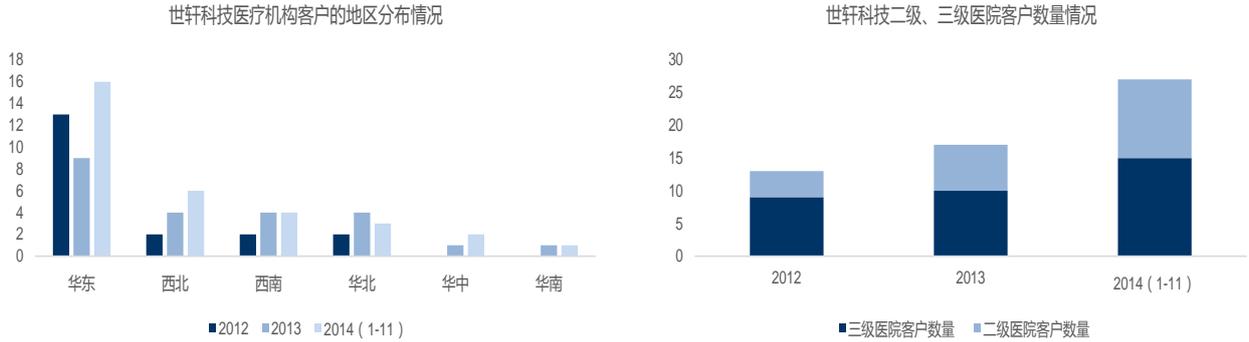
图 24：自主研发的一体化平台应用丰富



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 26：以二、三级城市的三级医院为重点，同时积极开发未覆盖的省区中心城市的三级医院并带动

周边二级医院客户的开发



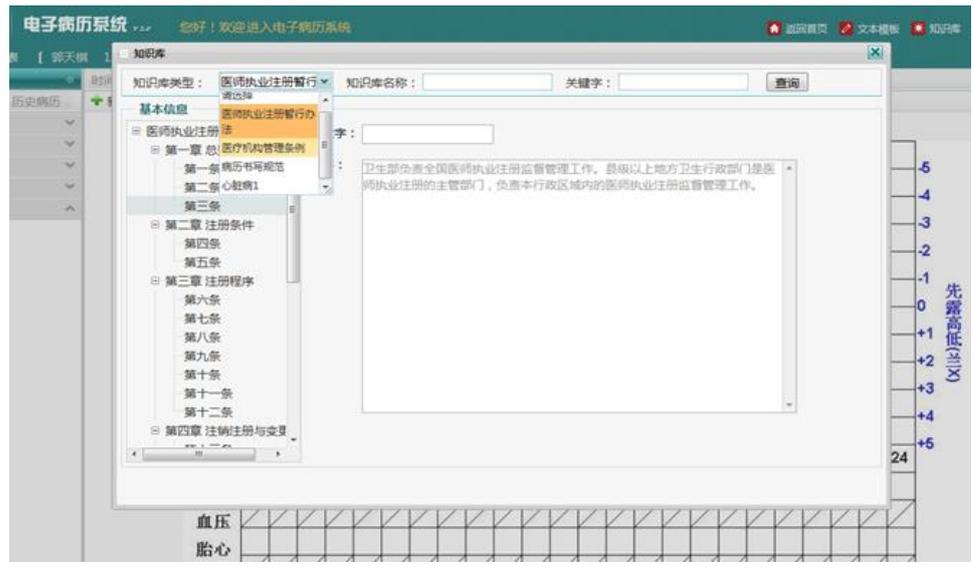
资料来源：公司公告、申万宏源研究

资料来源：公司公告、申万宏源研究

世轩科技的产品布局具有以下特点与优势：

- (1) **通过电子病历系统积累医疗大数据，为推进智慧医疗夯实基础。** 电子病历作为患者医疗信息的载体，是患者在医院诊断治疗全过程的原始记录，它包含有病案首页、病程记录、检查检验结果、医嘱、手术记录、护理记录等信息。世轩科技的电子病历系统提供对电子病历信息的采集、存储、传输、使用、交换与集成等一系列特定功能的支持系统。此外，世轩科技电子病历系统还提供用户权限管理、病历质量控制、病历书写警示、用药提示和临床决策支持等一系列辅助能力，可以满足医院对于电子病历书写，病历质控，病程管理，医嘱下达，其他系统信息提取，相关提醒，病历评定，统计分析的处理。

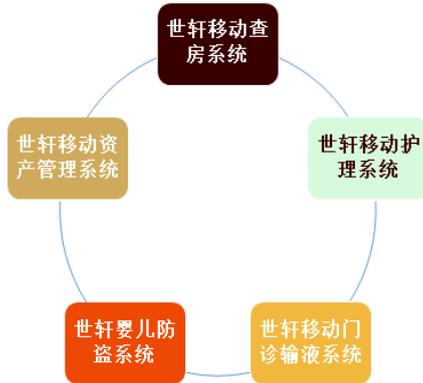
图 27：世轩科技的电子病历系统



资料来源：公司公告、申万宏源研究

(2) **自主研发移动医疗系统，切入新兴增量市场。**世轩科技的移动医疗系统可使医院工作人员利用各类手持式无线设备，如 PDA、平板电脑、RFID 读写器等，随时随地进行病人生命体征数据、医疗与护理数据的查询与录入。无线移动技术目前已经被广泛应用于医生查房、床边护理、病房呼叫、护理监控、病人身份识别、药物配送与库存管理等。世轩科技的移动医疗系统能够完美兼容市面上主流的 HIS、PACS、RIS、EMR 等系统，同时系统采用 HTML5 技术，实现了智能终端的跨平台应用，给医院更加灵活的硬件配置选择。移动医疗系统深化了物联网的应用，实现了 RFID、传感器的应用，全面满足医院临床、运营的各个方面的移动需求。

图 28：提供整套移动医疗解决方案



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 29：移动端应用丰富



资料来源：公司公告、申万宏源研究

(3) **医院信息支撑平台系统是世轩科技的核心产品，将是行业内未来三至五年医院需求量最大的产品之一。**目前该产品在各大型医院处于起步阶段，世轩为适应中国的医院特色（信息系统众多、厂商众多、接口标准不一致等情况），提供了数据、业务流程、界面的三层整合，将医院内部的信息系统进行统一标准化，并在此基础上建立了大数据分析应用，让医院更加灵活的使用数据，真正做到数据能“说话”，让医院管理者能够得到第一手决策资料，同时也减少医院在信息化运维上的成本投入。

图 30：医院集成平台为医院解决医疗临床信息连续性和相关性以及临床信息标准化和再利用，整合系统，降低“接口”成本，提高“消息”效率

图 31：数据中心采用大数据的分析挖掘技术将医院管理层的理念融入信息化



资料来源：公司公告、申万宏源研究

资料来源：公司公告、申万宏源研究

(4) 积极布局面向个人健康服务的智慧医疗 2C 运营。世轩科技的个人健康服务解决方案是通过自有的知识库将采集的生命体征进行智能分析，并推送实时的医疗保健建议给个人及家庭。另外，同区域医疗结合的全程健康服务平台能够为个人提供自助式的远程医疗、预约、保健、康复、养老等信息服务,持续完善健康档案、为个人提供触手可及的健康服务。

图 32：利用物联网、云计算等技术搭建全程健康服务平台

图 33：推出个人专属健康档案动态管理系统



资料来源：公司公告、申万宏源研究

资料来源：公司公告、申万宏源研究

收购世轩科技将显著提升上市公司盈利能力：

(1) 世轩科技具备丰富的产品线与完整的解决方案并重点开发优质的大中型客户，单合同的营业收入和毛利均较大。通过比较发现，世轩科技主营业务的毛利率与净利率均远高于行业平均。此外，2014 年由于部分重点的目标客户推迟了项目招标计划等原因，使得世轩科技未取得预期合同，加上世轩科技目前总体规模较小，从而导致 2014 年营业收入及净利润较 2013 年出现下滑。但我们认为，世轩科技未来将借助上市公司平台

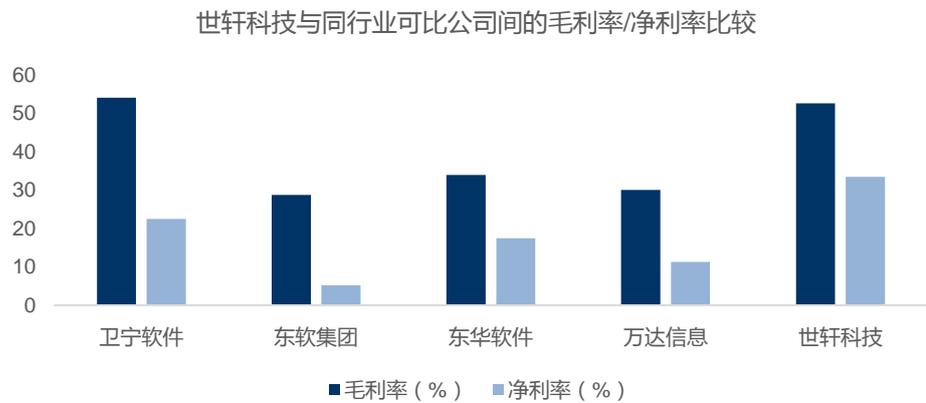
及资源，在稳固与现有重点客户的合作关系的前提下，坚持进行市场和客户培育，有望不断拓展新的销售区域和新的客户，提升经营业绩。

表 4 世轩科技重点开发优质大客户，单客户收入贡献价值高

	营业收入 (万元)	客户数量 (个)	单客户平均 ARPU 值 (万元)
2012	8849	19	466
2013	10849	23	472
2014	9250	35	264

资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 34：世轩科技主营业务的毛利率/净利率均高于同行业平均



资料来源：公司公告、申万宏源研究

- (2) 世轩科技与其他厂商很大的区别是其重点为优质的大中型客户提供较为完善的整套解决方案（因此单客户的收入贡献很高），使客户黏性大幅增强，这为世轩科技今后对这些客户多次销售和深度开发奠定基础。此外世轩科技的正在开拓以及已经开拓的客户中，有相当大部分均为其行业内知名客户，比如多数为当地的三级甲等医院，具有良好的市场形象和行业声誉，可带动当地周边客户形成由点及面的发展。同时随着医疗信息化行业不断快速发展，医疗机构将继续加大对医疗信息化的投入，客户需求将不断增长。

表 5 世轩科技 2015 年预期实现收入较去年大幅增长

项目	带来营业收入 (万元)	
在 2015 年实现收入的存续合同	1708.23	
在 2015 年实现收入的已签合同	7157.24	
在 2015 年实现收入的预期合同	已签订意向协议	1282.05
	未签订意向协议	8342.52
合计	18490.04	

资料来源：公司公告、申万宏源研究

(3) 世轩科技承诺 2015/2016/2017 年净利润不低于 4688/5859/7324 万元，增速为 25%左右。公司以“股权+现金”6.9 亿元收购世轩科技 100%股权，其中发行股份 4542 万股、发行价 11.67 元，金额为 5.3 亿元，现金 1.6 亿元。

图 35：承诺 2015/2016/2017 年净利润不低于 4688/5859/7324 万元，增速为 25%左右

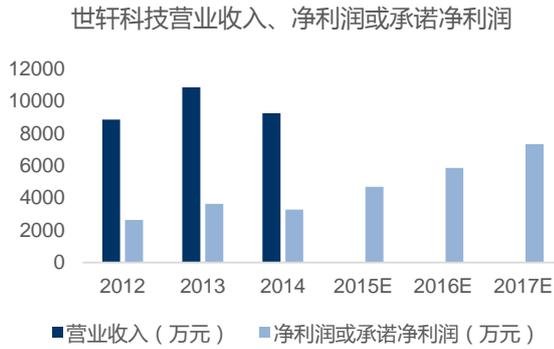
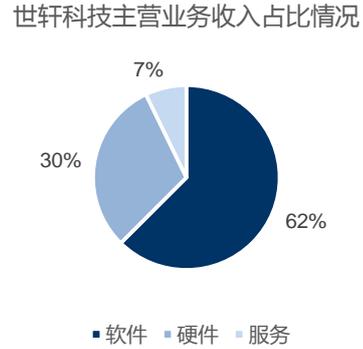


图 36：主营业务收入占比：软件 > 硬件 > 服务



资料来源：公司公告、申万宏源研究

资料来源：公司公告、申万宏源研究

注：以 2014 年的数据作参考

表 6 数字医院、区域医疗、个人健康服务等三类产品业绩情况

产品类别	2015 年 1-3 月			2014 年			2013 年		
	营业收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	营业收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	营业收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)
面向医疗机构的数字化医院产品	1080.89	71.78	51.69	7849.75	84.86	56.43	8,170.27	75.31	55.92
面向政府及卫生行政管理部门的健康城市产品、	414.26	27.51	74.12	1391.76	15.05	59.89	2,461.90	22.69	44.94
面向公众的个人健康服务产品	10.71	0.71	100	8.69	0.09	18.41	216.96	2	16.05
其他	10.71	0.71	100	8.69	0.09	18.41	216.96	2	16.05
合计	1505.86	100	58.20	9250.21	100	56.91	10,849.13	100	52.63

资料来源：公司公告、申万宏源研究

表 7 世轩科技 2016-19 年预计合同签订金额稳定增长，为承诺净利润实现提供保障

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
项目预计金额 (不含税)	26128.85	31618.29	37435.9	46153.85
预计项目合同签订率	71%	71%	71%	71%
预计合同签订额	18551.48	22448.99	26579.49	32769.23

资料来源：公司公告、申万宏源研究

收购世轩科技将丰富公司医疗产业链布局，加速向大健康纵深拓展：

- (1) **实现协同效应。**一方面，世轩科技与大千生物、埃克森三家企业的目标客户均为医疗机构和公共卫生管理机构，各自拥有优势市场区域，三方相互支持有利于提升综合竞争力；另一方面，未来世轩科技有望结合大千生物与埃克森在体外诊断试剂与器械方面的优势，提供更多更优质的C端个人健康服务，如将POCT个人检测结果数据上传至APP进行监测管理，最终实现大数据集成与云健康管理。

图 37：世轩科技与大千生物、埃克森将形成协同效应



资料来源：公司公告、申万宏源研究

- (2) **大健康布局加速深化，将彻底打开公司成长天花板。**公司从14年初开始进军体外诊断百亿蓝海市场，投资了大千生物与埃克森并构建“试剂+器械”的竞争优势，已取得优异的投资收益，这不仅反映了公司出色的投资能力，更印证了发展大健康业务的正确性，而此次重大并购进军医疗信息化领域更是彰显了公司深入布局的决心。我们认为，公司通过外延并购布局高景气度的大健康产业，将能有效应对电力业务存在周期性疲软的风险，打开成长天花板。

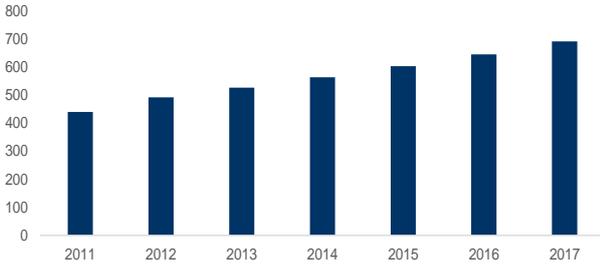
### 3. 体外诊断：百亿蓝海市场，“试剂+器械”构建竞争优势

体外诊断是具有数百亿美元市场空间的朝阳行业，发展前景广阔。据统计，2013年全球体外诊断市场的规模已经达到了526亿美元，预计到2017年可达691亿美元，复合增速超过7%。目前，就全球市场而言，产业发展较为成熟，市场集中度较高。以罗氏、西门子、强生、雅培、贝克曼等为代表的几大国际巨头占据了超过一半的市场份额。

图 38：体外诊断是朝阳行业，2013 年全球规模已经达到 526 亿美元

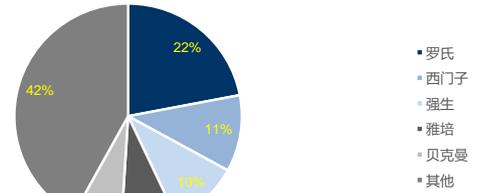
图 39：目前全球市场集中度较高，几大国际巨头瓜分一半以上的市场

全球体外诊断市场规模及预测 (亿美元)



资料来源: 产业信息网、申万宏源研究

全球体外诊断市场前五大生产商



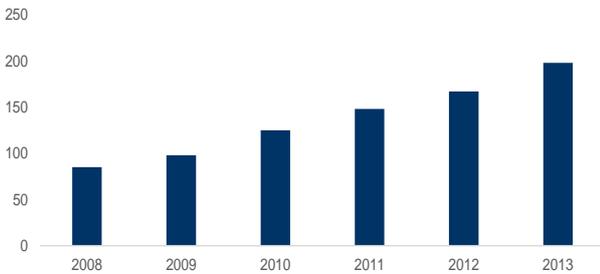
资料来源: 产业信息网、申万宏源研究

我国体外诊断行业起步较晚, 但目前已从导入期步入发展期, 市场需求快速增长。据统计, 截止 2013 年, 我国体外诊断市场规模已近 200 亿元, 预计到 2018 年可达 384 亿元, 复合增速超过 14%, 是全球增速的 2 倍。目前我国体外诊断领域生产企业约 300-400 家, 但年销售收入过亿元的企业仅约 20 家, 企业普遍规模小、品种少。排名靠前的 20 家企业市场占有率在 30% 左右。国内企业市场割据竞争的格局较为明显, 实力较强的综合性企业还较少, 行业排名靠前的企业主要是在某一领域具备竞争优势。

图 40: 我国体外诊断市场发展迅速

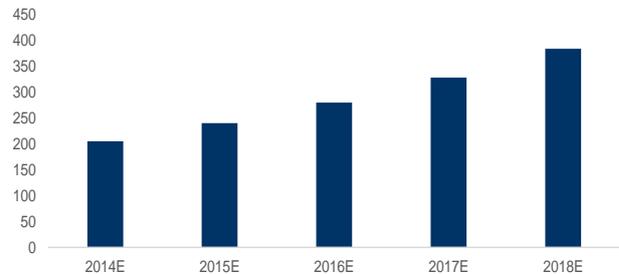
图 41: 预计未来几年仍将以 17% 的复合增速发展

2008-2013 我国体外诊断市场规模 (亿元)



资料来源: 前瞻产业研究院、申万宏源研究

2014-2018 我国体外诊断市场规模预测 (亿元)

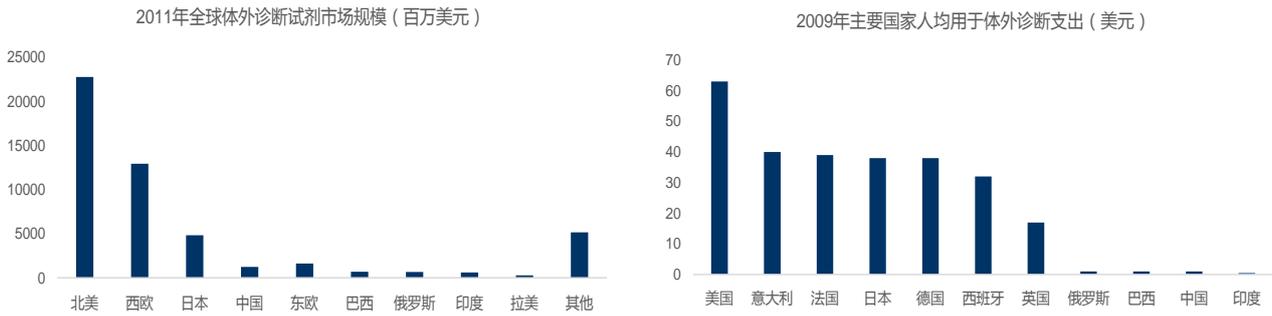


资料来源: 前瞻产业研究院、申万宏源研究

较低的市场规模与人均支出水平隐含我国体外诊断市场巨大的上升空间。在市场规模方面, 我国 2011 年时期的体外诊断市场规模仅为北美的 1/18、西欧的 1/10、日本的 1/4; 而在人均支出方面, 我国 2009 年时期的人均体外诊断支出仅为 1 美元, 与美国的 63 美元、意大利的 40 美元、法国的 39 美元形成巨大差距。我们认为, 这种差距背后隐含的是我国体外诊断行业成长的巨大潜力。

图 42: 与主要发达国家相比, 我国市场规模较小

图 43: 同时人均支出水平较低, 未来发展潜力巨大

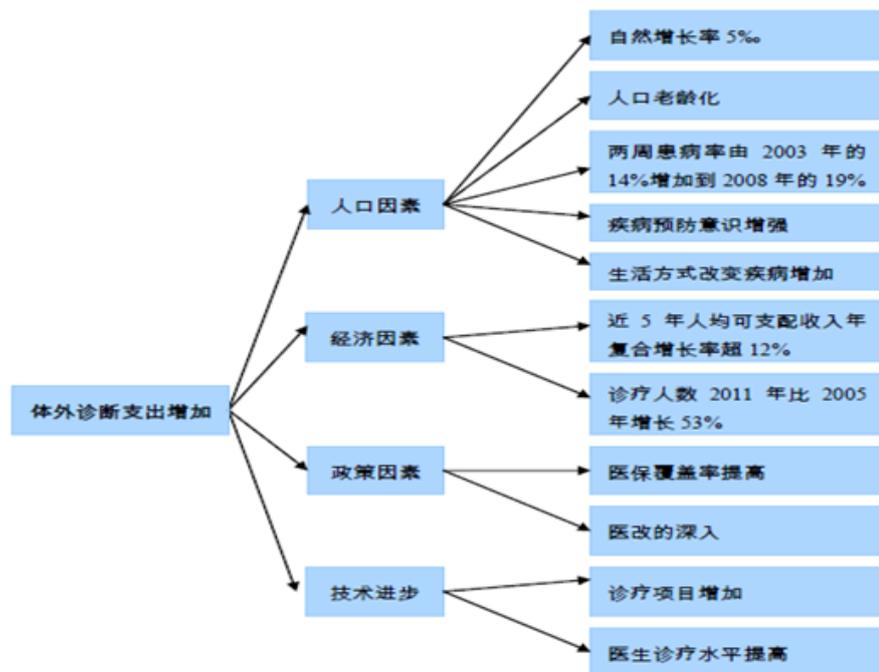


资料来源: Kalorama Information、申万宏源研究

资料来源: Kalorama Information、申万宏源研究

各种新技术的兴起以及国家医疗保障政策的完善成为产业长期利好的重要驱动因素。医疗卫生支出整体规模的增加和体外诊断费占医疗支出总费用比例的提高是推动行业发展的根本原因。据国家统计局公布的数据显示,我国城镇居民人均可支配收入从2003年的8472元提高到2013年的26955元,人均可支配收入的增加将保障医疗支出的提高。此外,人口老龄化也将导致对诊断产品需求量的增加。老年人是诊断产品的主要终端消费群体之一。截止2011年我国60岁以上人口占13.7%,其中65岁以上人口占9.1%。根据国际标准:60岁以上人口占比达到10%或65岁以上人口占比达7%,即步入老龄化社会,目前我国早已超过该标准。

图 44: 我国体外诊断市场发展驱动力强劲



资料来源: Bellon Technology Corp.、申万宏源研究

表 8 我国医疗器械市场利好政策不断, 行业景气度快速提升

颁布时间	政策	内容
------	----	----

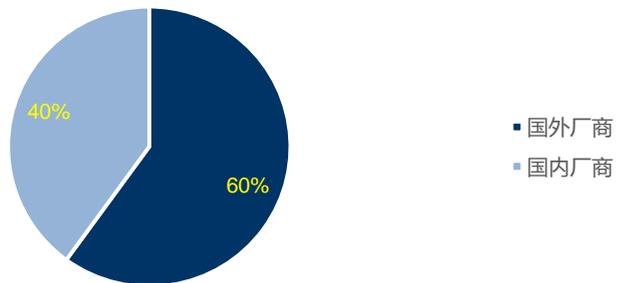
2011.11	公布《医疗器械科技产业“十二五”专项规划（2011-2015）》	被视为医疗器械产业发展的纲领性文件
2013.1	出台《关于促进健康服务业务发展的若干意见》	提出“健康服务业”大概念，并提升到国家战略层面，力争到 2020 年，把健康服务业的总规模从现在的 2 万亿元提高到 8 万亿元以上
2014.2	出台《创新医疗器械特别审批程序（试行）》	对创新医疗器械予以优先办理
2014.3	公布新版《医疗器械监督管理条例》	积极推动医疗器械产品的升级换代和创新，并且还放宽了对医疗器械研发的要求
2014.5	启动优秀国产医疗设备产品遴选工作	第一批优秀国产设备名单酝酿出炉
2014.6	正式实施新版《医疗器械监督管理条例》	引入了分级分类、按产品风险等级实施宽严有别监管的原则
2014.8	发布修订后的《医疗器械注册管理办法》、《体外诊断试剂注册管理办法》、《医疗器械说明书和标签管理规定》、《医疗器械生产监督管理办法》、《医疗器械经营监督管理办法》	为新版《医疗器械监督管理条例》的实施保驾护航
2014.8	召开推进国产医疗设备发展应用大会	讨论制定出台推进国产医疗设备行业发展的专项行动计划，建立主动使用国产医疗设备激励机制

资料来源：申万宏源研究

我们认为，国内体外诊断行业竞争格局尚不确定，新进入者短期成长将十分迅速，而长期可受益于国产化替代趋势。目前，国外少数几家体外诊断厂商仍占据了国内市场超过 50% 的市场份额。但国内企业数量规模发展迅速，已达到约 300-400 家。其中销售收入过亿元的约 20 家，这些企业的市场占有率在 30% 左右，主要是在某一领域具备竞争优势，如科华生物、九强生物、达安基因等。我们认为，随着国内企业体外诊断技术的不断发展，未来国产化替代空间十分巨大。

图 45：目前外资企业仍是国内市场主体，但恰恰反映未来巨大的国产化替代空间

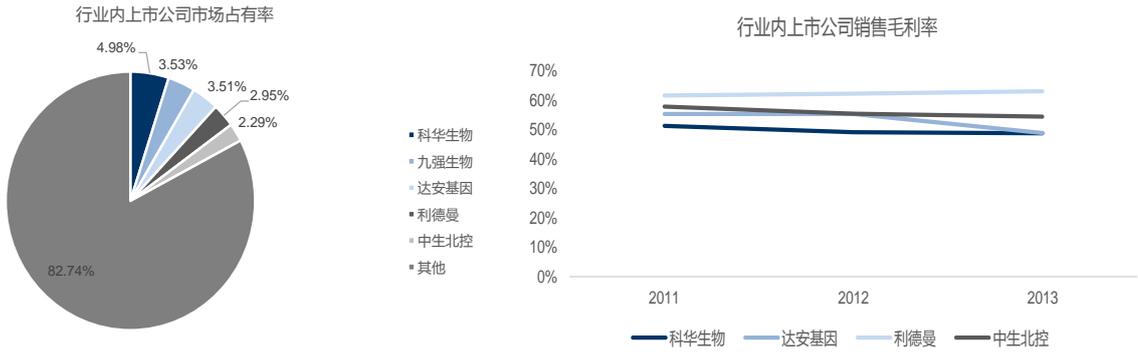
我国体外诊断市场国内外厂商占比



资料来源：Frost & Sullivan、申万宏源研究

图 46：国内部分企业已在细分领域具备竞争优势

图 47：高毛利率反映公司的优质成长性



资料来源: Kalorama Information、Wind、申万宏源研究

资料来源: Wind、申万宏源研究

表 9 国内体外诊断行业部分重点公司的收入情况统计

公司	主要产品	试剂类产品销售额 (亿元)
科华生物	免疫诊断仪器和试剂	5.44
九强生物	生化诊断试剂	3.93
达安基因	核酸诊断试剂	3.81
利德曼	生化诊断试剂	2.93
中生北控	生化诊断仪器和试剂	2.34

资料来源: Wind、申万宏源研究

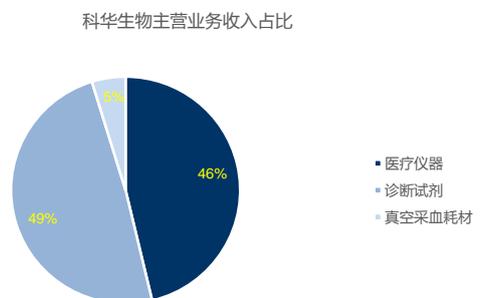
“试剂+仪器”的模式是体外诊断行业十分有效的竞争策略。以科华生物为例，其是国内领先的体外诊断公司，营收规模从 2004 年的 2.39 亿元增长为 2013 年的 11.14 亿元，复合增速超过 18%。通过研究其主营业收入占比我们发现，公司除了开展体外诊断试剂业务，还从事医疗仪器（体外诊断仪器等）业务。这样的模式容易在销售端形成闭环协同效应，是公司能取得成功的重要原因。

图 48: 科华生物已是国内体外诊断细分领域龙头

图 49: “试剂+仪器”的模式是其成功的重要因素



资料来源: Wind、申万宏源研究

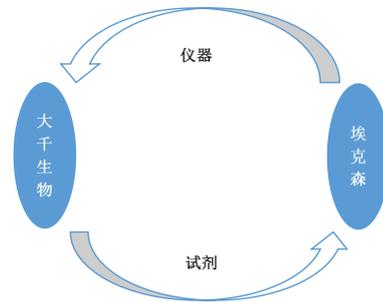
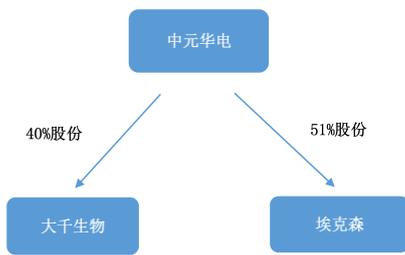


资料来源: Wind、申万宏源研究

我们看好公司投资大千生物与埃克森在这一模式上谋求布局、发挥协同效应。大千生物发展已较为成熟，主要生产六大类生化类体外诊断试剂，拥有产品的核心自主知识产权，已获得主管部门批准的产品注册证共 84 个；而埃克森虽然是初创公司，但核心团队已从事多年医疗器械行业工作，积累了医疗器械领域产品的研发、生产、销售、医疗器械代理、医疗健康服务等相关业务的丰富经验。因此，我们认为大千生物在体外诊断试剂方面的竞争优势与埃克森在诊断仪器方面的丰富经验可形成协同效应，未来前景可期。值得一提的是，公司在仪器仪表方面的强大研发能力，未来在很大程度上能给予埃克森医疗器械研发上的支持。

图 50：公司先后投资了大千生物与埃克森

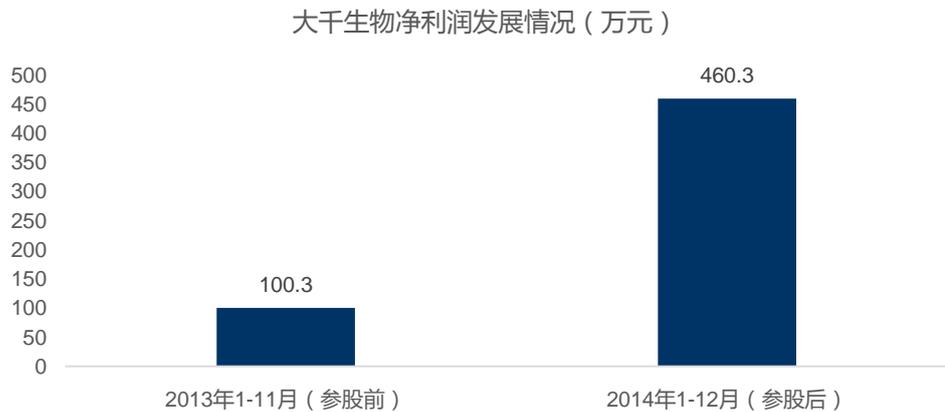
图 51：并践行“试剂+仪器”的策略



资料来源：申万宏源研究

资料来源：申万宏源研究

图 52：大千生物在获得公司投资后已突破发展瓶颈，业绩快速提升



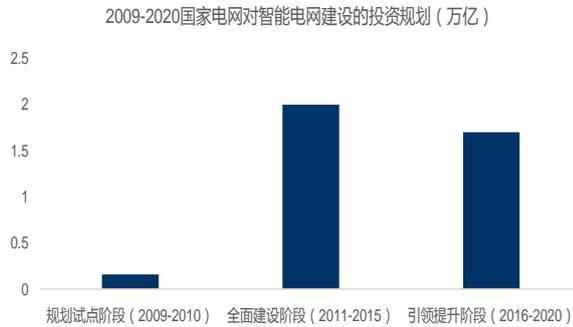
资料来源：公司公告、申万宏源研究

## 4. 智能电网业务稳步发展，配网自动化有望贡献可观增量收益

### 4.1 受益智能电网建设，电力业务发展稳定

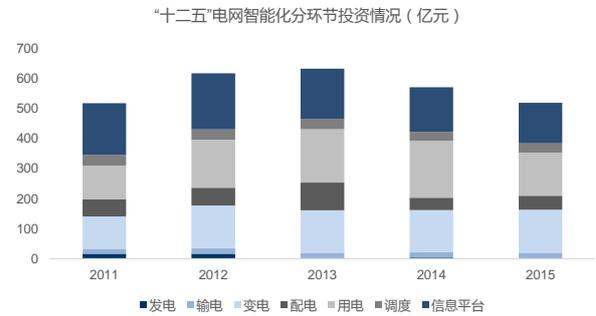
“智能电网”提升行业景气度，至少可再看5年。2009年，国家电网首次提出加快建设以特高压电网为骨干网架，各级电网协调发展，具有信息化、数字化、自动化和互动化特征的统一的坚强智能电网，并公布了“智能电网”的发展计划。智能电网在中国的发展将分三个阶段逐步推进，2020年可全面建成统一的“坚强智能电网”：第一阶段是规划试点阶段（2009-2010），预计总投资1600亿元；第二阶段是全面建设阶段（2011-2015），预计总投资2万亿元；第三阶段是引领提升阶段，预计总投资1.7万亿。可见，“十二五”与“十三五”期间国家对智能电网的投资力度最大。就“十二五”而言，电网智能化部分的投资约为2860亿元，约占当期总投资额的14%。

图 53：“十二五”与“十三五”是智能电网建设的黄金期



资料来源：国家电网、申万宏源研究

图 54：其中，“十二五”期间电网智能化部分投资约 2860 亿元，约占当期投资总额的 14%



资料来源：国家电网、申万宏源研究

**公司营收稳定、高毛利率彰显业务发展的可持续性。**近几年行业较高的景气度拉动公司业绩稳定在较好的水平。公司主业中业绩贡献排名前三的分别是电力故障录波分析装置、变电站综合自动化系统、时间同步系统装置，尤其是电力故障录波分析装置更是占据了半壁江山。公司是电力二次设备细分行业的龙头，具有高达近 50% 的综合毛利率，我们认为优质的业务为公司长期稳定、可持续发展提供了保障。

图 55：近年来公司营收状况稳定

图 56：主营业务毛利率一直维持在较高水平



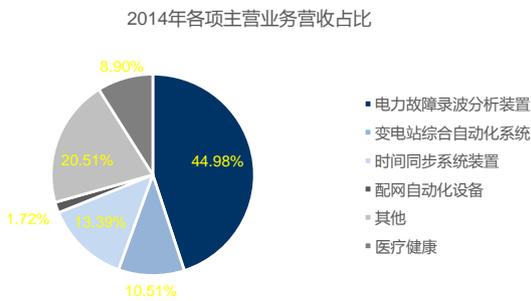
资料来源: Wind、申万宏源研究



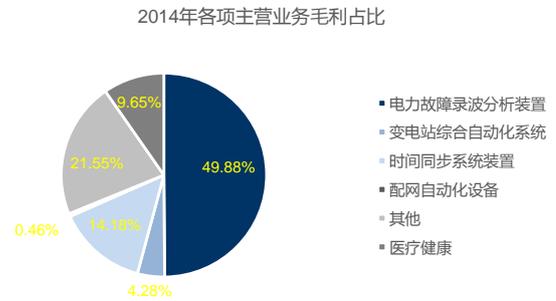
资料来源: Wind、申万宏源研究

图 57: 公司各项业务营收占比

图 58: 公司各项业务毛利占比



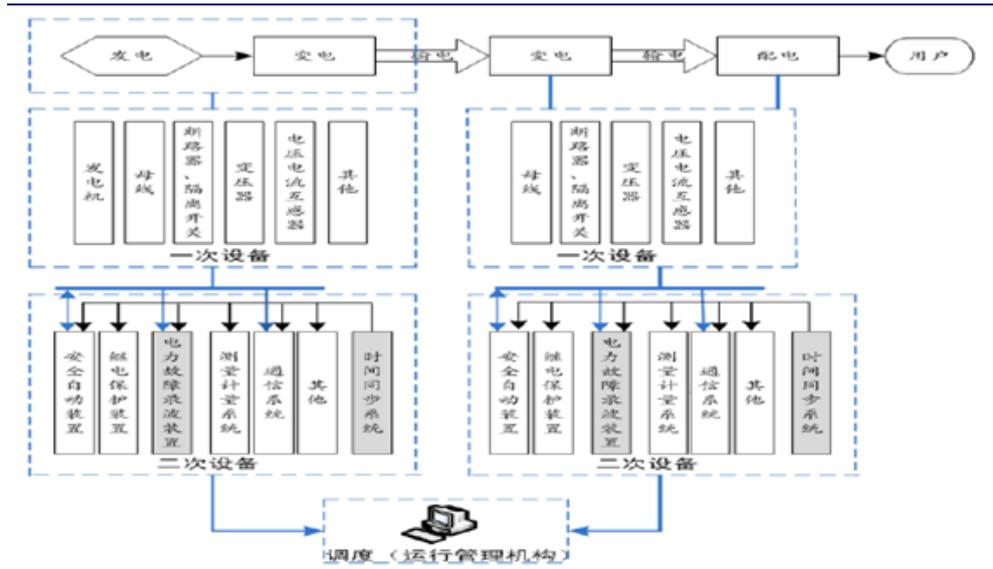
资料来源: Wind、申万宏源研究



资料来源: Wind、申万宏源研究

电力故障录波装置与时间同步系统作为公司的王牌业务依然坚挺，是支撑业绩稳定发展的重要内在基础，也是未来公司业务拓展的优势切入点。电力故障录波装置、时间同步系统的应用贯穿于发电、变电、配电等各个环节，是电力系统二次设备中不可或缺的重要组成部分，对系统的安全运行有重要意义。这两块业务是公司目前智能电网业务的中坚力量，是公司最主要的核心竞争优势之一。在电力故障录波装置方面，公司以超过 20% 的市占率稳居业界第一；而在时间同步系统方面，公司也以近 15% 的市占率进入第一梯队。

图 59: 电力故障录波装置与时间同步系统在电力系统中的应用



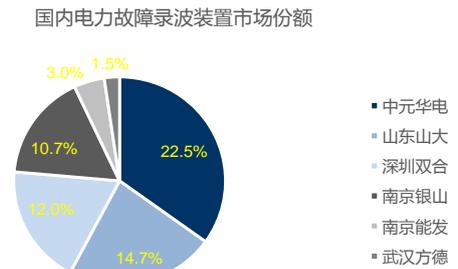
资料来源：招股说明书、申万宏源研究

图 60：公司电力故障录波分析装置营收较为稳定

图 61：公司市场份额业界领先



资料来源：招股说明书、申万宏源研究



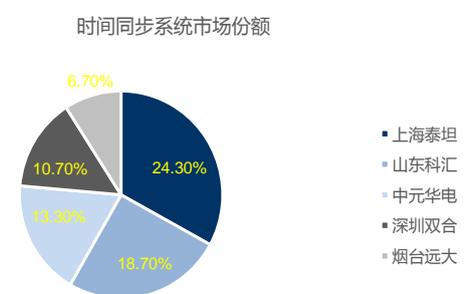
资料来源：招股说明书、申万宏源研究

图 62：公司时间同步系统装置营收较为稳定

图 63：公司市占率也处于第一梯队



资料来源：招股说明书、申万宏源研究

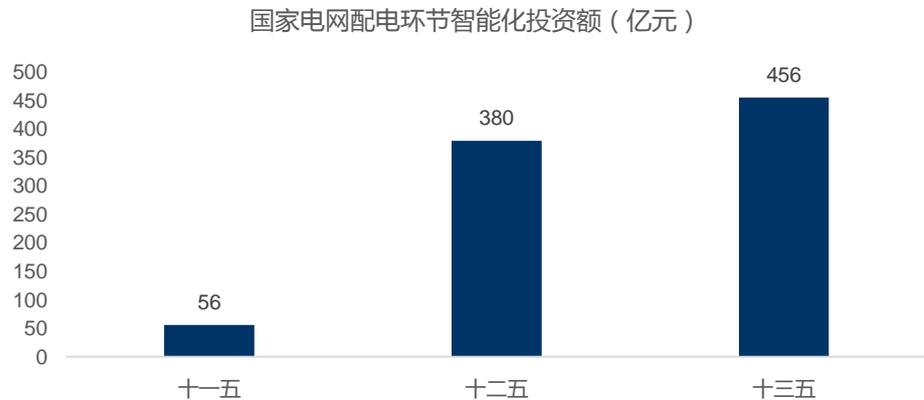


资料来源：招股说明书、申万宏源研究

## 4.2 配网大时代临近，业绩有望大幅提升

配网建设有望在阶段性放缓后加速到来。未来几年无疑是配电网发展的重要机遇期。根据国家电网在智能电网中对配电环节的投资规划，“十二五”期间将实现该领域的跨越式发展，并在“十三五”期间达到真正的建设高峰期，预计投资可达 450 亿元以上。但从过往历史看，在我国配电建设一直滞后于发电与输电，近两年随着国家政策的频繁出台，对配电端的重视程度已明显提高，同时，国家电网就配网建设的第三批城市试点及后续示范工程已陆续完毕，预计配电建设有望迎来阶段性放缓后的快速增长。

图 64：“十二五”与“十三五”也是配电网建设的黄金十年



资料来源：国家电网、申万宏源研究

表 10 近两年国家对配电端的重视程度不断提高

时间	部门	政策
2013.1	国务院	发布《能源发展十二五规划》，提出加快城乡配电网建设，推进配电智能化改造
2013.9	国新办	发布《国家新型城镇化规划（2014-2020）》，提出“建设安全可靠，技术先进，管理规范的新型配电网体系，加快推进城市清洁能源供应设施建设”的要求
2013.9	国家能源局	发布《南方电网展规划（2013-2020年）》，提出到2020年城市配电网自动化覆盖率达到80%
2014.1	国家能源局	印发2014年能源工作指导意见的通知，提出加强城市配电网建设，提高配网投资比重

资料来源：申万宏源研究

表 11 国家电网就配网建设的第三批城市试点及后续示范工程已陆续完毕

时间	部门	事件
2009	国家电网	启动第一批4个城市的配电自动化试点工程
2010	国家电网	启动第二批19个城市的配电自动化试点工程
2012	国家电网	启动第三批7个城市的配电自动化试点工程
2012	国家电网	印发《关于加快推进城市配电网示范工程建设的工作方案》
2013	国家电网	印发《关于加强配电网规划与建设工作的意见》

资料来源：申万宏源研究

**新能源汽车普及也将倒逼配网建设进程加速。**据统计，2014 年新能源汽车产量同比 2013 年呈快速上升趋势，9 月开始出现井喷达到了近 9000 辆的规模；此外，我国充电站数量上升趋势也十分显著，在 2013 年已经达到了 500 座以上，同比增速超过 100%。这与国家利好政策的频繁出台密不可分。新能源汽车行业的快速发展将对配电网自动化提出更高且紧迫的要求，无疑将倒逼加速配网建设的进程。

图 65：2014 年新能源汽车产量出现井喷

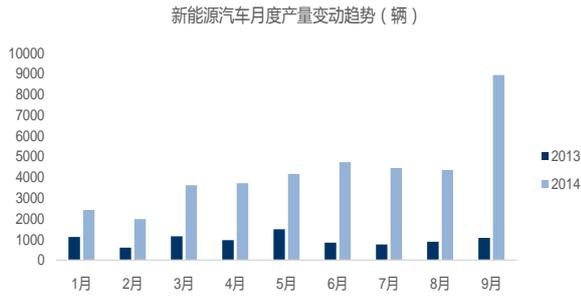
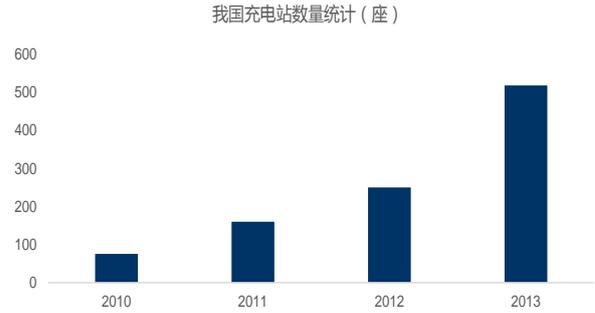


图 66：充电站数量也呈快速上升趋势



资料来源：中国汽车工业协会、申万宏源研究

资料来源：中国汽协、水木清华研究中心、申万宏源研究

表 12 国家在新能源汽车推广上不遗余力

时间	部门	事件
2014. 1	财政部、科技部、工信部、发改委	发布《关于进一步做好新能源汽车推广应用工作的通知》
2014. 6	国管局、财政部、科技部、工信部、发改委	印发《政府机关及公共机构购买新能源汽车实施方案》
2014. 7	国务院	发布《关于加快新能源汽车推广应用的指导意见》
2014. 7	发改委	发布《关于电动汽车用电价格政策有关问题的通知》
2014. 8	财政部、国税局、工信部	发布《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》

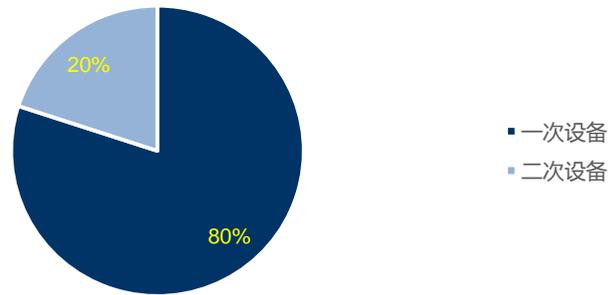
资料来源：申万宏源研究

**新电改将放宽民资进入配电领域，公司作为细分行业龙头受益。**在停滞了十年之后，新电改方案终于出台，并鼓励民营资本建设配电网，成立售电公司等。新电改标志着电网主导电力系统的一个时代的结束，产业链上下游相关方有望夺回应有的话语权。

在一、二次设备融合的趋势下，公司有望凭借其在二次设备领域的龙头优势拓展到市场更为广阔的一次设备领域。随着智能电网建设不断升温，智能化设备需求加大，传统意义上的一、二次设备的界限变得模糊，二者的加速融合有望打破电力设备市场格局，导致行业重新洗牌。一次设备市场技术门槛较低，市场竞争激烈，二次设备市场则相反，但是前者的市场规模大概是后者的 4 倍左右。公司是二次设备细分市场的龙头，且产品应用于发电、变电、配电等多个环节，未来有望通过自身技术研发或者外延并购的方式，切入到一、二次设备的融合市场，发展潜力巨大。

图 67：电力系统一次设备的市场空间大约是二次设备的 4 倍

一次设备与二次设备在配网环节投资比例情况



资料来源：草根调研、申万宏源研究

综上，我们认为配网建设有望成为公司业绩大幅增长的重要机遇。公司的配网自动化业务起步较晚，目前营收占比仅为 2% 左右（2014 年）。但根据我们前文的分析：一方面，国家政策层面利好和新能源汽车等新兴行业倒逼，使配网建设将迎来快速发展的机遇期，另一方面，新电改将放宽民资进入配电领域，而一、二次设备融合的趋势为设备厂商提供了更大的市场；我们认为，公司配网自动化业务发展仍然存在巨大的发展潜力，前景可期。

## 5. 盈利预测和投资评级

### 5.1 收入、毛利率等核心假设

综合上述行业及公司情况分析，我们对公司 15-17 年各细分产品收入及毛利率假设如下表，其中：

**收入分析：**（1）电力故障录波分析装置与时间同步系统装置：公司传统强项，仍将保持稳定发展。（2）配网自动化设备：国家配网建设有望迎来阶段性放缓后的提速，将带动公司该业务的发展。（3）体外诊断：大千生物在获得公司投资控股后

已突破产能等发展瓶颈，同时可享受行业的高景气度，业绩有望大幅提升。（4）医疗信息化：行业景气度不断提升，世轩科技承诺15年业绩较14年有大幅提升，未来三年增速将保持在25%左右。

**毛利率分析：**（1）智能电网业务：受行业竞争加剧的影响，毛利率呈下降趋势，但由于公司所处细分行业的进入壁垒较高，整体毛利率仍可维持在较高水平。（2）体外诊断：行业整体毛利率水平均处于高位，随着大千生物在获得公司财务等投资后，公司的研发水平有望得到提高，例如推出毛利率更高的新产品等，进而向行业的平均毛利率水平上浮。（3）医疗信息化：世轩科技重点发展优质大客户，毛利率水平远高于行业平均，且有逐年提升的趋势。

表 13 公司分产品营收、毛利率等假设

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元 人民币）	223	205	225	291	492	615
YoY	25%	-8%	10%	29%	69%	25%
电力故障录波分析装置	99	104	101	100	102	105
变电站综合自动化系统	81	48	24	29	40	52
时间同步系统装置	16	25	30	35	41	48
配网自动化设备	9	7	4	6	11	18
其他	17	20	46	55	66	78
体外诊断			20	32	58	98
医疗信息化				35	174	215
营业成本（百万元 人民币）	118	108	104	142	236	302
YoY	37%	-8%	-4%	36%	66%	28%
电力故障录波分析装置	44	50	40	42	46	50
变电站综合自动化系统	51	31	19	23	32	42
时间同步系统装置	7	13	13	16	20	23
配网自动化设备	7	6	3	5	8	14
其他	9	8	20	28	32	39
体外诊断			10	15	25	43
医疗信息化				15	73	90
毛利（百万元 人民币）	106	97	121	149	255	313
YoY	14%	-8%	24%	23%	72%	22%
电力故障录波分析装置	56	54	61	58	56	55
变电站综合自动化系统	30	17	5	6	8	10
时间同步系统装置	10	12	17	19	22	25
配网自动化设备	2	1	1	1	2	4
其他	8	12	26	27	34	39
体外诊断			10	17	32	55
医疗信息化				20	101	125
毛利率(%)	47%	47%	54%	51%	52%	51%
电力故障录波分析装置	56%	52%	60%	58%	55%	52%
变电站综合自动化系统	37%	36%	22%	21%	20%	20%
时间同步系统装置	58%	46%	57%	54%	52%	52%
配网自动化设备	25%	19%	25%	23%	22%	22%

其他	46%	59%	57%	50%	52%	50%
体外诊断			52%	54%	56%	56%
医疗信息化				58%	58%	58%

资料来源：申万宏源研究

## 5.2 盈利预测与投资评级

**盈利预测：**我们预计公司 15-17 年实现营业收入 2.91/4.92/6.15 亿元，实现归属于母公司所有者的净利润 0.60/1.15/1.41 亿元，对应摊薄后 EPS 为 0.25/0.48/0.59 元。

**相对估值法：**根据盈利预测，我们预计公司 15-17 年 PE 分别为 81/42/35。将公司与医疗信息化行业内公司比较后发现：（1）该行业的估值水平本身就不低，隐含了市场的高预期和行业的高成长性；（2）公司 PE 仍低于行业平均水平，说明公司在同行业中估值还相对便宜，值得投资。

表 14 可比公司估值比较

代码	公司	2014A	2015E	2016E	2017E	2014PE	2015PE	2016PE	2017PE	现价
300168	万达信息	0.39	0.28	0.39	0.58	72	101	72	49	28.15
300253	卫宁软件	0.55	0.34	0.53	0.91	62	100	64	37	34.10
600767	运盛医疗	0.08	0.17	0.26	0.33	170	80	52	41	13.62
300078	思创医惠	0.47	0.7	1.05	1.29	128	86	57	47	60.00
300451	创业软件	0.93	0.83	0.98	1.12	105	118	100	87	97.77
	平均					107	97	69	52	
300018	中元华电	0.26	0.25	0.48	0.59	78	81	42	35	20.37

资料来源：Wind、申万宏源研究

注：股价为 2015 年 9 月 21 日收盘价，此外，除中元华电外，其他公司的 EPS 都来自于 wind 一致预期。

**“智能电网 + 智慧医疗”双轮驱动，首次覆盖给予“增持”评级。**假设世轩科技并表业绩为今年四季度，并且考虑增发股本摊薄，我们预计公司 15-17 年 EPS 为 0.25/0.48/0.59 元，对应 15-17 年 PE 为 81/42/35。我们看好公司“智能电网 + 智慧医疗”双轮驱动的模式，首次覆盖给予“增持”评级。

表 15 公司 2015-2017 年盈利预测

单位：百万元、元/股	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		
一、营业收入	223	205	225	291	492	615		
		营业收入 YOY	25%	-8%	10%	29%	69%	25%
减：营业成本	118	108	104	142	236	302		
		综合毛利率	47%	47%	54%	51%	52%	51%
营业税金及附加	3	3	3	3	5	6		
销售费用	26	26	30	37	52	59		
管理费用	39	40	51	62	80	89		

财务费用	-15	-14	-16	-16	-16	-12
资产减值损失	7	5	1	2	1	3
加：公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
二、营业利润	46	38	52	61	134	168
加：营业外收入	9	8	7	9	5	4
减：营业外支出	0	0	0	0	0	1
三、利润总额	55	46	59	70	139	171
减：所得税费用	9	6	9	9	19	24
四、净利润	46	40	50	61	119	147
减：少数股东损益	4	2	0	1	4	6
<b>五、归属于母公司股东净利润</b>	<b>42</b>	<b>39</b>	<b>50</b>	<b>60</b>	<b>115</b>	<b>141</b>
	<i>净利润 YOY</i>	<i>9%</i>	<i>-8%</i>	<i>29%</i>	<i>21%</i>	<i>93%</i>
总股本	130	195	195	240	240	240
<b>六、EPS</b>	<b>0.32</b>	<b>0.20</b>	<b>0.26</b>	<b>0.25</b>	<b>0.48</b>	<b>0.59</b>

资料来源：Wind、申万宏源研究

### 5.3 核心假设风险

医疗信息化、体外诊断、配网建设等行业发展和公司相关业绩不达预期

## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	谢文霓	021-23297211	18930809211	<a href="mailto:xiewn@swsresearch.com">xiewn@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；  
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；  
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；  
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；  
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；  
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。