

2015年11月3日 星期二

收购世轩科技，切入医疗信息化，布局智慧医疗

投资要点：

收购世轩科技，切入医疗信息化，布局智慧医疗。公司以“股权+现金”6.9亿元收购世轩科技100%股权，世轩科技承诺2015-2017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。世轩科技是国内顶尖的医疗信息化解决方案提供商，业务涵盖数字化医院、区域医院、个人健康服务等领域，竞争优势突出。

发挥协同效应，深化大健康布局。在医疗健康领域，公司对大千生物（体外诊断试剂）和埃克森生物（诊断仪器）进行了投资，分别持有40%和51%的股权。收购世轩科技100%的股权进军智慧医疗，三方协同将提升公司在智慧医疗领域的综合实力。

世轩科技竞争优势明显。世轩科技拥有较为完备的产品线，具有自主研发的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。

盈利预测：

公司加速转型健康医疗，形成“智慧医疗+智能电网”双轮驱动格局，业绩增长迅速并有望持续保持，医疗健康有望成为公司新的业绩增长点。参股大千生物、控股埃克森布完善体外诊断布局，而后收购医疗信息化领先商世轩科技，与体外诊断实现业务协同和促进，积极进军C端健康管理业务。预计2015-2017年EPS为0.32元、0.47元、0.60元，在“健康中国”大战略的背景下，首次给予公司“增持”评级。

风险提示：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。

财务和盈利预测摘要	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万）	205.22	225.11	408.47	535.03	605.60
增长率	-8.10	9.69	81.45	30.99	13.19
净利润（百万）	38.64	49.86	81.63	112.15	144.15
增长率	-7.69	29.05	63.73	37.38	28.53
每股收益（EPS/元）	0.20	0.26	0.32	0.47	0.60
市盈率（P/E）	137.50	105.77	85.94	58.51	45.83

数据来源：Wind、众成研究

评级： 增持

上次评级： 无

2015年11月2日

收盘价（元） 27.50

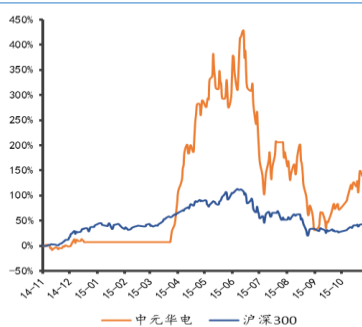
52周内高（元） 69.00

52周内低（元） 11.23

总市值（亿元） 53.63

流通市值（亿元） 41.24

中元华电与沪深300涨幅图



数据来源：Wind、众成研究

相关研究报告：

无

分析师：杨凡

证书编号：S1320514090001

邮箱：yangfan2@zccq.com

研究助理：丁倩云

证书编号：S1320115100006

邮箱：dingqianyun@zccq.com

联系电话：0531-87037376

正文目录

1. 公司简介:	4
2. 公司智慧医疗业务:	4
2.1 公司的大健康布局	4
2.2 智慧医疗行业	5
2.2.1 行业概况	5
2.2.2 行业景气度	5
2.2.3 行业发展重点	6
2.3 竞争优势	6
2.3.1 专业的产品体系	6
2.3.2 以二、三线城市的三级医院为核心的发展战略	7
2.3.3 面向个人健康管理服务的电子病历系统（EMR）与居民健康档案（EHR）	8
2.3.4 较强的技术研发能力	8
2.3.5 持续的创新力	8
2.3.6 营销网络不断完善	8
2.3.7 专业的营销能力和高效的服务体系	8
2.3.8 人才储备	8
2.3.9 拥有较齐全的经营资质	9
2.3.10 公司通过并购扩展大健康布局，发挥协同效应	9
2.3.11 公司顺应医疗信息化发展趋势	9
3. 公司智能电网业务:	11
3.1 智能电网	11
3.2 配网建设	12
4. 未来看点:	13
4.1 未来经营发展战略	13
4.2 未来两年发展计划	13
4.3 未来业务管理模式	14
5. 盈利预测:	14
风险提示:	14

图表目录

图 1: 公司股权结构	4
图 2: 公司的大健康布局	4
图 3: 医疗机构三大结构调整	6
图 4: 医疗信息化发展趋势	6
图 5: 世轩科技智慧医疗产品线	7
图 6: 世轩科技二级、三级医院客户数量情况	7
图 7: 以电子病历 (EMR) 为核心的 CIS 系统	8
图 8: 电子健康档案 (EHR)	8
图 9: 互联网医疗市场发展状况	10
图 10: 互联网医疗投资占比	10
图 11: BAT 加速布局互联网医疗	10
图 12: 公司营收状况	12
图 13: 销售毛利率及净利率水平	12
图 14: 公司各项业务营收占比	12
图 15: 公司各项业务毛利占比	12
图 16: “十二五”与“十三五”期间的配电网建设	12
图 17: 2014.7-2015.8 新能源汽车产量	13
表 1: 2014-15 年 A 股市场在医疗信息化领域的并购	9
表 2: 公司主营产品简介	11
表 3: 财务预测表	15

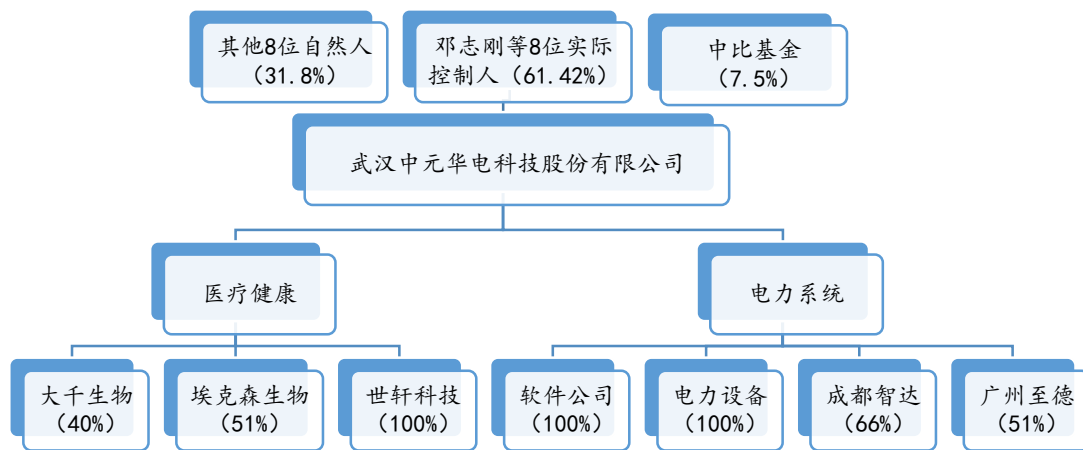
1. 公司简介:

武汉中元华电科技股份有限公司是由 2001 年 11 月成立的武汉中元华电科技有限公司整体变更设立的，位于华中科技大学科技园，占地 1.9 万平方米，于 2009 年 10 月成功登陆创业板。

公司是电力系统智能化记录分析和时间同步装置龙头企业。公司的主要产品电力故障录波装置、时间同步系统是电力系统二次设备中不可或缺的重要组成部分，对电力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。

公司从 2014 年外延式扩张加速，积极向医疗信息化转型。2014 年 1 月以 572 万元受让安徽大千生物 40% 股权（主要产品为体外诊断试剂）；2014 年 7 月以 2783 万元增资广州埃克森生物（主要产品为医疗器械），获得其 51% 股权；2015 年 3 月通过发行股份与现金相结合的方式拟收购世轩科技 100% 股权，将在医疗信息化领域继续强化业务优势。

图 1: 公司股权结构



资料来源：公司公告、众成研究

2. 公司智慧医疗业务:

2.1 公司的大健康布局

图 2: 公司的大健康布局

- 2015年3月，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
- 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+仪器”的策略
- 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

资料来源：公司公告、众成研究

大千生物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，是处于发展中的医疗器械企业，公司将收购大千生物 40% 的股权作为进入医疗行业的契机，从此开始探索双主业结构。公司能充分利用现有平台，结合大千生物在生化类体外诊断试剂、临床检验分析仪器产品上的技术和市场优势，不断完善经营模式、健全法人治理，实现大千生物的快速成长，为公司带来新的利润增长点。

埃克森生物公司是一家拥有完整核心骨干团队的处于初创期的医疗器械研发和产销企业，核心团队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。埃克森获得增资后，能够按计划较迅速地进行产品设计、测试、申报与制造，同时埃克森团队具有较好的市场资源，有利于顺利地产品推向市场。公司能充分利用资金优势和资本市场的其他资源，实现埃克森的快速成长，为公司带来新的利润增长点。

世轩科技是国内顶尖的医疗信息化解决方案提供商。

(1) 产品线齐全：公司为数字化医院建设、公共卫生服务平台、区域医疗协同以及个人健康服务提供包整体解决方案，拥有较为完备的产品线，自主研发产品系列包括 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；

(2) 技术先导，重视研发：公司以技术为先导，高度重视研发，研发投入逐年增长，2014 年研发费用率高达 14.1%。截止今年 3 月底，共有员工 240 人，其中研发及技术人员占比达到 79.17%；

(3) 优质客户资源丰富：公司客户一般为大中型医疗机构及医疗卫生行政部门，客户覆盖全国 22 个省、直辖市、自治区，其产品已经在全国众多医疗机构中得到广泛应用。

收购世轩科技将显著提升公司的盈利能力。世轩科技 2014 年净利润为 3283.68 万元，2015-2017 年承诺净利润不低于 4687.5 万元、5859.4 万元、7324.2 万元，分别为上市公司 14 年净利润的 0.94/1.17/1.46 倍。根据业绩承诺，世轩科技今年业绩增速达到 42.75%，并保持持续高增长态势，将显著增厚公司业绩，提升盈利能力。世轩科技的核心产品—医院信息支撑平台系统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，提高了医院大数据的质量和利用效率。

2.2 智慧医疗行业

2.2.1 行业概况

智慧医疗指在医疗信息化的基础上，利用先进的物联网等技术，通过医疗卫生对象的感知、医疗保健流程的标准化处置、医疗卫生数据的远程传送、大数据的挖掘与分析，实现医疗体系各个环节更高效、优质地运行的新型医疗信息化模式。

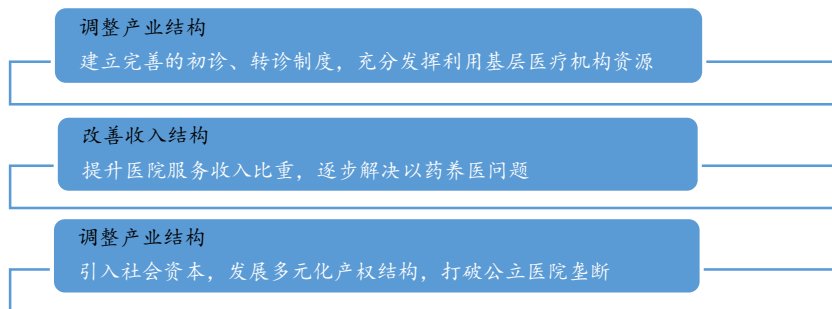
医疗信息化行业立足于软件行业，服务于医疗卫生行业。具有弱周期性、区域性及季节性特征。

2.2.2 行业景气度

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。

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行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。

图 3：医疗机构三大结构调整



资料来源：公司公告、众成研究

医疗信息化行业“大市场、高增长、强政策”的特征助力景气度提升。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。国家卫计委规划信息司曾表示，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的重点，将实现重点突破。

2.2.3 行业发展重点

(1) 建立完善城乡居民电子健康档案和电子病历。

适应医疗机构向群众提供连续的预防、保健、医疗、康复等服务的需要，完善城乡居民电子健康档案和电子病历，方便居民参与个人健康管理。

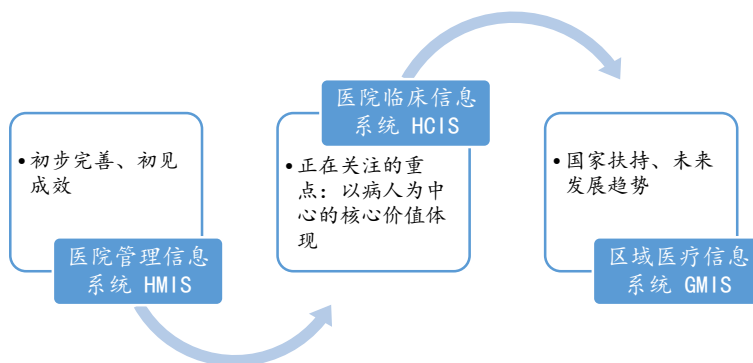
(2) 建立医疗机构管理信息系统。

针对不同层级医疗机构的功能，建立完善医疗机构管理信息系统，支持实行规范化的临床诊疗路径管理，提高医疗机构和医疗人员精细化管理和绩效管理。

(3) 加强区域医药卫生信息共享。

开展区域卫生信息化试点，实现公共卫生、医疗服务、医疗保障、基本药物制度信息等的互联互通和数据共享。

图 4：医疗信息化发展趋势



资料来源：公司公告、众成研究

近年来，我国人口健康信息化建设全面推进、快速发展，为提高卫生计生服务和管理水平发挥了重要作用。以临床应用和电子病历建设为主要内容的医院信息化建设取得重要进展，远程会诊系统初具规模，基层医疗卫生管理信息系统的应用推广步伐加快，居民健康卡试点成效开始显现，信息标准和安全体系建设日益健全，150 余项标准和安全规范初步满足当前人口健康信息化建设需求，部分地方建立了省级、地市、县级区域信息平台，区域内卫生信息共享以及跨区域业务协同逐步深化。

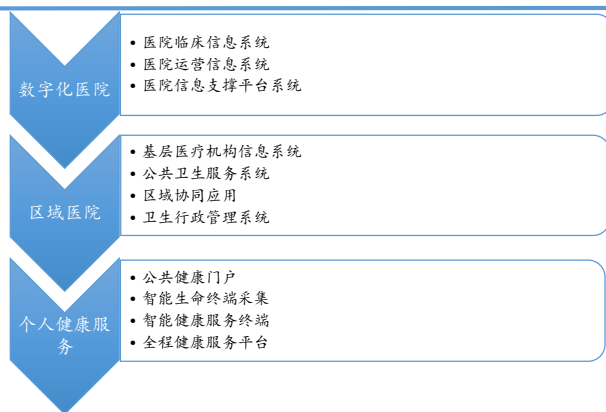
2.3 竞争优势

2.3.1 专业的产品体系

世轩科技拥有较为完备的产品线，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，为医疗机构提升诊疗

效率，减少医疗失误，提高医院的管理水平，提升医院综合竞争力奠定了基础。

图 5：世轩科技智慧医疗产品线



资料来源：公司公告、众成研究

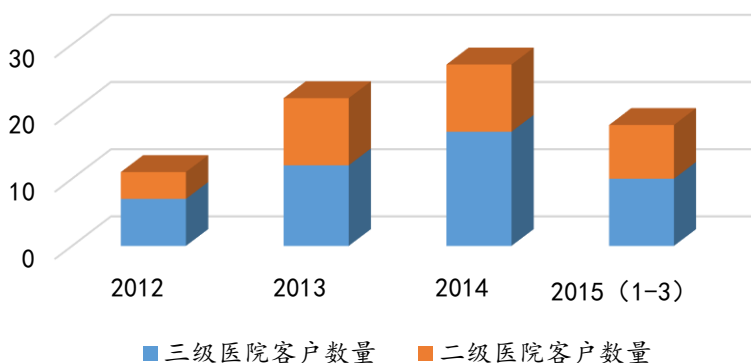
世轩科技产品线齐全，为数字化医院建设、区域医疗协同及个人健康服务提供整体解决方案：

- 1) 提供数字化医院服务：主要包括医院临床信息系统、医院信息管理系统及医院信息支撑平台三大子系统，覆盖医院所有流程，有效提高医院整体运营效率及医疗服务质量；
- 2) 区域医疗信息平台系统：主要包括基层医疗机构信息系统、公共卫生服务系统、区域协同应用、卫生行政管理等；
- 3) 个人健康管理服务业务：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。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。个人健康管理业务是其它医疗信息化公司不具备的，个人健康管理必将是未来发展趋势，2C 终端业务市场容量巨大。

2.3.2 以二、三线城市的三级医院为核心的发展战略

世轩科技形成由点到面的业务发展格局，同时积极大力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。在健康城市业务方面以成功实施的区域卫生信息化项目为样本，依托国家大力推广区域卫生信息化的有利形势，重点推进二、三级城市区域卫生信息化客户的开发。同时公司将积累的医疗资源与个人健康管理服务的业务对接，建立以个人和家庭为主并面向各类客户健康服务体系；借助医疗信息化、物联网、可穿戴设备、移动互联等，把诊疗、药事、健康咨询等服务高效、便捷地提供给个人和家庭，将传统的病后治疗模式转变为事前预防和病后治疗并重的新型区域健康管理模式。医院医疗信息化竞争相对比较激烈，但区域医疗信息化处于发展初期，尤其国家政策强力支持区域医疗信息化，因此区域医疗信息化或区域健康管理必将带来无限机遇。

图 6：世轩科技二级、三级医院客户数量情况



资料来源：公司公告、众成研究

2.3.3 面向个人健康管理服务的电子病历系统（EMR）与居民健康档案（EHR）

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后期进行处理、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。世轩科技将电子病历系统（EMR）与居民健康档案（EHR）作为建设中的重中之重，作为未来医疗大数据的核心数据库及面向个人健康管理服务的基石，发展潜力巨大。

图 7：以电子病历（EMR）为核心的 CIS 系统

图 8：电子健康档案（EHR）



资料来源：中软电子病历系统、《电子病历建设阶段分析》、众成研究

2.3.4 较强的技术研发能力

世轩科技是一家专业从事医疗卫生领域信息化、数字化、软件研究与开发的企业，专注于医疗信息化行业，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包括软件产品、系统整合、运营服务在内的人口健康信息化整体解决方案，拥有多项核心技术，具备较强的技术研发能力。

2.3.5 持续的创新能力

世轩科技在国内大型医疗卫生系统的信息化建设项目中积累了丰富的实践经验。公司高度重视创新能力，坚持通过技术-产品-业务的循环创新能力的不断提升，不断丰富完善技术、产品和创新业务模式，引领市场发展；公司通过各类临床运用知识库的积累，针对客户化需求不断开发创新运用，在不断满足客户需求的同时提升了公司产品及服务的附加值。

2.3.6 营销网络不断完善

世轩科技不断完善营销网络，扩大营销网络的覆盖面。世轩科技总部和研发中心位于江苏省常州市高新区，在北京、上海、西安、深圳、南京、鹰潭、武汉分别设立分公司或子公司，目前业务已遍布全国 22 个省、直辖市、自治区。

2.3.7 专业的营销能力和高效的服务体系

世轩科技坚持“以客户为本”营销理念，推行“技术营销”的路线，尤其注重售前技术服务工作，为客户提供整体解决方案，引导客户需求，并通过高效的服务体系促进产品的销售。

世轩科技建立了专业的服务队伍，以专业，高素质、经验丰富的客户工程师为主体，为客户提供全面的服务解决方案，以保证客户的利益。世轩科技深入了解医疗行业客户特点，定制了多种服务套餐，适应不同客户的需求，是国内较早政府在政府领域提供 7×24 小时专业 IT 系统运行保障服务的供应商之一。

世轩科技还通过定期回访、质量跟踪，建立客户档案等多种措施，随时与客户保持联系。根据客户反馈意见的通用性与专用型，主动做好产品售前、售中、售后服务，提升新老客户的满意度以及客户粘性。

2.3.8 人才储备

世轩科技设立以来坚持研发优先和人才优先，重视自主研发、技术积累和优秀人才储备。截至 2015 年 3 月 31 日，世轩科技共有员工 240 人，其中研发及技术人员共有 190 人，占总员工的 79.17%。世轩科技拥有多项

核心技术和全部产品的自主知识产权，在同行业中具有一定的技术优先优势。

世轩科技核心团队长期服务于医疗卫生行业的信息化工作，对医疗卫生行业的管理模式、业务流程等有长期、深入、全面的理解，世轩科技培养了一支融合了 IT 技术、医疗卫生知识及行业管理经验的复合型人才队伍，对于高度复杂的医院信息系统开发具有持续的创新能力。

2.3.9 拥有较齐全的经营资质

世轩科技拥有国内较齐全的医疗卫生信息化建设的各种资质，包括：医疗器械经营企业许可证 II 类医疗器械、医疗器械生产企业许可证 II 类医疗器械：6870 软件、医疗器械注册证、质量管理体系认证证等。

2.3.10 公司通过并购扩展大健康布局，发挥协同效应

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。“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。

表 1：2014-15 年 A 股市场在医疗信息化领域的并购

上市公司	并购事件
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：公司公告、众成研究

公司是电力细分行业的龙头企业，从体外诊断到医疗信息化加速布局高景气子行业的战略具有协同性。

（1）在业务方面的协同效应

中元华电主要产品故障录播装置是通过对接电网电信号数据采集、存储和分析，监控电网传输过程中出现的故障，并对故障类型和位置作出判断，在软硬件的开发方面具有一定的壁垒。世轩科技所从事的医疗信息化业务主要是软件系统的开发和数据处理，两者具有协同性。

世轩科技与大千生物、埃克森生物三家企业的目标客户均为医疗机构和公共卫生管理机构，客户存在一致性，具有协同效应。各自拥有优势市场区域，各企业间产品和业务明显互补，市场资源相互渗透、拓宽市场，同时，在市场端为客户一站式提供更多的产品和服务。还有利于公司旗下医疗健康领域企业间技术上的结合，助推产品和服务模式创新。

（2）在技术开发方面的协同效应

① 智慧医疗与智能电网两领域，在技术实现上都是分层、分布式架构，利用物联网、互联网等通信手段，以信息技术和云计算技术构建大型数据采集处理系统，通过数据挖掘技术，实现感知、评估和决策。

② 在软件实现上都是使用大型实时数据库、软件架构、数据库存储检索、中间件等技术，建立应用服务器、数据服务器、门户服务器，提供应用、流程和信息服务。

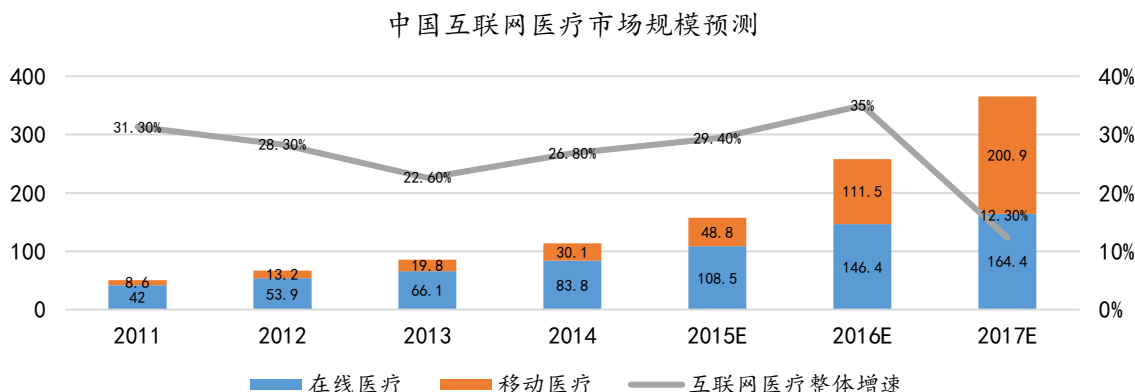
③ 公司与世轩科技在基础技术、软硬件架构平台可共享；中元华电积累的实时数据库、多并发采集、软件架构、信息处理流程、用户交互界面、中间件、消息总线等技术，与世轩科技的软硬件技术类似，可实现互补和协同发展。

2.3.11 公司顺应医疗信息化发展趋势

从医疗信息化到互联网医疗。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

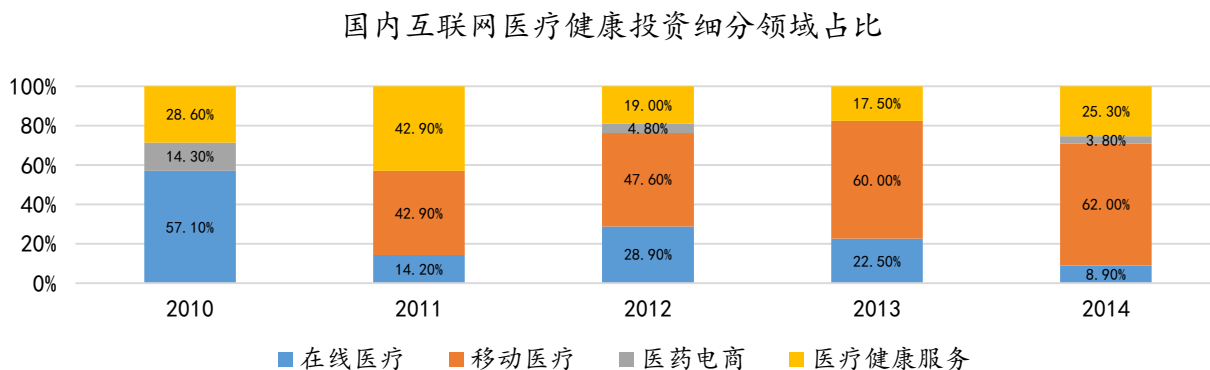
动医疗市场复合增速高达 88%，17 年规模在 200 亿元左右；而从投资偏好上看，移动医疗与医疗健康服务最受关注。

图 9：互联网医疗市场发展状况



资料来源：易观智库、众成研究

图 10：互联网医疗投资占比



资料来源：易观智库、众成研究

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。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 11：BAT 加速布局互联网医疗

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，检测用户健康数据；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：众成研究

3. 公司智能电网业务：

3.1 智能电网

电力系统智能化记录分析和时间同步装置龙头企业。公司的主要产品电力故障录波装置、时间同步系统是电力系统二次设备中不可或缺的重要组成部分，对电力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。此外，公司还开发了电能质量监测、电力系统仪器仪表等产品，丰富了产品结构。

表 2：公司主营产品简介

主营产品分类	产品用途	市场地位	细分产品
电力故障录波	自动、准确、完整记录电力系统中包括输电线路、变压器、开关、继电保护装置等各主要组成部分的运行状态，在电力系统出现故障时，智能判断故障类型和给出线路故障点，帮助技术人员快速诊断，有利于及时准确排除故障。	2014 年国内市场占有率为 30.77%，位居第一。	ZH 系列线路故障录波、变压器故障录波、发电机-变压器组故障录波、数字化变电站故障录波、便携式录波以及同步连续记录装置。
时间同步系统	时间同步系统能使网络内其它时钟对准并同步，以电力系统智能变电站为例，各类装置需要时间同步，以保证各类装置动作顺序正确且适应电信号以光速运行的环境条件。	2014 年公司产品销量全国排名第二，国内市占率为 26.67%。	基于 GPS 的 ZH-501、基于 GPS/北斗的 ZH-501N、ZH-502 的时间同步系统。
电能质量监测	电能质量监测分析装置用于对电力负荷产生的谐波及电能质量进行测量、分析，使运行人员及时掌握供电点电能质量指标，为查找恶化电能质量的源头、原因及规律提供数据支撑。	装置整体技术性能处于国内先进水平，目前已应用于南方电网广东、贵州等省电力公司。	ZH-8103 嵌入式电能质量监测分析装置。
电力仪器仪表	测量输电线路工频参数、用于火电厂、水电站等需要对发电机进行数据记录、实时监测、特性试验的场合、作为信号源对继电保护装置及其他安全自动装置进行测试等。	仪器总体技术性能达到国内领先水平。	ZH-M601 输电线路工频参数测试仪、ZH-103 嵌入式发电机监测及特性测试仪、ZH-605 继电保护测试仪。

资料来源：公司公告、众成研究

公司营业收入稳定、毛利率水平高，业务发展具有可持续性。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% 的销售毛利率。

图 12: 公司营收状况

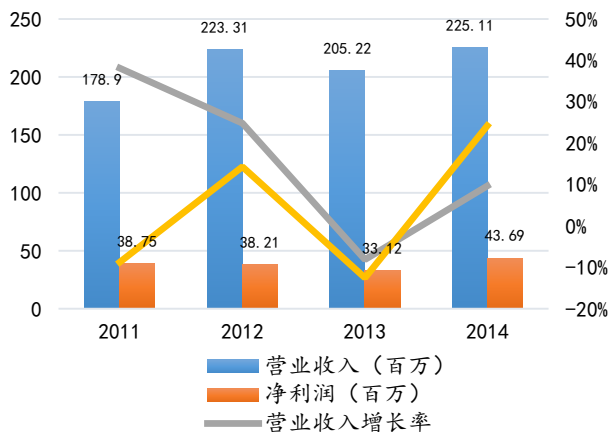
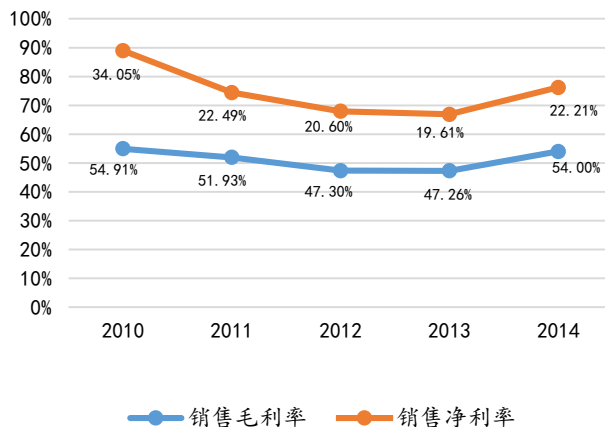


图 13: 销售毛利率及净利率水平



资料来源: Wind、众成研究

图 14: 公司各项业务营收占比

2014年各项主营业务营收占比

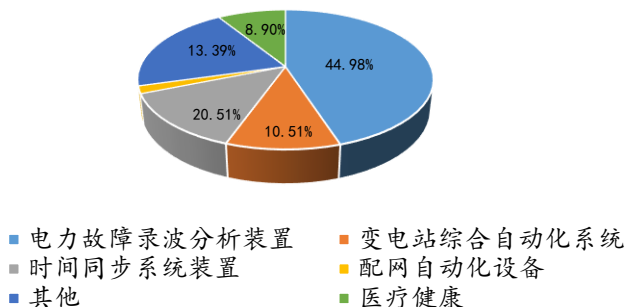
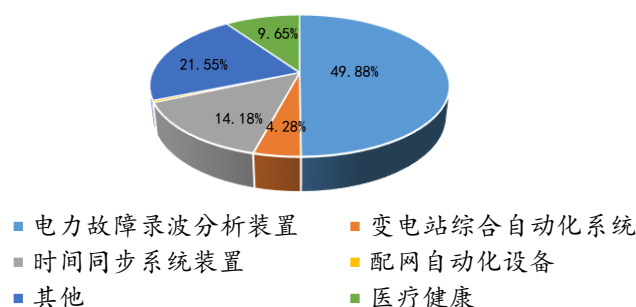


图 15: 公司各项业务毛利占比

2014年各项主营业务毛利占比



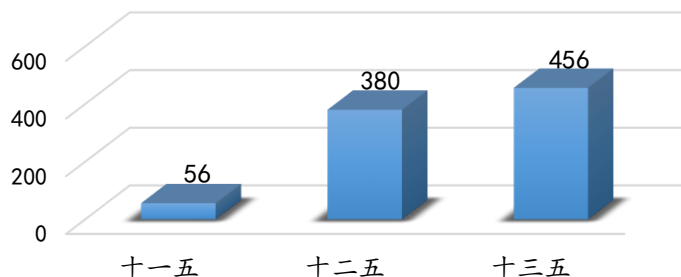
资料来源: Wind、众成研究

3.2 配网建设

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 16: “十二五”与“十三五”期间的配电网建设

国家电网配电环节智能化投资额 (亿元)

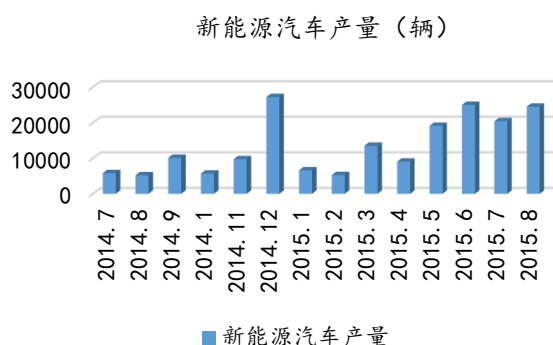


资料来源: 国家电网、众成研究

新能源汽车的普及也将加速配网建设进程。据统计,2015 年上半年新能源汽车产量相比 2014 年下半年呈快速上升趋势。此外,我国充电站数量上升趋势也十分显著,截至 2014 年底,全国共建成充换电站 780 座,

交流充电桩 3.1 万个，为超过 12 万辆电动汽车提供充换电服务。预计计划到 2020 年计划发展充换电站 1.2 万个，建设充电桩 450 万个。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 17：2014.7-2015.8 新能源汽车产量



资料来源：中国汽车工业协会、众成研究

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。

综上，在智能电网方面：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。

4. 未来看点：

4.1 未来经营发展战略

公司的发展战略是坚持采取包括自主创新、并购、校企联合等方式，抓住国家“十三五”规划和新兴产业政策带来的发展机遇，做强做大主业，布局医疗健康，延伸产业链，拓展新领域，积极开拓海外市场，规范运作，优化法人治理结构，成为以市场为导向、创新为动力、技术持续领先的具有突出竞争优势的知名企业，实现股东、客户、员工、公司的共同发展。

未来，公司仍将坚持走通过自主创新的内生增长和通过并购的外延式扩张相结合的发展战略，在立足智能电网产业稳定发展的同时，快速推进医疗健康产业并行发展的战略。

在智能电网领域，进一步巩固和提升现有产品在细分市场的领先地位，重点着力智能变电站、智能配网及电力服务领域的业务发展。

在医疗健康领域，加强公司在医疗信息化、医学检验、医疗器械发展的同时，促进医疗健康产业延伸。在全公司范围内，充分发挥各子公司在业务拓展、客户资源、技术开发等方面的各自优势，实现资源共享、互助共赢、协同发展。公司将凭借技术、人才、资金、管理等多方面优势，增强公司盈利能力，实现公司持续稳定健康发展。将公司发展成为以市场为导向、创新为动力、技术持续领先的具有突出竞争优势的知名企业。

4.2 未来两年发展计划

未来两年，公司将在提升现有产品业务基础上，抓住智能电网建设和电力行业经营管理体制改革、医疗健康产业快速发展带来的发展机遇，继续加大智能变电站、智能配网、智能电网仪器仪表产品研发、市场推广力度，进一步确定在智能电网领域领先的行业地位；实现上市公司与世轩科技的优势互补，充分发挥协同效应，提升公司在医疗健康行业的整体竞争实力。

在智能电网、医疗健康业务领域，公司将加强市场推广力度，加大销售团队建设，进一步完善营销网络；公司将继续重视研发投入，进一步提高公司的核心竞争力；继续加强公司产品质量控制体系建设，严格执行质量控制措施。加强人力资源建设，提升员工的岗位技能和技术素养。

4.3 未来业务管理模式

公司未来的业务管理仍以上市公司现有管理层为核心，围绕“智能电网、医疗健康”两大领域进行深耕和布局。同时，公司对于被投资和收购的公司，授予独立经营权，按照年度计划和/或承诺方作出的业绩承诺，对各项经济指标完成情况进行考核和奖励。

管理制度建设方面，公司将结合子公司实际运营需求，按照上市公司要求，完善各项管理制度、优化管理流程与体系、提升管理效率，并通过派出董事、监事、财务负责人等人员的方式，履行上市公司对子公司的管理职能。

5. 盈利预测：

公司加速转型健康医疗，形成“智慧医疗+智能电网”双轮驱动格局，业绩增长迅速并有望持续保持，医疗健康有望成为公司新的业绩增长点。参股大千生物、控股埃克森布完善体外诊断布局，而后收购医疗信息化领先商世轩科技，与体外诊断实现业务协同和促进，积极进军C端健康管理业务。世轩科技服务2000多家医疗机构，是医疗信息化龙头企业之一。证监会于2015年9月17日核准公司收购世轩科技100%股权的定增方案，并于10月9日完成过户。预计2015-2017年EPS为0.32元、0.47元、0.60元，在“健康中国”大战略的背景下，首次给予公司“增持”评级。

风险提示：

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。

表 3：财务预测表

单位：百万元

利润表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	205.22	225.11	408.47	535.03	605.60
减：营业成本	108.24	103.56	123.64	134.52	146.37
营业税金及附加	2.74	3.03	5.51	7.21	8.16
营业费用	25.73	29.87	54.19	70.98	80.35
管理费用	40.00	51.47	93.40	122.34	138.48
财务费用	-14.42	-15.70	-9.84	-10.66	-12.98
资产减值损失	5.01	1.22	0.00	0.00	0.00
营业利润	37.92	51.65	141.56	210.63	245.22
加：其他非经营损益	8.14	7.45	0.00	0.00	0.00
利润总额	46.06	59.10	141.56	210.63	245.22
减：所得税	5.82	9.11	21.23	31.59	36.78
净利润	40.25	49.99	120.33	179.04	208.44
减：少数股东损益	1.61	0.13	0.32	0.47	0.55
归属母公司股东净利润	38.64	49.86	81.63	112.15	144.15
资产负债表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	503.56	506.18	368.09	579.63	574.03
应收和预付款项	150.00	152.74	400.19	323.56	495.55
存货	60.92	62.10	82.36	74.81	96.19
固定资产和在建工程	58.08	85.10	74.66	64.23	53.79
无形资产和开发支出	32.82	40.07	37.00	33.93	30.86
资产总计	806.05	847.30	962.86	1076.2	1250.43
应付和预收款项	64.30	68.38	100.66	85.83	117.08
负债合计	64.30	68.38	100.66	85.83	117.08
股本	195.00	195.00	195.00	195.00	195.00
留存收益	154.43	184.79	229.37	290.62	369.34
归属母公司股东权益	717.20	747.56	792.14	853.39	932.11
少数股东权益	24.55	31.36	31.68	32.15	32.70
股东权益合计	741.75	778.93	823.82	885.54	964.81
负债和股东权益合计	806.05	847.30	924.48	971.37	1081.89
现金流量表	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营性现金净流量	47.49	48.60	-110.87	251.79	46.85
投资性现金净流量	-9.68	-35.78	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-20.52	-19.50	-27.22	-40.24	-52.45
现金流量净额	17.29	-6.68	-138.09	211.55	-5.60
业绩和估值指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
EBIT	31.47	43.30	131.73	199.97	232.24
EBITDA	36.58	50.23	145.79	214.03	245.75
NOPLAT	20.92	30.23	111.97	169.97	197.41
EPS (元)	0.20	0.26	0.32	0.47	0.60
PE (倍)	137.50	105.77	85.94	58.51	45.83
PB (倍)	7.48	7.17	6.77	6.28	5.75

数据来源：Wind，众成研究

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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，保证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理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

投资评级和相关定义：

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。公司投资

评级的量化标准：

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

免责声明：

本报告由众成证券有限责任公司（以下简称“本公司”）制作及发布，仅供本公司的客户使用。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。

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。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；若征得本公司同意进行引用、刊发或转载，需注明出处为“众成证券有限责任公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。