

# 华润万东 (600055.SH) 医疗器械与用品行业

评级: 增持 下调评级

公司点评

市场价格(人民币): 29.67元

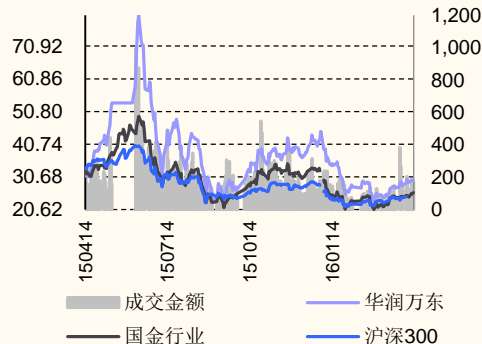
## 探索推广互联网远程影像服务

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	216.45
总市值(百万元)	7,163.40
年内股价最高最低(元)	80.39/22.56
沪深300指数	3264.49
上证指数	3053.07

人民币(元) 成交金额(百万元)



### 相关报告

1. 《机制理顺, 打造互联网医疗影像平台;- 华润万东公司点评》, 2015.6.8

叶苏 分析师 SAC 执业编号: S1130513060003 (8621)60230225 yesu@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026 (8621)60230221 lijingl@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.202	0.119	0.187	0.375	0.537
每股净资产(元)	3.07	3.09	3.14	3.39	3.79
每股经营性现金流(元)	0.10	0.16	0.89	0.50	0.74
市盈率(倍)	50.81	159.06	159.07	79.29	55.37
行业优化市盈率(倍)	51.52	61.82	82.89	82.89	82.89
净利润增长率(%)	35.24%	-41.10%	57.40%	100.63%	43.19%
净资产收益率(%)	6.55%	3.85%	5.95%	11.07%	14.15%
总股本(百万股)	216.45	216.45	216.45	216.45	216.45

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 简评

■ 公司前期公告引入阿里健康(北京)有限公司对下属子公司万里云医疗信息科技有限公司进行增资, 认购价格 2.25 亿, 增资后华润万东持股 75%, 阿里健康持股 25%。

### 经营分析

■ **构建医疗影像大平台, 万东有天然优势:** 华润万东提供医学影像设备研发制造生产服务超过 60 年, 作为国产品牌的龙头企业, 在国产设备市场中有较高的占有率, 也积累了影像产品开发经验, 在互联网的助推下, 开发远程医学影像诊断, 提供创新影像服务价值, 是公司正在探索的战略路径。从产品端入手, 在病患、基层医院、影像中心、厂商之间形成价值链, 公司有天然的优势。

■ **华润万东互联网战略平台万里云进入实质性推广阶段:** 万里云主要从事建立医学影像大数据云平台及提供相关影响云存储服务, 并且开展远程医疗影响服务和运营线下第三方医学影像中心服务。线下: 公司目前已经在河南等地进行试点, 与医院合作建立影像诊断中心, 预计还将在北京等地开展第三方影像服务的试点。线上: 万里云以基层、县级医院切入点, 接入远程影像服务, 医院可以将影像上传至云端, 由万里云控制中心的专家进行读片分析, 今年线上医院将进入快速推广阶段。

■ **2015 变革, 2016 重新出发, 调整产品结构, 影像业务增长快速:** 2015 年是公司历史上重大转变的一年, 股权变更, 3 年期定向增发大幅补充流动资金, 并实施工持股激励计划, 机制调整利益理顺, 经营业绩也逐步进入发展期, 减少部分亏损产品线(工频射线机逐步淘汰), 推出移动式诊断新产品, 2015 年业绩同比预增 55-60%。

■ **国产化背景下, DR 系列产品增长点凸显:** 公司的 DR 系列产品入选优秀国产设备目录, 是中国医疗设备行业入选品种最多的企业, 近几年, 万东 DR 产品销售仅次于 GE、飞利浦、西门子, 国产销售第一, 市占率 15% 左右。DR 产品属于医院的基础标配设备, 公司 DR 核心部件基本自主研发, 具有很强的成本优势, 在分级诊疗县级医院投入和民营医疗快速增长的驱动下, 预计 DR 产品将维持 15% 左右的增速。

### 盈利调整

■ 我们预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.187 元、0.375 元和 0.537 元, 同比

增长 57.4%、100.63%、43.19%。

### 投资建议

- 我们看好医疗影像设备行业“创新+资本”的大逻辑，2016 年是华润万东新的起点，定增+云峰基金的增资，资本介入和管理机制的变革，以及互联网业务的试水，公司将更加稳固自己的龙头地位，看好第三方远程影像服务模式的创新，新机制下的变革发展值得关注，“增持”评级。

### 风险

- 产品招标不达预期、降价的风险、互联网线上线下业务推广低预期。

图表 1: 财务报表预测

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	690	765	740	800	1,000	1,200	货币资金	237	189	193	200	245	289
增长率		10.8%	-3.2%	8.2%	25.0%	20.0%	应收款项	257	253	229	238	298	357
主营业务成本	-470	-511	-519	-536	-650	-756	存货	222	212	192	220	267	311
% 销售收入	68.1%	66.8%	70.1%	67.0%	65.0%	63.0%	其他流动资产	10	112	131	13	15	17
毛利	220	254	221	264	350	444	流动资产	726	766	744	671	825	974
% 销售收入	31.9%	33.2%	29.9%	33.0%	35.0%	37.0%	% 总资产	66.5%	67.0%	60.7%	34.4%	38.5%	33.5%
营业税金及附加	-3	-7	-6	-7	-9	-10	长期投资	98	69	111	112	111	111
% 销售收入	0.5%	1.0%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	212	214	222	1,080	1,112	1,730
营业费用	-90	-118	-121	-128	-150	-180	% 总资产	19.4%	18.8%	18.1%	55.3%	51.9%	59.4%
% 销售收入	13.0%	15.4%	16.3%	16.0%	15.0%	15.0%	无形资产	45	76	83	89	92	94
管理费用	-79	-98	-99	-105	-120	-144	非流动资产	365	377	482	1,283	1,317	1,937
% 销售收入	11.5%	12.8%	13.4%	13.1%	12.0%	12.0%	% 总资产	33.5%	33.0%	39.3%	65.6%	61.5%	66.5%
息税前利润 (EBIT)	48	31	-5	24	72	110	资产总计	1,090	1,143	1,227	1,954	2,142	2,911
% 销售收入	6.9%	4.1%	n.a	3.0%	7.1%	9.1%	短期借款	134	120	180	890	950	1,559
财务费用	-9	-2	-1	-3	-8	-8	应付款项	264	285	290	315	382	448
% 销售收入	1.2%	0.2%	0.1%	0.4%	0.8%	0.7%	其他流动负债	28	41	40	55	61	67
资产减值损失	-6	-8	-7	-2	-1	-1	流动负债	426	446	509	1,259	1,394	2,074
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期负债	4	4	4	4	4	5
投资收益	0	-3	0	0	0	0	其他长期负债	16	19	35	0	0	0
% 税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	负债	446	469	549	1,264	1,398	2,079
营业利润	33	19	-13	19	63	101	普通股股东权益	636	666	668	680	733	821
营业利润率	4.8%	2.5%	n.a	2.4%	6.3%	8.4%	少数股东权益	8	8	11	11	11	11
营业外收支	6	26	40	25	25	25	负债股东权益合计	1,090	1,143	1,227	1,954	2,142	2,911
税前利润	39	45	28	44	88	126							
利润率	5.7%	5.9%	3.7%	5.5%	8.8%	10.5%							
所得税	-6	0	-2	-4	-7	-10							
所得税率	14.1%	1.1%	7.7%	8.0%	8.0%	8.0%							
净利润	34	45	25	40	81	116							
少数股东损益	1	1	0	0	0	0							
归属于母公司的净利润	32	44	26	40	81	116							
净利率	4.7%	5.7%	3.5%	5.1%	8.1%	9.7%							

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	34	45	25	40	81	116
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	23	28	24	52	76	90
非经营收益	8	2	7	-2	-13	-11
营运资金变动	1	-54	-22	103	-35	-34
经营活动现金净流	66	21	34	194	109	160
资本开支	-18	-40	-75	-845	-84	-685
投资	0	-29	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-18	-69	-75	-846	-84	-685
股权募资	0	0	3	0	0	0
债权募资	-3	-14	59	679	60	610
其他	-18	-12	-14	-19	-41	-42
筹资活动现金净流	-21	-25	49	660	20	569
现金净流量	27	-72	8	7	45	44

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.149	0.202	0.119	0.187	0.375	0.537
每股净资产	2.940	3.075	3.085	3.142	3.387	3.794
每股经营现金净流	0.304	0.099	0.159	0.895	0.505	0.741
每股股利	0.060	0.070	0.000	0.130	0.130	0.130
<b>回报率</b>						
净资产收益率	5.07%	6.55%	3.85%	5.95%	11.07%	14.15%
总资产收益率	2.96%	3.82%	2.09%	2.07%	3.79%	3.99%
投入资本收益率	5.23%	3.84%	-0.53%	1.42%	3.87%	4.22%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	17.25%	10.77%	-3.24%	8.16%	24.99%	19.99%
EBIT增长率	1.03%	-34.99%	-115.94%	-594.41%	193.01%	53.56%
净利润增长率	-19.13%	35.24%	-41.10%	57.40%	100.63%	43.19%
总资产增长率	7.51%	4.83%	7.33%	59.28%	9.59%	35.93%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	112.7	103.7	104.2	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	168.9	154.9	142.4	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	144.6	136.6	133.9	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	109.7	102.4	109.7	446.4	295.8	373.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-15.33%	-9.63%	-1.25%	100.52%	95.40%	153.39%
EBIT利息保障倍数	5.5	20.3	-5.2	7.5	9.2	13.7
资产负债率	40.88%	41.03%	44.71%	64.66%	65.28%	71.43%

来源: 国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

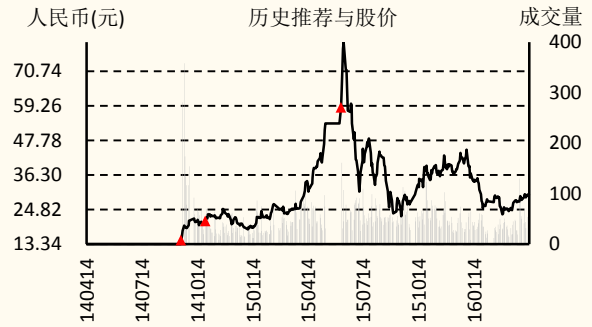
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-09-17	买入	13.35	N/A
2	2014-10-27	买入	20.19	N/A
3	2015-06-08	买入	53.46	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

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%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD