

产品平台齐发力业绩高速增长，受益政策春风未来可期

——华润万东（600055）2016年中报点评

2016年08月22日

推荐/首次

华润万东

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
		yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
张金洋	联系人		
		zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035
常笑	联系人		
		changxiao@dxzq.net.cn	010-66554035

事件：

公司于8月19日发布中报，上半年实现营业收入3.81亿元，同比增长10.70%；归属于上市公司股东净利润3226.98万元，同比增长60.39%；扣非后净利润3188.78万元，同比增长61.49%。上半年实现EPS为0.084元，扣非后EPS为0.083元。

观点：

1、核心产品保持高速增长，智能调节生产线降成本

1) 业务方面

公司核心产品销量持续增长。DR设备是公司最核心的产品，国内销量排名第一，并实现了全系列产品核心零部件的国产化，我们预计DR销售额增速比去年同期增长30%-35%左右；公司另一支柱型产品MRI国内市场保持快速增长态势，1.5T超导核磁产品已上市销售，成为公司业绩又一增长点，我们预计上半年整体MRI销售额同比增长20%以上。

公司业绩的大幅增长，主要来自产品毛利率的上升。上半年公司医疗器械毛利率为41.46%，比上年度末的34.06%大幅提升7.4个百分点，超出预期。而公司毛利率大幅提升，我们分析主要有以下几点原因：

(1) 营业成本下降。上半年公司营业成本只比去年同期上升1.42%，主要由于公司完成了DR智能生产线建设，利用智能调试代替传统人工调试，在大幅提高作业的质量和效率的同时，精简了人员，显著降低了营业成本。(2) 产品结构更加优化。上半年，由于毛利率更高的超导核磁的销售，带动整体毛利率进一步上升。

公司继续加大对新产品研发投入力度，取得显著成效。1月份完成定增，将所募资金中的3亿元投资高端影像设备的研发与制造，重点开发16排螺旋CT，光纤MRI，力争成为全球第四个掌握光纤MRI技术的公司。目前公司新研制的16排螺旋CT已完成注册受理，正积极准备上市。移动DR、移动平板C形臂等新产品完成样机制作，准备申请CFDA注册。随着公司产品线不断丰富，预期未来核心设备产品将持续放量增长，出现多个增长点。

2) 财务方面

销售费用率和管理费用率分别上升 28.71%和 31.37%，主要由于公司进行品牌升级活动和组织机构调整；财务费用率大幅下降-153.19%，主要由于公司贷款规模下降以及利用闲置资金购买理财产品所得收益。

2、顺应政策春风，服务与产业良性循环，打造“产品+互联网+诊断服务”新模式

近日，医学影像中心政策落地，首次明确医学影像中心独立法人地位，鼓励诊断中心连锁化发展。华润万东旗下万里云远程影像诊断平台将采用深度学习，神经网络分析技术，以实现人工智能，不光提供远程影像专业咨询，还提供精准医疗，远程教育等。万里云已在北京，郑州，武汉建成 3 个远程医学影像读片中心，未来将积极探索线下医学影像诊断中心的建设。同时，公司已将影像产品打造成为智能终端，实现对每一台在医院运行设备的监控，既能及时提供设备调试，又能对接医院远程智能服务。万里云充分顺应了政策春风，走在了行业前列。

凭借华润万东 60 多年在医疗影像诊断市场积累的广阔资源，迅速将基层医院接入万里云系统，为万里云平台的扩张奠定坚实基础。目前已经与 600-700 家医院签署合同，400 家医院已接入万里云平台，每天读片量在 1000 张左右。另一方面，万里云平台的不断接入基层医院也有望带动华润万东影像诊断设备销售的不断增长。同时，基层医院受益于万里云提供的远程专家指导，影像诊疗水平得到长足进步，收入不断增长。因此，万里云的出现形成了在设备制造，诊断服务，基层医院之间的良性循环。

上半年，阿里健康入股万里云，两者优势互补，华润万东拥有丰富的医院和专家资源，而阿里健康在互联网技术领域有多年经验，两者的结合是工业制造和大数据的结合，是工匠精神与互联网思维的结合。阿里健康的加入将助力万里云充分发挥互联网、大数据等信息技术手段在分级诊疗中的作用，打造“产品+互联网+医疗服务”的盈利模式。

3、结论

我们预计 16-18 归母净利润分别为 7315 万，1.13 亿和 1.34 亿。EPS 分别为 0.19，0.29，0.35 元，对应 PE 分别为 100X，65X 和 55X。

公司作为医疗影像设备制造的龙头企业，凭借多年的技术积累和产品的不断创新，在分级医疗，进口替代的背景下，有望持续保持较高增长势头。万里云平台在阿里加入后，借力政策的春风，继续深耕远程医学诊断这一新兴领域。随着公司不断加大对核心产品和万里云的投入，依托产品竞争优势，结合互联网发展潮流，公司未来发展可期。首次覆盖，予以“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	744	707	787	883	1015	营业收入	740	818	934	1079	1266
货币资金	193	102	116	134	171	营业成本	519	546	578	663	763
应收账款	207	188	215	248	291	营业税金及附加	6	7	8	9	11
其他应收款	12	30	34	39	46	营业费用	121	119	154	159	186
预付款项	10	16	24	34	46	管理费用	99	122	142	150	184
存货	192	182	192	221	254	财务费用	1	3	2	2	2
其他流动资产	4	12	28	28	28	资产减值损失	6.92	4.97	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	482	624	603	583	563	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	20	15	15	15	15	投资净收益	-0.04	-3.82	6.00	6.00	6.00
固定资产	222	213	199	186	172	营业利润	-13	13	51	97	123
无形资产	36	67	61	54	47	营业外收入	40.67	38.84	38.84	38.84	38.84
其他非流动资产	45	152	152	152	152	营业外支出	0.31	1.85	1.80	1.80	1.80
资产总计	1227	1330	1390	1466	1577	利润总额	28	50	88	134	160
流动负债合计	509	577	415	435	482	所得税	2	7	13	19	23
短期借款	180	220	48	15	0	净利润	25	43	76	115	136
应付账款	195	177	184	211	243	少数股东损益	0	2	2	2	2
预收款项	47	66	88	113	143	归属母公司净利润	25.69	40.30	73.15	112.51	134.10
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	41	98	73	120	145
非流动负债合计	39	42	56	56	56	BPS (元)	0.12	0.19	0.19	0.29	0.35
长期借款	4	4	4	4	4	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	549	619	472	492	538	成长能力					
少数股东权益	11	13	15	17	20	营业收入增长	-3.24%	10.59%	14.18%	15.46%	17.40%
实收资本(或股本)	216	216	386	386	386	营业利润增长	-167.54	-200.48	297.29	89.78%	25.94%
资本公积	113	113	113	113	113	归属于母公司净利润	81.52%	53.81%	81.52%	53.81%	19.19%
未分配利润	257	284	163	-23	-245	获利能力					
归属母公司股东权	668	699	904	956	1019	毛利率(%)	29.88%	33.27%	38.12%	38.54%	39.79%
负债和所有者权	1227	1330	1390	1466	1577	净利率(%)	3.43%	5.21%	8.08%	10.65%	10.77%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						12.90%					
2014A						2.09%					
2015A						3.03%					
2016E						5.26%					
2017E						7.68%					
2018E						ROE(%)					
3.85%						5.77%					
8.09%						11.76%					
13.15%						偿债能力					
经营活动现金流	34	-16	40	111	124	资产负债率(%)	45%	47%	34%	34%	34%
净利润	25	43	76	115	136	流动比率	1.46	1.22	1.90	2.03	2.11
折旧摊销	52	83	0	20	20	速动比率	1.08	0.91	1.43	1.52	1.58
财务费用	1	3	2	2	2	营运能力					
应收账款减少	0	0	-27	-33	-43	总资产周转率	0.62	0.64	0.69	0.76	0.83
预收帐款增加	0	0	22	25	30	应收账款周转率	4	4	5	5	5
投资活动现金流	-75	-133	2	1	1	应付账款周转率	3.89	4.40	5.18	5.45	5.57
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.12	0.19	0.19	0.29	0.35
投资收益	0	-4	6	6	6	每股净现金流(最新)	0.04	-0.45	0.04	0.05	0.09
筹资活动现金流	49	51	-28	-94	-89	每股净资产(最新摊)	3.09	3.23	2.34	2.48	2.64
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	0	0	0	P/E	157.92	99.74	100.07	65.06	54.59
普通股增加	0	0	170	0	0	P/B	6.14	5.87	8.10	7.65	7.18
资本公积增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	100.97	43.04	98.74	60.29	49.41
现金净增加额	8	-97	14	18	36						

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长, 9 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

张金洋

医药生物行业小组组长, 3 年证券行业研究经验, 3 年医药行业实业工作经验。2015 年新财富第七名团队核心成员, 2015 年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士, 和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016 年 7 月加盟东兴证券研究所, 整体负责医药行业投资研究工作。

常笑

上海交通大学高分子化学硕士, 曾就职于赢创特种化学(上海)有限公司。2016 年 8 月加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究, 重点专注于医疗器械行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。