

万东医疗 (600055)

推荐

行业：医疗器械

盈利改善显著，影像服务值得期待

公司公布了2016年度业绩快报，预计全年实现归母净利润6900-7100万，同比增长71%-76%。虽然业绩略低于我们的预期，但鱼跃入主后，公司的盈利能力改善十分显著，通过产品结构升级以及调整人员结构，使产品销售毛利有效提升、人员成本得到控制。2017年16排CT进入销售阶段，MRI以及DR产品持续发力，预计2017年营业收入增速25%、归母净利润增速70%。

投资要点：

◇ **过去虽低于预期，今朝仍值得期待。**鱼跃入主后，公司盈利能力明显提升，通过产品升级以及降低制造成本，毛利率提高5%左右，效果显著；同时，及时调整人员结构，减少了不必要的员工费用，由此也增厚部分业绩。16排CT是基层医疗机构中使用最为广泛的CT型号，17年进入正式销售阶段。我们预计，DR和MRI将在2017年持续发力，CT也会增厚公司业绩。预计2017年营业收入增速25%、归母净利润增速70%。

◇ **创新为首要任务，灵活促产品升级。**目前，国内的大型医学影像设备依然有广阔的空间，一部分来自基层医院或部分医院扩容的新增需求，另一部分来自现有医院的产品升级的替换需求，市场趋势是向高端设备迈进。公司四大产品线所在的市场中，DR和数字胃肠机等普通X射线类的升级方向主要来自软件以及服务的升级；永磁MRI的红海竞争已由国内厂商主演，外企已经逐步退出，并专注于超导MRI的高磁场以及成像系统稳定的升级；CT亦逐渐由16排向更高排数发展。我们估计，公司会以灵活的形式加强对人才培养或引进，确保公司在后续的产品升级中的快速发展。

◇ **万里云阅片量提升，第三方影像值得期待。**公司已布局多家中心，我们估计目前已经签约1000家以上用户，日阅片量与去年同期相比明显提升。据我们估算，若日均阅片量达4000张左右将实现盈亏平衡，预计两年内可实现。第三方影像中心符合国家的政策要求，顺应市场发展，公司的第三方影像中心也在积极地筹备建设中，一旦落地发展成熟，可迅速复制至各地，值得期待。

◇ **继续推荐评级。**预计公司2016-2018年收入分别为8.30亿，10.39亿，12.69亿；对应净利润为7009万，1.19亿，1.48亿；EPS为0.19,0.32,0.40。考虑公司产品结构升级、盈利改善明显，万里云及第三方影像市场空间广阔，且账上现金近4亿，外延并购预期强烈，予公司17年65倍PE，对应目标价20.04元。

◇ **风险提示：**产品销售不及预期、万里云推进速度低于预期

作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：王安艺

S0960116050039

0755-88323296

wanganyi@china-invs.cn

6-12个月目标价：20.04

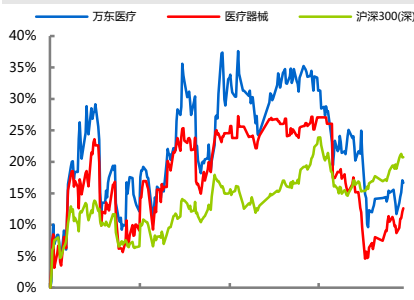
当前股价：16.94

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	386
流通股本(百万股)	346
总市值(亿元)	65
流通市值(亿元)	59
成交量(百万股)	3.34
成交额(百万元)	56.77

股价表现



相关报告

《万东医疗-设备空间广阔，服务锦上添花》2016-12-07

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	818	830	1039	1269
收入同比(%)	11%	1%	25%	22%
归属母公司净利润	40	70	119	148
净利润同比(%)	57%	74%	70%	24%
毛利率(%)	33.3%	40.2%	40.1%	40.5%
ROE(%)	5.8%	4.3%	7.1%	8.5%
每股收益(元)	0.11	0.19	0.32	0.40
P/E	156.08	89.74	52.89	42.51
P/B	9.00	3.87	3.77	3.61
EV/EBITDA	165	105	71	53

资料来源：中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	707	1544	1662	1839
现金	102	965	981	1046
应收账款	188	210	259	314
其它应收款	30	20	22	22
预付账款	16	12	15	19
存货	182	178	219	265
其他	190	159	167	172
非流动资产	624	433	404	371
长期投资	15	17	17	16
固定资产	213	184	152	120
无形资产	67	67	67	67
其他	329	165	167	167
资产总计	1330	1978	2066	2210
流动负债	577	323	384	447
短期借款	220	0	0	0
应付账款	177	173	214	258
其他	180	150	169	189
非流动负债	42	15	-7	-7
长期借款	4	-16	-41	-41
其他	38	30	34	34
负债合计	619	338	376	441
少数股东权益	13	15	20	25
股本	216	371	371	371
资本公积	113	826	826	826
留存收益	370	428	473	546
归属母公司股东权益	699	1625	1670	1744
负债和股东权益	1330	1978	2066	2210

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-16	228	75	96
净利润	43	72	124	154
折旧摊销	24	32	32	32
财务费用	3	-14	-42	-45
投资损失	4	0	0	0
营运资金变动	-103	-9	-55	-60
其它	14	146	17	15
投资活动现金流	-133	15	-3	-1
资本支出	133	0	0	0
长期投资	0	2	-0	-0
其他	0	17	-3	-2
筹资活动现金流	51	620	-57	-29
短期借款	40	-220	0	0
长期借款	0	-20	-25	0
普通股增加	0	155	0	0
资本公积增加	0	713	0	0
其他	11	-7	-32	-29
现金净增加额	-98	863	16	66

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	818	830	1039	1269
营业成本	546	497	622	756
营业税金及附加	7	7	9	11
营业费用	119	149	177	203
管理费用	122	141	166	203
财务费用	3	-14	-42	-45
资产减值损失	5	7	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-4	0	0	0
营业利润	13	44	102	136
营业外收入	39	37	38	38
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	50	80	139	173
所得税	7	8	15	20
净利润	43	72	124	154
少数股东损益	2	2	5	6
归属母公司净利润	40	70	119	148
EBITDA	39	62	92	124
EPS (元)	0.19	0.19	0.32	0.40

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	10.6%	1.5%	25.2%	22.1%
营业利润	0.5%	241.3%	131.5%	33.6%
归属于母公司净利润	56.8%	73.9%	69.7%	24.4%
获利能力				
毛利率	33.3%	40.2%	40.1%	40.5%
净利率	4.9%	8.4%	11.4%	11.7%
ROE	5.8%	4.3%	7.1%	8.5%
ROIC	2.6%	5.4%	10.5%	15.6%
偿债能力				
资产负债率	46.5%	17.1%	18.2%	20.0%
净负债比率	36.21%	-4.68%	-10.84	-9.25%
流动比率	1.22	4.78	4.33	4.11
速动比率	0.91	4.23	3.76	3.51
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.50	0.51	0.59
应收账款周转率	3	3	4	4
应付账款周转率	2.94	2.84	3.22	3.20
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.19	0.32	0.40
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.04	0.61	0.20	0.26
每股净资产(最新摊薄)	1.88	4.38	4.50	4.70
估值比率				
P/E	156.08	89.74	52.89	42.51
P/B	9.00	3.87	3.77	3.61
EV/EBITDA	165	105	71	53

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镛,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

王安艺,中国中投证券研究总部医药行业研究员,香港中文大学生物医学工程硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434