

公司研究/公告点评

2017年04月12日

医药生物/医疗器械 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 18.12  
合理价格区间(元): 19~21

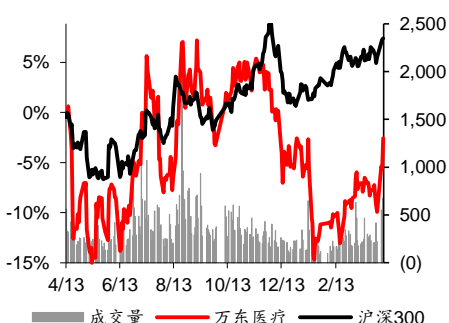
**万明亮** 执业证书编号: S0570517010001  
研究员 021-38476098  
wanmingliang@htsc.com

**代雯** 执业证书编号: S0570516120002  
研究员 021-28972078  
daiwen@htsc.com

相关研究

- 1《万东医疗(600055,增持): 稳步发展, 核心竞争力加强》2017.04
- 2《华润万东(600055): 万里云走万里路, 探索影像整体解决方案》2016.03
- 3《华润万东(600055): 鱼跃入主, 新活力, 新生态》2016.03

股价走势图



资料来源: Wind

# 股份转让开启发展新纪元

## 万东医疗(600055)

### 事件

鱼跃科技与俞榕先生签订了《股份转让协议》，鱼跃科技将公司总股本 22% 的股权通过协议转让方式转让给俞榕先生。转让价格为每股 19.50 元，交易总价 16.57 亿元。

### 股份转让标志着万东与美年生态模式融合

万东医疗是中国技术积淀事件最长的医学影像上市公司，实际控制人为吴光明先生。俞榕先生旗下的美年大健康是中国最大的专业体检和医疗服务集团。本次股权转让代表了医疗制造与医疗服务融合发展的趋势。吴光明先生与俞榕先生联手有望打造一个融线上线下，服务技术，实地远程全面覆盖的新万东。

### 万东与美年健康业务高度互补

双方实现合作后，万东将为美年的扩展与发展提供设备支持（影像解决方案甚至优质定制产品），同时万东的万里云将全面接入美年现有的及未来的连锁网点，提升其扩展能力与诊断效率。我们预计万东影像业务量将在 19 年前后快速增长。同时，万里云日读片量有望超过 10,000 张，不仅突破盈亏平衡点，而且牢固树立互联网影像老大的地位。

### 万东与美年健康有望实现上下游一体化布局

在股权转让完成以及业务深入合作的基础上，未来不排除有更多资产注入万东上市公司体内的可能。从而实现万东与美年在医疗设备制造与医疗服务上下游一体化布局。

### 股份转让开启发展新纪元，维持“增持”评级

本次 22% 股权转让价格为每股 19.5 元，溢价 7.6%，彰显俞榕先生对未来发展的信心。由于股份转让尚未完成，我们暂不修改盈利预测。维持 17-19 年 EPS 0.31/0.36/0.39 元预测，当前股价对应的 PE 为 58/51/46x，俞榕先生入股后带来公司发展的新纪元，我们维持对公司的“增持”评级，目标价 19-21 元。

风险提示：股份转让进度不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	386.30
流通 A 股 (百万股)	346.32
52 周内股价区间 (元)	15.88-29.99
总市值 (百万元)	7,000
总资产 (百万元)	2,203
每股净资产 (元)	4.64

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

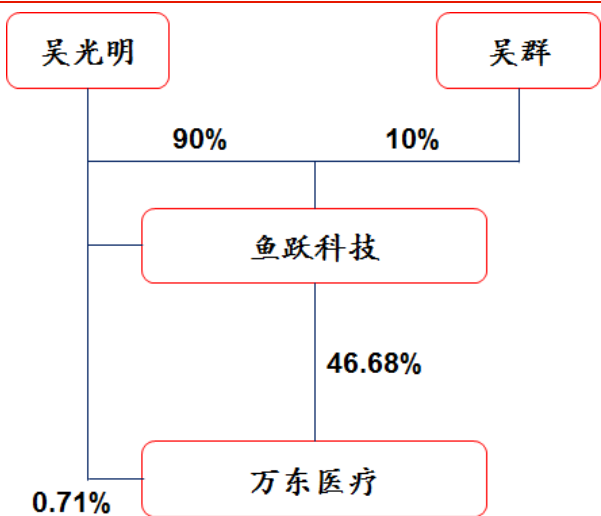
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	818.22	813.40	996.83	1,150	1,309
+/-%	10.59	(0.59)	22.55	15.36	13.79
净利润 (百万元)	40.30	71.54	120.36	138.49	151.24
+/-%	56.85	77.54	68.23	15.06	9.21
EPS (元, 最新摊薄)	0.10	0.19	0.31	0.36	0.39
PE (倍)	173.70	97.84	58.16	50.54	46.28

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

### 股权转让后的变化

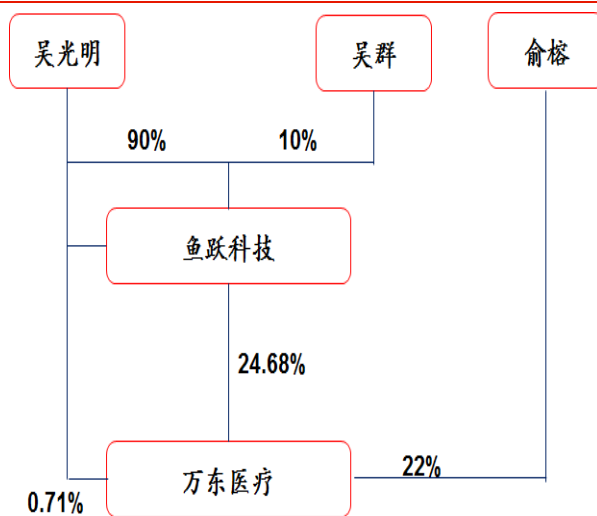
股权转让前，鱼跃科技占公司总股本的 46.68%，为公司控股股东。吴光明持有鱼跃科技 95% 股权，为公司实际控制人。股权转让后，俞榕占公司 22% 股份，为第二大股东。

图表1： 股份转让前



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2： 股份转让后

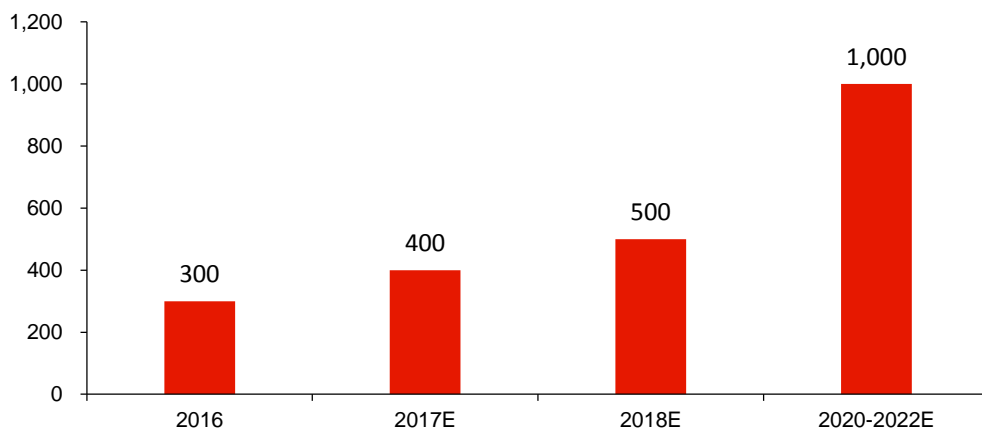


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

### 美年的体检中心建设规划

截止 2016 年底，美年健康拥有近 300 家医疗服务及体检中心，覆盖 30 多个省，100 多个核心城市。预计未来两年，每年新增 100 家门店。到 2018 年达到 500 家门店的战略目标。长远来看，公司在 18 年以后渠道下沉，在三四线城市更多布点，预计在 2020-2022 年实现 1000 家门店的规模。

图表3： 美年健康门店发展规划



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

从地域布局上，17-18 年门店扩张的重点还在一二线城市，这类门店预计使用西门子等进口设备为主。到 19 年左右，扩张的重点在三四线城市，预计主要使用万东的设备，届时我们认为万东影像设备业务将获得额外增量。假设 2018 年以后每年新增 200 家门店，1/3 的门店配备 DR，1/4 的门店配备 MRI，则 DR 与 MRI 的需求分别为 100 台和 50 台。按照 DR 与 MRI 均价 25 万和 300 万以及两个产品平均净利率 10% 计算，美年健康扩张将给万东业绩带来 1500-2000 万的净利润增量。

**图表4：美年扩张给万东带来业务增量估算**

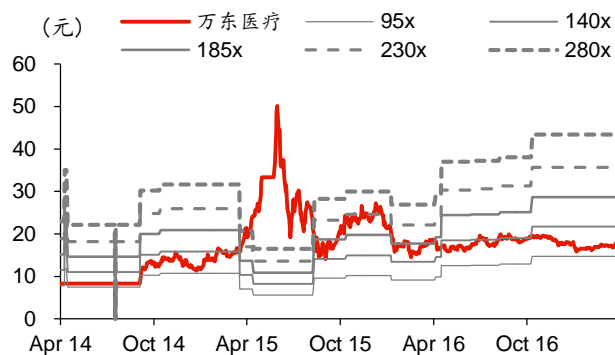
新增体检中心	设备	需求(台)	单价(万元)	收入规模(万元)	利润(万元)
200 家	DR	100	25	2,500	250
	MRI	50	300	15,000	1,500

资料来源：华泰证券研究所

同时，每年到美年健康体检或者接受医疗服务的患者超过 1 千万人，假设有 1/2-1/3 的人接受 DR 或者 MRI 项目，则万里云每日的读片需求将超过 10,000 张。这不仅帮助万里云公司突破盈亏平衡点（盈亏平衡点为日读片量 10000 张左右），而且牢固树立其互联网影像老大的地位。

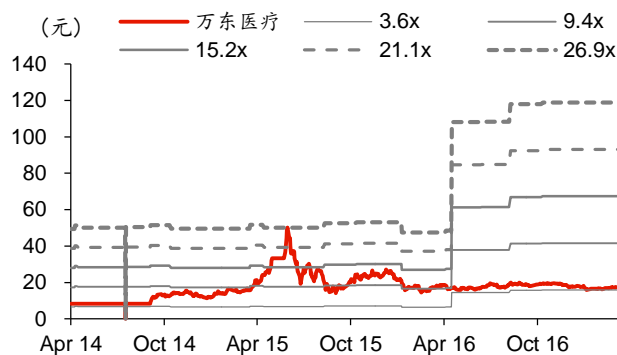
**PE/PB - Bands**

**图表5：万东医疗历史 PE-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表6：万东医疗历史 PB-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	706.50	1,552	1,756	1,950	2,154
现金	101.96	750.54	774.35	913.04	1,041
应收账款	188.01	166.59	204.16	235.52	268.00
其他应收账款	29.64	15.87	19.45	22.43	25.53
预付账款	15.66	12.62	15.46	17.84	20.31
存货	181.69	135.34	151.63	170.48	190.26
其他流动资产	189.54	471.08	590.57	590.96	608.34
非流动资产	623.81	651.08	646.59	644.71	645.63
长期投资	15.09	14.69	14.69	14.69	14.69
固定投资	212.51	211.68	201.23	194.51	191.65
无形资产	67.47	75.14	81.31	86.28	90.27
其他非流动资产	328.74	349.57	349.35	349.23	349.03
资产总计	1,330	2,203	2,402	2,595	2,799
流动负债	576.90	308.54	392.39	452.58	512.21
短期借款	220.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	176.57	150.19	184.05	212.37	241.74
其他流动负债	180.34	158.34	208.34	240.20	270.48
非流动负债	42.19	37.01	37.21	37.41	37.60
长期借款	4.20	4.20	4.40	4.59	4.79
其他非流动负债	37.99	32.81	32.81	32.81	32.81
负债合计	619.10	345.55	429.60	489.98	549.82
少数股东权益	12.68	65.40	60.08	53.97	47.29
股本	216.45	386.30	386.30	386.30	386.30
资本公积	113.44	976.86	976.73	976.73	976.73
留存公积	369.68	429.15	549.51	688.00	839.24
归属母公司股	698.53	1,792	1,913	2,051	2,202
负债和股东权益	1,330	2,203	2,402	2,595	2,799

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(15.65)	102.74	3.63	120.97	108.26
净利润	40.30	71.54	120.36	138.49	151.24
折旧摊销	23.79	33.04	33.83	35.25	36.61
财务费用	2.65	(18.92)	(36.12)	(37.22)	(43.68)
投资损失	3.82	(11.73)	(11.73)	(11.73)	(11.73)
营运资金变动	(105.40)	(10.43)	(110.83)	(9.69)	(29.75)
其他经营现金	19.20	39.23	8.11	5.87	5.57
投资活动现金	(132.57)	(258.12)	(15.68)	(19.70)	(23.87)
资本支出	132.71	21.38	26.20	30.22	34.39
长期投资	0.00	242.80	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(0.14)	(6.06)	(10.52)	(10.52)	(10.52)
筹资活动现金	50.87	813.55	35.86	37.42	43.88
短期借款	40.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	10.87	813.55	35.86	37.42	43.88
现金净增加额	(97.35)	658.16	23.81	138.68	128.27

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	818.22	813.40	996.83	1,150	1,309
营业成本	545.96	492.52	603.53	696.42	792.72
营业税金及附加	6.78	9.96	12.21	14.09	16.03
营业费用	118.85	147.06	184.41	201.24	228.99
管理费用	122.27	124.91	153.08	176.59	200.94
财务费用	2.65	(18.92)	(36.12)	(37.22)	(43.68)
资产减值损失	4.97	20.52	13.42	11.98	12.24
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	3.82	(11.73)	(11.73)	(11.73)	(11.73)
营业利润	12.91	49.07	78.02	98.54	112.98
营业外收入	38.84	35.67	62.00	62.00	62.00
营业外支出	1.85	3.73	3.73	3.73	3.73
利润总额	49.90	81.01	136.29	156.81	171.25
所得税	7.24	12.62	21.24	24.44	26.69
净利润	42.66	68.39	115.05	132.38	144.56
少数股东损益	2.36	(3.16)	(5.31)	(6.11)	(6.68)
归属母公司净利润	40.30	71.54	120.36	138.49	151.24
EBITDA	47.97	70.57	76.00	95.41	105.01
EPS (元)	0.10	0.19	0.31	0.36	0.39

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	10.59	(0.59)	22.55	15.36	13.79
营业利润	(200.48)	280.19	58.98	26.31	14.65
归属母公司净利润	56.85	77.54	68.23	15.06	9.21
获利能力 (%)					
毛利率	33.27	39.45	39.46	39.44	39.42
净利率	4.93	8.80	12.07	12.04	11.56
ROE	5.90	5.74	6.50	6.99	7.11
ROIC	2.28	2.71	1.93	3.10	3.58
偿债能力					
资产负债率 (%)	46.54	15.68	17.88	18.88	19.64
净负债比率 (%)	36.21	1.22	1.02	0.94	0.87
流动比率	1.22	5.03	4.47	4.31	4.20
速动比率	0.91	4.59	4.09	3.93	3.83
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.46	0.43	0.46	0.49
应收账款周转率	4.14	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款周转率	2.94	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.10	0.19	0.31	0.36	0.39
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.04)	0.27	0.01	0.31	0.28
每股净资产(最新摊薄)	1.81	4.64	4.95	5.31	5.70
估值比率					
PE (倍)	173.70	97.84	58.16	50.54	46.28
PB (倍)	10.02	3.91	3.66	3.41	3.18
EV_EBITDA (倍)	145.91	99.19	92.10	73.36	66.66

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com