

2017年05月19日

东软集团 (600718.SH)

承建运营辽宁省医学影像云，商业模式有望突破

■ **事件：**公司5月18号晚间公告，公司联合联众医疗，承建和运营“辽宁省医学影像云”健康医疗服务平台。预计公司与联众总投入约164,475万元（公司约投入9.88亿）。平台运营后，各方依照相关服务收费项目价格，按照国家有关规定向平台使用单位（各级医疗机构）收取服务费。

点评：

■ **医疗影像云是分级诊疗改革下全新的赛道，目前处于巨头抢滩登陆阶段。**分级诊疗的核心是通过上下级、同级医疗机构的联动，提高医疗资源运行的效率问题，而联动的关键则是诊疗信息的交互。医疗影像云将变革过去传统物理存储方式到云端共享，实现“远程阅片”、影像共享等功能，达到推进分级诊疗、双向转诊、优化资源配置的目的，能够有效解决目前基层医疗设备以及医师资源匮乏，是分级诊疗改革背景下产生出的全新赛道。根据我国医院财报显示，医疗影像检查收入约占医院总收入的10%-20%。而且，随着国内人口增长、消费升级，医学影像市场将继续扩容。从整个医疗影像的产业链环节来看，从拍片到后续的诊断、存储、影像后处理等服务，均具备巨大的挖掘潜力和市场空间。目前，包括医疗信息化厂商如华为、东软；影像设备制造商如迈瑞、赛诺威盛；云存储提供商如中国电信、金山云、阿里云等众多产业资本均在布局这一全新赛道。公司与联众携手承建运营辽宁省医学影像云，在产业跑马圈地阶段占据先机。

■ **公司打造“影像云+设备+专家”模式，构成差异化竞争优势。**公司是国内领先的医疗设备提供商。同时，公司医疗影像云具备云端设备、云端存储、数据服务、协同医疗、分级诊疗和移动阅片六大核心功能，不仅可以快速提升区域内整体医疗服务水平，还可通过建立区域性医院联合体来实现信息交换和业务协同。此外，通过与国内外顶级专家领衔的医生集团开展深度合作，可以取得百余位专家随时在线提供医疗诊断影像云服务的成果，解决因医师紧缺或经验不足无法确诊或因时间、地点不合适导致的诊断不及时等实际问题，使各地病患无论何时、何地均可得到权威诊断，享受“小病不出乡，大病不出县”的诊疗服务。我们认为，公司“影像云+设备+专家”的全产业链布局，打造的完整的针对分诊诊疗的影像云解决方案，具备差异化的竞争优势。

公司快报

证券研究报告

IT 外包服务

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价：**20.00 元**

股价 (2017-05-18) **15.89 元**

交易数据

总市值 (百万元)	19,754.41
流通市值 (百万元)	19,576.13
总股本 (百万股)	1,243.20
流通股本 (百万股)	1,231.98
12 个月价格区间	15.55/20.79 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.07	-11.53	-13.29
绝对收益	-13.41	-15.03	-3.22

胡又文

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511050001

huyw@essence.com.cn

021-35082010

相关报告

- 东软集团：优化公司治理与商业模式，有望重回高速增长轨道/胡又文 2017-03-31
- 东软集团：业绩符合预期，定增点燃二次腾飞动力引擎/胡又文 2016-03-27
- 东软集团：参股设立健康险公司，全面推进大健康战略/胡又文 2016-02-24

- **关注公司商业模式的转变，突破规模不经济的瓶颈。**此次承建运营辽宁省医学影像云标志着公司医疗板块从卖设备、卖 IT 解决方案的传统商业模式切入到了医疗服务领域。此外，我们也关注到公司其他业务板块，比如汽车电子板块，从过去外包逐步走向了产品化（2016 年产品化和外包各占汽车电子板块营收 50%）。我们认为，通过转向更轻或者更具持续性的商业模式，公司过去规模不经济的增长瓶颈有望逐步被打破。过去积累的技术红利，有望在未来几年持续释放，推动业绩快速增长。

- **投资建议：**公司处于经营质量改善周期以及商业模式变革周期的起点，两者叠加有望带动其重回高增长轨道。预计 2017、2018 年 EPS 为 0.32、0.41 元，维持买入-A 评级，6 个月目标价 20 元。

- **风险提示：**项目进展不及预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	7,751.7	7,734.8	7,425.5	7,796.7	8,225.5
净利润	386.4	1,851.0	398.6	515.3	533.8
每股收益(元)	0.31	1.49	0.32	0.41	0.43
每股净资产(元)	4.89	6.20	6.62	6.95	7.29

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	51.1	10.7	49.6	38.3	37.0
市净率(倍)	3.3	2.6	2.4	2.3	2.2
净利润率	5.0%	23.9%	5.4%	6.6%	6.5%
净资产收益率	4.8%	21.2%	4.3%	5.3%	5.3%
股息收益率	0.4%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%
ROIC	7.6%	48.5%	6.5%	7.5%	8.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,751.7	7,734.8	7,425.5	7,796.7	8,225.5	成长性					
减:营业成本	5,319.7	5,370.5	5,220.1	5,379.7	5,675.6	营业收入增长率	-0.6%	-0.2%	-4.0%	5.0%	5.5%
营业税费	43.8	66.4	32.2	32.7	35.1	营业利润增长率	40.5%	1109.1%	-86.1%	54.7%	5.6%
销售费用	734.3	690.9	668.3	701.7	740.3	净利润增长率	51.1%	379.1%	-78.5%	29.3%	3.6%
管理费用	1,440.3	1,481.2	1,262.3	1,325.4	1,398.3	EBITDA 增长率	14.0%	390.6%	-82.1%	36.6%	3.2%
财务费用	23.8	16.8	-10.0	-12.9	-18.1	EBIT 增长率	15.7%	940.5%	-86.8%	55.9%	4.3%
资产减值损失	79.1	45.4	62.3	53.8	58.0	NOPLAT 增长率	15.5%	421.2%	-79.3%	29.3%	2.7%
加:公允价值变动收益	-6.5	-8.4	-	-	-	投资资本增长率	-18.1%	55.1%	12.2%	-6.5%	-2.0%
投资和汇兑收益	33.1	1,602.6	40.0	40.0	40.0	净资产增长率	14.7%	26.0%	6.0%	4.3%	4.3%
营业利润	137.1	1,657.8	230.2	356.2	376.2	利润率					
加:营业外净收支	257.6	230.2	200.0	200.0	200.0	毛利率	31.4%	30.6%	29.7%	31.0%	31.0%
利润总额	394.7	1,888.0	430.2	556.1	576.1	营业利润率	1.8%	21.4%	3.1%	4.6%	4.6%
减:所得税	88.3	183.3	64.5	83.4	86.4	净利润率	5.0%	23.9%	5.4%	6.6%	6.5%
净利润	386.4	1,851.0	398.6	515.3	533.8	EBITDA/营业收入	5.0%	24.4%	4.5%	5.9%	5.8%
						EBIT/营业收入	2.1%	21.6%	3.0%	4.4%	4.4%
						运营效率					
						固定资产周转天数	84	77	72	68	63
						流动资产周转天数	44	43	88	98	87
						流动营业资本周转天数	301	324	335	341	338
						应收账款周转天数	96	84	76	77	75
						存货周转天数	64	59	58	57	55
						总资产周转天数	505	555	580	565	550
						投资资本周转天数	183	211	284	276	251
						投资回报率					
						ROE	4.8%	21.2%	4.3%	5.3%	5.3%
						ROA	2.5%	14.5%	3.0%	3.8%	3.8%
						ROIC	7.6%	48.5%	6.5%	7.5%	8.2%
						费用率					
						销售费用率	9.5%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%
						管理费用率	18.6%	19.2%	17.0%	17.0%	17.0%
						财务费用率	0.3%	0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.2%
						三费/营业收入	28.4%	28.3%	25.9%	25.8%	25.8%
						偿债能力					
						资产负债率	47.2%	31.5%	29.6%	27.3%	27.3%
						负债权益比	89.5%	45.9%	42.0%	37.5%	37.5%
						流动比率	1.61	2.17	2.48	2.76	2.80
						速动比率	1.30	1.79	2.06	2.31	2.34
						利息保障倍数	6.75	99.87	-22.04	-26.57	-19.82
						分红指标					
						DPS(元)	0.06	0.09	0.06	0.08	0.09
						分红比率	20.0%	6.4%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率	0.4%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	306.4	1,704.6	398.6	515.3	533.8	EPS(元)	0.31	1.49	0.32	0.41	0.43
加:折旧和摊销	260.8	245.8	117.5	118.2	118.3	BVPS(元)	4.89	6.20	6.62	6.95	7.29
资产减值准备	79.1	45.4	62.3	53.8	58.0	PE(X)	51.1	10.7	49.6	38.3	37.0
公允价值变动损失	6.5	8.4	-	-	-	PB(X)	3.3	2.6	2.4	2.3	2.2
财务费用	38.9	40.4	-10.0	-12.9	-18.1	P/FCF	13.0	-23.8	-56.8	22.1	30.0
投资损失	-33.1	-1,602.6	-40.0	-40.0	-40.0	P/S	2.5	2.6	2.7	2.5	2.4
少数股东损益	-79.9	-146.3	-32.9	-42.5	-44.1	EV/EBITDA	93.9	11.8	52.4	36.6	34.3
营运资金的变动	-558.5	-1,032.4	-722.8	152.5	-123.9	CAGR(%)	15.5%	-34.0%	14.7%	8.0%	12.7%
经营活动产生现金流量	287.5	147.3	-227.3	744.3	484.2	PEG	3.3	-0.3	3.4	4.8	2.9
投资活动产生现金流量	-645.4	-1,058.1	24.1	40.0	40.0	ROIC/WACC	0.8	5.0	0.7	0.8	0.8
融资活动产生现金流量	1,099.9	1,072.0	-102.6	-90.1	-88.7	REP	13.0	0.8	4.3	3.8	3.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

胡又文声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034