

2017年10月11日

东软集团 (600718.SH)

东软集团：东软医疗完成新一轮融资，受益医疗器械国产化进程

■公司近期公告参股公司东软医疗完成新一轮融资，大连康睿道、BSV、LS一致同意按照对东软医疗42.5亿元的估值以4.83亿元共同参与此次增资，并承诺尽必要的努力实现并完成东软医疗上市。此次获得的增量资金将主要用于加大高端医学影像设备的研发投入以及积极开展境内外并购，持续提升核心竞争力。

■受益医疗器械国产化进程，东软医疗估值节节攀升。东软医疗是东软集团孵化的医疗器械子公司。2014年以来，通过持续的引入弘毅投资、高盛等外部战略合作投资者，东软医疗积极从上市公司分拆，未来定位于独立IPO上市。现阶段，国内的高端医疗器械市场多为外资品牌垄断，东软医疗作为国内龙头之一，在政策扶持下大举进军高端医疗器械市场，未来有望全面受益医疗器械国产化进程。从估值来看，东软医疗从分拆之前的25亿已经上升到了此轮融资的42.5亿，估值节节攀升也反应了产业资本对东软医疗业务前景的看好。

■增资的具体条款宜正面解读。市场对于本轮增资条款的关注点在于：1) 本轮融资，东软集团放弃对东软医疗增资的优先认购权；2) 如果从2016年9月30日起6年内，东软医疗未能实现上市，则公司将对大连康睿道、BSV、LS的股份承担回购义务。首先，对于公司主动放弃本轮增资的优先认购权，我们判断是为了在股权结构上进行调整，更好的运作未来IPO上市。其次，从回购的具体条款来看，如果东软医疗未能按时实现上市的原因不归咎于东软集团的主观原因，包括但不限于政策性原因等（但因售股方未能完成上市架构搭建手续除外），则其他投资者有权利要求上市公司对东软医疗的股权进行回购，回购价格为实际价款+自投资款的支付日至回购实际发生之日按照每年2%的单利计算的利息（“单利利息”）-已分配利润。上述的回购价格对于上市公司来说是足够优惠的。综上，我们认为，本轮增资的具体条款宜进行正面解读。

■关注公司商业模式的转变，突破规模不经济的瓶颈。公司前期公告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

公司快报

证券研究报告

IT 外包服务

投资评级 买入-A

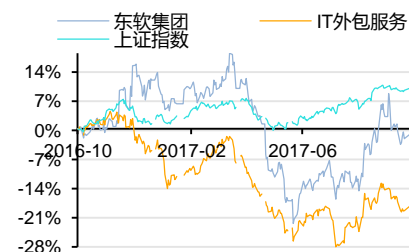
维持评级

6个月目标价：20.00元
股价(2017-10-10) 17.93元

交易数据

总市值(百万元)	22,290.54
流通市值(百万元)	22,098.25
总股本(百万股)	1,243.20
流通股本(百万股)	1,232.47
12个月价格区间	13.59/20.79元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.86	5.72	-6.18
绝对收益	-0.33	11.02	4.8

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：东软集团中报	
点评：业绩符合预期，关注商业模式转变/胡又文	2017-08-31
东软集团：承建运营辽宁省医学影像云，商业模式有望突破/胡又文	2017-05-19
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

瓶颈有望逐步被打破。

■**投资建议:** 公司处于经营效率改善周期以及商业模式变革周期的起点，两者叠加共振有望带动其重回高速增长轨道。预计 2017、2018 年 EPS 为 0.35、0.41 元，维持买入-A 评级，6 个月目标价 20 元。

■**风险提示:** 经营效率改善进度不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	7,751.7	7,734.8	7,425.5	10,024.4	13,532.9
净利润	386.4	1,851.0	430.5	511.9	780.8
每股收益(元)	0.31	1.49	0.35	0.41	0.63
每股净资产(元)	4.89	6.20	6.64	6.97	7.47
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	57.7	12.0	51.8	43.5	28.5
市净率(倍)	3.7	2.9	2.7	2.6	2.4
净利润率	5.0%	23.9%	5.8%	5.1%	5.8%
净资产收益率	4.8%	21.2%	4.1%	6.4%	9.2%
股息收益率	0.3%	0.5%	0.4%	0.5%	0.7%
ROIC	7.6%	48.5%	6.1%	9.1%	16.8%

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	10,024.4	13,532.9	成长性					
减:营业成本	5,319.7	5,370.5	5,346.3	7,317.8	9,879.0	营业收入增长率	-0.6%	-0.2%	-4.0%	35.0%	35.0%
营业税费	43.8	66.4	37.1	50.1	67.7	营业利润增长率	40.5%	1109.1%	-87.6%	132.7%	77.6%
销售费用	734.3	690.9	594.0	801.9	1,082.6	净利润增长率	51.1%	379.1%	-76.7%	18.9%	52.5%
管理费用	1,440.3	1,481.2	1,188.1	1,403.4	1,759.3	EBITDA 增长率	23.9%	297.3%	-83.8%	86.4%	62.4%
财务费用	23.8	16.8	-9.5	-12.3	-19.2	EBIT 增长率	35.0%	552.7%	-88.7%	137.7%	78.2%
资产减值损失	79.1	45.4	62.3	53.8	58.0	NOPLAT 增长率	15.5%	421.2%	-80.4%	68.2%	54.7%
加:公允价值变动收益	-6.5	-8.4	-	-	-	投资资本增长率	-18.1%	55.1%	13.4%	-16.4%	-18.5%
投资和汇兑收益	137.1	1,657.8	-1.4	69.3	145.1	净资产增长率	14.7%	26.0%	5.7%	5.6%	8.2%
营业利润	137.1	1,657.8	205.8	478.9	850.5	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%	28.0%	27.0%	27.0%
利润总额	394.7	1,888.0	405.7	678.8	1,050.5	营业利润率	1.8%	21.4%	2.8%	4.8%	6.3%
减:所得税	88.3	183.3	60.9	101.8	157.6	净利润率	5.0%	23.9%	5.8%	5.1%	5.8%
净利润	386.4	1,851.0	430.5	511.9	780.8	EBITDA/营业收入	6.3%	25.1%	4.2%	5.8%	7.0%
						EBIT/营业收入	3.4%	22.4%	2.6%	4.7%	6.1%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	84	77	72	53	38
货币资金	3,431.4	2,836.4	2,672.1	3,390.2	4,043.0	流动营业资本周转天数	44	43	87	64	24
交易性金融资产	0.1	-	-	-	-	流动资产周转天数	301	324	334	262	203
应收账款	2,433.5	1,597.4	2,215.1	2,530.3	3,726.4	应收账款周转天数	96	84	76	68	67
应收票据	15.0	50.6	31.5	54.1	65.2	总资产周转天数	505	555	579	449	364
存货	1,334.4	1,062.7	1,278.0	1,654.2	2,297.3	投资资本周转天数	183	211	285	206	126
其他流动资产	76.3	908.8	1,063.5	-236.0	-1,990.2	投资回报率					
可供出售金融资产	35.7	5.9	5.9	5.9	5.9	ROE	4.8%	21.2%	4.1%	6.4%	9.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.5%	14.5%	2.8%	4.5%	6.2%
长期股权投资	232.5	1,793.4	1,800.0	1,800.0	1,800.0	ROIC	7.6%	48.5%	6.1%	9.1%	16.8%
投资性房地产	620.9	600.6	600.6	600.6	600.6	费用率					
固定资产	1,812.4	1,479.2	1,473.7	1,450.9	1,414.3	销售费用率	9.5%	8.9%	8.0%	8.0%	8.0%
在建工程	477.1	346.2	276.9	221.6	177.2	管理费用率	18.6%	19.2%	16.0%	14.0%	13.0%
无形资产	755.3	643.1	600.2	560.2	522.9	财务费用率	0.3%	0.2%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	710.5	308.4	30.1	812.6	1,864.6	三费/营业收入	28.4%	28.3%	23.9%	21.9%	20.9%
资产总额	#####	11,749.6	12,133.6	12,862.9	14,471.8	偿债能力					
短期债务	1,073.4	32.9	-	-	-	资产负债率	47.2%	31.5%	29.9%	30.2%	32.8%
应付账款	2,065.4	1,174.6	1,622.5	1,910.6	2,788.7	负债权益比	89.5%	45.9%	42.6%	43.2%	48.9%
应付票据	319.8	288.9	-	-	-	流动比率	1.61	2.17	2.43	2.25	1.94
其他流动负债	1,126.8	849.9	724.4	624.0	498.1	速动比率	1.30	1.79	2.00	1.74	1.38
长期借款	610.2	300.0	300.0	300.0	300.0	利息保障倍数	11.12	103.16	-20.56	-37.89	-43.38
其他非流动负债	499.8	398.0	333.5	333.5	333.5	分红指标					
负债总额	5,720.5	3,695.4	3,623.6	3,878.2	4,750.4	DPS(元)	0.06	0.09	0.07	0.08	0.13
少数股东权益	316.1	342.3	256.7	321.8	433.9	分红比率	20.0%	6.4%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	1,242.6	1,243.2	1,243.2	1,243.2	1,243.2	股息收益率	0.3%	0.5%	0.4%	0.5%	0.7%
留存收益	5,071.3	6,665.8	7,010.1	7,419.7	8,044.3						
股东权益	6,392.2	8,054.2	8,510.1	8,984.7	9,721.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.31	1.49	0.35	0.41	0.63
净利润	306.4	1,704.6	430.5	511.9	780.8	BVPS(元)	4.89	6.20	6.64	6.97	7.47
加:折旧和摊销	260.8	245.8	117.5	118.2	118.3	PE(X)	57.7	12.0	51.8	43.5	28.5
资产减值准备	79.1	45.4	62.3	53.8	58.0	PB(X)	3.7	2.9	2.7	2.6	2.4
公允价值变动损失	6.5	8.4	-	-	-	P/FCF	14.6	-26.9	-65.7	14.5	12.7
财务费用	38.9	40.4	-9.5	-12.3	-19.2	P/S	2.9	2.9	3.0	2.2	1.6
投资损失	-33.1	-1,602.6	31.4	-39.3	-115.1	EV/EBITDA	73.9	11.5	64.7	32.2	18.2
少数股东损益	-79.9	-146.3	-85.6	65.1	112.1	CAGR(%)	23.5%	-19.4%	48.2%	39.4%	25.6%
营运资金的变动	-558.5	-1,032.4	-713.3	135.4	-192.3	PEG	2.5	-0.6	1.1	1.1	1.1
经营活动产生现金流量	287.5	147.3	-166.8	832.8	742.7	ROIC/WACC	0.8	5.0	0.6	0.9	1.7
投资活动产生现金流量	-645.4	-1,058.1	-47.3	39.3	115.1	REP	13.0	0.8	5.2	3.9	2.4
融资活动产生现金流量	1,099.9	1,072.0	-109.4	-90.1	-137.0						

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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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