

**2015 年 01 月 16 日**
**韩伟琪**

WeiQi\_Han@e-capital.com.cn

**目标价(元)**

RMB 14.00

**公司基本资讯**

产业别	建筑装饰		
A 股价(2015/1/15)	11.44		
深证成指(2015/1/15)	11483.68		
股价 12 个月高/低	21.65/8.32		
总发行股数(百万)	372.13		
A 股数(百万)	311.38		
A 市值(亿元)	42.57		
主要股东	上海延华高科技有限公司 (19.56%)		
每股净值(元)	1.98		
股价/账面净值	5.79		
一个月	三个月	一年	
股价涨跌(%)	0.0	0.0	53.7

**近期评等**

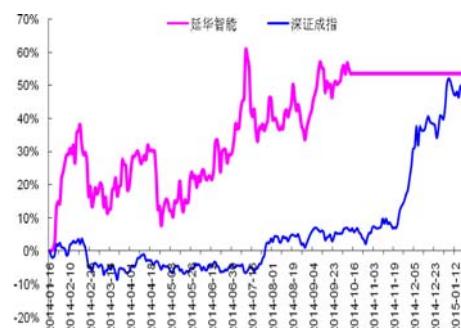
出刊日期	前日收盘	评等
2014-10-23	11.44	持有

**产品组合**

智能建筑	69.9%
智慧节能	10.1%
智慧医疗	9.4%

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	7.4%
一般法人	32.0%

**股价相对大盘走势**

**延华智能 (002178.SZ)**
**Buy 买入**
**收购成电医星，落实“医疗先行”**
**结论与建议：**

延华拟斥资 4.77 亿元收购成电医星，我们看好“立足东部、渠道资源丰富的下游系统集成商”同“布局西南、技术领先的上游软件供应商”在各个方面整合的协同效应。

预计公司 2014~16 年 EPS 为 0.161 元、0.312 元和 0.421 元，YoY 分别增长 59.44%、110.29% 和 34.72%。目前 15、16 年 P/E 为 37 倍和 27 倍。买入投资建议，目标价 14 元。

■ **现金+股权收购成电医星，落实“医疗先行”战略：**延华智能拟斥资 4.77 亿元收购成电医星 100% 股权，其中 68.28% 约合 3.26 亿元以发行股份方式交易（3000 万股），其余 31.72% 约合 1.51 亿元为现金支付。成电医星是一家以医疗信息化应用软件研发销售服务企业，产品主要为医院信息系统、区域医疗卫生信息平台以及智慧医疗信息管理系统，主要应用于各级医疗机构。此次收购有助于延华落实“医疗先行”战略，使其迅速切入智慧医疗产业链上游医疗信息化行业，完善并深化了延华在智慧医疗领域的布局，同时打开了四川、云南、西藏等西南地区的市场；对于标的公司则得益于延华在东部的渠道资源和系统集成优势，东部地区一二线城市医院成为了其潜在客户群。

■ **成电医星 15 年承诺业绩 3992 万元：**按发行后股本估算 EPS 为 0.1 元，16、17 年分别承诺 4990 万元和 6227 万元。截至 14 年底，成电医星总资产 1.05 亿元，负债率 41.3%；14 年医星实现营收 8838 万元、YoY+35.7%，实现净利润 3538 万元、YoY+74.1%，毛利率、营业利润率分别为 54.8% 和 30.5%（13 年度主要竞争对手平均毛利率为 40.2%）

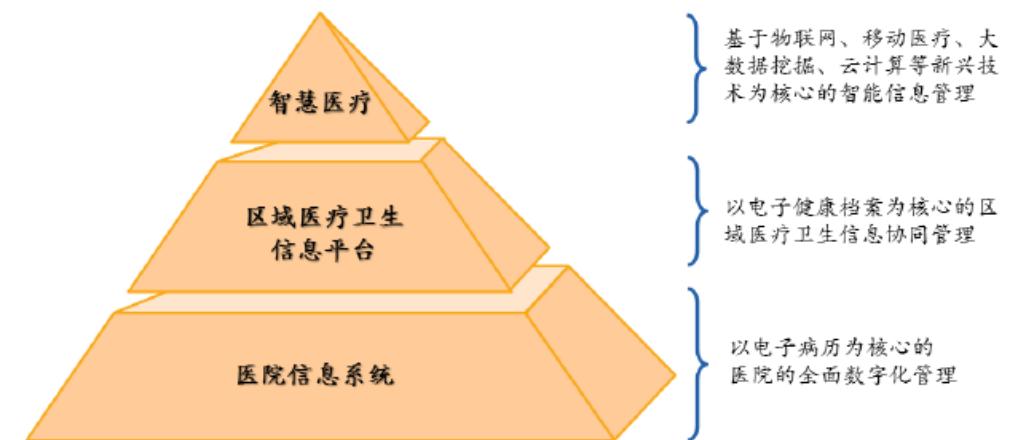
■ **医院信息系统和区域医疗卫生信息平台是现阶段核心产品：**近年来，成电医星独立承担了如临床路径管理系统、智能电子病历系统等国家、省、市、区级合计二十项科研项目。医院信息系统产品累计在全国 17 个省市 1000 多家各级医院和医疗卫生机构应用，其中包括山东大学齐鲁医院、西藏自治区人民医院、第三军医大学西南医院、电子科技大学医院等大型三甲医院等。区域医疗卫生信息平台先后在成都市温江区、河北省鹿泉市、湖北省保康县和云南省巧家县总计 76 家医院、661 个村卫生室实施和应用。下一阶段，医星将进军智慧医疗信息管理系统，并依托移动端发展创新产品。

■ **中国医疗信息化市场前景广阔，基层布局提速：**根据 IDC 预测，13 年中国医疗信息化市场容量达到 206 亿元，连续 5 年保持 20% 以上的增长率，预计到 2017 年，市场容量将升至 336.5 亿元，CAGR 达到 14.5%。同样根据 IDC 预计到 2015 年，我国临床信息系统市场规模将达到 29.70 亿元，2017 年将达到 44.64 亿元，市场规模增长率保持在 20% 以上；社区卫生信息系统和区域医疗解决方案将分别能达到 72.3% 和 50.3% 的 CAGR。

■ **盈利预测：**预计公司 2014~16 年营业收入分别为 8.48 亿元、11.90 亿元和 14.80 亿元，YoY 分别增长 9.33%、40.24% 和 24.44%，实现净利润分别为 0.6 亿元、1.26 亿元和 1.7 亿元，YoY 分别增长 59.44%、110.29% 和 34.72%，EPS 为 0.161 元、0.312 元和 0.421 元。目前 15、16 年 P/E 为 37 倍和 27 倍。买入投资建议，目标价 14 元。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2012	2013	2014F	2015F	2016F
纯利(Net profit)	RMB 百万元	18	38	60	126	170
同比增减	%	-286.91%	114.24%	59.44%	110.29%	34.72%
每股盈余(EPS)	RMB 元	0.131	0.219	0.161	0.312	0.421
同比增减	%	-286.91%	67.23%	-26.23%	93.73%	34.72%
A 股市盈率(P/E)	X	87.55	52.35	70.97	36.63	27.19
股利(DPS)	RMB 元	0.050	0.060	0.100	0.100	0.100
股息率(Yield)	%	0.44%	0.52%	0.87%	0.87%	0.87%

**图表一：成电医星产品体系**


资料来源：收购预案

**图表二：成电医星重大科研项目**

级别	项目计划	项目名称
国家级	移动互联网及 4G 产业化专项	健康移动互联网大数据关键技术研发及产业化
	国家重点新产品计划	临床路径管理系统
	国家科技部科技支撑计划	城乡一体化健康服务平台与应用示范-协同医疗威盛服务平台与应用系统
	国家工信部物联网发展专项资金项目	社区远程生理信息实时监测系统研发及应用
	国家火炬计划产业化项目	智能电子病历系统
	国家中小企业创新基金项目	面向区域医疗信息共享的数字健康档案系统
省级	四川省省级财政创新驱动发展专项资金（产业技术研究与开发资金）项目	基于智能化电子病历的医疗数据集成平台产业化
	四川省量化融合专项资金项目	基于区域医疗信息共享平台的集成化应用
	四川省科技厅支撑计划项目	临床路径系统管理系統研发与应用
	四川省科技成果转化项目	智能化电子病历产业化与推广
	四川省科技支撑计划项目	面向农村医疗服务的远程生理信息检测与诊断系统
	四川省产业技术研究与开发资金及项目计划	区域医疗信息共享平台
市级	成都市科技型中小企业技术创新基金	带生理信息自动采集功能的护理工作站系统
	成都市重点新产品	高端电子病历系统
	成都市企业自主创新项目	区域医疗信息服务平台产业化推广
	成都市产学研联合实验室项目	成电医星-电子科大数字健康工程联合实验室

区级	成都市第一批科技计划项目	基于健康档案的统筹城乡医疗卫生一体化体系构建（关键技术研究）
	2011 年成都市中小（微型）企业发展专项资金项目	电子病历智能化改造
	电子信息产业资金项目	以电子病历为核心的医院综合管理平台
	软件与信息服务业发展资金项目	具有语素级临床汉语言解析引擎的智能化电子病历系统

资料来源：收购预案，群益证券整理

图表三：成电医星 13、14 年前五大客户营收情况

	2013 年前 5 名客户	金额 (万)	营收占比		2014 年前 5 名客户	金额 (万)	营收占比
1	电子科技大学亿元	397.87	6.11%	1	西藏自治区人民医院	824.13	9.35%
2	南充身心医院	377.30	5.79%	2	乌海市蒙中医院	328.50	3.73%
3	山东大学齐鲁医院	219.62	3.37%	3	攸县中医院	319.98	3.63%
4	孝昌县第一人民医院	163.20	2.51%	4	四川省八一康复中心	270.51	3.07%
5	江西莲花县人民医院	156.00	2.40%	5	重庆市江津区中心医院	224.19	2.54%
合计		1313.99	20.18%	合计		1967.31	22.32%

资料来源：收购预案，群益证券整理

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ )；买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ )；强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

**附一：合并损益表**

百万元	2012	2013	2014F	2015F	2016F
营业收入	602	776	848	1190	1480
经营成本	488	629	650	872	1068
营业税金及附加	14	23	26	36	44
销售费用	13	18	11	15	24
管理费用	52	72	93	119	133
财务费用	13	13	0	6	10
资产减值损失	2	-12	8	6	6
投资收益	6	4	4	6	7
营业利润	27	37	64	142	202
营业外收入	1	13	8	12	12
营业外支出	0	0	1	1	3
利润总额	28	50	72	154	211
所得税	8	5	12	26	38
少数股东损益	3	7	0	1	3
归属于母公司所有者的净利润	18	38	60	126	170

**附二：合并资产负债表**

百万元	2012	2013	2014F	2015F	2016F
货币资金	198	335	344	370	421
应收帐款	138	113	150	225	292
存货	222	345	435	514	565
流动资产合计	610	984	1043	1225	1421
长期投资净额	65	65	98	108	111
固定资产合计	133	129	131	151	156
商誉	5	0	10	12	13
递延所得税资产	5	4	5	5	6
资产总计	831	1198	1307	1555	1743
流动负债合计	446	501	491	570	627
长期负债合计	17	4	5	12	7
负债合计	462	505	496	582	634
少数股东权益	51	27	24	28	29
股东权益合计	369	693	811	973	1109
负债和股东权益总计	831	1198	1307	1555	1743

**附三：合并现金流量表**

百万元	2012	2013	2014F	2015F	2016F
经营活动产生的现金流量净额	54	17	50	74	93
投资活动产生的现金流量净额	-30	-182	55	-155	22
筹资活动产生的现金流量净额	-28	304	-91	106	-64
现金及现金等价物净增加额	-4	139	13	26	51

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核审。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。