

收购世轩科技，战略布局智慧医疗

- 事件:**公司近期公告发行股份及支付现金购买资产预案，分别以发行股份、现金方式分别支付约5.3亿元、1.6亿元，合计共6.9亿，购买世轩科技100%股权。拟新发行股票4542万股，发行价格为11.67元/股。
- 世轩科技为优秀的医疗信息化整体解决方案提供商。**其具有自主研发的HIS、PACS、RIS、LIS、EMR、临床路径、移动医疗系统、体检信息系统、集成平台、数据中心等。1)提供数字化医院服务，主要包括医院临床信息系统、医院信息管理系统及医院信息支撑平台三大子系统，覆盖医院所有流程，有效提高医院整体运营效率及医疗服务质量；2)区域医疗信息平台系统。主要包括基层医疗机构信息系统、公共卫生服务系统、区域协同应用、卫生行政管理等；3)公司积极布局个人健康管理服务业务。通过自有的知识库将采集的生命体征进行智能分析，并推送实时的医疗保健建议给个人及家庭。同区域医疗结合的全程健康服务平台能够为个人提供自助式的远程医疗、预约、保健、康复、养老等信息服务，持续完善健康档案、为个人提供触手可得的健康服务。我们认为：个人健康管理业务是其它医疗信息化公司不具备的，个人健康管理必将是未来发展趋势，2C终端业务市场容量巨大。
- 世轩科技发展战略是以二、三线城市的三级医院为核心。**形成由点到面的业务发展格局，同时积极大力开发未覆盖的省区中心城市的三级医院并带动周边二级医院客户的开发。在健康城市业务方面以成功实施的区域卫生信息化项目为样本，依托国家大力推广区域卫生信息化的有利形势，重点推进二、三级城市区域卫生信息化客户的开发。同时公司将积累的医疗资源与个人健康管理服务的业务对接，建立以个人和家庭为主并面向各类客户健康服务体系；借助医疗信息化、物联网、可穿戴设备、移动互联等，把诊疗、药事、健康咨询等服务高效、便捷地提供给个人和家庭，将传统的病后治疗模式转变为事前预防和病后治疗并重的新型区域健康管理模式。我们认为：医院医疗信息化竞争相对比较比例，但区域医疗信息化处于发展初期，尤其国家政策强力支持区域医疗信息化，因此区域医疗信息化或区域健康管理必将带来无限机遇。
- 公司战略转型坚决，医疗领先布局协同效应明显。**公司从2014年外延式扩张加速，向医药领域转型战略意图明显。2014年1月以572万元受让安徽大千生物40%股权(其主要产品为体外诊断试剂)；2014年7月以2783万元增资广州埃克森生物(其主要产品有医疗用分析仪、检测仪等，同时涉及部分医疗信息化业务)，获得其51%股权。本次通过发行股份与现金相结合的方式拟收购世轩科技100%股权，将在医疗信息化领域继续强化业务优势。我们认为母公司、新并入或控股公司均存在显著协同效应，特别是在医疗信息化领域较为明显，如与信息处理及传输业务将形成技术上的协同，与检测分析形成业务链上的协同等。

指标/年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	205.22	227.05	271.20	325.69
增长率	-8.10%	10.64%	19.44%	20.09%
归属母公司净利润(百万元)	38.64	49.99	59.84	75.64
增长率	-7.69%	29.39%	19.71%	26.40%
每股收益EPS(元)	0.20	0.26	0.31	0.39
净资产收益率ROE	5.43%	6.46%	7.39%	8.83%
PE	187	145	121	96
PB	9.76	9.36	8.95	8.46

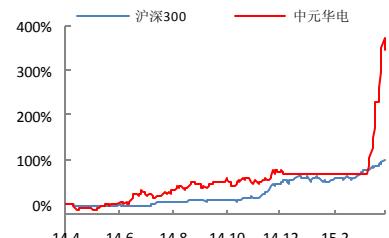
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-50755297
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 何治力
电话: 023-67898264
邮箱: hzl@swsc.com.cn

相对指数表现

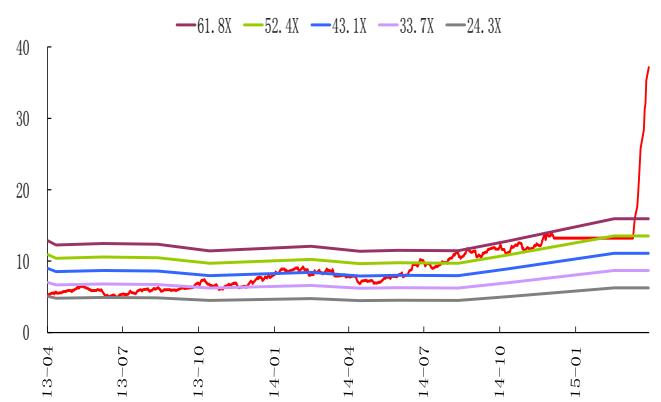
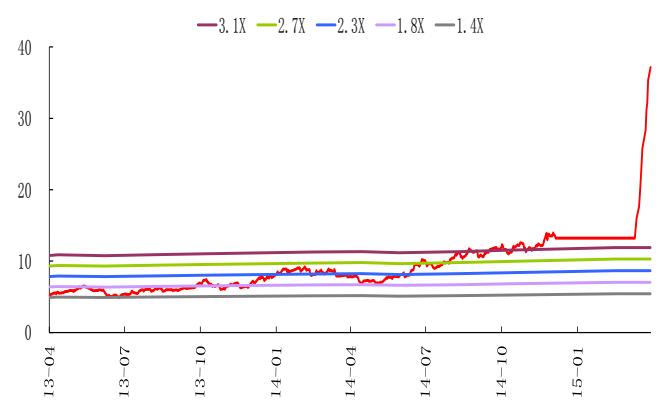


基础数据

总股本(亿股)	1.95
流通A股(亿股)	1.53
52周内股价区间(元)	6.8-39.17
总市值(亿元)	68.25
总资产(亿元)	8.27
每股净资产(元)	3.71

相关研究

- 盈利预测与投资建议:** 如果不考虑世轩科技并表, 我们预测 2014 年-2016 年 EPS 分别为 0.26 元、0.31 元、0.39 元, 对应市盈率分别为 145 倍、121 倍、96 倍。如果考虑世轩科技并表, 预计 2014 年-2016 年摊薄后 EPS 分别为 0.20 元、0.44 元、0.55 元, 对应市盈率分别为 168 倍、79 倍、63 倍。我们认为: 从市值角度看, 由于世轩科技在 2015 年承诺业绩约 0.47 亿元, 参考可比公司 (如卫宁软件) 给与其估值 200 倍, 则其市值约 94 亿元; 电气设备业务 2015 年业绩预计为 0.60 亿元, 参考行业估值水平约 77 倍, 则对应市值为 46 亿元, 合计其市值约 140 亿元, 对应目标价为 58 元/股, 首次给予买入评级。
- 风险提示:** 并购进展或低于预期、市场波动风险。

图 1: 公司 PE-Band

图 2: 公司 PB-Band


附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	205.22	227.05	271.20	325.69	净利润	40.25	49.99	59.84	75.64
营业成本	108.24	108.39	129.88	156.51	折旧与摊销	5.10	8.67	8.67	8.67
营业税金及附加	2.74	3.03	3.62	4.35	财务费用	-14.42	0.19	0.23	0.27
销售费用	25.73	24.98	29.83	32.57	资产减值损失	5.01	0.00	0.00	0.00
管理费用	40.00	39.73	46.10	52.11	经营营运资本变动	-5.32	-3.71	-29.83	-36.71
财务费用	-14.42	0.19	0.23	0.27	其他	16.70	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	5.01	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	47.32	55.14	38.91	47.88
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-9.33	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-0.35	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-9.68	0.00	0.00	0.00
营业利润	37.92	50.73	61.54	79.88	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	8.14	7.46	7.99	7.84	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	46.06	58.19	69.53	87.72	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	5.82	8.20	9.69	12.08	支付股利	-19.50	-18.40	-23.91	-28.46
净利润	40.25	49.99	59.84	75.64	其他	-1.02	-0.19	-0.23	-0.27
少数股东损益	1.61	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-20.52	-18.59	-24.14	-28.73
归属母公司股东净利润	38.64	49.99	59.84	75.64	现金流量净额	17.12	36.55	14.78	19.15
资产负债表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	财务分析指标	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	502.30	538.85	553.63	572.78	成长能力				
应收和预付款项	150.00	163.61	194.73	234.75	销售收入增长率	-8.10%	10.64%	19.44%	20.09%
存货	60.92	61.01	73.10	88.09	营业利润增长率	-16.75%	33.76%	21.32%	29.80%
其他流动资产	1.19	1.32	1.57	1.89	净利润增长率	-12.52%	24.21%	19.71%	26.40%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-19.24%	108.27%	18.21%	26.10%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	58.08	51.51	44.94	38.37	毛利率	47.26%	52.26%	52.11%	51.95%
无形资产和开发支出	32.82	30.79	28.75	26.71	三费率	25.00%	28.58%	28.08%	26.08%
其他非流动资产	7.29	7.22	7.16	7.09	净利率	19.61%	22.02%	22.07%	23.23%
资产总计	812.61	854.31	903.88	969.69	ROE	5.43%	6.46%	7.39%	8.83%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	5.67%	4.95%	5.96%	6.83%
应付和预收款项	69.09	79.20	92.49	110.67	ROIC	8.27%	17.36%	20.18%	23.59%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	13.94%	26.24%	25.97%	27.27%
其他负债	1.77	1.77	2.12	2.56	营运能力				
负债合计	70.86	80.98	94.61	113.23	总资产周转率	0.25	0.27	0.31	0.35
股本	195.00	195.00	195.00	195.00	固定资产周转率	3.70	4.65	6.42	9.12
资本公积	367.77	367.77	367.77	367.77	应收账款周转率	1.49	1.59	1.66	1.66
留存收益	154.43	186.02	221.96	269.14	存货周转率	1.63	1.78	1.94	1.94
归属母公司股东权益	717.20	748.79	784.73	831.91	销售商品提供劳务收到的现金营业收入	110.15%	--	--	--
少数股东权益	24.55	24.55	24.55	24.55	资本结构				
股东权益合计	741.75	773.34	809.27	856.46	资产负债率	8.72%	9.48%	10.47%	11.68%
负债和股东权益合计	812.61	854.31	903.88	969.69	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2013A	2014E	2015E	2016E	流动比率	10.08	9.44	8.70	7.93
EBITDA	28.61	59.59	70.44	88.83	速动比率	9.22	8.69	7.93	7.15
PE	187.45	144.87	121.02	95.74	股利支付率	50.47%	36.81%	39.95%	37.62%
PB	9.76	9.36	8.95	8.46	每股指标				
PS	35.29	31.90	26.70	22.24	每股收益	0.20	0.26	0.31	0.39
EV/EBITDA	235.35	112.39	94.86	75.01	每股净资产	3.80	3.97	4.15	4.39
股息率	0.27%	0.25%	0.33%	0.39%	每股经营现金	0.24	0.28	0.20	0.25
					每股股利	0.10	0.09	0.12	0.15

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10% 以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

西南证券机构销售团队

北京地区	上海地区	深圳地区	
王亚楠	罗月江	刘娟 (地区销售总监)	易芳
010-57631295	021-50755210	0755-83288793	0755-88285458
13716334008	13632421656	18665815531	18610942879
wangyanan@swsc.com.cn	lyj@swsc.com.cn	liuj@swsc.com.cn	yifang@swsc.com.cn
陆铂锡		张婷	罗聪
010-57631175		0755-88286971	0755-88286972
13520109430		13530267171	15219509150
lbx@swsc.com.cn		zhangt@swsc.com.cn	luoc@swsc.com.cn