



聚焦智慧医疗, 布局医疗产业链闭环

投资要点

- **事件:** 日前, 我们与公司高管就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **定位智慧城市运营商, 聚焦智慧医疗。** 公司基于智慧城市建设及运营服务商定位, 力求从传统投资驱动型的周期性业务向弱周期行业及领域布局, 重点聚焦在智慧医疗等三大细分领域, 其中智慧医疗成为公司未来战略发展重中之重, 并先后通过收购久信医疗及小鹿暖暖将这一战略深入推进。
- **久信医疗为洁净手术室及数字化手术室建设龙头。** 1) 公司 2015 年完成收购久信医疗; 2) 久信医疗收入构成中手术室等洁净用房占比 83%, 数字化手术室占比 11%, 物流解决方案占 3%; 3) 久信医疗 2015-2017 年业绩承诺分别不低于 6000 万元、7200 万元、8640 万元, 达实智能传统业务 2014 年利润 1.12 亿元; 4) 目前为全国 350 多家医院建设了 5000 多间洁净手术室和重症监护室, 其中 70% 以上为三甲医院, 客户资源质量高, 品牌效应明显; 6) 达实智能和久信医疗同处智慧城市不同细分领域, 分别拥有医院客户资源, 各自在区域市场、业务模式、客户构成等方面具有优势, 双方整合后具有较好协同效应, 有利于提升公司利润水平。
- **智慧医疗产业链闭环布局初具雏形。** 1) 1600 万获得小鹿暖暖 40% 股权, 核心业务是打造区域性云医院, 基于云医院构建分级诊疗、健康管理、医药联动、体检合作、诊后随访、家庭医生等整个医疗生态体系; 2) 互联网云医院丰富了智慧医疗的内涵, 未来将成为公司既有业务延伸的有力抓手; 3) 子公司达实信息与支付宝就校园一卡通领域达成深度合作, 为后期支付宝与公司其他业务领域的战略合作做了良好示范, 是公司产业链闭环不可或缺部分。
- **第一期员工持股计划完成, 激发员工积极性。** 公司 12 月 22 日公告完成第一期 485 万股员工持股计划, 占总股本 0.76%, 成本价为 18.82 元, 当前价格具有较高安全边际。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.29 元、0.47 元、0.61 元, 对应市盈率为 58 倍、35 倍、27 倍。维持“增持”评级。
- **风险提示。** 收购整合进展或不及预期; 市场竞争或加剧; 政策风险; 收购企业业绩实现或不及预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1263.06	1955.84	2955.65	3725.66
增长率	24.82%	54.85%	51.12%	26.05%
归属母公司净利润(百万元)	112.17	184.23	302.74	390.01
增长率	36.30%	64.25%	64.33%	28.82%
每股收益 EPS(元)	0.17	0.29	0.47	0.61
净资产收益率 ROE	8.45%	7.48%	10.62%	12.13%
PE	94.97	57.82	35.19	27.31
PB	6.10	3.75	3.40	3.07

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: 021-68413530

邮箱: zhugg@swsc.com.cn

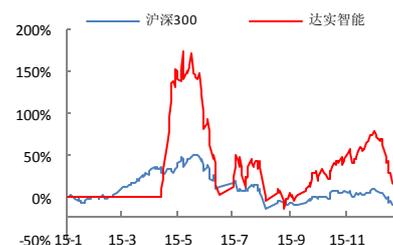
分析师: 施跃

执业证号: S1250515080001

电话: 021-68413878

邮箱: syue@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	6.42
流通 A 股(亿股)	4.55
52 周内股价区间(元)	11.66-37.53
总市值(亿元)	106.52
总资产(亿元)	29.61
每股净资产(元)	3.11

相关研究

1. 达实智能(002421): 深耕智慧医疗战略持续落地 (2015-12-24)
2. 达实智能(002421): 拟收购久信医疗, 加码智慧医疗 (2015-05-20)

目 录

1. 重新定位智慧城市运营商，聚焦智慧医疗	1
1.1 智慧医疗等三大模块是公司主要业务架构.....	1
1.2 智慧医疗从医院基本建设切入，结合互联网实现运营.....	1
2. 久信医疗专注洁净手术室及数字化手术室建设	2
2.1 久信医疗与达实智能具有较好的协同效应.....	2
2.2 洁净用房系统和数字化手术室为久信核心产品.....	3
2.3 积极布局医院信息化软件开发业务.....	5
3. 增资小鹿暖暖，互联网云医院丰富智慧医疗内涵	5
3.1 打造市级云医院，助力分级诊疗.....	5
3.2 互联网医疗生态系统.....	6
4. 盈利预测与投资建议	7

图 目 录

图 1: 达实智能业务架构.....	1
图 2: 公司智慧医疗架构.....	2
图 3: 达实智能与久信医疗业务范围.....	3
图 4: 久信医疗主营业务划分.....	3
图 5: 传统手术室.....	4
图 6: 数字化手术室.....	4
图 7: 区域医疗新服务体系.....	6
图 8: 公司智慧医疗产业布局规划.....	6

表 目 录

表 1: 久信医疗主营业务类型.....	4
表 2: 医院主要信息化产品市场覆盖和发展趋势情况.....	5
附表: 财务预测与估值.....	8

1. 重新定位智慧城市运营商，聚焦智慧医疗

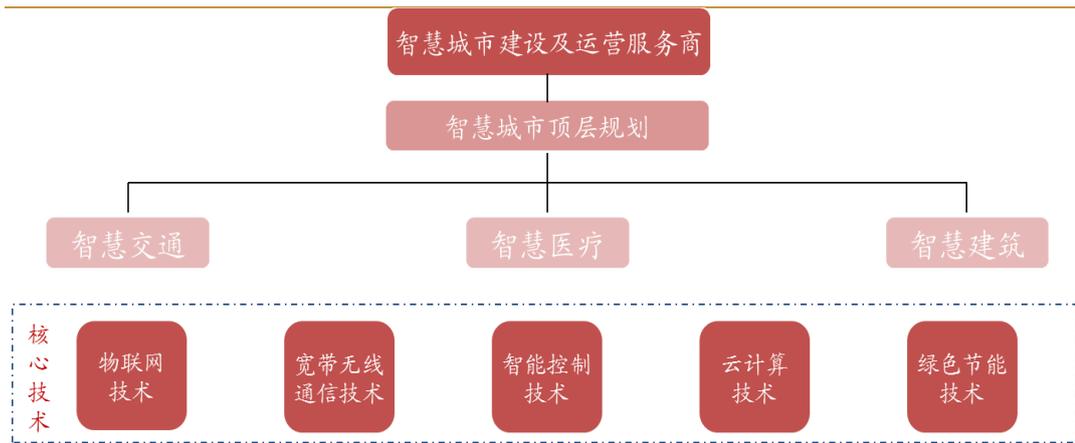
公司基于智慧城市建设及运营服务商定位，力求从传统投资驱动型的周期性业务向弱周期行业及领域布局，经过公司战略梳理，业务重点聚焦在智慧建筑、智慧交通、智慧医疗三大细分领域，通过不同周期特点的业务组合，使公司发展更为均衡。其中智慧医疗成为公司未来战略发展重中之重，并先后通过收购久信医疗及小鹿暖暖将这一战略深入推进。

1.1 智慧医疗等三大模块是公司主要业务架构

公司自 1995 年成立至 2000 年，主要提供楼宇自动化和工业自动化系统的设计、安装、技术咨询服务；2001-2004 年，公司楼宇自动化专项业务逐步发展成为建筑智能化工程总承包业务；2004 年开始主要从事建筑智能化及建筑节能服务。2013 年开始布局“智慧建筑、智慧交通、智慧医疗”等领域，积极开展智慧城市建设服务。

智慧医疗是公司最为看重的战略架构，公司一直致力于完善智慧医疗产业链，建立了显著的竞争优势。

图 1：达实智能业务架构

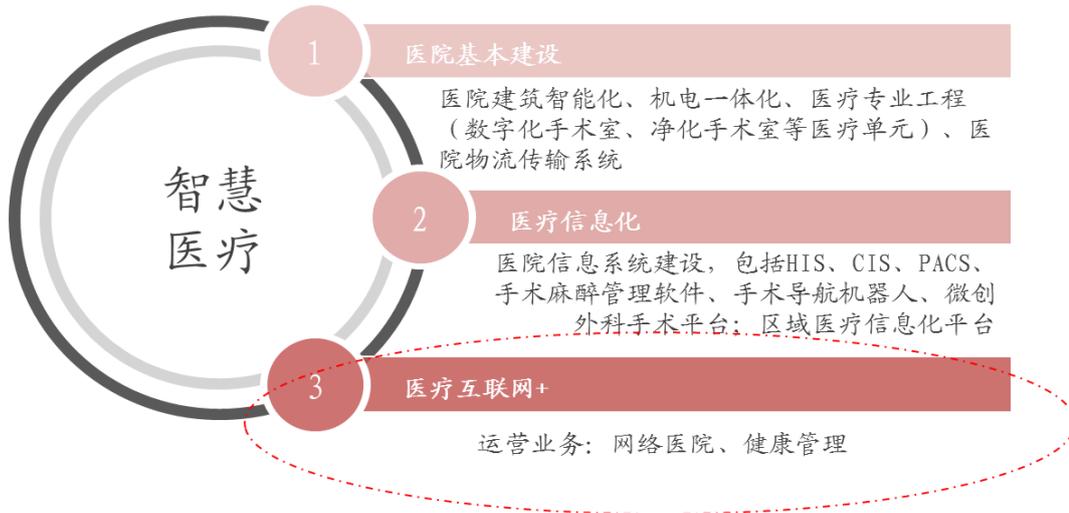


数据来源：公司调研，西南证券

1.2 智慧医疗从医院基本建设切入，结合互联网实现运营

公司智慧医疗内涵主要包括医院基本建设、医疗信息化及医疗互联网三大递进层次。公司传统业务中承接医院建筑智能化、机电一体化、医疗专业工程等硬件建设业务，随着合作的推进，进一步承接 HIS、LIS、PACS、手术麻醉管理软件等偏软件的高毛利率医疗信息化业务以及部分省市区域的医疗信息化平台业务，最后公司可以整合资源运营网络医院，实现区域人群的健康服务与管理。

图 2: 公司智慧医疗架构



数据来源：公司调研，西南证券

2. 久信医疗专注洁净手术室及数字化手术室建设

公司 2015 年以支付现金及发行股份方式购买久信医疗 100% 股权，交易对价 8.7 亿元。久信医疗核心产品为洁净手术室及数字化手术室，深耕医疗净化领域二十年，居行业领先地位。围绕核心产品提供医疗洁净用房、数字化手术平台、手术临床信息化软件等整体解决方案。目前为全国 350 多家医院建设了 5000 多间洁净手术室和重症监护室，其中 70% 以上为三甲医院，凝聚了一批高端客户资源，具有极高的品牌效应。

久信医疗 2014 年收入 4 亿元，归母净利润 3756 万元。收入构成中手术室等洁净用房占比 83%，数字化手术室占比 11%，医疗物流系统解决方案占比 3%。久信医疗 2015-2017 年业绩承诺分别不低于 6000 万元、7200 万元、8640 万元，将显著增厚公司业绩。

2.1 久信医疗与达实智能具有较好的协同效应

达实智能和久信医疗同处于智慧城市的不同细分领域，共同拥有医院客户资源，双方各自在区域市场、业务模式、客户构成等方面具有各自优势，双方现有业务具有较好的协同效应。

图 3: 达实智能与久信医疗业务范围

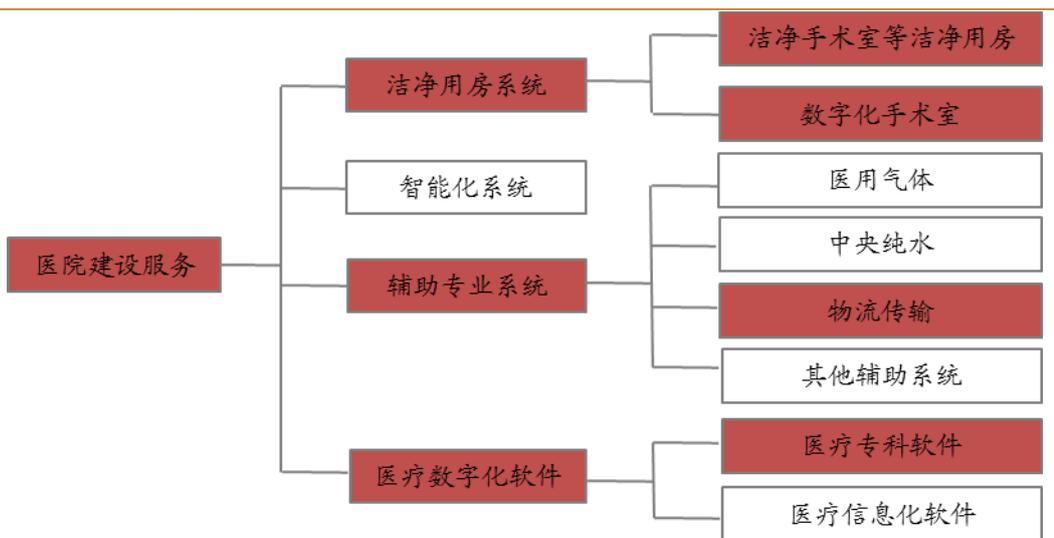


数据来源：公司调研，西南证券

2.2 洁净用房系统和数字化手术室为久信核心产品

久信医疗主要从事医院建设服务中的洁净用房系统、辅助专业系统和医疗数字化软件，具体细分主要为洁净手术室、数字化手术室、院内物流传输和医疗专科软件等。

图 4: 久信医疗主营业务划分



数据来源：公司公告，西南证券

久信最主要收入来源为医院洁净用房系统，医院洁净用房是指为医院建设提供以洁净手术室为核心的整体医疗流程方案设计、各功能系统方案设计、医疗设备制造及安装、施工调试后，使符合国家标准规范要求。

其中数字化手术室是在满足洁净手术室医用净化等功能基础上，通过物联网技术以及信息化和智能化手段将数字医疗软件向洁净手术室嵌入和附加，使洁净手术室在常规净化功能基础上实现手术室的设备集成化、流程规范化、记录数字化、控制智能化，并提供手术室内的 高清医学影像和信息系统数据的交互、整合、录像，为手术进程协调、手术规划分析和术中检查提供辅助服务，同时可实现术中远程会诊。我们认为未来可通过数字化手术室的现有系统可实现远程医疗和远程教育。

图 5: 传统手术室



数据来源: 久信医疗, 西南证券

图 6: 数字化手术室



数据来源: 久信医疗, 西南证券

久信医疗 2014 年收入构成中手术室等洁净用房占比 83%，数字化手术室占比 11%，物流解决方案占 3%。

表 1: 久信医疗主营业务类型

主营业务	具体业务	主要服务与用途
洁净用房解决方案	洁净手术部/手术室等洁净用房	为医院手术室等建设提供各功能系统(包括平面布局、净化、电气、医气等)方案设计、医疗设备制造及安装、施工、调试,使其各项目单元工作面的截面风速、速度不均匀度、新风量、严密性、静压差、温度、湿度、含尘浓度、细菌浓度等主要指标符合相应医疗净化规范要求。
	整体数字化手术部	在洁净手术部基础上,提供手术室整体数字化信息平台:包括数字诊断、数字化沟通、数字化整合、数字化记录、数字化管理。使专家教授医疗水平充分发挥,提高部门高效管理。
	数字化专科手术室	在洁净手术室基础上,将数字化手段与手术室环境、医疗设备进行系统集成,以各专科和术中大型诊疗设备为核心,提供手术室内高清医学影像和信息系统数据的交互、整合、录像功能,为手术进程协调、手术规划分析和术中检查提供辅助服务,同时可实现术中远程会诊和示教。
医疗物流解决方案	医用物流传输系统解决方案	为医院量身定制医用物流传输系统解决方案,包括从医院流程和传输量分析,到系统方案设计、建设施工和安装,及系统调试、运行维护等一体化服务。
医疗信息化软件开发	医疗专科软件开发	手术麻醉临床信息软件在整个围术期对病人进行全程跟踪与信息管理,自动集成病人 HIS 等系统信息,采集监护设备数据,为手术保驾护航。
		ICU 重症监护软件以病人信息采集、存储、展现、处理为重点,为临床医护人员和医疗科室医疗工作提供服务。

数据来源: 公开信息, 西南证券

2.3 积极布局医院信息化软件开发业务

此外，久信医疗积极布局医院信息化软件开发业务。2013年，久信医疗已经研发成功手术麻醉临床信息系统和ICU重症监护管理系统等市场潜力巨大的专科医疗信息化系统。2014年，久信医疗已建设完成第二军医大学附属东方肝胆医院、常州第一人民医院等样板工程，获得充分肯定，实现了在医院信息化领域的突破。

久信医疗聚焦于目前市场覆盖极低且竞争对手较弱的专科医疗信息化软件，以达到快速扩大市场占有率和提高产品利润率的目标。

从国内医院主要信息化软件产品的市场覆盖和发展趋势来看，专科医疗信息化领域具有较大的增长潜力。

表 2: 医院主要信息化产品市场覆盖和发展趋势情况

产品类别	目前医院覆盖率	增长潜力	竞争对手
ICU 重症管理信息系统	极低	高	弱
手术麻醉临床信息系统	低	中高	中
HIP (医院信息集成平台)	低	高	中
EMR (电子病历)	中	中高	较强
HIS (医院信息系统)	极高	低	强
LIS (实验室信息管理系统)	高	低	强
RIS/PACS (影像管理系统)	高	低	强

数据来源：公开信息，西南证券

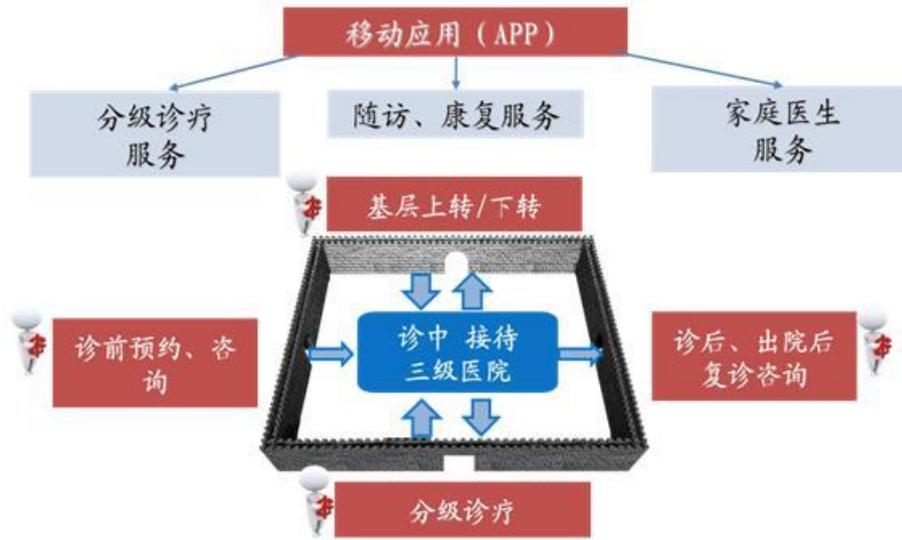
3. 增资小鹿暖暖，互联网云医院丰富智慧医疗内涵

公司 2015 年 7 月投资 1600 万元获得小鹿暖暖 40% 股权，其核心业务是打造区域性云医院，基于云医院构建分级诊疗、健康管理、医药联动、体检合作、诊后随访、家庭医生等整个医疗生态体系。互联网云医院丰富了智慧医疗的内涵，未来将成为公司既有业务延伸的有力抓手。

3.1 打造市级云医院，助力分级诊疗

公司致力于为客户提供互联网+医疗领域的信息化平台、产品开发及服务。主要业务为建设区域云医院，构建包含分级诊疗、慢病管理、医生集团、医药联动等在内的医疗生态体系。公司也在尝试组织医生专家团队，为分级诊疗实现做好基础的医生资源储备及平台搭建。

图 7: 区域医疗新服务体系

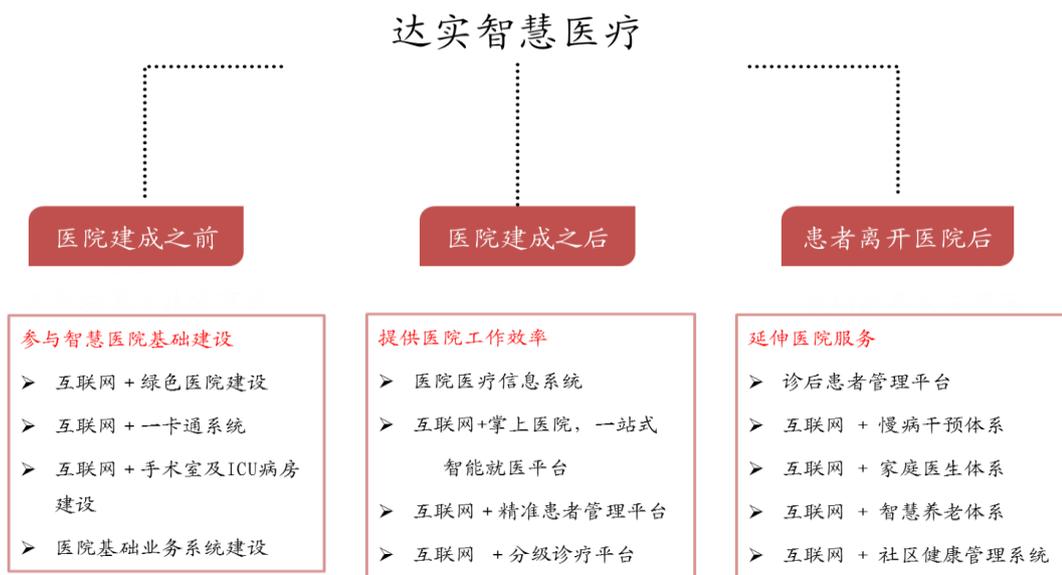


数据来源: 公司调研, 西南证券

3.2 互联网医疗生态系统

通过与小鹿的互联网技术创新与模式创新充分结合, 补充与夯实公司现有“智慧医疗”业务实力, 形成业务协同, 完善公司“智慧医疗”布局, 推动达实智能现有的“智慧医疗”业务向以互联网云医院为基础的互联网医疗生态系统深度延伸, 实现医院建成之前、医院建成之后以及患者离开医院后的业务全覆盖。

图 8: 公司智慧医疗产业布局规划



数据来源: 公司调研, 西南证券

4. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.29 元、0.47 元、0.61 元，对应当前市盈率为 58 倍、35 倍、27 倍。我们认为公司传统业务订单充足，智慧医疗新业务开展顺利，相对员工持股计划 18.82 元的成本价，当前价格具有较高安全边际，维持“增持”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1263.06	1955.84	2955.65	3725.66	净利润	147.74	212.82	332.43	421.29
营业成本	863.54	1344.88	2020.14	2541.42	折旧与摊销	32.08	16.34	18.62	19.40
营业税金及附加	35.87	55.55	83.95	105.82	财务费用	4.51	-1.80	-3.15	-2.25
销售费用	92.79	148.64	224.63	283.15	资产减值损失	10.28	8.36	8.54	8.79
管理费用	91.13	156.47	236.45	298.05	经营营运资本变动	-519.92	-446.13	-641.08	-521.06
财务费用	4.51	-1.80	-3.15	-2.25	其他	439.42	-8.36	-8.54	-8.79
资产减值损失	10.28	8.36	8.54	8.79	经营活动现金流净额	114.11	-218.77	-293.17	-82.62
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1.78	-55.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-668.52	42.54	1.35	0.40
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-670.30	-12.46	-8.65	-9.60
营业利润	164.93	243.73	385.08	490.68	短期借款	-23.00	-27.00	0.00	0.00
其他非经营损益	10.17	9.39	9.49	9.57	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	175.10	253.12	394.56	500.24	股权融资	752.54	912.44	0.00	0.00
所得税	27.36	40.29	62.13	78.96	支付股利	-20.88	-28.46	-46.74	-76.81
净利润	147.74	212.82	332.43	421.29	其他	91.24	-20.93	3.15	2.25
少数股东损益	35.57	28.59	29.69	31.28	筹资活动现金流净额	799.89	836.05	-43.60	-74.57
归属母公司股东净利润	112.17	184.23	302.74	390.01	现金流量净额	243.70	604.83	-345.42	-166.78
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	470.42	1075.25	729.83	563.05	成长能力				
应收和预付款项	773.51	1184.20	1802.49	2267.73	销售收入增长率	24.82%	54.85%	51.12%	26.05%
存货	253.56	353.96	520.99	685.03	营业利润增长率	39.31%	47.77%	57.99%	27.42%
其他流动资产	553.35	780.99	1180.22	1487.69	净利润增长率	37.83%	44.05%	56.20%	26.73%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	37.31%	28.16%	55.09%	26.78%
投资性房地产	129.99	136.44	135.09	134.69	获利能力				
固定资产和在建工程	102.63	136.07	129.23	121.60	毛利率	31.63%	31.24%	31.65%	31.79%
无形资产和开发支出	170.92	177.35	176.78	176.21	三费率	14.92%	15.51%	15.49%	15.54%
其他非流动资产	146.00	144.79	143.59	142.38	净利率	11.70%	10.88%	11.25%	11.31%
资产总计	2600.39	3989.04	4818.22	5578.39	ROE	8.45%	7.48%	10.62%	12.13%
短期借款	27.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.29%	5.68%	5.34%	6.90%
应付和预收款项	663.96	983.65	1496.44	1888.44	ROIC	15.99%	14.35%	15.60%	15.10%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.96%	13.21%	13.55%	13.63%
其他负债	161.98	161.14	191.84	215.54	营运能力				
负债合计	852.94	1144.80	1688.28	2103.98	总资产周转率	0.62	0.59	0.67	0.72
股本	255.80	642.48	642.48	642.48	固定资产周转率	13.75	17.82	24.06	32.25
资本公积	994.53	1520.29	1520.29	1520.29	应收账款周转率	2.18	2.43	2.40	2.22
留存收益	367.34	523.11	779.11	1092.30	存货周转率	3.91	4.43	4.62	4.21
归属母公司股东权益	1617.67	2685.88	2941.88	3255.07	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	90.43%	—	—	—
少数股东权益	129.78	158.37	188.06	219.34	资本结构				
股东权益合计	1747.45	2844.25	3129.94	3474.41	资产负债率	32.80%	28.70%	35.04%	37.72%
负债和股东权益合计	2600.39	3989.04	4818.22	5578.39	带息债务/总负债	3.17%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.72	3.25	2.67	2.50
					速动比率	2.39	2.91	2.34	2.15
					股利支付率	18.61%	15.45%	15.44%	19.70%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	201.52	258.27	400.55	507.83	每股收益	0.17	0.29	0.47	0.61
PE	94.97	57.82	35.19	27.31	每股净资产	2.72	4.43	4.87	5.41
PB	6.10	3.75	3.40	3.07	每股经营现金	0.18	-0.34	-0.46	-0.13
PS	8.43	5.45	3.60	2.86	每股股利	0.03	0.04	0.07	0.12
EV/EBITDA	16.36	34.98	23.43	18.81					
股息率	0.20%	0.27%	0.44%	0.72%					

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

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn