

医疗健康、智能电网双主业向好

- 事件:** 2015年公司实现营业收入2.71亿元,同比增长20.37%;归母净利润为7515万元,同比增长50.73%。
- 医疗健康、智能电网双主业驱动发展。**1)公司业绩增长主要系四季度新增合并全资子公司江苏世轩科技以及医疗健康业务营收增长明显;2)分业务来看,医疗健康实现收入6989万元,占比24%,毛利率61.49%。输配电相关业务实现收入2.01亿元,占比74%,毛利率60.77%;3)公司医疗健康业务贡献来自世轩科技、埃克森、大千生物,其中世轩科技是国内一流的医疗信息化解决方案提供商,拥有深厚的医疗系统资源,与埃克森和大千生物三方协同,显著提升公司在医疗健康领域的综合竞争力。
- 世轩科技定位医疗信息化整体解决方案提供商。**1)世轩科技承诺利润2015-2017年分别为4688万元、5859万元、7324万元;2)作为国内医疗信息化领域唯一一家院士工作站,核心能力主要体现在面向城市提供基于区域医疗卫生信息平台的整体解决方案、面向综合医院提供大型的数字化医院的整体解决方案、面向个人和家庭提供健康服务平台的建设和运营三个方面。
- 重点推进“1+6”战略,实现智慧医疗产业链延伸。**1)依托世轩现有医疗信息平台,延伸检验、心电、影像、医疗服务、养老、供应链等功能模块,实现智慧医疗产业链的延伸;2)区域影像、区域心电和区域临检中心等的建设,能有效整合有限的医疗资源,实现医院、医生、政府各主体的利益最大化,是医改推进的有益尝试,是未来发展趋势。
- 成立产业投资公司有利医疗健康和智能电网两大主业做大做强。**1)外延扩张一直是公司重要战略,近日成立中元汇作为公司对外投资的专业机构,负责公司直投与自身投资工作;2)中元汇的设立有利于创新业务模式,拓展公司业务领域和投资渠道;有利于改进公司投资决策机制、整合资源、提高增值服务能力;有利于更大程度的提高资金使用效率,增强抗风险能力。
- 盈利预测与投资建议。**我们预测公司2016-2018年EPS分别为0.56元、0.67元、0.82元,对应市盈率为46倍、38倍、31倍。我们认为公司产品线齐全,未来在健康管理平台、养老服务、互联网医疗、医疗大数据等领域布局预期较强,产业链将不断完善,公司具备较高的成长潜力,维持“买入”评级。
- 风险提示:**收购项目业绩实现或不及预期;整合或慢于预期;市场竞争或加剧。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	270.96	527.62	628.88	756.15
增长率	20.37%	94.72%	19.19%	20.24%
归属母公司净利润(百万元)	75.15	134.08	162.13	196.93
增长率	50.73%	78.41%	20.92%	21.47%
每股收益EPS(元)	0.31	0.56	0.67	0.82
净资产收益率ROE	5.36%	8.85%	9.63%	10.47%
PE	82	46	38	31
PB	4.49	4.09	3.70	3.31

数据来源: Wind, 西南证券

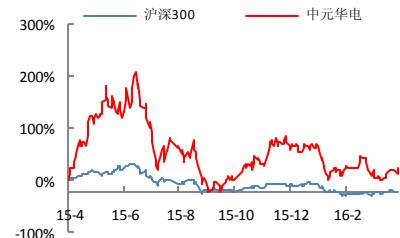
请务必阅读正文后的重要声明部分

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)	2.4
流通A股(亿股)	1.35
52周内股价区间(元)	16.19-69
总市值(亿元)	61.91
总资产(亿元)	8.80
每股净资产(元)	4.00

相关研究

- 中元华电(300018): 收购世轩科技, 战略布局智慧医疗 (2015-04-15)

盈利预测与估值

根据对公司基本面分析，我们认为公司各项业务进展顺利，对 2016-2018 年公司主营业务的预测如下：

- (1) 预计公司电力故障录波、时间同步装置等传统业务平稳增长，年复合增长率能够大致维持往年增速水平并略有提升；
- (2) 预计未来医疗健康业务收入快速增长；
- (3) 预计各分项业务毛利率能够基本维持当前水平。

表 1：公司业务分拆收入预测（百万元）

	2015A	2016E	2017E	2018E
总计				
营业收入	270.96	527.62	628.88	756.15
YoY	20.37%	94.72%	19.19%	20.24%
营业成本	110.56	183.26	211.49	250.29
毛利率	59.20%	65.27%	66.37%	66.90%
电力故障录波分析装置				
收入	109.12	118.94	130.83	143.92
yoY		9.00%	10.00%	10.00%
成本		47.58	52.33	57.57
毛利率		60.00%	60.00%	60.00%
时间同步系统装置				
收入	30.71	32.25	37.08	42.64
yoY		5.00%	15.00%	15.00%
成本		13.54	15.57	17.91
毛利率		58.00%	58.00%	58.00%
变电站综合自动化系统				
收入	15.48	17.03	18.73	20.60
yoY		10.00%	10.00%	10.00%
成本		13.28	14.61	16.07
毛利率		22.00%	22.00%	22.00%
配网自动化设备				
收入	2.82	2.88	3.16	3.48
yoY		2.00%	10.00%	10.00%
成本		2.44	2.69	2.96
毛利率		15.00%	15.00%	15.00%
其他				
收入	43.05	43.91	48.30	53.13
yoY		2.00%	10.00%	10.00%

	2015A	2016E	2017E	2018E
成本		18.88	20.77	22.85
毛利率		57.00%	57.00%	57.00%
医疗健康				
收入	69.78	312.61	390.77	492.37
yoy			25.00%	26.00%
成本		87.53	105.51	132.94
毛利率		72.00%	73.00%	73.00%

数据来源: Wind, 西南证券

综上所述, 由于医疗健康业务的江苏世轩科技 2016 年开始全年并表, 我们预计公司 2016-2018 年的公司营业收入增速分别为 94.72%、19.19% 和 20.24%。预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.56 元、0.67 元、0.82 元, 对应市盈率为 46 倍、38 倍、31 倍。维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	270.96	527.62	628.88	756.15	净利润	73.93	133.98	161.25	195.81
营业成本	105.79	183.26	211.49	250.29	折旧与摊销	9.34	10.17	10.17	10.17
营业税金及附加	3.38	6.84	8.11	9.71	财务费用	-14.64	-1.53	-1.63	-1.90
销售费用	30.56	64.11	75.76	90.39	资产减值损失	-1.97	0.00	0.00	0.00
管理费用	70.34	125.84	153.39	185.05	经营营运资本变动	-119.93	-170.05	-96.21	-116.03
财务费用	-14.64	-1.53	-1.63	-1.90	其他	154.86	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-1.97	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	101.58	-27.43	73.58	88.05
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-489.65	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	392.46	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	-97.19	0.00	0.00	0.00
营业利润	77.49	149.09	181.78	222.61	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	10.80	9.24	9.46	9.61	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	88.30	158.33	191.24	232.22	股权融资	517.00	0.00	0.00	0.00
所得税	14.37	24.35	29.99	36.41	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	73.93	133.98	161.25	195.81	其他	-530.00	1.53	1.63	1.90
少数股东损益	-1.22	-0.10	-0.88	-1.12	筹资活动现金流净额	-13.00	1.53	1.63	1.90
归属母公司股东净利润	75.15	134.08	162.13	196.93	现金流量净额	-8.61	-25.90	75.21	89.95
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E					
货币资金	494.52	468.62	543.83	633.77	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
应收和预付款项	311.91	491.99	608.03	744.77	成长能力				
存货	63.55	110.09	127.04	150.36	销售收入增长率	20.37%	94.72%	19.19%	20.24%
其他流动资产	2.28	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	50.05%	92.39%	21.92%	22.46%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	47.88%	81.23%	20.35%	21.43%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	68.35%	118.50%	20.66%	21.31%
固定资产和在建工程	104.62	99.64	94.66	89.68	获利能力				
无形资产和开发支出	533.79	528.88	523.97	519.05	毛利率	60.96%	65.27%	66.37%	66.90%
其他非流动资产	12.04	11.76	11.49	11.21	三费率	31.84%	35.71%	36.18%	36.17%
资产总计	1522.71	1710.98	1909.02	2148.85	净利率	27.28%	25.39%	25.64%	25.90%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROE	5.36%	8.85%	9.63%	10.47%
应付和预收款项	112.61	164.17	199.04	241.26	ROA	4.86%	7.83%	8.45%	9.11%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	8.83%	12.54%	13.36%	14.96%
其他负债	30.92	33.64	35.56	37.36	EBITDA/销售收入	26.64%	29.89%	30.26%	30.53%
负债合计	143.52	197.81	234.60	278.62	营运能力				
股本	240.42	240.42	240.42	240.42	总资产周转率	0.23	0.33	0.35	0.37
资本公积	839.36	839.36	839.36	839.36	固定资产周转率	4.76	9.21	12.02	15.98
留存收益	259.95	394.03	556.16	753.09	应收账款周转率	1.25	1.43	1.25	1.22
归属母公司股东权益	1339.72	1473.80	1635.93	1832.86	存货周转率	1.68	2.11	1.78	1.80
少数股东权益	39.47	39.37	38.49	37.37	销售商品提供劳务现金营业收入	113.66%	—	—	—
股东权益合计	1379.19	1513.17	1674.42	1870.23	资本结构				
负债和股东权益合计	1522.71	1710.98	1909.02	2148.85	资产负债率	9.43%	11.56%	12.29%	12.97%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EBITDA	72.19	157.73	190.32	230.88	流动比率	7.38	6.21	6.11	6.04
PE	82.37	46.17	38.18	31.44	速动比率	6.84	5.57	5.50	5.44
PB	4.49	4.09	3.70	3.31	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PS	22.85	11.73	9.84	8.19	每股指标				
EV/EBITDA	78.78	36.22	29.62	24.03	每股收益	0.31	0.56	0.67	0.82
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股净资产	5.74	6.29	6.96	7.78
					每股经营现金	0.42	-0.11	0.31	0.37
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

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

地址：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

地址：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

地址：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

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

zhy@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

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