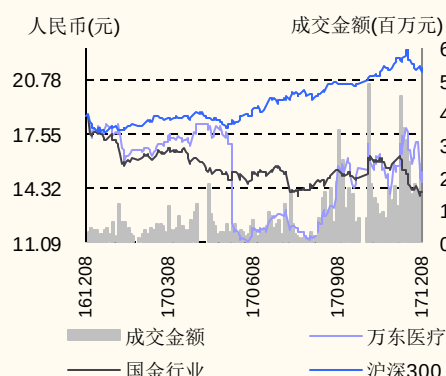


市场价格 (人民币): 15.30 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	484.85
总市值(百万元)	8,274.49
年内股价最高最低(元)	18.63/11.09
沪深 300 指数	4003.38
上证指数	3289.99



融合各方资源，打造国内影像设备平台企业

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.186	0.185	0.189	0.252	0.288
每股净资产(元)	3.23	4.64	4.50	4.46	4.46
每股经营性现金流(元)	-0.07	0.26	1.18	0.45	0.53
市盈率(倍)	227.31	97.84	77.66	58.27	51.08
行业优化市盈率(倍)	29.20	29.20	29.20	29.20	29.20
净利润增长率(%)	56.85%	77.54%	43.08%	33.27%	14.09%
净资产收益率(%)	5.77%	3.99%	5.88%	7.92%	9.03%
总股本(百万股)	216.45	386.30	540.82	540.82	540.82

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- **事件一：万东医疗参与投资并购基金上海陆自企业管理咨询中心**
- 万东医疗、鱼跃科技、天亿集团、云锋麒晖、上海自贸区三期基金、康达医疗、信达华建作为有限合伙人，上海自贸区基金管理公司作为普通合伙人、基金管理人，于 2017 年 12 月 6 日签署了《上海陆自企业管理咨询中心（有限合伙）合伙协议》，共同投资上海陆自企业管理咨询中心。其中，万东医疗、鱼跃科技、天亿集团分别出资人民币 2.8 亿、2.66 亿、2.5 亿，认缴出资比例分别为 18%、17%、16%。
- 鱼跃科技为公司控股股东，天亿集团为公司持股 5%以上股东俞熔控制且担任董事的企业，鱼跃科技与天亿集团为公司关联方。
- **事件二：上海陆自企业管理咨询中心拟收购意大利百胜医疗集团（Esaote S.p.A.）**
- 并购基金将以 2.48 亿欧元向转让方购买最终标的企业除库存股以外的全部股权，且最终交易对价将根据最终标的企业经审计的 2017 年 12 月 31 日财务报表进行相应调整。
- Esaote 成立于 1982 年，总部位于热那亚。是全球领先的 MRI 企业，也是全球第六大超声企业，在国际医疗影像领域享有盛誉。其 2016 年实现 2.7 亿欧元收入、520 万欧元净利润；4.7 亿欧元资产、2.8 亿欧元负债。

点评

- **1. 公司有望补充产品线，打造国内一流影像设备平台：**
- 近年来，万东医疗通过自主研发，影像产品渐成梯队，超导核磁、CT 相继上市。随着超导核磁和 CT 相继上市，公司在 X 射线和磁共振领域产品渐成梯队，DR、MRI、CT、DSA、高频数字胃肠诊断系统、数字平板乳腺系统等产品线日渐丰富。
- 公司参与此次并购基金拟收购 Esaote，具备了进行更多合作方式的可能。通过合作业务带来的协同效应，万东医疗有望借助国际领先超声市场的经验和支持，补齐产品短板，打造一流影像设备平台企业。
- **2. 融合各方资源，利用资本市场获得跨越式发展：**
- 此次并购基金的成立，汇聚了鱼跃科技、天亿集团、云锋麒晖、上海自贸区三期基金、康达医疗、信达华建等国内资本市场顶尖企业加盟，融合各方资源，助力万东发展。

孙笑悦 分析师 SAC 执业编号：S1130517050002
(8621)60230233
sunxy@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

- **3. 继续打造远程读片系统，致力于解决当前国内阅片资源痛点：**
- 依托阿里健康、鱼跃集团和万东医疗的平台优势，“万里云”构建医学影像大数据平台，提供远程医学影像服务以及影像云技术服务，提供面向患者、医院、医生的全方位影像服务，包括影像云端存储、诊断、分享、质控、培训和大数据服务等，二级及以下的医疗机构是主要客户群，平台发展迅速。
- **4. 布局人工智能，提高读片效率、积累大数据：**
- 2017 年 5 月 15 日，万里云与阿里健康合力打造的人工智能精准医疗平台——“i 影像”发布，平台内已上线肺部 DR 筛查和 CT 检测功能，未来“i 影像”平台将持续在知识图谱，自然语言处理等技术上进行深入研究，实现对病例文本、影像症状等诊断判据的自动识别和提取，利用知识推理系统达到辅助医生诊断的目的；2017 年 7 月，阿里健康携手万里云发布“Doctor You”AI 系统，包括临床医学科研诊断平台、医疗辅助检测引擎、医师能力培训系统等。

盈利预测

- 我们预计公司 2016~2017 年将实现归属母公司净利润 1.02 亿、1.36 亿、1.56 亿。
- 公司详细情况详见 9 月份公司深度报告《万东医疗：影像产品渐成梯队，远程阅片发展迅速》。

投资建议

- 维持“增持”评级。

风险提示

- 海外收购交易过程与结果的不确定性；
- 老产品 DR 未来招标降价等政策风险；自主研发新产品 CT、核磁市场推广进度的不确定性；
- 公司经营管理层面，各战略股东对公司发展战略达成共识的不确定性。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	740	818	813	903	1,039	1,208
增长率		10.6%	-0.6%	11.0%	15.1%	16.2%
主营业务成本	-519	-546	-493	-514	-576	-662
%销售收入	70.1%	66.7%	60.6%	56.9%	55.4%	54.8%
毛利	221	272	321	389	463	546
%销售收入	29.9%	33.3%	39.4%	43.1%	44.6%	45.2%
营业税金及附加	-6	-7	-10	-11	-13	-15
%销售收入	0.8%	0.8%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-121	-119	-147	-176	-193	-223
%销售收入	16.3%	14.5%	18.1%	19.5%	18.6%	18.5%
管理费用	-99	-122	-125	-149	-166	-193
%销售收入	13.4%	14.9%	15.4%	16.5%	16.0%	16.0%
息税前利润 (EBIT)	-5	24	39	53	91	114
%销售收入	n.a	3.0%	4.8%	5.9%	8.8%	9.5%
财务费用	-1	-3	19	20	24	26
%销售收入	0.1%	0.3%	-2.3%	-2.2%	-2.4%	-2.1%
资产减值损失	-7	-5	-21	-2	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-4	12	15	15	15
%税前利润	n.a	n.a	14.5%	12.7%	9.2%	8.0%
营业利润	-13	13	49	86	130	155
营业利润率	n.a	1.6%	6.0%	9.5%	12.5%	12.8%
营业外收支	40	37	32	32	32	32
税前利润	28	50	81	118	162	187
利润率	3.7%	6.1%	10.0%	13.1%	15.6%	15.5%
所得税	-2	-7	-13	-18	-24	-28
所得税率	7.7%	14.5%	15.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	25	43	68	100	138	159
少数股东损益	0	2	-3	-2	2	3
归属于母公司的净利润	26	40	72	102	136	156
净利率	3.5%	4.9%	8.8%	11.3%	13.1%	12.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	25	43	68	100	138	159
少数股东损益	0	2	-3	-2	2	3
非现金支出	24	29	52	27	26	27
非经营收益	7	17	-12	-40	-47	-47
营运资金变动	-22	-105	-7	368	56	66
经营活动现金净流	34	-16	101	455	173	205
资本开支	-75	-133	-14	161	-77	98
投资	0	0	-243	-1	0	0
其他	0	0	-1	15	15	15
投资活动现金净流	-75	-133	-258	175	-62	113
股权募资	3	0	1,094	0	0	0
债权募资	59	39	-220	-10	0	1
其他	-14	11	-61	-155	-155	-155
筹资活动现金净流	49	50	813	-165	-155	-154
现金净流量	8	-98	656	465	-43	165

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	193	102	751	1,216	1,173	1,337
应收账款	229	222	189	219	252	293
存货	192	182	135	165	185	213
其他流动资产	131	201	478	82	17	19
流动资产	744	707	1,552	1,683	1,627	1,862
%总资产	60.7%	53.1%	70.4%	77.4%	73.9%	79.5%
长期投资	111	142	172	173	172	172
固定资产	222	214	212	209	292	198
%总资产	18.1%	16.1%	9.6%	9.6%	13.3%	8.4%
无形资产	83	93	85	88	90	91
非流动资产	482	624	651	491	574	481
%总资产	39.3%	46.9%	29.6%	22.6%	26.1%	20.5%
资产总计	1,227	1,330	2,203	2,174	2,201	2,344
短期借款	180	220	0	0	0	0
应付款项	290	314	261	292	328	378
其他流动负债	40	43	47	52	59	146
流动负债	509	577	309	343	387	524
长期贷款	4	4	4	4	4	5
其他长期负债	35	38	33	23	23	23
负债	549	619	346	370	414	553
普通股股东权益	668	699	1,792	1,740	1,722	1,723
少数股东权益	11	13	65	63	65	68
负债股东权益合计	1,227	1,330	2,203	2,174	2,201	2,344

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.119	0.186	0.185	0.189	0.252	0.288
每股净资产	3.085	3.227	4.639	4.504	4.458	4.460
每股经营现金净流	0.158	-0.073	0.262	1.179	0.449	0.532
每股股利	0.100	0.000	0.400	0.400	0.400	0.400
回报率						
净资产收益率	3.85%	5.77%	3.99%	5.88%	7.92%	9.03%
总资产收益率	2.09%	3.03%	3.25%	4.71%	6.20%	6.64%
投入资本收益率	-0.53%	2.23%	1.77%	2.49%	4.33%	5.41%
增长率						
主营业务收入增长率	-3.24%	10.59%	-0.59%	11.00%	15.10%	16.20%
EBIT增长率	N/A	-593.23%	59.94%	36.21%	71.92%	25.47%
净利润增长率	-41.10%	56.85%	77.54%	43.08%	33.27%	14.09%
总资产增长率	7.33%	8.43%	65.61%	-1.33%	1.26%	6.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	104.2	88.1	79.6	79.6	79.6	79.6
存货周转天数	142.4	125.0	117.5	117.5	117.5	117.5
应付账款周转天数	133.9	124.3	121.1	121.1	121.1	121.1
固定资产周转天数	109.7	94.8	95.0	82.9	69.5	57.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-1.25%	17.19%	-40.18%	-67.19%	-65.39%	-74.37%
EBIT利息保障倍数	-5.2	9.2	-2.1	-2.6	-3.7	-4.5
资产负债率	44.71%	46.54%	15.68%	17.04%	18.82%	23.58%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
	1	1	2	2	4
	1	2	3	5	7
	0	0	1	1	1
	0	0	0	0	0
	1.50	1.67	1.83	1.88	1.75

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-04-15	增持	29.72	28.00~35.00
2	2017-09-14	增持	15.39	17.00~17.00

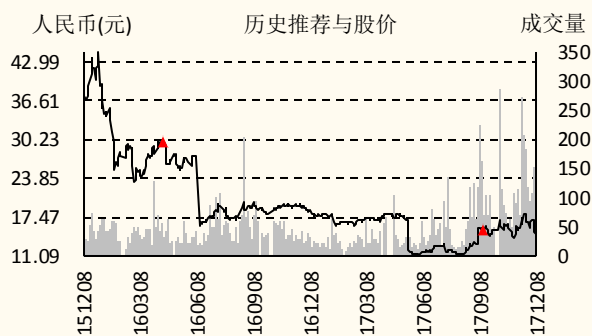
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH