

华润万东 (600055)

增持 (维持)

过渡期业绩表现较弱，所有权变更后改善空间大

市场数据

报告日期	2014-10-27
收盘价(元)	20.19
总股本(百万股)	216.45
流通股本(百万股)	216.45
总市值(百万元)	4370.13
流通市值(百万元)	4370.13
净资产(百万元)	640.2
总资产(百万元)	1167.35
每股净资产	2.96

相关报告

《主业平稳，中长期看整合》
2012-03-10
《华润正式入主，资产注入成定局》2011-09-06
《平稳增长，静待整合》
2011-08-18

分析师：

李鸣

liming@xyzq.com.cn
S0190514070010

项军

xiangjun@xyzq.com.cn
S0190512040001

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	765	765	896	1154
同比增长(%)	5.1%	0.0%	17.2%	28.8%
净利润(百万元)	44	38	53	66
同比增长(%)	27.1%	-11.8%	37.8%	24.8%
毛利率(%)	33.2%	34.0%	34.7%	34.8%
净利率(%)	5.7%	5.0%	5.9%	5.7%
净资产收益率(%)	6.6%	5.5%	7.1%	8.1%
每股收益(元)	0.20	0.18	0.24	0.31
每股经营现金流(元)	0.10	0.09	0.14	0.11

投资要点

事件：

近日，华润万东公布了2014年三季报，报告期内公司实现销售收入4.43亿元，同比下降9.52%，归属上市公司股东净利润1398万元，同比下降24.51%，EPS0.086元。

点评：

● **多重因素影响公司经营，过渡期业绩表现较弱：**公司前三季度收入下滑9.52%，净利润下滑24.51%，其中母公司实现营业收入3.95亿元，同比下滑5.45%，实现净利润4173万元，同比下滑11.62%。我们认为公司筹划和实施所有权转让时间较长，虽然市场经营仍然正常开展，但在经营管理方面不可避免的会受到相关事项的影响，目前还处于过渡期中，进而对经营业绩产生不良影响。另一方面，受到国家政府采购节奏的影响，目前基层医疗机构低端影像设备的采购已经基本完成，进而导致公司全资子公司华润医疗器械的经营状况较差，上半年亏损604万元，对公司整体业绩产生了一定拖累。此外，公司此前的销售考核机制限于体制原因，更多地考核销量指标，产品定价、营销模式、竞争策略等方面在目前国内的医疗设备采购销售环境中处于不利局面，在一定程度上影响了原有产品的销售以及新上市产品的放量。

● **政策利好国产器械，公司有望受益：**今年以来，国家相关政策对医疗器械国产化的推动意图十分明显。近期，国家卫计委和工信部联合召开推进国

请阅读最后一页信息披露和重要声明

产医疗设备发展应用会议。国家卫计委主任李斌称，将重点推动三甲医院应用国产医疗设备。工信部部长也表示，为推动国产医疗设备产业发展，将建立主动使用国产医疗设备激励机制。此前在5月底，习近平考察上海联影医疗科技公司时表示“现在一些高端医疗设备基层买不起、老百姓用不起，要加快高端医疗设备国产化进程，降低成本，推动民族品牌企业不断发展”，而后卫计委启动了优秀国产医疗设备遴选工作，第一批设备为数字化X光机、彩超、全自动生化分析仪三种，下半年将继续遴选其他类型的设备。实际上，早在2006年中国医学装备协会就开始了对于国产优秀设备的遴选工作，但其遴选结果由于缺少政策的支持，长期以来市场影响力有限。而随着具体政策的逐步落地，未来国内医院对于国产设备采购的态度有望逐步转变。作为数字化X光机的国内领先企业，公司现有及在研产品有望受益于政策环境的改善。

- **产品结构不断丰富，进口替代空间较大：**公司目前的产品主要分为两个大类，一类是核磁共振成像设备（MRI），包括永磁型和超导性两类；第二类是射线类产品，包括血管造影介入治疗系统、数字化X光机、数字胃肠镜等。在MRI方面，过去公司销售主要以低端的永磁型为主，而自去年公司的超导型1.5T产皮获批上市后销售已经取得了突破，未来新产品有望带动MRI系列产品实现较快增长。射线类产品方面，公司的新产品数字化乳腺X光机已经上市，将有望与平板DR一起拉动公司整体销售的快速恢复。从行业来看，目前相关设备外资企业占有绝对领先优势，其中数字化X光机外资企业占有85%以上的市场份额，MRI领域的情况也类似，未来随着国产设备在技术水平、产品设计、配套服务等方面的进步，行业进口替代空间巨大。在产品线方面，子公司华润上械所拥有的车载式和移动式X光机也是未来公司射线类产品重要的发展方向。而在经营转变相关运作完成后，我们预计公司也会积极寻求通过外延式收购的方式进一步完善产品结构。
- **所有制属性变更，公司经营面临新时代：**前期，北药集团与鱼跃科技发展有限公司签署了《关于转让华润万东医疗装备股份有限公司股份之股份转让协议》，华润医药投资有限公司与鱼跃科技签署了《上海市产权交易合同》，鱼跃科技将作为受让方上述华润集团拟转让的医疗器械相关资产。交易完成后，华润万东的控股股东将变更为鱼跃科技，所有制属性将由国有企业转为民营企业。同时，由于实际控制人控制的上市公司鱼跃医疗也涉及医学影像业务的经营，为解决二者之间未来可能存在的同业竞争问题，拟将鱼跃医疗涉及医学影像诊断设备的资产、人员、合同等转让予万东，实现两家企业影像业务的合并。目前本次股份转让尚需经国务院国有资产监督管理委员会等国有资产主管部门的批准及商务部的反垄断审查。从整体盈利水平来看，此前受到产品结构及体制等因素的影响，公司近年来的净利润率始终维持在5%-7%，显著低于行业水平。我们认为，随着所有制属性的变化，公司经营会更加灵活，进而在内部的激励机制以及外延式的并购扩张方面有所体现，通过核心管理人员的合理安排、内部激励机制的理顺、产品定价营销理念的转变、外延式并购的逐步展开，再结合公司积极的成本控制手段（如精简人

员、生产外包等方式），公司的经营效率具有一定的提升空间，一系列变化之下公司经营有望迎来拐点，进而开启成长新纪元。

- **财务指标整体正常：**报告期内，公司各项财务指标整体正常，期末应收账款 2.11 亿元，同比下降 15.88%，主要受到公司销售整体下滑的影响。当期经营性净现金流为 -6001 万元，基本符合公司现金流的季度属性，且较去年同期有所改善（去年同期经营性净现金流为 -9076 万元）。在费用方面，公司当期发生销售费用 7816 万元，同比下降 8.01%，对应费用率 17.63%，同比上升 0.29 个百分点；发生管理费用 7279 万元，同比下降 8.78%，对应费用率 16.42%，同比上升 0.73 个百分点，考虑到公司销售收入下滑的情况，整体费用率控制正常。
- **盈利预测：**整体上，我们认为公司在所有制变更后激励机制有望逐步理顺，外延式扩张的体制限制也已经消除，在成本控制营销理念等方面的挖潜也有望带动公司经营逐步恢复。虽然企业的内部整合需要一定的过程，但鉴于公司此前受体制影响经营效率低下，在国家鼓励国产医疗设备的相关政策背景以及公司自身的多重变革之下，经营效率仍有较大的改善空间。我们给与公司 2014-2016 年 EPS 为 0.18、0.24、0.30，对应估值为 112、86、67 倍，虽然公司目前估值较高，今年经营业绩整体不佳，但未来在内部管理改善、激励机制改革、外延式扩张等方面的动作值得期待，公司经营有望迎来拐点，我们给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**股权转让实施进度低于预期，业绩改善低于预期，内部整合外延拓展低于预期

表、公司分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

报告期	13-4Q	14-1Q	14-2Q	14-3Q	QOQ	2012	2013	YOY
营业收入	275	87	218	138	-36.5%	728	765	5.1%
营业成本	207	55	144	84	-41.6%	496	511	3.0%
毛利	68	32	74	54	-26.7%	232	254	9.5%
销售费用	33	26	27	26	-3.6%	93	118	26.0%
管理费用	18	28	21	24	12.4%	86	98	13.2%
财务费用	-3	1	1	2	21.3%	9	2	-82.2%
资产减值	7	0	-1	0	-100.0%	5	8	57.7%
公允价值	0	0	0	0		0	0	
投资收益	-1	-0	0	0	-70.0%	-0	-3	5461.0%
营业利润	11	-24	24	2	-90.3%	35	19	-45.5%
利润总额	25	-16	25	3	-87.1%	41	45	9.8%
净利润	25	-15	26	3	-88.0%	34	44	27.1%
EPS	0.116	-0.068	0.118	0.014	-88.0%	0.159	0.202	27.1%
销售费用率	11.9%	29.7%	12.2%	18.6%	6.3%	12.8%	15.4%	2.6%
管理费用率	6.5%	32.4%	9.6%	17.1%	7.4%	11.9%	12.8%	0.9%
财务费用率	-1.2%	1.5%	0.6%	1.1%	0.5%	1.2%	0.2%	-1.0%
所得税率	-2.5%	0.0%	0.3%	11.7%	11.4%	13.4%	1.1%	-12.4%
毛利率	24.8%	37.1%	34.0%	39.2%	5.3%	31.8%	33.2%	1.3%
净利润率	9.1%	-16.9%	11.7%	2.2%	-9.5%	4.7%	5.7%	1.0%

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	766	861	970	1210
货币资金	189	229	269	346
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	215	308	327	400
其他应收款	14	17	19	27
存货	212	210	243	313
非流动资产	377	373	353	341
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	16	18	17	17
投资性房地产	2	0	0	0
固定资产	214	201	187	173
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	7	11	14	14
资产总计	1143	1234	1323	1551
流动负债	446	510	544	704
短期借款	120	128	153	215
应付票据	0	0	0	0
应付账款	185	214	237	309
其他	141	167	154	179
非流动负债	23	21	21	21
长期借款	4	4	4	4
其他	19	17	17	17
负债合计	469	531	565	725
股本	216	216	216	216
资本公积	113	113	113	113
未分配利润	260	285	335	397
少数股东权益	8	10	12	14
股东权益合计	674	703	758	826
负债及权益合计	1143	1234	1323	1551

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	44	38	53	66
折旧和摊销	21	16	16	16
资产减值准备	24	-16	4	-2
无形资产摊销	3	3	3	3
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	2	3	4	5
投资损失	3	0	0	0
少数股东损益	1	1	2	2
营运资金的变动	0	14	56	62
经营活动产生现金流量	84	19	30	25
投资活动产生现金流量	-84	33	-13	-5
融资活动产生现金流量	-49	-12	21	57
现金净变动	-49	40	39	77
现金的期初余额	257	189	229	269
现金的期末余额	208	229	269	346

利润表

单位:百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	765	765	896	1154
营业成本	511	504	585	752
营业税金及附加	7	6	7	9
销售费用	118	119	134	173
管理费用	98	98	114	147
财务费用	2	3	4	5
资产减值损失	8	7	6	7
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-3	0	0	0
营业利润	19	28	45	61
营业外收入	26	22	22	22
营业外支出	0	3	3	3
利润总额	45	47	64	80
所得税	0	7	10	12
净利润	45	40	55	68
少数股东损益	1	1	2	2
归属母公司净利润	44	38	53	66
EPS(元)	0.20	0.18	0.24	0.31

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性(%)				
营业收入增长率	5.1%	0.0%	17.2%	28.8%
营业利润增长率	-45.5%	46.3%	63.1%	35.4%
净利润增长率	27.1%	-11.8%	37.8%	24.8%
盈利能力(%)				
毛利率	33.2%	34.0%	34.7%	34.8%
净利率	5.7%	5.0%	5.9%	5.7%
ROE	6.6%	5.5%	7.1%	8.1%

偿债能力(%)

资产负债率	41.0%	43.0%	42.7%	46.7%
流动比率	1.72	1.69	1.78	1.72
速动比率	1.24	1.28	1.33	1.27

营运能力(次)

资产周转率	0.64	0.64	0.70	0.80
应收帐款周转率	2.66	2.53	2.52	2.86

每股资料(元)

每股收益	0.20	0.18	0.24	0.31
每股经营现金	0.10	0.09	0.14	0.11
每股净资产	3.07	3.20	3.45	3.75

估值比率(倍)

PE	100.18	113.61	82.44	66.05
PB	6.57	6.30	5.86	5.38

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135）					传真：021-38565955
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址：北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609（100033）					传真：010-66290200
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址：福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701（518035）					传真：0755-23826017
海外销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135）					传真：021-38565955
私募销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址：上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层（200135）					传真：021-38565955

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。