

延华智能 (002178.SZ) 其他通信设备行业

评级: 买入 上调评级

公司点评

刘晨辰
联系人
(8621)61356502
liuchenchen@gjzq.com.cn

孙鹏
分析师 SAC 执业编号: S1130513090001
(8621)60230248
sunp@gjzq.com.cn

贺国文
分析师 SAC 执业编号: S1130512040001
(8621)60230235
hegw@gjzq.com.cn

收购成电医星，区域扩张+医疗转型继续推进

事件

- 延华智能与 2015 年 1 月 15 日发布公告公布，延华智能已与廖邦富等 19 名自然人及科大资产公司签订了《框架协议》，拟以发行股份及支付现金相结合的方式购买成电医星 100% 股权。成电医星 100% 股权的交易价格初步确定为 477,450,000 元，交易对价以现金和定向增发支付。

评论

■ 本次收购方案简介:

- 支付方式上**，477,450,000 元的收购对价以发行股份方式向每名交易对方支付交易作价的 68.28%，合计金额为 325,999,272 元（初步商议定向发行价格为 10.25 元/股，尚需延华智能股东大会批准）；以现金方式向每名交易对方支付交易作价的 31.72%，合计金额为 151,450,728 元，同时在交易中，延华智能拟向公司实际控制人胡黎明先生发行股份募集配套资金，配套资金总额预计为 119,362,480 元，占本次交易总额（本次收购成电医星对价与本次募集配套资金金额之和扣除募集配套资金中用于支付现金对价部分）的 25%，大股东的参与说明对公司未来充满信心；
- 本次收购被收购方有业绩承诺**。延华智能已与廖邦富等 19 名自然人及科大资产公司签订了《盈利预测补偿与奖励框架协议》，承诺在 2015、2016、2017 三年间，成电医星每年度实现的经延华智能聘请的具有从事证券期货相关业务资格的会计师事务所审计的合并报表口径下归属于母公司股东的净利润（以扣除非经常性损益前后孰低者为准）应分别不低于 3,992 万元、4,990 万元及 6,227 万元，分别对应 12.84%、25.00%、24.79% 的增速。
- 估值角度看**，477,450,000 元按照成电医星 2014 年 12 月 31 日的净利润计算对应的静态市盈率约为 13.5 倍，相比市场已有的同类收购的静态市盈率看是偏低的。
- 本次收购，若成电医星实现 2015 年业绩承诺，从我们先前对延华智能的财务预期出发，本次收购能为延华智能 2015 年 EPS 带来 7 分钱增厚。

图表1: 从静态市盈率看，延华智能本次收购对价对应的估值是偏低的

上市公司	收购标的	公告时间	收购对价 (万元)	净利润或承诺净利润 (万元)	对应营收时间	PE
延华智能	成电医星 100% 股权	2015-1-5	47,745	3,537.88	2014年12月31日	13.50
万达信息	上海复高计算机科技有限公司 100% 股权	2014-7-30	60,000	3,500.00	2014年12月31日	17.14
万达信息	宁波金唐软件股份有限公司 100% 股权	2014-8-14	45,000	2,500.00	2014年12月31日	18.00
卫宁软件	山西导通信息科技有限公司 100% 股权	2014-6-25	28,300	2,000.00	2014年12月31日	14.15

来源: 国金证券研究所整理

■ 成电医星简介:

- 业务概览**。成电医星是一家以医疗信息化应用软件的研究开发、销售和技术服务及项目运营为主的高科技企业，产品主要应用于包括医院、卫生院、社区卫生服务中心（站）、门诊部、疗养院、妇幼保健院、专科医院防治机构在内的医疗机构和包括疾病预防控制中心、医学科研机构、各级卫生局在内的医疗卫生管理机构，公司产品齐全，涵盖了包括医院信息系统、区域医疗卫生信息平台以及智慧医疗信息管理系统在内的整个医疗卫生领域，能够为客户提供完整的医疗信息化整体解决方案，在“医疗质量管理控制”为核心的电子病历系统和区域医疗卫生信息云平台方面处于国内领先地位。

图表2: 成电医星医疗行业信息化整体解决方案示意图

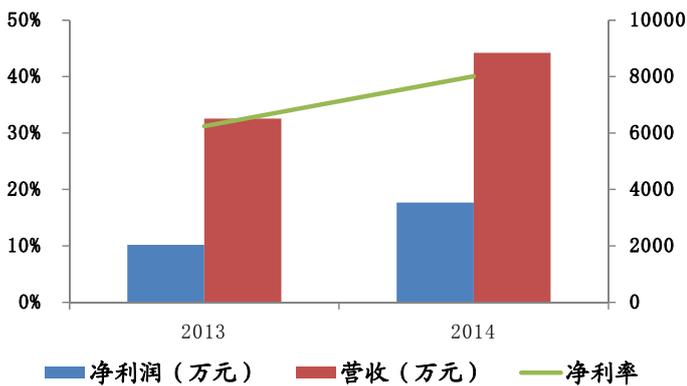


来源: 国金证券研究所

2、**竞争优势——产品 + 研发 + 渠道。**产品&服务方面，成电医星具备提供医疗信息化整体解决方案的能力，产品涵盖了包括医院信息系统、区域医疗卫生信息平台以及智慧医疗信息系统在内的整个医疗卫生领域，而其中，对于智慧医疗至关重要的电子病历相关服务，成电医星以“医疗质量管理控制”为核心的电子病历系统处于国内领先水平。除此以外，研发方面，成电医星拥有同时具备医院实践经验和软件研发能力的稳定研发团队，先后承担了六项国家级科研项目，在技术和研发方面具有领先优势；渠道方面，成电医星经过多年在医疗信息化行业的深耕细作已经发展成为西部地区领先的医疗信息化软件开发企业，在行业中享有较高的知名度和行业地位，渠道的优势亦相当明显。

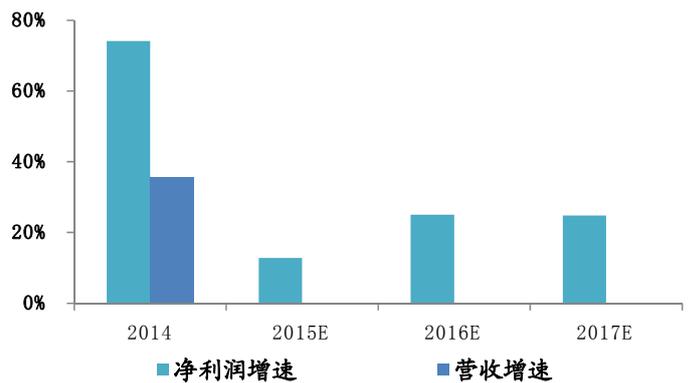
3、**业绩。**成电医星在 2014 年业务增速显著，且净利率高，具体详见下图——

图表3: 公司 2013-2014 的业绩及净利率



来源: 国金证券研究所

图表4: 公司 2014 年业绩增速



■ **交易完成后，双方业务整合有望带来显著地优势互补和产业协同。**本次并购前，延华智能和成电医星分别属于智慧医疗产业链的下游集成商和上游软件供应商，双方在市场区域分布、业务模式、客户构成、业务战略方面存在各有所长，收购完成后二者有望显著互补：

1、**业务类型上，**成电医星业务模式是为医疗客户提供信息化软件专项领域的整体解决方案，在软件等的具体设计方面又或是电子病历等具体业务（特别是软件）方面优势显著，而延华智能业务主要涉及智慧医疗更上层的统筹&设计，以及为医疗客户提供系统集成方案，整体统筹方面优势很强，二者整合后能够实现有效互

补；除此以外，延华智能的业务策略是以市场营销为核心，成电医星的业务策略是以研究开发为核心，而营销和产品两种导向本身就是密切关联和能够形成互补的；

2、**渠道上**，延华智能的市场区域主要在华东、华中和华南，成电医星的市场区域主要在西南和西北，且延华智能的客户主要为一级城市的大型医院，成电医星的客户主要覆盖二、三级城市市县级医院，二者业务不论在区域还是客户类型上的重叠都相当有限，**于是在智慧医疗业务拓展的关键环节之一的渠道方面二者亦能形成互补，因而从渠道获取角度看，本次收购也可看成延华智能区域扩张的一部分；**

■ **此次收购与延华战略契合，延华智能业务拓展+推动转型的发展规划进一步推进。**自确立向智慧城市服务商转型，继海南智城&武汉智城的成功之后，延华智能智城实现扩张+战略合作（或当前的收购）推动服务能力提升的发展路径变得越发鲜明，并且特别自2014年起发展规划顺利推进，落地速度显著加快。这不仅体现在智城模式的迅速复制以及同相关领域公司战略合作甚至并购的加速，还体现在公司通过设立并购基金，成立上海英飞延华创业投资管理有限公司，进行股权激励等各种方式来从资金、管理、人员等方面采取了行动以全面确保智城复制+战略合作（&外延并购）规划的推行，从整体看，**公司思路清晰，战略合理，执行方面落地迅速，成功经验丰富，“后勤方面”资金确保&股权激励等考虑周全，业务的后续拓展值得期待。**

图表5：公司的智城扩张落地迅速

时间	智城扩张
2011/10/28	联合武汉城投与武汉东湖管委在湖北省武汉市签订了《合作框架协议书》，拟成立武汉智城
2012/2/22	拟在深圳市设立深圳延华
2012/9/5	携手三亚智慧城市一卡通发展有限公司、江苏金茂创业投资管理有限公司、上海燊乾投资有限公司、武汉光谷软件有限公司，拟发起设立三亚智城
2014/1/8	与遵义市人民政府签订《战略合作框架协议》，拟在遵义推广智城模式
2014/5/30	与贵安新区开发投资有限公司签署《上海延华智能科技（集团）股份有限公司与贵安新区开发投资有限公司投资合作意向》，共同投资设立贵州贵安智城科技有限公司
2014/10/27	与湖北省高投签署《投资合作框架性协议》，拟共同发起设立湖北省延华高投智慧城市建设投资有限公司
2014/11/28	与徐翔合资组建南京智城科技有限公司
2014/12/1	日与湖北省高新技术产业投资公司，拟共同发起设立湖北省延华高投智慧城市建设投资有限公司

来源：国金证券研究所

图表6：公司的战略合作在14年迅速推进

时间	战略合作	目的
2014-07-24	与华数数字电视传媒集团有限公司签订《战略合作框架协议》	加强智慧城市应用领域、资本、技术和应用研发、人才培养的合作，共建生态链
2014-09-17	与上海电科智能系统股份有限公司签署战略合作框架协议	加强智慧城市应用领域、技术和应用研发、人才培养的合作，共建生态链
2014-10-14	与英飞尼迪（上海）创业投资管理有限公司（以下简称“英飞尼迪”）签署《延华英飞智慧城市产业并购基金合作框架协议》	基金以智慧城市领域的产业并购为导向，主要对智慧城市相关领域产业链上的高科技成长型未上市企业进行股权投资、可转换债权投资、提供投资管理咨询服务等业务；存续期为5年，存续期满前，基金合伙人可投票表决是否延长存续期限，最多延长至7年
2014-10-23	参与投资设立上海延华英飞创业投资中心（有限合伙）及上海英飞延华创业投资管理有限公司	——

来源：国金证券研究所

■ **行业角度**，智慧城市符合国家转型方向，并且智慧城市的规划或是落地力度都在加强，行业景气度长期向上；而智慧城市产业中，智慧医疗行业又特别有前景，**我们坚定看好智慧城市领域以及智慧城市行业中智慧医疗子领域的长期发展；而医疗信息化是智慧医疗的前提和保障，电子病历又是医疗信息化的关键所在，延华智能通过收购电子病历系统优势显著的成电医星实现的产业链卡位非常有前瞻性。**智在智慧医疗相关建设的实际落实中，虽未来发展空间很大，但HIS或是CIS的硬件市场已经成为竞争激烈的红海市场，这也是延华智能特别重视站住产业链中软件方面又或是顶层设计方面位置的原因——而事实上，从产业链各环节的稀缺程度而言，优质的医生才是比较&硬件更为稀缺的资源，管理效率如论如何提升，最终优质医生的数量和有效就诊时间才最终会成为制约智慧医疗建设推进的关键节点，成为行业痛点——而电子病历则能够通过既往病历分享来缓解优质医生数量有效的问题。

投资建议

- 我们看好延华智能公司战略的后续推进，并看好智慧城市行业的长期发展，预计公司 2014、2015、2016 三年的 EPS 分别为 0.155、0.214、0.288 元，上调公司评级至买入。

风险提示

- 收购整合失败的，又或是由于预案无法通过导致收购终止的风险；
- 智城模式拓展效果不及预期，这可能是由于地方政府或客户的资金压力；

图表7: 三张报表

损益表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	478	602	776	833	1,194	1,554
增长率		25.9%	28.8%	7.4%	43.3%	30.1%
主营业务成本	-398	-488	-629	-648	-915	-1,181
% 销售收入	83.2%	81.1%	81.0%	77.7%	76.6%	76.0%
毛利	81	114	147	186	279	373
% 销售收入	16.8%	18.9%	19.0%	22.3%	23.4%	24.0%
营业税金及附加	-13	-14	-23	-25	-36	-47
% 销售收入	2.8%	2.2%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
营业费用	-12	-13	-18	-13	-22	-31
% 销售收入	2.6%	2.2%	2.3%	1.6%	1.8%	2.0%
管理费用	-36	-52	-72	-83	-116	-148
% 销售收入	7.6%	8.6%	9.3%	10.0%	9.8%	9.5%
息税前利润 (EBIT)	19	35	34	64	105	147
% 销售收入	3.9%	5.9%	4.4%	7.7%	8.8%	9.5%
财务费用	-8	-13	-13	4	-6	-11
% 销售收入	1.8%	2.1%	1.6%	-0.5%	0.5%	0.7%
资产减值损失	-20	-2	12	-3	-5	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	3	6	4	4	4	4
% 税前利润	-55.3%	22.8%	7.8%	5.4%	3.9%	2.9%
营业利润	-7	27	37	70	98	133
营业利润率	n.a	4.5%	4.8%	8.3%	8.2%	8.6%
营业外收支	1	1	13	5	5	5
税前利润	-6	28	50	75	103	138
利润率	n.a	4.7%	6.4%	8.9%	8.6%	8.9%
所得税	1	-8	-5	-12	-17	-22
所得税率	n.a	27.0%	10.8%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	-5	21	44	63	87	116
少数股东损益	5	3	7	5	7	9
归属于母公司的净:	-9	18	38	58	80	107
净利率	n.a	2.9%	4.8%	6.9%	6.7%	6.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	-5	21	44	63	87	116
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	23	9	-3	13	19	24
非经营收益	1	7	8	1	0	4
营运资金变动	16	17	-33	-39	-87	-87
经营活动现金净流	36	54	17	38	18	56
资本开支	-40	-20	-17	-34	-35	-35
投资	-43	-13	-175	0	0	0
其他	3	4	10	4	4	4
投资活动现金净流	-80	-30	-182	-30	-31	-31
股权募资	8	0	330	36	0	0
债权募资	107	-15	3	-34	-10	132
其他	-8	-13	-28	-10	-57	-61
筹资活动现金净流	106	-29	304	-9	-67	71
现金净流量	62	-4	139	-1	-81	97

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	206	198	335	334	253	350
应收款项	179	168	140	174	245	314
存货	175	222	345	390	552	712
其他流动资产	21	23	163	164	167	170
流动资产	580	610	984	1,063	1,218	1,546
% 总资产	77.1%	73.4%	82.1%	81.3%	81.8%	84.0%
长期投资	49	77	72	72	72	72
固定资产	111	133	138	158	177	194
% 总资产	14.8%	16.0%	11.5%	12.1%	11.9%	10.6%
无形资产	5	6	1	9	17	24
非流动资产	172	221	215	244	270	294
% 总资产	22.9%	26.6%	17.9%	18.7%	18.2%	16.0%
资产总计	752	831	1,198	1,306	1,488	1,840
短期借款	199	173	178	148	138	270
应付款项	183	254	304	342	484	626
其他流动负债	20	18	19	73	84	95
流动负债	401	446	501	564	707	991
长期贷款	4	14	0	0	0	0
其他长期负债	3	2	4	0	0	0
负债	408	462	506	564	707	991
普通股股东权益	301	318	666	711	742	801
少数股东权益	44	51	27	32	39	48
负债股东权益合计	752	831	1,198	1,306	1,488	1,840

比率分析

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益	-0.070	0.131	0.219	0.155	0.214	0.288
每股净资产	2.239	2.368	3.866	1.910	1.994	2.152
每股经营现金净流	0.267	0.405	0.096	0.101	0.048	0.152
每股股利	0.000	0.050	0.060	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	-3.12%	5.52%	5.65%	8.11%	10.75%	13.37%
总资产收益率	-1.25%	2.11%	3.14%	4.41%	5.36%	5.82%
投入资本收益率	2.76%	4.65%	3.50%	6.05%	9.63%	11.05%
增长率						
主营业务收入增长率	22.88%	25.89%	28.83%	7.42%	43.31%	30.10%
EBIT增长率	-13.77%	89.91%	-3.51%	87.73%	64.17%	39.79%
净利润增长率	N/A	N/A	114.24%	53.14%	38.42%	34.21%
总资产增长率	44.77%	10.48%	44.17%	9.01%	13.89%	23.68%
资产管理能力						
应收账款周转天数	100.5	90.3	58.8	60.0	60.0	60.0
存货周转天数	151.6	148.2	164.6	220.0	220.0	220.0
应付账款周转天数	88.1	109.4	118.3	150.0	150.0	150.0
固定资产周转天数	47.0	80.7	60.6	60.9	45.2	36.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.94%	-2.82%	-22.69%	-25.02%	-14.76%	-9.37%
EBIT利息保障倍数	2.2	2.8	2.7	-15.6	17.7	13.8
资产负债率	54.19%	55.60%	42.20%	43.14%	47.50%	53.87%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2014-01-21	买入	16.15	N/A
2	2014-03-11	买入	18.26	N/A
3	2014-04-22	买入	20.41	N/A
4	2014-06-04	买入	9.23	N/A
5	2014-06-17	买入	9.95	N/A
6	2014-07-24	买入	10.29	N/A
7	2014-08-22	增持	10.74	N/A
8	2014-10-10	增持	11.67	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
- 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% 以下。

特别声明:

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作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机构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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61620767	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD