

万东医疗（600055）：X线机龙头企业，长期受益医改

中性（维持）

医药/医疗器械 2009年4月9日

天相医药组 010-6604-5760 kuangw@txsec.com

事件描述：

4月8日，我们对万东医疗进行了走访，与公司高管就公司目前的经营情况以及公司未来的发展进行了交流。

评论：

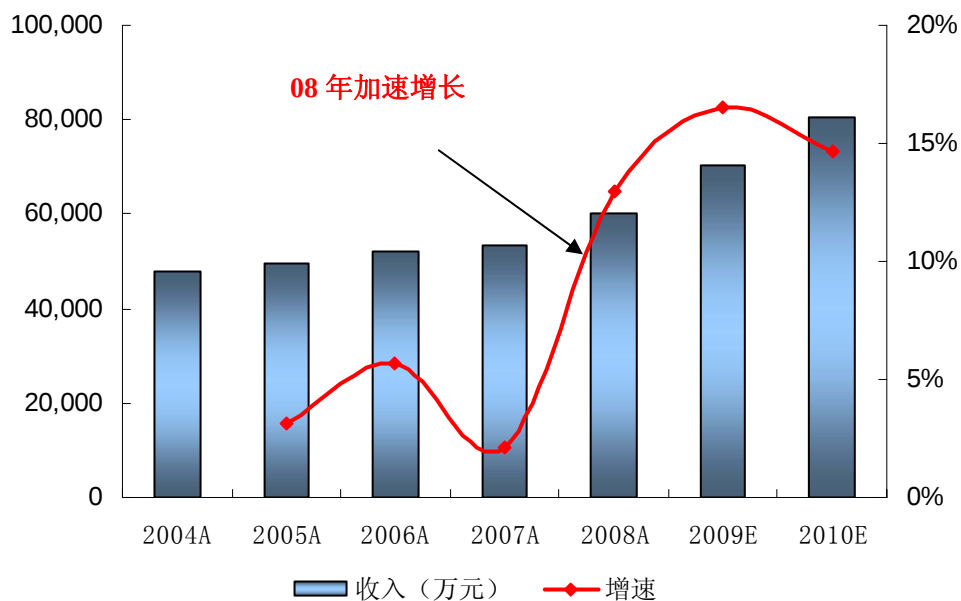
- 1、公司基本情况：**万东医疗是我国医学影像设备的龙头企业，X线机在低端市场占有率第一，在40%以上。拥有年产6000套医学影像设备的能力，是世界第二大医学影像设备生产商。医学影像类设备包括四大领域：X线机、磁共振影像设备、CT和超声。公司目前在前两大领域拥有较大优势，公司收入与利润几乎全部来自这两大领域。公司目前没有CT和超声类产品，但公司方面表示未来会通过可行的方式介入这两大领域，目前正在做一些前期的市场调研工作。专注医学影像类设备是公司的战略目标，未来公司将立足国内市场，有针对性的开发国际市场。
- 2、X线机产品线丰富，技术国内领先。**公司拥有的X线机类产品包括：高频胃肠诊断设备、血管介入治疗设备、直接数字化成像DR设备、高频专用摄影设备和常规X射线诊断设备等。上述产品在技术上与国内产品相比拥有绝对的优势，公司已经掌握了高端X射线机的核心技术即高频机技术，走在了国内同行的前列。相对于工频机，高频机出线波谱单纯，杂散射线少，成像清晰，体积小，效率高。
- 3、常规X线机毛利率较低，中高端产品是公司未来重点发展方向。**常规X线机的投标销售价格在7万元/台左右，非投标销售价格在9万元/台左右，对于大型医疗设备来说，这是一个比较低廉的价格，中低端产品占公司收入的60%左右。过去，公司为了占领市场，在投标的过程中，较多的使用了价格战，公司在国内市场站稳之后，战略发生了变化，在投标过程中，更多的考虑是利润，其次才是是否能中标。而公司其它的中高端产品价格在一百万元/台到几百万元/台不等，利润较高。近两年市场的主要需求是填补空白，而未来的主要需求是升级换代，填补空白的需求包括各档次产品，而升级换代的主要需求是中高档产品。因此，公司在占领空白市场的同时，正在积极研究占领升级换代市场的方案。
- 4、磁共振影像设备出口稳定，国内销售平淡。**公司生产的磁共振产品的价格在300万元/台-400万元/台之间，2008年出口10台左右，主要销往独联体国家和美国。公司目前的产品为0.36T（T值越大，产品技术含量越高），公司目前已经研制成功0.4T的产品并积极研发0.5T及以上的产品。由于国内医疗机构对进口产品的偏好，公司磁共振产品在国内市场的进展较缓慢。
- 5、医改对公司的影响。**国家加大对基层医疗机构的投资，短期内刺激了基层医疗机构购买医疗设备的能力，但这块基本通过政府招标的方式购买，中标价格一般都不高。因此，我们认为医改短期内对公司是一个利好，但利好作用有限。长期来看，国家加大医疗保障的投入，人们的看病的积极性提高，医院对医疗设备的需求也水涨船高，医改对公司的长期利好将逐步体现。



- 6、**厂区搬迁已基本完成。**根据北京市整体规划要求，公司位于郎家园6号用地属于非工业用地，工业企业需进行搬迁，为了解决公司自上市以来房地分离的状况，公司将郎家园厂区内的全部生产、研发和设备等陆续搬迁至酒仙桥东路9号和朝阳区三间房南里7号。其中酒仙桥为公司办公和研发所在地，三间房为公司生产所在地。大股东北药集团承诺承担公司的搬迁过程中的所有损失，2008年已经兑现了部分承诺。而搬迁的损失不是一次体现出来的，如搬迁后产品的重新认证费用等是一个较长的过程，这部分损失大股东将在未来逐步补偿公司。
- 7、**与上海医疗器械集团存在整合预期。**上海医疗器械集团是公司在低端市场的主要竞争对手，两者之间竞争较为激烈，由于公司与其都是华润旗下的公司，长期来看，整合是一种趋势。但由于重组涉及到集团之间和政府之间的关系，关系的理顺需要时间，短期内完成整合的可能性较小。
- 8、**一季度经营情况。**我们预计公司2009年一季度收入同比稳定增长。
- 8、**盈利预测与投资评级。**公司是国内医学影像设备的龙头企业，未来几年内将持续受益于医改带来的器械市场的扩容。但由于目前公司中低端产品毛利率较低，我们维持对公司2009年和2010年EPS0.20元和0.23元的盈利预测，对应上一个交易日8.31元的收盘价，动态市盈率分别为42倍和36倍，维持对公司“中性”的投资评级。

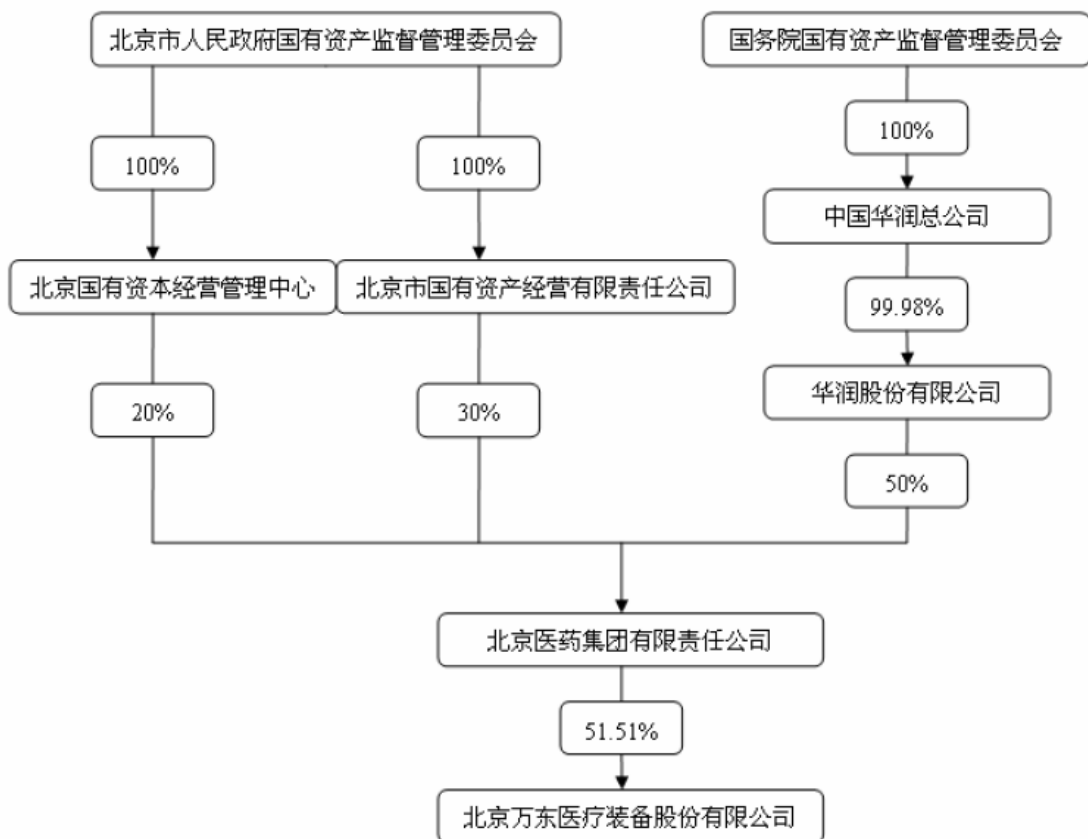


图表 1：公司收入及增长速度（09 年、10 年为预测数据）



资料来源：天相投顾整理

图表 2：股权结构



资料来源：公司年报

图表 3: X 线机产品

	血管介入治疗设备 大型C型臂、高频大功率高压发生装置以及介入专用影像系统，为介入诊断治疗提供最有利的支持，安全、高效。丰富的产品系列，全面应用于心脏、神经、肿瘤及周边血管介入等广泛领域。
	直接数字成像DR设备 最新数字化技术，提供高质量的数字化影像，快捷的操作流程，极高的通过率，丰富完整的后处理及测量系统，全面的DICOM支持及网络功能。多种功能床台组合，实现平片摄影的全面数字化应用。
	高频胃肠诊断设备 全系列数字智能化高压发生装置，50kW~100kW系统及多种床台组合可供选择，高质量的诊断图像和快速摄影及分割功能，既满足全面消化系统精密诊断，又能完成多种常规临床诊断、检查。
	高频专用摄影设备 专业化系统设计，高频高压发生装置与多款摄影床台系统的完美集合，集成化的操作控制，完整的床台功能，高质量的成像，自动化快捷的操作流程，舒适的患者感受，体现平片摄影系统的全新境界。
	常规X射线诊断设备 完整丰富的产品系列，200mA~500mA高压发生器，用于胃肠检查及摄影诊断的多种产品组合，满足基层医疗机构的实际使用需要。部分产品升级至完整的计算机程序控制，紧随最新时代发展。
	高频移动式设备 多款移动式X射线机，高频高压发生装置及设计精良的移动车架，高质量的影像输出，满足危重病人移动诊断及病房、急诊检查需要，从常规的床边摄影到骨科手术设备，完整的产品系列可供选择。

资料来源：公司网站

图表 4: 国家对基层医疗机构投资统计

投资额（亿元）	投向	出处
217	县级卫生机构和乡镇卫生院	《农村卫生服务体系建设与发展规划》（2006-2010）
48	农村基层医疗机构	国务院 2008 新增 1000 亿（2008）
370	县级医院	卫生部部长：陈竺（2009）

资料来源：天相投顾整理

图表 4：万东医疗盈利预测

单位：万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	52,305	53,426	60,360	70,343	80,650
增长率(%)	5.68	2.14	12.98	16.54	14.65
减：营业成本	35,571	36,714	40,049	47,113	54,414
毛利率(%)	31.99%	31.28%	33.65%	33.02%	32.53%
营业税金及附加	385	289	479	563	645
减：销售费用	5,756	5,833	7,858	8,582	9,275
管理费用	6,018	6,414	7,317	7,738	8,871
财务费用	964	1,273	1,612	1,548	1,613
期间费用率(%)	24.35	25.31	27.81	25.40	24.50
资产减值损失	-298	-256	675	0	0
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
加：投资收益	135	98	4	0	0
营业利润	3,232	2,520	2,374	4,800	5,831
增长率(%)	54.51	-22.04	-5.78	102.17	21.49
营业外收入	19	535	8,751	300	300
减：营业外支出	22	18	7,831	0	0
利润总额	3,229	3,037	3,294	5,100	6,131
增长率(%)	52.69	-5.96	8.47	54.82	20.23
利润率(%)	6.17	5.68	5.46	7.25	7.60
减：所得税	190	239	390	765	920
实际税负比率	5.89	7.87	11.83	15.00	15.00
净利润	3,039	2,798	2,904	4,335	5,212
属于母公司的净利润	3,021	2,793	2,837	4,235	5,062
增长率(%)	71.89	-7.54	1.57	49.29	19.53
净利润率(%)	5.77	5.23	4.70	6.02	6.28
少数股东损益	18	5	68	100	150
总股本	14,430	14,430	21,645	21,645	21,645
每股收益(元)	0.14	0.13	0.13	0.20	0.23
每股净资产(元)	3.09	3.26	2.29	2.49	2.72
净资产收益率(%)	6.64	5.96	5.73	7.87	8.60

资料来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014