

尚荣医疗 (002551)

主营业务升级启动业绩快速增长

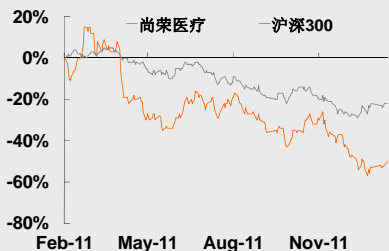
推荐 (首次)

现价: 21.33 元

主要数据

行业	医药生物
公司网址	www.glory-medical.com.cn
大股东/持股	梁桂秋/42.38%
实际控制人/持股	梁桂秋/42.38%
总股本(百万股)	123
流通 A 股(百万股)	31
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	26.24
流通 A 股市值(亿元)	6.61
每股净资产(元)	9.55
资产负债率(%)	11.2

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

凌军 投资咨询资格编号
S1060209110193
0755-22624694
lingjun004@pingan.com.cn

研究助理

唐文 一般证券从业资格编号
S1060112010038
0755-22621979
tangwen463@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 成本上升导致公司 11 年利润增速低于收入增速:

尚荣医疗 2011 年前三季度实现营业收入 2.48 亿元, 同比增长 23.8%, 净利润 0.39 亿元, 同比增长 17.0%。造成利润增速下降的主要原因是公司原材料和人工成本的上涨和行业竞争更加充分导致的毛利率下滑。另外公司前三季度应收账款较 11 年初增加 79.2%, 原因是部分医院客户由于财政拨款有所延迟导致回款期延长, 公司相应的计提了部分资产减值损失。我们预计 2011 年公司收入 3.37 亿元, 同比增长 24.8%, 净利润 0.53 亿元, 同比增长 15.2%。

■ 医疗专业工程行业壁垒确保公司较高的盈利能力:

公司的核心业务以洁净手术室为中心, 通过对手术室内含菌量、温湿度、新风量、风压风速、二氧化碳含量、麻醉废气排放等环境参数以及血压、脉搏等病人生理体征实施实时集中监测, 相比普通工程装修具备更高的技术壁垒。虽然公司核心业务医疗专业工程的毛利率从 09 年的 43.4% 降至 11 年上半年的 34.4%, 但这已经是成本上升和行业充分竞争的合理体现。公司业务的专业壁垒将确保公司与普通工程装修相比具有更高的盈利能力。

■ 公司开始转型成为医院整体建设解决方案提供商:

公司 2011 年已经获得 5 个过亿元的特大订单, 累计订单金额为 9.7 亿元。这 5 个特大订单均为医院整体建设项目, 工期较长, 收入确认时间具有一定的不确定性。由于公司 11 年之前的订单大部分是工期为 3-6 个月的手术室洁净工程业务, 所以收入确认方式一般为工程验收后一次性确认收入。12 年之后由于特大工程订单占公司订单的比例逐渐增加, 收入逐步确认将启动公司业绩的快速增长。由于公司新签订的特大订单合同的支付方式均为买方信贷, 所以不存在账款回收的风险。另外我们预计其余洁净手术室相关的新增订单在 7 亿元左右, 因此公司目前在手订单约为 17 亿元, 将确保公司未来 2-3 年收入和利润稳步增长。

■ 盈利预测及评级:

我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.47, 0.63 和 0.78 元, 对应 2 月 14 日收盘价 21.33 元的 PE 分别为 45.4, 33.9 和 27.3 倍。我们看好公司未来在医院整体建设项目中逐步确认收入带来的业绩增长, 首次给予“推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	209	270	337	455	597
YoY(%)	51.0	29.5	24.8	35.0	31.2
净利润(百万元)	40	46	53	71	88
YoY(%)	65.3	16.3	14.8	32.7	23.9
毛利率(%)	41.4	39.7	36.1	33.9	33.7
净利率(%)	19.1	17.2	15.8	15.5	14.7
ROE(%)	17.4	16.9	4.4	5.5	6.4
EPS(摊薄/元)	0.32	0.38	0.47	0.63	0.78
P/E(倍)	59.3	51.0	45.4	33.9	27.3
P/B(倍)	10.3	8.6	1.7	1.6	1.5

正文目录

一、公司近况	4
1.1 成本上升挤压 11 年利润增长速度	4
1.2 高技术壁垒确保公司具备更高的议价能力	4
1.3 公司开始转型成为医院整体建设解决方案提供商	5
二、收入及盈利预测	6
2.1 分产品收入预测	6
2.2 盈利预测	7
三、核心信息附录	7
3.1 公司业务概要	7
3.2 公司历史业绩概要	8
3.3 公司股权结构	8

图表目录

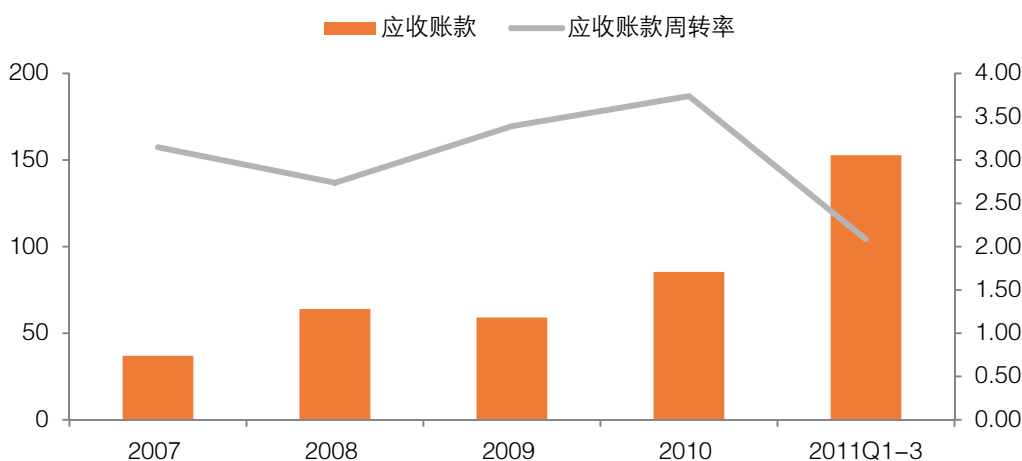
图表 1	公司应收账款的变化	4
图表 2	尚荣医疗与部分装修上市公司的毛利率比较	4
图表 3	医疗专业工程收入成本结构	5
图表 4	普通装修工程收入成本结构	5
图表 5	公司存货的变化.....	5
图表 6	公司签订特大订单情况.....	6
图表 7	分产品收入成本预测	6
图表 8	2011 年上半年收入构成	7
图表 9	2011 年上半年毛利构成	7
图表 10	公司各项业务毛利率的变化	7
图表 11	公司业绩增长情况.....	8
图表 12	公司销售、管理费用率变化	8
图表 13	公司股权结构图	9

一、公司近况

1.1 成本上升挤压 11 年利润增长速度

公司 2011 年前三季度实现营业收入 2.48 亿元,同比增长 23.8%,净利润 0.39 亿元,同比增长 17.0%。造成利润增速下降的主要原因是公司原材料和人工成本的上涨和行业竞争更加充分导致的毛利率下滑。另外公司前三季度应收账款较 11 年初增加 79.2%,原因是部分医院客户由于财政拨款有所延迟导致回款期延长,公司相应的计提了部分资产减值损失。我们预计 2011 年公司收入 3.37 亿元,同比增长 24.8%,净利润 0.53 亿元,同比增长 15.2%。

图表1 公司应收账款的变化(单位:百万元)

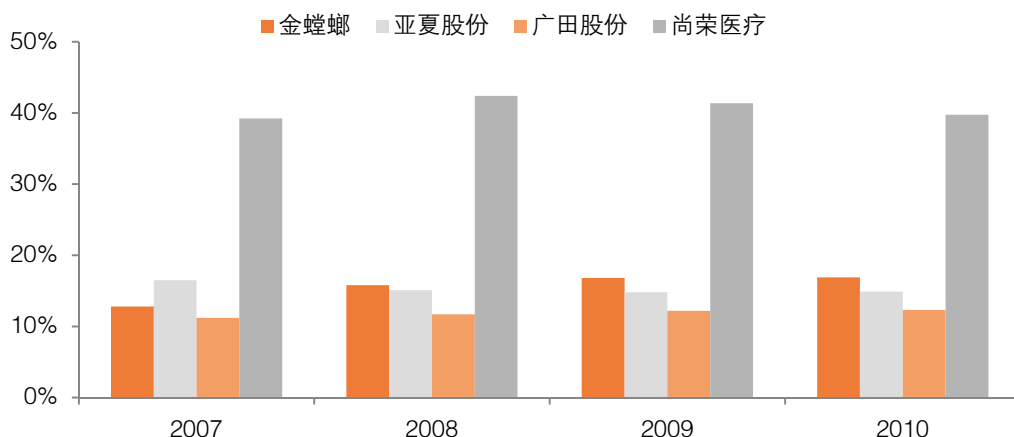


资料来源:公司公告、平安证券研究所

1.2 高技术壁垒确保公司具备更高的议价能力

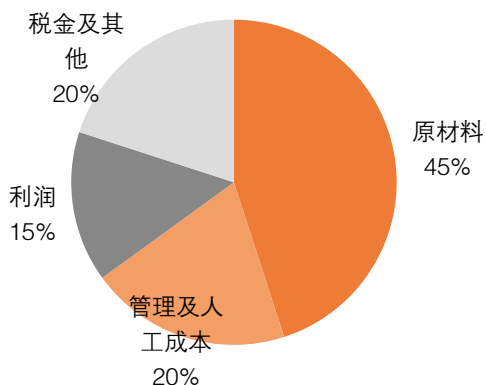
公司的核心业务以洁净手术室为中心,通过对手术室内含菌量、温湿度、新风量、风压风速、二氧化碳含量、麻醉废气排放等环境参数以及血压、脉搏等病人生理体征实施实时集中监测,相比普通工程装修具备更高的技术壁垒,将确保公司与普通工程装修相比具有更高的盈利能力。

图表2 尚荣医疗与部分装修上市公司的毛利率比较



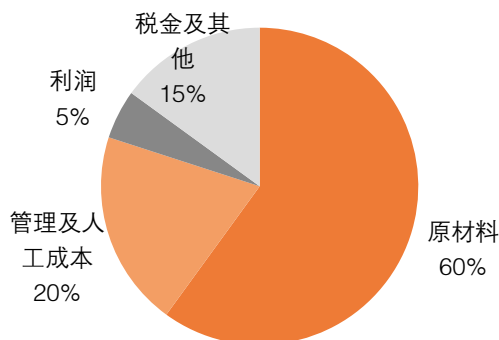
资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表3 2011年医疗专业工程收入成本结构



资料来源：平安证券研究所

图表4 2011年普通装修工程收入成本结构

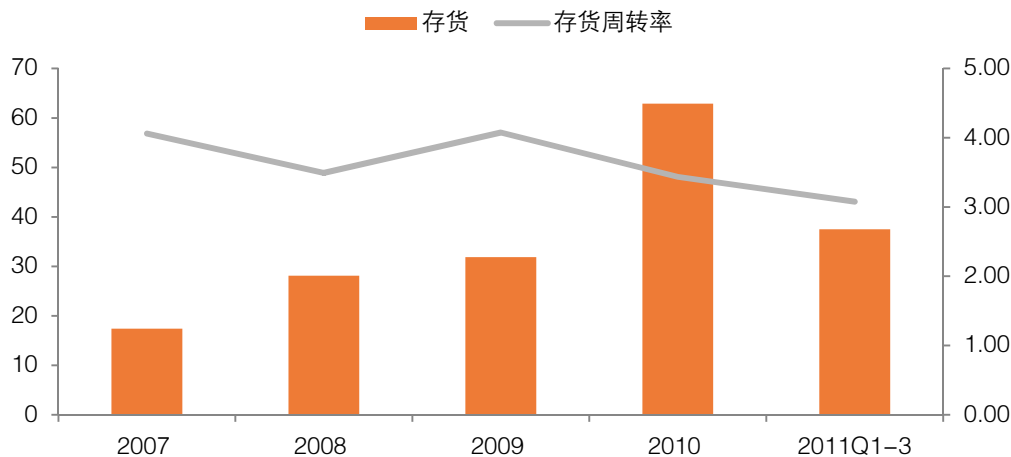


资料来源：平安证券研究所

虽然公司核心业务医疗专业工程的毛利率从09年的43.4%降至11年上半年的34.4%，毛利率下降的主要原因是原材料和管理人工成本均有较大幅度的上涨。但这已经是成本上升和行业充分竞争的合理体现。

为了应对原材料价格上涨的压力，公司从2011年开始实行了新的存货管理制度。在保证合理库存不影响正常生产的前提下，实行原材料少量多次采购。2011年公司的存货金额大幅降低，减少了相关费用的支出。

图表5 公司存货的变化（单位：百万元）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.3 公司开始转型成为医院整体建设解决方案提供商

公司2011年已经获得5个过亿元的特大订单，累计订单金额为9.7亿元。这5个特大订单均为医院整体建设项目，工期较长，收入确认时间具有一定的不确定性。由于公司11年之前的订单大部分是工期为3-6个月的手术室洁净工程业务，所以收入确认方式一般为工程验收后一次性确认收入。12年之后由于特大工程订单占公司订单的比例逐渐增加，收入逐步确认将启动公司业绩的快速增长。由于公司新签订的特大订单合同的支付方式均为买方信贷，所以不存在账款回收的风险。

图表6 公司签订特大订单情况

项目名称	金额(单位:百万元)	签订时间	工期
商南县人民医院整体迁建	200	框架性协议	-
通江县人民医院	200	20111213	25个月
牡丹江市第二人民医院	300	20111213	25个月
连州市人民医院住院综合大楼	150	框架性协议	-
上饶市立医院住院大楼	120	20110429	18个月

资料来源:公司公告、平安证券研究所

我们预计其余洁净手术室相关的新增订单在7亿元左右,因此公司目前在手订单约为17亿元,将确保公司未来2-3年收入和利润稳步增长。

二、收入及盈利预测

2.1 分产品收入预测

图表7 分产品收入成本预测

单位:百万元		2010	2011E	2012E	2013E
医疗专业工程	收入	182	235	330	450
	YOY	-	29.4%	40.4%	36.4%
	成本	109	150	221	302
	毛利率	40.2%	36.0%	33.0%	33.0%
医疗设备销售	收入	50	50	60	70
	YOY	-	-1.0%	20.0%	16.7%
	成本	33	33	40	47
	毛利率	35.0%	35.0%	34.0%	33.0%
设计服务	收入	5	22	30	37
	YOY	-	345.5%	36.4%	23.3%
	成本	2	10	15	19
	毛利率	63.6%	55.0%	50.0%	50.0%
医院后勤托管服务	收入	27	30	35	40
	YOY	-	11.6%	16.7%	14.3%
	成本	19	23	25	29
	毛利率	29.0%	25.0%	28.0%	28.0%
合计	收入	264	337	455	597
	YOY	-	27.7%	35.0%	31.2%
	成本	162	215	301	396
	毛利率	38.5%	36.1%	33.9%	33.7%

资料来源:平安证券研究所

2.2 盈利预测

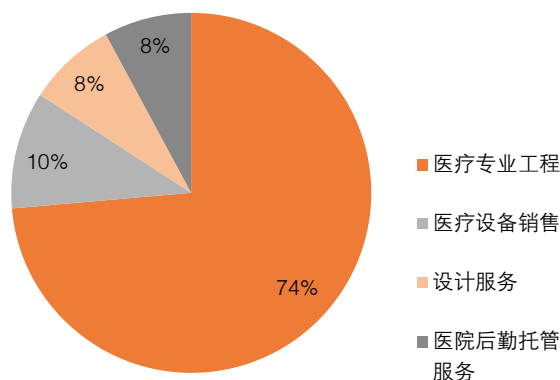
我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.47, 0.63 和 0.78 元, 对应 2 月 14 日收盘价 21.33 元的 PE 分别为 45.4, 33.9 和 27.3 倍。我们看好公司未来在医院整体建设项目中逐步确认收入带来的业绩增长, 首次给予“推荐”评级。

三、核心信息附录

3.1 公司业务概要

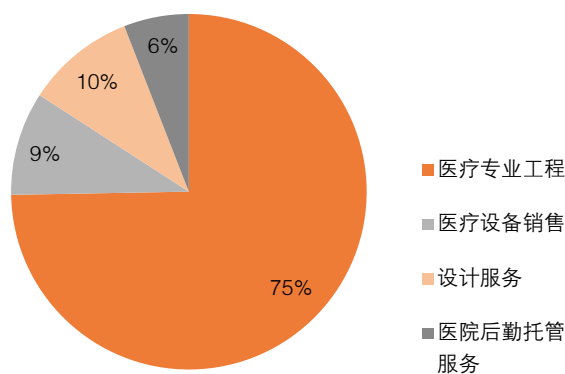
尚荣医疗主要提供以洁净手术部为核心的医疗专业工程整体解决方案, 主要包括手术室、ICU、实验室、化验室、医用气体等工程的设计、装饰施工、器具配置等一体化服务。公司的最主要的业务是医疗专业工程, 2011 年上半年该业务收入占公司总收入的 74%, 占毛利的 75%。

图表8 2011年上半年收入构成



资料来源: WIND资讯、平安证券研究所

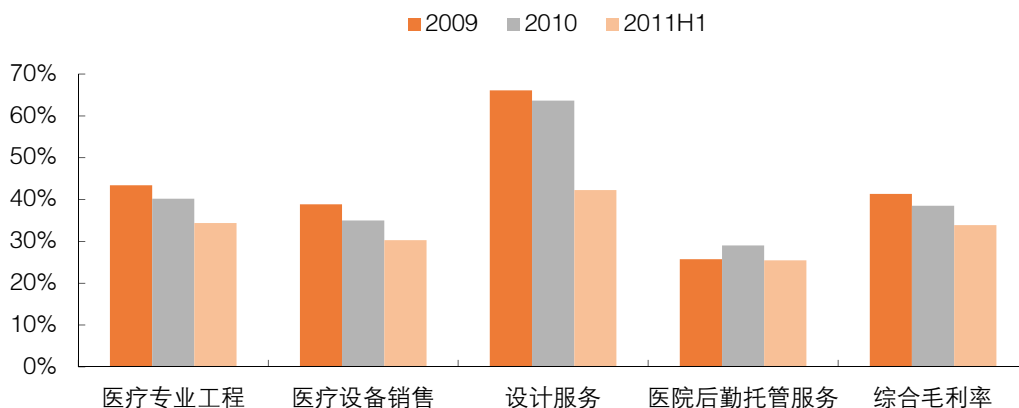
图表9 2011年上半年毛利构成



资料来源: WIND资讯、平安证券研究所

由于原材料价格上涨和行业竞争的不断加剧, 公司各项业务的毛利率呈缓慢下降的趋势。但由于公司从事医疗专业设计、装饰施工工程业务, 具有一定的专业技术壁垒, 所以医疗专业工程的盈利能力相对于普通装饰装修行业应当具备一定的优势, 目前的毛利水平已经是充分竞争后的合理体现。

图表10 公司各项业务毛利率的变化

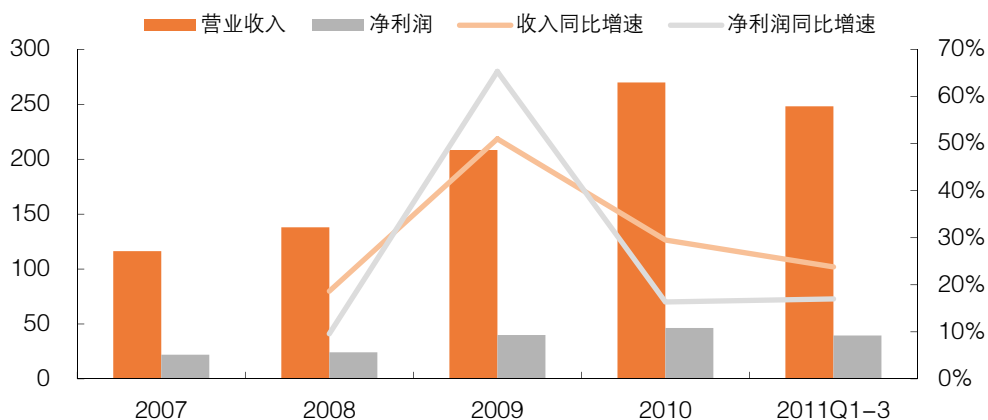


资料来源: 公司公告、平安证券研究所

3.2 公司历史业绩概要

公司营业收入增长迅速，2007 年公司营业收入 1.16 亿元，2010 年增加到 2.70 亿元，年复合增长率为 32.53%。2011 年前三季度实现营业收入 2.48 亿元，同比增长 23.80%。2007 年公司的净利润为 0.22 亿元，2010 年达到 0.46 亿元，利润的年复合增长率为 27.87%。2011 年前三季度归属母公司净利润为 0.39 亿元，同比增长 16.98%，造成利润增速下降的主要原因是 11 年原材料和人工的上涨增加了公司的成本。

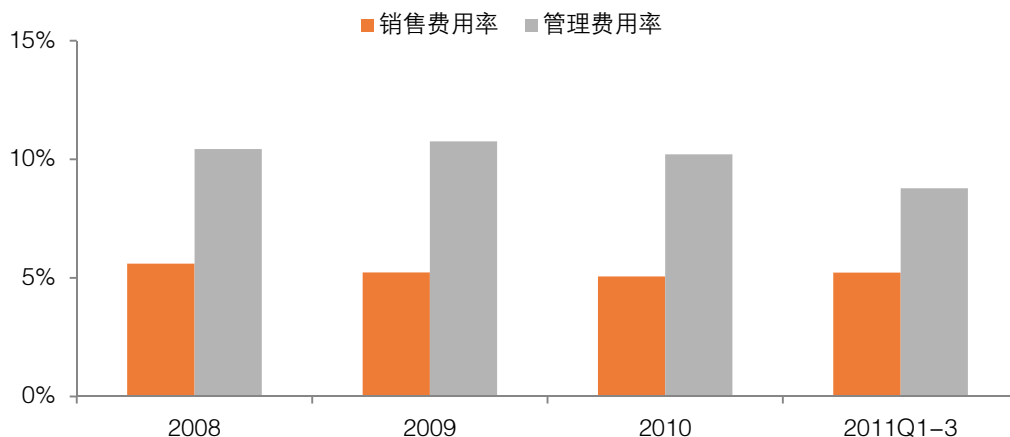
图表11 公司业绩增长情况（单位：百万元）



资料来源：WIND资讯，平安证券研究所

公司的销售费用率自 2008 年起到 2011 年前三季度间一直保持在 5%左右，基本维持稳定。随着业务模式不断成熟，2011 年前三季度公司的管理费用为 0.21 亿元，费用率有所下降，为 8.8%。

图表12 公司销售、管理费用率变化

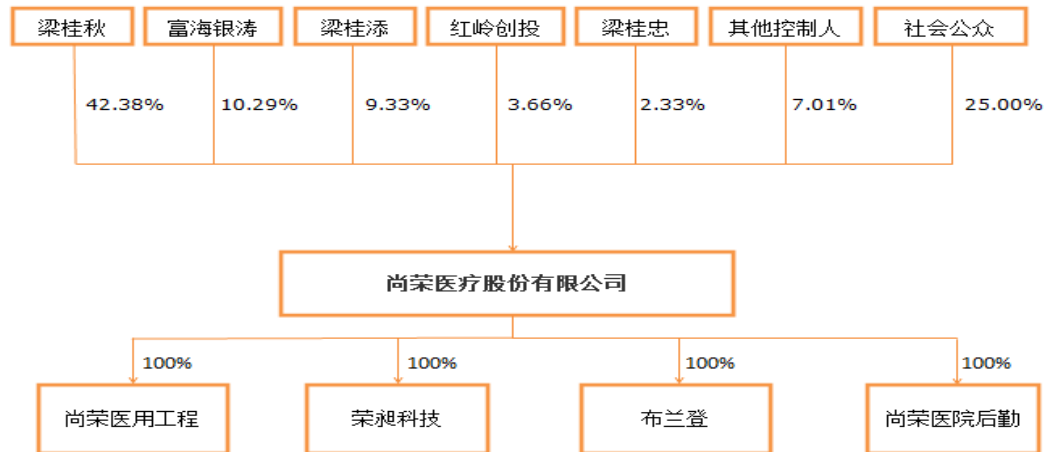


资料来源：公司公告、平安证券研究所

3.3 公司股权结构

公司第一大股东为创始人、董事长梁桂秋先生，持有公司 42.38%的股份，为公司的实际控制人。梁桂秋先生与妻子黄宁、兄弟梁桂添、梁桂忠合计持有公司 54.63%的股份。

图表13公司股权结构图



资料来源：公司公告，平安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	276	1225	1363	1521	营业收入	270	337	455	597
现金	85	992	1034	1094	营业成本	163	215	301	396
应收账款	85	107	144	189	营业税金及附加	8	10	13	18
其他应收款	10	13	17	23	营业费用	14	17	23	31
预付账款	33	44	61	80	管理费用	28	30	41	54
存货	63	70	107	134	财务费用	0	-6	-8	-6
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	1	4	2	2
非流动资产	212	215	219	224	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	152	160	167	173	营业利润	57	66	83	103
无形资产	12	12	12	12	营业外收入	1	2	1	1
其他非流动资产	48	43	40	40	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	489	1440	1582	1745	利润总额	58	67	83	103
流动负债	177	199	266	343	所得税	11	13	13	16
短期借款	15	0	0	0	净利润	47	54	71	88
应付账款	42	56	78	103	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	120	143	188	240	归属母公司净利润	46	53	71	88
非流动负债	36	28	32	30	EBITDA	67	68	84	107
长期借款	16	16	16	16	EPS (元)	0.75	0.47	0.63	0.78
其他非流动负债	20	12	16	14					
负债合计	213	227	298	373	主要财务比率				
少数股东权益	1	1	1	2	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
股本	62	113	113	113	成长能力				
资本公积	55	899	899	899	营业收入	29.5%	24.8%	35.0%	31.2%
留存收益	159	200	271	358	营业利润	22.2%	15.1%	25.9%	23.9%
归属母公司股东权益	275	1212	1283	1370	归属于母公司净利润	16.3%	14.8%	32.7%	23.9%
负债和股东权益	489	1440	1582	1745	获利能力				
					毛利率(%)	39.7%	36.1%	33.9%	33.7%
					净利率(%)	17.2%	15.8%	15.5%	14.7%
					ROE(%)	16.9%	4.4%	5.5%	6.4%
					ROIC(%)	16.6%	4.0%	5.0%	6.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	43.5%	15.8%	18.8%	21.4%
					净负债比率(%)	18.19%	9.24%	7.50%	5.81%
					流动比率	1.56	6.16	5.12	4.44
					速动比率	1.21	5.81	4.72	4.04
					营运能力				
					总资产周转率	0.61	0.35	0.30	0.36
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	4.39	4.40	4.49	4.39
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.41	0.47	0.63	0.78
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.45	0.40	0.63
					每股净资产(最新摊薄)	2.44	10.75	11.38	12.15
					估值比率				
					P/E	45.71	45.38	33.86	27.35
					P/B	7.70	1.75	1.65	1.55
					EV/EBITDA	33	33	27	21

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	51	50	46	71
净利润	47	54	71	88
折旧摊销	10	8	9	10
财务费用	0	-6	-8	-6
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-6	-0	-33	-24
其他经营现金流	-0	-5	7	2
投资活动现金流	-1	-14	-14	-15
资本支出	15	15	15	15
长期投资	0	-1	-1	0
其他投资现金流	15	0	0	0
筹资活动现金流	-6	872	10	5
短期借款	15	-15	0	0
长期借款	-25	0	0	0
普通股增加	0	51	0	0
资本公积增加	0	845	0	0
其他筹资现金流	4	-9	10	5
现金净增加额	44	908	41	61

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257