

# 暂时的利润率下滑不改变公司长期价值

**评级: 买入-A**

上次评级: 买入-A

**目标价格: 40.00 元**

期限: 6个月 上次预测: 40.00元

现价(2011年07月19日): 32.25元

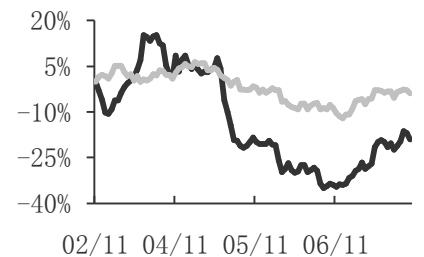
**报告日期: 2011-07-20**
**报告关键点:**

- 📖 医疗工程毛利率波动导致利润率下滑。
- 📖 买方信贷模式助推公司新签订单快速增长。
- 📖 维持买入-A的投资评级, 目标价40元。

**报告摘要:**

- **医疗工程毛利率波动导致利润率下滑。**报告期内, 公司实现营业收入19,688.87万元, 同比增长50.63%; 利润总额3,702.37万元, 同比增长35.87%; 净利润2,883.84万元, 同比增长29.47%。公司净利润增速低于收入增速的主要原因是受今年上半年公司工程业务涉足毛利率较低的医院建筑工程, 公司医疗工程业务毛利率从上年同期的42.7%下降到了34.4%。
- **买方信贷模式助推公司新签订单快速增长。**公司2003年就开展了买方信贷业务, 相继与平安银行、招商银行、北京银行等银行签订了《买方信贷额度合同》, 为部分暂时财政支付有困难的医院提供信贷担保购买医疗设备, 公司在获得订单的同时与当地政府和医院建立了长期的合作关系, 为后续的订单打下了良好的基础。今年上半年公司先后与江西省上饶市立医院和四川省通江县人民医院通过买方信贷模式签订了医院整体建设合同, 根据我们估计, 公司在手订单已经超过9亿元, 预计到2011年年底在手订单规模将超过12亿元。随着货币紧缩政策的延续, 买方信贷模式将更有利于公司选择优质客户, 重点承接大型综合性项目, 公司综合性项目合同呈不断增长的趋势。
- **维持买入-A的投资评级, 目标价40元。**公司今年开始承接了部分医院整体建设项目, 专业医疗工程的结算进度会受到医院建设进度的影响, 公司毛利率的波动将加剧, 可能会影响公司短期的业绩, 但长期来看, 公司的盈利能力仍将维持在高位, 我们维持对公司2011-2013年的盈利预测, 预计2011-2013年EPS分别为0.7、1.33和2.00元, 维持买入-A的投资评级, 6个月目标价40元。
- **风险提示:** 地方财政支付风险、医院违约风险。

总市值(百万元)	3,966.75
流通市值(百万元)	991.69
总股本(百万股)	123.00
流通股本(百万股)	30.75
12个月最低/最高	27.20/70.97元
十大流通股东(%)	29.61%
股东户数	6,183

**12个月股价表现**


— 尚荣医疗 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	15.23	(15.30)	(34.36)
绝对收益	22.25	(21.39)	(18.98)

**李孔逸**  
021-68763865  
执业证书编号

**行业分析师**  
liky@essence.com.cn  
S1450511020034

**财务和估值数据摘要**

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	208.5	270.0	468.3	847.3	1,259.9
Growth(%)	51.0%	29.5%	73.4%	80.9%	48.7%
净利润	39.9	46.4	86.7	163.9	245.9
Growth(%)	65.3%	16.3%	86.8%	89.1%	50.1%
毛利率(%)	41.4%	39.7%	39.4%	40.1%	40.3%
净利润率(%)	19.1%	17.2%	18.5%	19.3%	19.5%
每股收益(元)	0.32	0.38	0.70	1.33	2.00
每股净资产(元)	1.86	2.24	10.88	12.08	13.88
市盈率	99.5	85.5	45.8	24.2	16.1
市净率	17.3	14.4	3.0	2.7	2.3
净资产收益率(%)	17.2%	16.9%	6.5%	11.0%	14.4%
ROIC(%)	27.5%	24.0%	40.6%	38.1%	37.7%
EV/EBITDA	38.0	28.3	25.2	13.9	9.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%

**前期研究成果**

 尚荣医疗: 独特商业模式加速公司扩张  
2011-07-05

 尚荣医疗: 以德为尚, 欣欣向荣  
2011-03-09

## 财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2011-7-19
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>利润表</b>						<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	
营业收入	208.5	270.0	468.3	847.3	1,259.9	成长性					
减: 营业成本	122.3	162.7	283.9	507.5	752.0	营业收入增长率	51.0%	29.5%	73.4%	80.9%	48.7%
营业税费	6.4	7.9	14.0	25.4	37.8	营业利润增长率	62.5%	22.2%	84.1%	89.5%	50.2%
销售费用	10.9	13.7	23.9	42.4	63.0	净利润增长率	65.3%	16.3%	86.8%	89.1%	50.1%
管理费用	22.4	27.6	46.4	80.5	113.4	EBITDA 增长率	61.7%	30.9%	79.4%	85.5%	48.0%
财务费用	1.2	0.4	-8.2	-12.2	-12.0	EBIT 增长率	65.6%	19.9%	68.7%	92.9%	53.5%
资产减值损失	-1.4	0.7	3.1	4.3	6.4	NOPLAT 增长率	64.1%	15.7%	69.6%	92.4%	53.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	32.4%	0.3%	105.0%	54.9%	34.6%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	33.1%	20.4%	384.8%	11.0%	14.9%
<b>营业利润</b>	<b>46.7</b>	<b>57.1</b>	<b>105.2</b>	<b>199.4</b>	<b>299.4</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	0.5	0.7	0.5	0.5	0.5	毛利率	41.4%	39.7%	39.4%	40.1%	40.3%
<b>利润总额</b>	<b>47.2</b>	<b>57.8</b>	<b>105.7</b>	<b>199.9</b>	<b>299.9</b>	营业利润率	22.4%	21.2%	22.5%	23.5%	23.8%
减: 所得税	7.7	11.1	19.0	36.0	54.0	净利润率	19.1%	17.2%	18.5%	19.3%	19.5%
<b>净利润</b>	<b>39.9</b>	<b>46.4</b>	<b>86.7</b>	<b>163.9</b>	<b>245.9</b>	EBITDA/营业收入	24.6%	24.9%	25.7%	26.4%	26.3%
<b>资产负债表</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	EBIT/营业收入	23.0%	21.3%	20.7%	22.1%	22.8%
货币资金	63.2	84.7	939.4	892.4	913.0	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	138	186	120	84	70
应收帐款	80.5	95.5	202.2	364.0	538.5	流动营业资本周转天数	36	31	97	120	128
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	320	316	606	590	468
预付帐款	22.4	33.1	47.2	47.2	47.2	应收帐款周转天数	117	100	102	107	115
存货	31.9	62.9	112.8	173.8	298.7	存货周转天数	52	63	68	61	68
其他流动资产	0.0	-0.0	-0.0	-	-0.0	总资产周转天数	623	594	782	712	566
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	298	262	231	219	210
持有至到期投资	-	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	17.2%	16.9%	6.5%	11.0%	14.4%
投资性房地产	-	26.7	28.1	29.5	30.9	ROA	9.8%	9.6%	5.6%	9.1%	11.4%
固定资产	126.9	151.7	160.9	234.8	253.6	ROIC	27.5%	24.0%	40.6%	38.1%	37.7%
在建工程	50.4	12.6	26.1	36.9	45.5	<b>费用率</b>					
无形资产	12.7	12.4	16.3	15.2	14.2	销售费用率	5.2%	5.1%	5.1%	5.0%	5.0%
其他非流动资产	15.0	9.0	13.3	13.3	13.3	管理费用率	10.8%	10.2%	9.9%	9.5%	9.0%
<b>资产总额</b>	<b>403.0</b>	<b>488.6</b>	<b>1,546.3</b>	<b>1,807.0</b>	<b>2,155.0</b>	财务费用率	0.6%	0.1%	-1.7%	-1.4%	-1.0%
短期债务	-	15.0	-	9.6	6.3	三费/营业收入	16.6%	15.4%	13.3%	13.1%	13.0%
应付帐款	35.3	45.7	77.8	139.0	206.0	<b>偿债能力</b>					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	43.1%	43.5%	13.5%	17.8%	20.8%
其他流动负债	89.3	108.6	105.5	147.8	210.8	负债权益比	75.8%	77.0%	15.6%	21.6%	26.3%
长期借款	41.1	16.1	16.1	16.1	16.1	流动比率	1.56	1.56	7.60	5.19	4.37
其他非流动负债	5.9	19.6	21.0	21.0	21.0	速动比率	1.31	1.21	6.94	4.58	3.65
<b>负债总额</b>	<b>173.8</b>	<b>212.6</b>	<b>208.3</b>	<b>321.5</b>	<b>448.2</b>	利息保障倍数	38.83	146.23	-11.88	-15.37	-23.89
<b>少数股东权益</b>	<b>0.3</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>分红指标</b>					
股本	61.5	61.5	123.0	123.0	123.0	DPS(元)	-	-	0.07	0.13	0.20
留存收益	167.4	213.8	1,214.3	1,361.8	1,583.1	分红比率	0.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
<b>股东权益</b>	<b>229.2</b>	<b>276.0</b>	<b>1,338.0</b>	<b>1,485.5</b>	<b>1,706.8</b>	股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.4%	0.6%
<b>现金流量表</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
净利润	39.5	46.8	86.7	163.9	245.9	EPS(元)	0.32	0.38	0.70	1.33	2.00
加: 折旧和摊销	3.7	10.0	23.5	36.4	43.6	BVPS(元)	1.86	2.24	10.88	12.08	13.88
资产减值准备	-1.4	0.7	3.1	4.3	6.4	PE(X)	99.5	85.5	45.8	24.2	16.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	17.3	14.4	3.0	2.7	2.3
财务费用	0.4	1.3	0.8	-8.2	-12.2	P/FCF	-425.3	96.3	-27.8	-82.3	152.2
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	19.0	14.7	8.5	4.7	3.1
少数股东损益	-0.4	0.4	-	-	-	EV/EBITDA	38.0	28.3	25.2	13.9	9.4
营运资金的变动	24.4	13.6	-143.0	-123.5	-175.9	CAGR(%)	60.7%	73.9%	53.0%	-100.0%	-100.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>58.1</b>	<b>51.0</b>	<b>-37.9</b>	<b>69.0</b>	<b>108.0</b>	PEG	1.6	1.2	0.9	-0.2	-0.2
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-84.0</b>	<b>-0.9</b>	<b>-55.0</b>	<b>-120.0</b>	<b>-70.0</b>	ROIC/WACC	2.8	2.4	4.1	3.8	3.8
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>14.8</b>	<b>-5.8</b>	<b>960.9</b>	<b>5.4</b>	<b>-15.9</b>	REP	3.6	4.0	1.8	1.3	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 分析师简介

李孔逸，武汉大学电子信息工程学士，武汉大学金融学硕士。2007年7月加盟安信证券研究中心，从事房地产行业研究。2010年1月起从事建筑工程与建筑材料行业研究。

## 分析师声明

李孔逸声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

梁涛	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
张勤	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
邮编: 200123

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
邮编: 100034