

研究员: 彭海柱 执业证书编号: S0570510120025  
范炳邑 执业证书编号: S0570510120061  
☎ 025-83290883 ✉ penghaizhu@htsc.com.cn  
浙 http://t.zhangle.com/4059

# 尚荣医疗(002551)

## 大单确保公司成长性

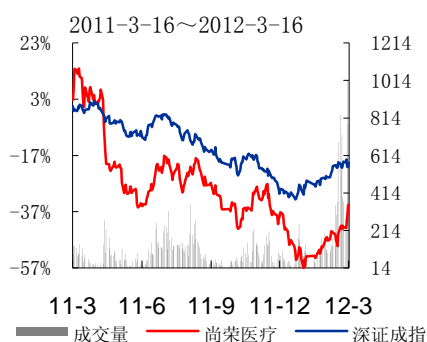
### 投资评级: 观望

医疗器械 II

当前价格(元): 26.25

目标价格(元): 27

### 股价走势图



### 相关研究

### 投资要点:

◆ **公司今年3月再添亿元级别的大单。**公司与四川省巴中市巴州区人民政府就有巴州区人民医院住院楼整体项目合作事宜签署了合作框架协议书。项目内容包括医院住院楼整体建设项目的建设、安装及设备配置,项目投资金额达到2.1亿元。其中,巴州区人民医院自筹资金30%,其余70%由公司提供买方银团信贷融资额度。

◆ **大单不断确保公司成长性。**公司2011年至今已经取得了7个亿元以上级别的合同,金额总计14.1亿元。加上其他没有公告的订单以及洁净手术室建造的收入,公司收入增长基本得到保证。7个大合同中除了上饶市立医院住院大楼建设项目合同工期为18个月、预计将在2013年确认收入以外,其他几个项目的预计确认收入时间年份都将在2014年以后,所以预计公司2014年以前业绩将保持平稳增长,2014年业绩会有大幅提升。

◆ **业务转型影响公司收入确认和毛利率。**公司的业务重点已经由上市之初的以洁净手术室、重症监护室等为核心的医疗专业工程整体解决方案提供转向了医院建设整体解决方案提供。公司业务转型为公司带来了强劲的增长动力,但也为公司带来了综合毛利率下降、回款周期变长两大问题。

◆ **估值偏高,给予股票“观望”评级。**我们预计尚荣医疗11年到13年EPS分别为0.44、0.59、0.79,对应的P/E分别为60.08、44.63、33.29。公司估值相对普通装修装饰上市公司虽然有毛利率优势,但是估值仍然偏高,给予股票“观望”评级。

### 公司基本资料

|             |            |
|-------------|------------|
| 总股本(万)      | 12300.00   |
| 流通A股(万)     | 5580.37    |
| 52周内股价区间(元) | 17.1-70.97 |
| 总市值(万)      | 322875.00  |
| 总资产(万)      | 132369.08  |
| 每股净资产(元)    | 9.55       |

### 主要经营指标预测

|            | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入(亿)  | 2.70  | 3.45  | 4.50  | 5.72  |
| +/-%       | 29.51 | 27.63 | 30.57 | 27.11 |
| 净利润(百万)    | 46.39 | 53.74 | 72.34 | 96.98 |
| +/-%       | 16.33 | 15.84 | 34.60 | 34.06 |
| EPS(元)(摊薄) | 0.38  | 0.44  | 0.59  | 0.79  |
| P/E        | 69.08 | 60.08 | 44.63 | 33.29 |

## 一、大单不断确保公司成长性

公司 2012 年 3 月中旬再添亿元级别的大单，公司与四川省巴中市巴州区人民政府就巴中市巴州区人民医院住院楼整体项目合作事宜签署了《合作框架协议书》。项目内容包括医院住院楼整体建设项目的建设、安装及设备配置，项目投资金额达到 2.1 亿元。其中，巴州区人民医院自筹资金 30%，其余 70% 由公司提供买方银团信贷融资额度。

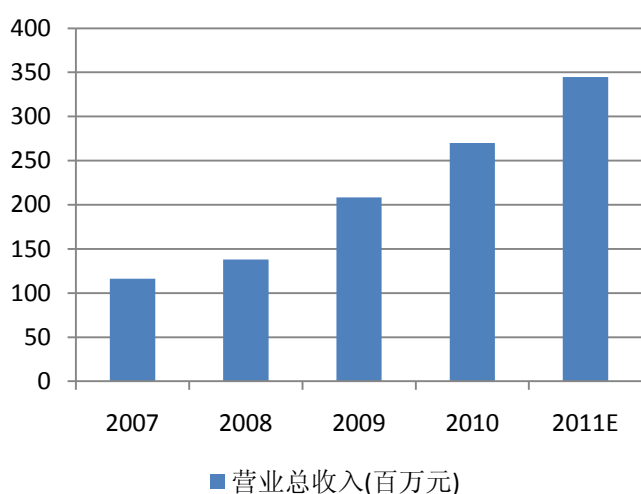
除本次巴州区人民医院项目外，公司 2011 年至今已经取得了上饶市立医院住院大楼建设项目、通县人民医院灾后重建项目等 7 个亿元以上级别的合同，金额总计 14.1 亿元。

图表 1: 公司上市以来亿元以上合同一览

| 项目名称                 | 提示性公告时间          | 合同签署时间           | 合同工期  | 合同金额(亿元) |
|----------------------|------------------|------------------|-------|----------|
| 上饶市立医院住院大楼建设项目       | 2011 年 3 月 31 日  | 2011 年 4 月 29 日  | 18 个月 | 1.2      |
| 四川省通江县人民医院灾后重建项目     | 2011 年 7 月 5 日   | 2011 年 12 月 13 日 | 757 天 | 2        |
| 牡丹江市第二人民医院异址新建项目     | 2011 年 8 月 19 日  | 2011 年 12 月 13 日 | 761 天 | 3        |
| 广东省连州市人民医院新建住院综合大楼项目 | 2011 年 8 月 29 日  | --               | --    | 1.5      |
| 陕西省商南县人民医院整体迁建项目     | 2011 年 12 月 27 日 | --               | --    | 2        |
| 四川省南江县人民医院新建住院大楼项目   | 2011 年 12 月 31 日 | 2012 年 3 月 6 日   | 730 天 | 2.3      |
| 四川省巴中市巴州区人民医院住院楼整体项目 | 2012 年 3 月 12 日  | --               | --    | 2.1      |
| 总计项目金额               | --               | --               | --    | 14.1     |

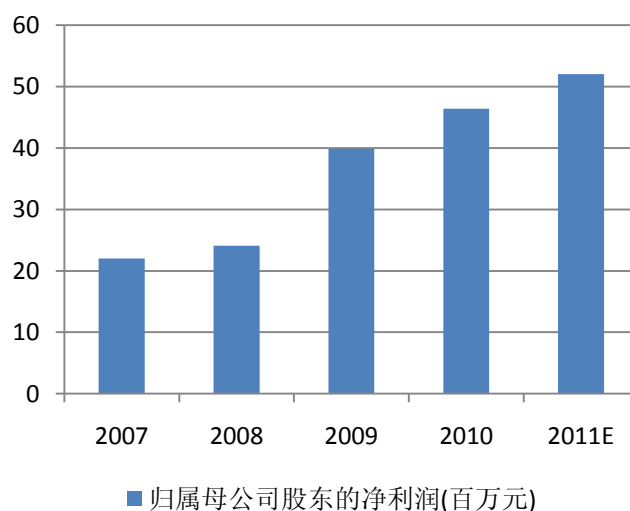
资料来源: 华泰证券研究

图表 2: 公司营业总收入情况



资料来源: Wind

图表 3: 公司归属母公司股东净利润情况



资料来源: Wind

公司 2011 年度业绩快报给出的营业总收入为 3.45 亿元，由于以上 7 个医院整体解决方案的大合同已经

保证了14亿元以上的收入，加上其他没有公告的订单以及洁净手术室建造的收入，公司收入增长基本得到保证。

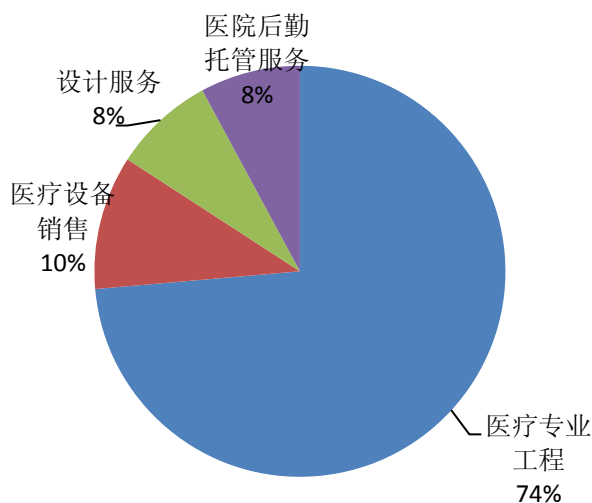
以上7个大合同中，除了上饶市立医院住院大楼建设项目合同工期为18个月，预计将在2013年确认收入以外，其他几个项目的预计确认收入时间年份都将在2014年以后，所以预计2013年业绩将保持平稳增长，2014年业绩会有大幅提升。

## 二、业务转型影响公司收入确认和毛利率

公司主营业务中医疗专业工程占比达到全部营业收入的3/4，但公司的业务重点已经由上市之初的以洁净手术室、重症监护室等为核心的医疗专业工程整体解决方案提供转向了医院建设整体解决方案提供。

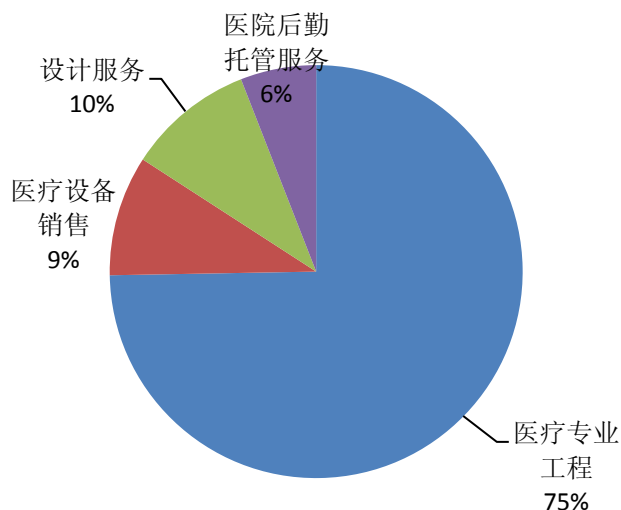
公司在上市之前就已经承接了江西中寰国际医院、内蒙古呼和浩特市第一人民医院、云南昭通市第一人民医院、云南临沧市人民医院、广东省揭阳市人民医院几个千万元以上医院建设整体解决合同。但由于公司对于客户医院采取买方信贷模式，担保额度受到自身资本规模的限制，所以当时没有合同数额超过亿元的大合同。随着公司的上市，资本规模扩大，公司医院建设整体解决方案业务拿单的速度和金额都有出现了飞跃。2011年初至今已经取得了7个医院整体建设合同，总额达到了14.1亿元。

图表 4: 公司营业收入构成情况



资料来源: Wind

图表 5: 公司毛利润构成情况



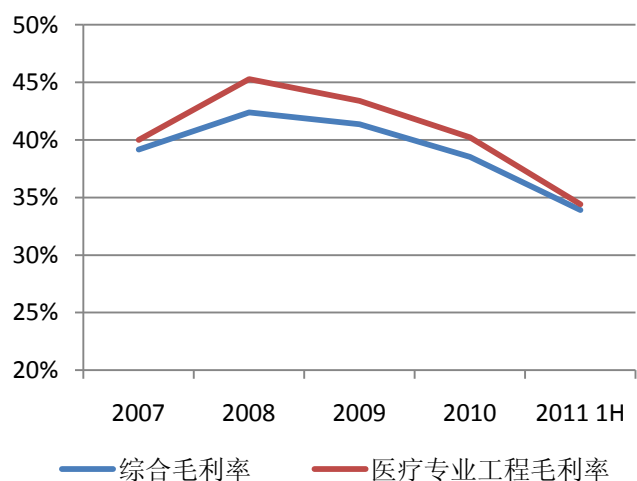
资料来源: Wind

公司业务转型为公司带来了强劲的增长动力，但也为公司带来了综合毛利率下降、回款周期变长两大问题。

## 1. 综合毛利率降低，与普通装修装饰企业相比仍具优势

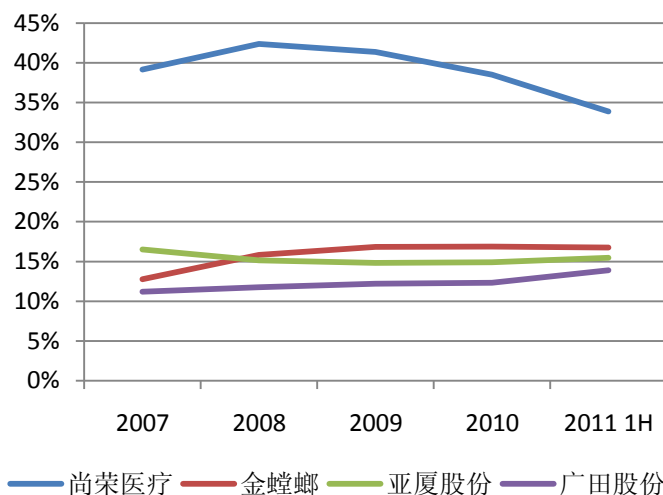
相比洁净手术室和重症监护室的建设，医院整体建设业务的技术门槛偏低，毛利率也偏低，大约在30%左右。公司受业务转型影响，最近两年综合毛利率有下降趋势。但和其他装饰装修工程相比，医院建设由于存在医用设备的布置和安装问题，还是有一定门槛，公司的毛利率也明显的优于普通装修装饰企业。

图表 6: 公司综合毛利率和医疗专业工程毛利率



资料来源: Wind

图表 7: 公司与同类公司毛利率比较

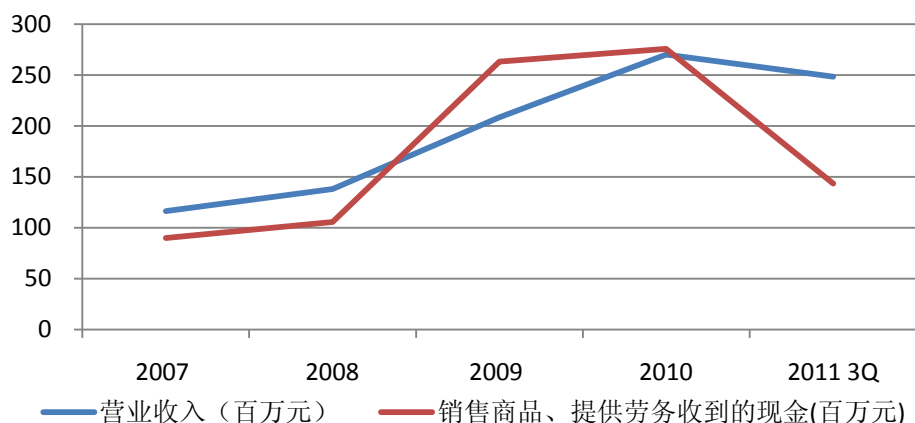


资料来源: Wind

## 2. 收入确认周期变长

医院手术部的建设周期一般为6至12个月,单个洁净手术室或重症监护室的造价多数在100万元以下,相比之下,医院整体建设项目工期长、合共金额高,项目进程受施工进度、地方政府财政拨款等因素影响较大,项目的收入确认周期被拉长。

图表 8: 公司营业收入和销售商品、提供劳务收到的现金情况



数据来源: Wind、华泰证券研究所

### 三、盈利预测与估值比较

#### 1、盈利预测

基本假设:

(1) 医疗专业工程业务方面, 2011年至2013年间将保持30%-35%的增长率, 由于医院建设整体解决方案业务占比增大, 该项业务毛利率缓步下降;

(2) 公司其他业务大体保持稳定增长和毛利率稳定;

图表 9: 公司分产品盈利预测

| 产品       | 指标     | 2010   | 2011E   | 2012E  | 2013E  |
|----------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 医疗专业工程   | 收入(百万) | 181.65 | 244.65  | 330.00 | 430.00 |
|          | YOY    | 14.46% | 34.68%  | 34.89% | 30.30% |
|          | 毛利率    | 40.23% | 35%     | 33%    | 32%    |
| 医疗设备销售   | 收入(百万) | 50.49  | 45.00   | 55.00  | 65.00  |
|          | YOY    | 93.75% | -10.87% | 22.22% | 18.18% |
|          | 毛利率    | 35.00% | 32%     | 32%    | 31%    |
| 设计服务     | 收入(百万) | 4.94   | 25.00   | 30.00  | 35.00  |
|          | YOY    | 76.43% | 406.07% | 20.00% | 16.67% |
|          | 毛利率    | 63.56% | 50%     | 50%    | 50%    |
| 医院后勤托管服务 | 收入(百万) | 26.89  | 30.00   | 35.00  | 42.00  |
|          | YOY    | 28.35% | 11.57%  | 16.67% | 20.00% |

|    |        |        |        |        |        |
|----|--------|--------|--------|--------|--------|
|    | 毛利率    | 29.04% | 25%    | 25%    | 25%    |
| 总计 | 收入(百万) | 263.97 | 344.65 | 450.00 | 572.00 |
|    | YOY    | 26.60% | 30.56% | 30.57% | 27.11% |
|    | 毛利率    | 38.52% | 34.83% | 33.39% | 32.47% |

资料来源: Wind、华泰证券

图表 10: 公司利润简表

| 指标         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入       | 270  | 345   | 450   | 572   |
| 营业成本       | 163  | 225   | 300   | 386   |
| 营业费用       | 14   | 18    | 22    | 26    |
| 管理费用       | 28   | 30    | 35    | 39    |
| 财务费用       | 0    | 0     | -1    | -3    |
| 营业利润       | 57   | 61    | 84    | 114   |
| 营业外收入      | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 营业外支出      | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 利润总额       | 58   | 63    | 85    | 115   |
| 所得税        | 11   | 9     | 13    | 18    |
| 净利润        | 47   | 54    | 73    | 97    |
| 归属母公司净利润   | 46   | 54    | 72    | 97    |
| EPS(元)(摊薄) | 0.38 | 0.44  | 0.59  | 0.79  |

资料来源: 华泰证券

## 2、给予公司“观望”评级

我们预计尚荣医疗 11 年到 13 年 EPS 分别为 0.44、0.59、0.79, 对应的 P/E 分别为 60.08、44.63、33.29。公司医院建设整体解决方案业务带来的大合同确保了公司未来几年的业绩来源, 但是也影响了公司的综合毛利率, 并给公司收入确认带来了更大的不确定性。此外, 公司估值相对普通装修装饰上市公司虽然有毛利率优势, 但是估值仍然偏高, 给予该股票“观望”评级。

图表 11: 尚荣医疗与可比上市公司相对估值比较

| 简称 | 最新价格<br>(元) | 每股收益(摊薄)(元) |     |     |     | 市盈率 |     |     |     |
|----|-------------|-------------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|
|    |             | 10A         | 11E | 12E | 13E | 10A | 11E | 12E | 13E |
|    |             |             |     |     |     |     |     |     |     |

|             |              |             |             |             |             |              |              |              |              |
|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>尚荣医疗</b> | <b>26.25</b> | <b>0.38</b> | <b>0.44</b> | <b>0.59</b> | <b>0.79</b> | <b>69.08</b> | <b>60.08</b> | <b>44.63</b> | <b>33.29</b> |
| 金螳螂         | 43.55        | 1.22        | 1.4         | 2.12        | 2.93        | 37.8         | 31.01        | 20.5         | 14.85        |
| 亚厦股份        | 32.63        | 1.33        | 1.11        | 1.68        | 2.37        | 36.11        | 29.48        | 19.41        | 13.76        |
| 广田股份        | 26.83        | 1.65        | 0.92        | 1.32        | 1.85        | 33.2         | 29.21        | 20.28        | 14.49        |

资料来源: Wind、华泰证券

附录

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 276  | 402   | 485   | 630   |
| 现金             | 85   | 66    | 87    | 140   |
| 应收账款           | 85   | 114   | 143   | 184   |
| 其它应收款          | 10   | 30    | 33    | 41    |
| 预付账款           | 33   | 52    | 78    | 110   |
| 存货             | 63   | 60    | 104   | 109   |
| 其他             | 0    | 80    | 40    | 47    |
| <b>非流动资产</b>   | 212  | 212   | 204   | 203   |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 152  | 155   | 156   | 155   |
| 无形资产           | 12   | 12    | 12    | 11    |
| 其他             | 48   | 45    | 37    | 37    |
| <b>资产总计</b>    | 489  | 614   | 690   | 834   |
| <b>流动负债</b>    | 177  | 253   | 271   | 340   |
| 短期借款           | 15   | 24    | 0     | 0     |
| 应付账款           | 42   | 61    | 76    | 100   |
| 其他             | 120  | 169   | 195   | 240   |
| <b>非流动负债</b>   | 36   | 13    | 14    | 15    |
| 长期借款           | 16   | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 20   | 13    | 14    | 14    |
| <b>负债合计</b>    | 213  | 266   | 285   | 355   |
| 少数股东权益         | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 股本             | 62   | 123   | 123   | 123   |
| 资本公积           | 55   | 24    | 24    | 24    |
| 留存收益           | 159  | 201   | 257   | 331   |
| 归属母公司股东权益      | 275  | 347   | 404   | 478   |
| <b>负债和股东权益</b> | 489  | 614   | 690   | 834   |

现金流量表

单位:百万元

| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 51   | -25   | 62    | 80    |
| 净利润            | 47   | 54    | 73    | 97    |
| 折旧摊销           | 10   | 8     | 9     | 9     |
| 财务费用           | 0    | 0     | -1    | -3    |
| 投资损失           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | -6   | -86   | -22   | -28   |
| 其它             | -0   | -1    | 4     | 5     |
| <b>投资活动现金流</b> | -1   | -3    | -2    | -8    |
| 资本支出           | 15   | 5     | 6     | 6     |
| 长期投资           | 0    | -2    | -4    | 2     |
| 其他             | 15   | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -6   | 9     | -39   | -20   |
| 短期借款           | 15   | 9     | -24   | 0     |
| 长期借款           | -25  | -16   | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0    | 62    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 0    | -31   | 0     | 0     |
| 其他             | 4    | -14   | -15   | -20   |

利润表

单位:百万元

| 会计年度              | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>       | 270  | 345   | 450   | 572   |
| 营业成本              | 163  | 225   | 300   | 386   |
| 营业税金及附加           | 8    | 9     | 10    | 10    |
| 营业费用              | 14   | 18    | 22    | 26    |
| 管理费用              | 28   | 30    | 35    | 39    |
| 财务费用              | 0    | 0     | -1    | -3    |
| 资产减值损失            | 1    | 1     | 1     | 0     |
| 公允价值变动收           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益             | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>       | 57   | 61    | 84    | 114   |
| 营业外收入             | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 营业外支出             | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>       | 58   | 63    | 85    | 115   |
| 所得税               | 11   | 9     | 13    | 18    |
| <b>净利润</b>        | 47   | 54    | 73    | 97    |
| 少数股东损益            | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b>   | 46   | 54    | 72    | 97    |
| <b>EBITDA</b>     | 67   | 69    | 92    | 120   |
| <b>EPS(元)(摊薄)</b> | 0.38 | 0.44  | 0.59  | 0.79  |

主要财务比率

| 会计年度           | 2010   | 2011E  | 2012E | 2013E |
|----------------|--------|--------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |       |       |
| 营业收入           | 29.5%  | 27.6%  | 30.6% | 27.1% |
| 营业利润           | 22.2%  | 6.9%   | 37.5% | 35.8% |
| 归属于母公司净利润      | 16.3%  | 15.8%  | 34.6% | 34.1% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |       |       |
| 毛利率            | 39.7%  | 34.8%  | 33.4% | 32.5% |
| 净利率            | 17.2%  | 15.6%  | 16.1% | 17.0% |
| ROE            | 16.9%  | 15.5%  | 17.9% | 20.3% |
| ROIC           | 26.2%  | 20.7%  | 26.5% | 33.3% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |       |       |
| 资产负债率          | 43.5%  | 43.3%  | 41.3% | 42.5% |
| 净负债比率          | 18.19% | 11.22% | 2.07% | 1.74% |
| 流动比率           | 1.56   | 1.59   | 1.79  | 1.85  |
| 速动比率           | 1.21   | 1.35   | 1.41  | 1.53  |
| <b>营运能力</b>    |        |        |       |       |
| 总资产周转率         | 0.61   | 0.63   | 0.69  | 0.75  |
| 应收账款周转率        | 3      | 3      | 3     | 3     |
| 应付账款周转率        | 4.39   | 4.40   | 4.39  | 4.39  |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.38   | 0.44   | 0.59  | 0.79  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | 0.41   | -0.20  | 0.51  | 0.65  |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 2.24   | 2.83   | 3.28  | 3.88  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |       |       |
| P/E            | 34.80  | 60.08  | 44.63 | 33.29 |
| P/B            | 5.86   | 9.29   | 8.00  | 6.76  |



|        |    |     |    |    |           |    |    |    |    |
|--------|----|-----|----|----|-----------|----|----|----|----|
| 现金净增加额 | 44 | -18 | 21 | 52 | EV/EBITDA | 47 | 46 | 34 | 26 |
|--------|----|-----|----|----|-----------|----|----|----|----|

## 华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

**免责声明:**

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，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。本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，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。

报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。