

大单不断，资金管理或是挑战

——尚荣医疗（002551）调研快报

2012年5月25日

推荐/首次

尚荣医疗

调研快报

陈恒	医药行业分析师	执业证书编号: S1480510120015
	010-6655 4018	Email: chenheng@dxzq.net.cn

事件:

近期，我对尚荣医疗进行了实地调研，和高管进行了经营和销售方面的交流沟通，形成以下观点。

1. 医院工程需求大，短期内市场拓展空间有保证。

近年来，随着我国医疗行业的快速发展和新一轮医改的进一步推进，我国公立医院和医院病床数目呈快速增长态势，2009年的医院病床数目年增长率创下了10年以来的新高，达到了8.25%。医院及病床等新设施建立的同时必然要求与之相匹配的先进医疗设施及装备。

在新建医疗设施数目增长的同时，我们也注意到截至2009年底，我国已存的医院老化情况比较严重，70%左右的医院都建成于20年之前，其中又有50%左右的医院建成于30年之前，整个医院老化建筑及设施的重建及翻新需求非常之大。

手术室是标准医院的必要配置，也是体现医院技术水平高低，承载高难度治疗手术任务的核心部门。对于我国手术室数量我们采取普遍计算方法，即每100个病床设计2个手术室的方法计算，2009年我国新增病床数为23.79万个，理论上与之相应的09年新增的手术室数量为4750个。据2009年已存的病床数数量为312万个及公式估算，我国现存的手术室数量约为6.24万个，由于我国医院建筑及设施的老化，我们假设每年8%需要重建或者翻新，那么09年重建或者翻新手术室的数目约为5000个，整体估算09年中国整个手术室市场的容量大约为1万间。按洁净手术室占比80%，每个洁净手术室评价造价60万元计算，09年我国洁净手术室装修装饰市场的规模约为48亿元，假设该市场每年的增长速度为5-10%，那么11年该市场的规模约为50-60亿元左右。

随着公司开始承接医院整体建设工程，未来的发展空间进一步打开。通过延伸产业链，完成对医院的一站式服务，尚荣医疗的发展空间将拓展，同时这种EPC总承包的模式对于医院来说，也是一种节约成本和费用控制的良好手段。公司公告将在江西南昌建设尚荣医疗健康产业综合体。综合体将建设数字一体化手术室产业化项目、手术室内配套医疗设备、医疗信息化软件及其关联产业项目，满足公司未来医院整体建设解决方案的生产需要。可以看出，尚荣医疗向更专业化迈进。虽然现在政府对承包医院工程的资质没有设置太高的门槛，但医院对于施工单位的专业化和品牌将越来越看重。上市后公司接到过亿订单的数量明显增多，说明尚荣医疗的先发优势和资金优势较为明显，将来这一优势愈发重要，可能形成马太效应。

2. 从已公布订单情况来看，未来三年公司的收入增长有较大保障。

从公司上市后已公告的重大经营合同来看，合计金额已经达到了21.1亿元，为2011年公司收入3.48亿元的6倍，仅计算已签订的正式合同金额，也已经达到10.5亿元，为2011年收入的3倍。从工期来看，目前已签订正式合同的最后结算期约在2014年年初。如果公司顺利结算，未来三年的收入增长有较大的保障。另外，公司2012年4月6日公告，尚荣医疗和黑龙江齐齐哈尔市人民政府达成初步合作意向，协议书的项目总投资

额达到20亿元，如果最后签订正式的合作合同，金额10亿元的一期工程拟于2012年6月1日开工，拟于2014年12月底完工，二期工程拟在一期工程投入使用后开工建设。由于此项目还要经过公开招标等流程，存在一定的不确定性，且合同的履行不会对公司2012年度、2013年度营业收入及利润产生影响，所以我们在盈利预测中暂不考虑此项目。

表 1：尚荣医疗已公告日常重大经营合同

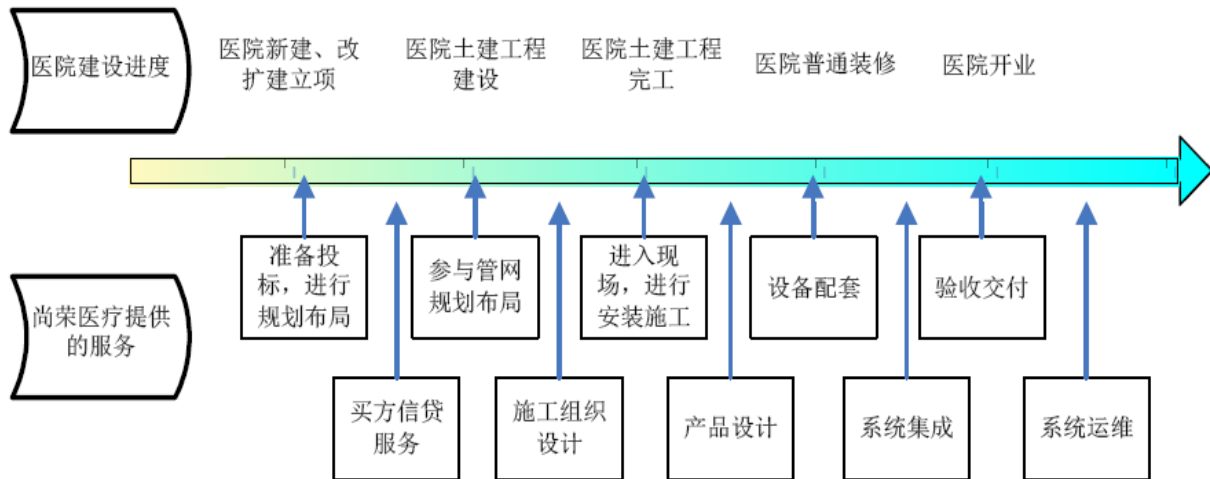
项目	医院等级	合同额 (亿元)	签合作协议日期	签正式合同日期	合同工期	预计完成日期
江西省上饶市立医院	二甲	1.2	2011年4月1日	2011年4月29日	18个月	2012年10月31日
四川省通江县人民医院	二甲	2	2011年6月30日	2011年12月14日	757天	2014年1月9日
牡丹江市第二人民医院	三甲	3	2011年8月17日	2011年12月14日	761天	2014年1月13日
广东省连州市人民医院	二甲	1.5	2011年8月29日			
陕西省商南县人民医院	二甲	2	2011年12月27日	2012年4月23日	730天	2014年4月23日
四川省南江县人民医院	二甲	2.3	2012年1月5日	2012年3月6日	730天	2014年3月6日
巴中市巴州区人民医院	二甲	2.1	2012年3月14日			
铜川市耀州区人民医院		1.5	2012年4月12日			
牡丹江市肿瘤医院	三甲	1.2	2012年4月18日			
牡丹江市第一人民医院	三甲	4.3	2012年4月18日			
齐齐哈尔第一人民医院	三甲	20	2012年4月6日			
合计		41.1				

资料来源：公司公告、东兴证券整理

3. 资金管理对公司提出更高要求。

虽然截止目前，公司签订了不少的过亿合同，保证了未来的收入增长，但原材料、人工成本等随经济景气程度、市场供求、通胀情况的因素变化而波动，公司也可能面临着成本上升带来的利润不达预期。虽然 2003 年以来，公司开展了买方信贷服务，尚未发生因医院不能偿还银行贷款带来的担保风险，但仍有财政拨款不及时和医院资金周转困难导致的不能及时偿还银行贷款，从而导致公司承担连带责任的风险。在开展业务的同时，公司的尚荣医疗健康产业综合体建设项目需要的资金也不少，项目的总投资达到 16 亿元，前期的铺底流动资金就需要 3.66 亿元，这更给公司的现金流管理提出了挑战。

图 1：尚荣医疗服务流程图



资料来源: 尚荣医疗招股书、东兴证券

结论:

尚荣医疗目标市场空间很大, 公司的成长更多地取决于自身能力的提高。尚荣医疗在上市之后美誉度的提高带来了不少的大订单, 这些大订单的完成情况特别是资金管理情况有待跟踪。从单纯的手术室建设到 EPC 总承包模式的转变拓展了公司业务地开展空间, 也更有利于提高公司的拿单能力。现有的订单基本保证了未来两到三年的收入增长, 但利润增长不单取决于公司的项目完成情况, 而且和宏观经济变化、人力成本上升等因素相关。另外, 项目进度的会计确认方式的变化可能会对利润表产生比较大的影响, 但不会对公司的实质经营产生变化。

我们将积极跟进公司的项目开展情况, 及时更新公司状态。保守预计公司 2012-2014 年 EPS 为 0.58 元、0.89 元和 1.32 元, 对应最新股价 23.9 元的 PE 分别为 41 倍、27 倍、18 倍, 首次给予“推荐”评级。

风险提示: 项目结算的资金风险; 原材料成本上升。

表格 2: 尚荣医疗盈利预测

百万元	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	302	345	534	821	1231
(+/-)%	44.68	14.36	54.78	53.75	49.94
净利润	58	54	71	109	162
(+/-)%	45.72	(7.08)	32.11	53.45	48.31
每股收益 (元)	0.47	0.44	0.58	0.89	1.32
净资产收益率 (%)	18.40	6.07	8.02	12.30	18.25
PE	50.59	54.44	41.21	26.85	18.11

资料来源: 东兴证券

分析师简介

陈恒

生物工程和金融工程专业毕业, 2010 年加盟东兴证券, 从事生物医药行业研究四年, 医药生物行业资深研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。