

业绩进入持续高增长期

买入 首次

目标价格：37.00元

投资要点：

- 📖 城镇化建设带动地级市和县级市医院建设，预计市场空间过千亿
- 📖 定位医院整体建设方案提供商，订单获取能力强
- 📖 13年业绩开始释放，预计出现爆发式增长

报告摘要：

- **城镇化建设将带动每年千亿量级的医院建设市场空间。**随着新型城镇化的推进，地级市和县级市医院新建及改扩建迎来建设高峰。各地地方政府均出台相应县级医院“倍增计划”。我们预计未来几年，仅县级医院每年的建设与改造每年空间就有 1200亿 左右，市场空间巨大。
- **公司为医院建设提供整体解决方案，订单获取能力强。**公司从 2011 年开始承接医院的整包项目，是目前行业中的龙头企业，优异的资质和良好的工程业绩得到了客户的认可，加上独特的买方信贷模式吸引了大量的客户，公司拿订单的能力非常强。12 年以来签订合同 31 亿，意向合同 20 亿左右，预计公司 2015 年当年新增合同 100 亿。从目前城镇化建设带动县级医院建设增长来看，行业中每年有上千亿的空间，公司所占份额不到 3%，作为龙头企业，市场占比 10% 左右比较合理，所以可以看出，公司具有较好的持续获取订单的能力。
- **13 年是业绩释放的关键一年。**即使只考虑目前公司在手正在执行的 31 亿合同，未来两年将是工程建设高峰，也是项目收入确认高峰。按照工程进度推算，2013 和 2014 年应结算总包合同金额为 8.4 亿、13.1 亿，同比增长 300%、50%。13 年是公司业绩释放的关键一年，后续几年公司合同将保持高速增长。
- **盈利预测与估值。**预计公司 13-15 年的收入为 8.4 亿、16.2 亿、28.7 亿，净利润为 1.3 亿、2.4 亿、4.3 亿，预计 13-15 年的 EPS 为 0.68、1.28 和 2.3 元，按 3 月 11 日的收盘价 24.29 计算，对应 PE 为 35、18 和 10 倍，未来 6 个月的目标价格 37 元，首次给与“买入”评级。

中小市值研究组

首席分析师：

王风华(S1180511010001)

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

资深分析师：

李坤阳(S1180511030001)

电话：010-88013558

Email: Likunyang@hysec.com

研究助理：

史余森

电话：010-88013570

Email: shiyusen@hysec.com

岳苗

电话：010-88013564

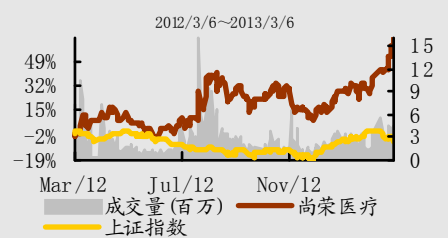
Email: yuemiao@hysec.com

邓锐

电话：010-88085986

Email: dengrui@hysec.com

市场表现



相关研究

《两会大幕拉开，乐观看待后市》

2013/3/4

《政策真空，指数震荡，热点表现》

2013/2/25

《中国医药：未来资产注入可期》

2013/2/22

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	270.04	348.43	427.63	840.80	1597.51
增长率(%)	29.51	29.03	22.73	96.62	90.00
净利润(百万)	46.39	44.16	63.61	126.17	237.10
增长率(%)	16.33	-4.82	44.04	98.36	88.38
每股收益	0.25	0.24	0.345	0.684	1.28
市盈率	97	101	70	35	18

目录

一、公司定位——现代化医院建设整体解决方案提供商.....	4
二、公司竞争优势——如何做好医院建设整包服务.....	4
（一）独特的买方信贷模式帮助公司吸引客户的同时也为公司提供了资金回收保障。.....	4
（二）良好的工程业绩是公司取得客户合作的核心竞争力.....	5
（三）资金优势明显.....	5
三、公司业绩——13年开始出现爆发式增长.....	5
（一）业绩情况分析.....	5
1、历年业绩情况.....	5
2、公司的利润率变化基本保持稳定.....	6
3、收入构成.....	6
（二）13年是公司业绩释放的关键年.....	7
四、受益于城镇化建设，行业空间巨大.....	9
（一）目前我国县级医院基本情况.....	9
（二）我们预测城镇化建设带动的县级医院建设空间达千亿级.....	11
1、医院改扩建需求空间预测.....	11
（1）来自政府拨款部分.....	12
（2）来自于医院的收入部分.....	12
（3）来自医院自融资部分.....	12
2、医院建设行业整体空间预测.....	12
五、盈利预测与估值.....	12

插图

图 1: 营业业绩及增速.....	6
图 2: 毛利率及利润率变化趋势.....	6
图 3: 2012 年上半年收入构成.....	7
图 4: 收入构成变化.....	7
图 5: 2009 年县级医院未释放需求.....	9
图 6: 县级医院呈现显著增长趋势.....	10
图 7: 中国城镇化发展趋势.....	10

表格

表 1: 在手订单一览.....	7
表 2: 在手订单确认统计.....	8
表 3: 医院级别医院服务体量.....	9
表 4: 预测公司 12-16 年新增合同与确认收入.....	12
表 5: 公司毛利率估算.....	13
表 6: 财务报表预测.....	14
表 7: 财务指标汇总.....	15

一、公司定位——现代化医院建设整体解决方案提供商

公司的主营业务不断扩展，发展战略发生了重要的转变，定位从上市之前的医疗专业工程服务提供商发展到上市之后的现代化医院建设整体解决方案提供商。

公司成立之初，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，具体包括医疗专业工程（如手术室、ICU、实验室、化验室、医用气体工程等）的规划设计、装饰施工、器具配置、系统运维等一体化服务。

上市后，公司开始涉及医院建设总包工程。目前定位于现代化医院建设整体解决方案提供商。主要业务包括：医院规划设计，项目配套融资，组织土建招标、监理和质控，内部装修，医疗专业工程，医疗信息系统及医疗设备委托采购、配置安装等。

未来，随着承建医院运营数量的增加，公司将为医院提供更多的增值服务，这将为公司带来更为稳定和持续的现金流入。包括但不限于：医院托管、后勤服务、保洁、保卫、耗材提供及配送等。同时，公司于江西建设的健康产业综合体项目，也将为后续医疗设备制造业务提供充分保障，项目达产后将实现年产 700 套数字一体化手术室及其配套医疗设备、医疗信息化软件及其关联产业项目的产业化规模。

二、公司竞争优势——如何做好医院建设整包服务

目前公司主要为医院建设提供整体的解决方案，在这个领域中，公司具有较强的拿订单能力，这一点从在手的 50 亿订单也可以看出。能取得如此好的业绩，我们分析主要是与公司独特的买方信贷模式、良好的信誉、优良的资质以及公司本身规模优势有关。

（一）独特的买方信贷模式帮助公司吸引客户的同时也为公司提供了资金回收保障。

买方信贷模式由公司综合性公立医院提供买方信贷额度和贷款保证担保，银行放款专项用于经营状况良好、资金紧缺的医院购买本公司的产品或服务。在提供买方信贷服务之前，公司及银行均会对医院的经营状况、财务状况进行系统分析，在确认其具有充足的还款能力后为客户办理买方信贷服务；同时银行对贷款资金实行流程控制，保证专款专用。部分地区财政投入下拨进度与医院的资金需求进度不匹配，造成暂时性资金困难，医院才会向公司申请买方信贷服务。买方信贷模式，使得地方政府仅需部分启动资金，便能尽快启动医院建设的民生工程。该模式符合了目前地方政府的财政状况及医疗服务建设需求，获得地方政府较高认可，吸引了很多的客户资源。

目前公司买方信贷额度共计 13 亿元。对于数额巨大的项目，买方信贷数额按照单体项目重新计算。

从公司调研情况看，买方信贷模式由医院承担债务，公司提供 10-15% 的质保金，这笔资金将在 2-3 年返还给公司，质保金记入应收账款会计账目。我们按照每 1 亿元的质保金可以撬动近 10 亿元的项目来测算，公司手上的 8 亿多元资金可以完成近百亿的项目。

从目前来看，这种买方信贷模式的客户违约风险非常小，为公司提供了资金回收保障。医院可以按月还款，营业收入足够归还每月的贷款。公司主动放弃 3 天收入不能覆盖 1 个月银行本息的医院总包项目，从而保证了资金的安全。

（二）良好的工程业绩是公司取得客户合作的核心竞争力

医院建设整包行业具有一定的资质壁垒，一般都要求总包商资质较高。其中医院项目业绩便是最重要的要求之一。因此该行业更利于原有企业，而对于新进入者，零的突破是很困难的。

我们从《齐齐哈尔市第一院南院建设 BT 模式融资代建项目》招标要求中可以看出，对供应商的资格要具有近三年（不含本年度）投资规模达三甲医院的业绩证明材料，无不良记录。具有与本项目（7 亿元以上）相应投融资能力的投资人。公司具有大量的三甲医院建设服务经验，有良好的示范项目，很多的招标要求几乎为公司量身定做。目前在整包领域，公司具有明显的先发优势，上市公司中，和佳股份 2013 年以来开始涉及医院建设总包业务。目前与河北景县政府签订 1 亿框架合同，为景县人民医院新址项目后续工程建设提供整体打包服务。不管是资质还是已有的工程业绩，和公司的差距都较大。公司作为整包领域的龙头，在该领域中暂时还没有行业竞争的压力。

（三）资金优势明显

公司原来在医疗专业工程领域的主要竞争对手包括海南灵镜、江苏久信、德国 Maquet 和北京三医特等公司，但从整体看，目前国内做洁净的企业规模和资金尚不能达到进行医院建设整包的要求，公司的资金优势比较明显。

三、公司业绩——13 年开始出现爆发式增长

公司的业绩我们从目前状况和 13 年之后的业绩状况这两块来进行分析，公司从 11 年开始签订医院整体建设总包合同，目前已经签订合同 31 亿，意向合同共 50 亿（具体情况我们在后面进行分析）。合同收入按照项目进度进行确认，13 年开始有部分合同进行确认，我们认为 13 年将是业绩爆发增长的拐点。

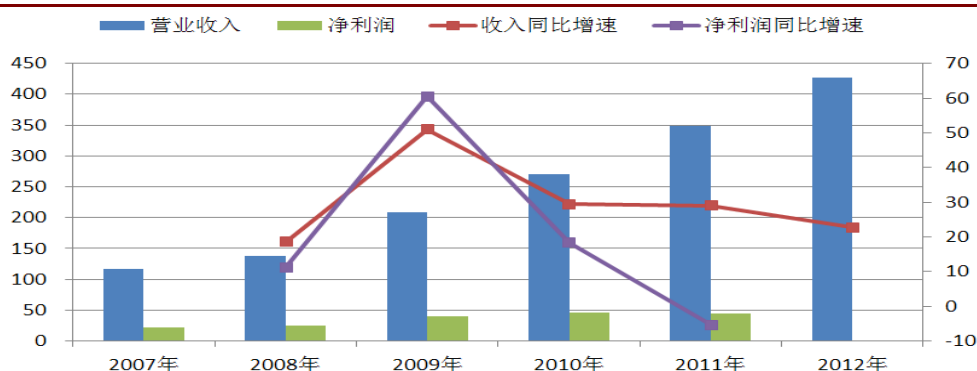
（一）业绩情况分析

根据公司 2012 年业绩快报，2012 年共实现销售收入 4.28 亿元，同比增长 22.72%，净利润 6360.54 万元，同比增长 44.04%。基本每股收益 0.34 元。公司收入和利润的增长主要受益于国家对医疗卫生领域持续增长的建设投入及公司积极开拓市场和业务。

1、历年业绩情况

整体来看，营业收入在近年来快速增长，但是在 2009 年后有增幅放缓的趋势。净利润方面，公司在 2011 年度出现了净利润的负增长，主要是由于公司人力资源和原材料成本上升以及竞争的逐渐加大，但 2012 年公司净利润将出现大幅度增长。这主要得益于 12 年签署了大批的订单、动工了一大批项目以及前几年项目结束款项的到账。

图 1: 营业业绩及增速

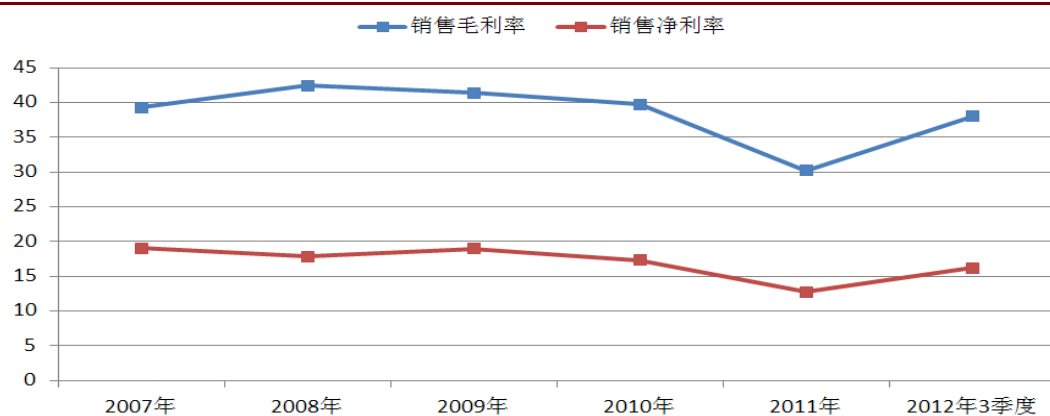


资料来源: 宏源证券, wind

2、公司的利润率变化基本保持稳定

2011 年公司的成本上升导致毛利和净利有较大的下降, 除此之外, 公司近几年的毛利都维持在 40% 左右, 净利在 16% 左右, 整体来看, 公司盈利水平比较稳定。

图 2: 毛利率及利润率变化趋势

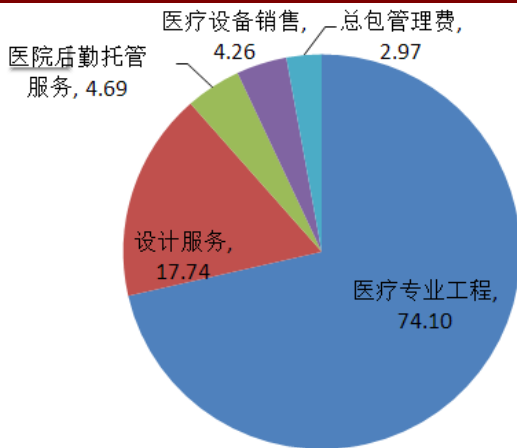


资料来源: 宏源证券, wind

3、收入构成

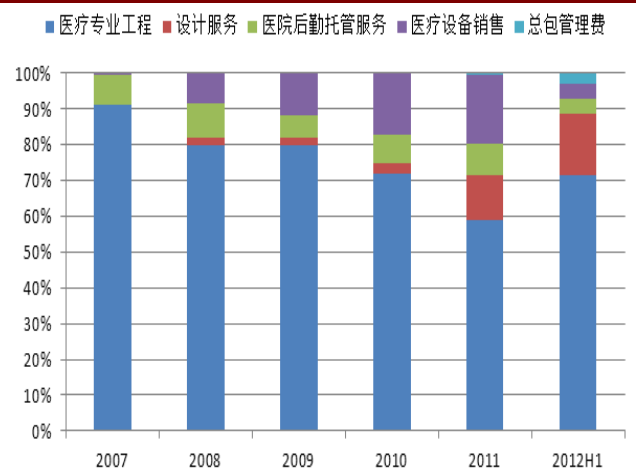
公司主要提供以洁净手术部为核心的医疗专业工程整体解决方案, 在营业收入上医疗专业工程依旧占据绝对主要地位, 2012 年上半年占比为 74.10%。设计服务占比为 17.74%, 后勤服务和设备销售在 4%, 总包服务占比接近 3%。从公司近几年的收入结构看, 2011 年医疗专业工程占比大幅下滑, 也可以解释 11 年公司毛利和净利的大幅下降。

图 3: 2012 年上半年收入构成



资料来源: 宏源证券, wind

图 4: 收入构成变化



资料来源: 宏源证券, wind

综合来看, 公司主要依靠医疗专业工程来贡献收入和利润, 支撑业绩, 其他设计业务占比不大。医疗专业工程的占比和表现对公司业绩影响最大, 除 11 年出现较大变动外, 公司近几年的业绩一直保持稳定增长。从现金流量来看, 近年来公司的现金流充足, 公司运营状况良好。

(二) 13 年是公司业绩释放的关键年

截止 2012 年底, 公司已公告项目中, 共签订医院总包建设框架合同超过 50 亿, 其中已签订合同额超过 31 亿。

表 1: 在手订单一览

项目名称	合同金额	框架日期	合同日	买方信贷
齐齐哈尔市第一医院南院二期	10.0	2012.03		8.0
黑龙江省富裕县人民医院新建住院大楼	0.5	2012.07		0.4
湖南省茶陵县人民医院新建住院大楼	1.2	2012.08		0.8
河南省濮阳县人民医院新建院区	4.6	2012.08		3.2
黑龙江省肇东市人民医院整体迁建项目	1.0	2012.10		0.7
山东菏泽曹县人民医院新区三期项目	5.0	2012.11		
牡丹江市肿瘤医院综合楼	1.2	2012.04		
江西省上饶市立医院	1.2	2011.03	2011.04	1.2
四川省通江县人民医院灾后重建	2.0	2011.06	2011.12	1.4
牡丹江市第二人民医院	3.5	2011.08	2011.12	3.0
四川省南江县人民医院住院大楼	1.5	2011.12	2012.03	1.1
商南县人民医院整体迁建	2.0	2011.12	2012.04	1.4
四川省巴州区人民医院住院楼	2.2	2012.03	2012.07	1.5
铜川市耀州区人民医院	2.0	2012.04	2012.07	1.4
齐齐哈尔市第一医院南院一期	9.0	2012.03	2012.07	6.3
阿荣旗中蒙医院移址新建	0.8	2012.07		0.6

内蒙古阿荣旗人民医院扩建	0.6	2012.07	2012.07	0.4
铜川市中医医院整体迁建	2.0		2012.10	1.6
牡丹江市第一人民医院扩建综合楼	4.3	2012.04	2012.10	3.0
2012 合计		55 亿	31 亿	23 亿

资料来源：宏源证券

2013 年开始进入收入确认高峰。整理了目前 31 亿合同建设进展，并按照预期建设进度、按完工进度进行统计。根据土建工程占合同额约 1/3，建设时间约 2/3。统计结果如下：

表 2：在手订单确认统计

项目名称, 单位/亿	合同额	合同日	建设日	完成日	目前进度	2012	2013	2014	2015
上饶市立医院	1.2	2011.04	2011.06	2013.01	13 年 1 月封顶	0.4	0.8		
通江县人民医院	2.0	2011.12	2012.06	2013.06	主体工程完成	0.3	1.7		
牡丹江市第二人民医院	3.5	2011.12	2012.04	2014.01	12 年 11 月主楼封顶	0.6	0.6	2.3	
南江县人民医院	1.5	2012.03	2012.08	2015.08	12 年 8 月房建工程		0.5	1.0	
商南县人民医院	2.0	2012.04		730 天	12 年 10 月主体封顶	0.3	0.3	1.6	
巴州区人民医院	2.2	2012.07	2012.10	1037 天	12 年 10 月三通一平		0.4	0.4	1.6
铜川市耀州区人民医院	2.0	2012.07	2012.10	2013.12	12 年 10 月附属设施		0.6	1.2	
齐齐哈尔第一医院南院	9.0	2012.07	2012.08	2014.12	准备前期施工工作		1.5	1.5	6.0
阿荣旗中蒙医院	0.8		2012.09	2013.12	开工建设	0.2	0.6		
阿荣旗人民医院	0.6	2012.07	2012.07	2014.10	开工建设		0.2	0.4	
铜川市中医医院	2.0	2012.10	2012.09	2014.10	开工建设		0.6	1.4	
牡丹江市第一人民医院	4.3	2012.10	2012.06	2014.12	奠基开工	0.3	0.7	3.3	
2012 合计	56.1	31.1				2.1	8.5	13.1	7.6

资料来源：宏源证券

经过统计分析，即使只考虑目前公司在手正在执行的 31 亿合同，未来两年将是工程建设高峰，也是项目收入确认高峰。按照工程进度推算，2012-2014 年公司应结算总包合同金额为：2.1 亿、8.5 亿、13.1 亿，同比增长 300%、50%。

13 年是公司业绩释放的关键一年，后续几年公司合同将保持高速增长。2011 年公司新签总包合同额 6.7 亿，2012 年新签合同额 24.4 亿，同比增长 264%。根据我们预测，公司 2015 年新签总包合同额可以达到 100 亿，3 年复合增速为 60%。

公司目前在手框架合同已高达 25 亿。根据了解，目前各地政府医院项目建设意向超过 300 家，与公司有接触的投资额应该也比较多。目前公司接待意向客户的频率为 1-2 家/周，年化超过 50 家医院，我们按每家 2 亿投资额计算，潜在合同规模超过百亿。

公司的扩张模式与东方园林等公司具有一定的可比性，我们分析认为：

他们之间相同点：都是工程类上市公司，通过获取订单，工程实施，分期交付实现收入利润，交易对手地方政府。

不同点：

东方园林：回款有困难，政府形象工程；投标竞争激烈，如招标项目毛利较高，可能

会附加垫资条款；一次性的工程。

尚荣医疗：回款比较容易；民生工程：尚荣医疗是受邀参与竞标，竞争激烈程度较小；可持续发展的工程，后续有医院辅业、耗材等相关服务。

四、受益于城镇化建设，行业空间巨大

（一）目前我国县级医院基本情况

我国医疗体系是城市和农村的二元结构。负责大病医疗的医院体系，自上而下分为部属、省属、地市属、县市属和县属，其中县市属和县属医院统称为“县级医院”，是农村医疗服务体系的顶层，也是衔接城乡大病诊治的枢纽。

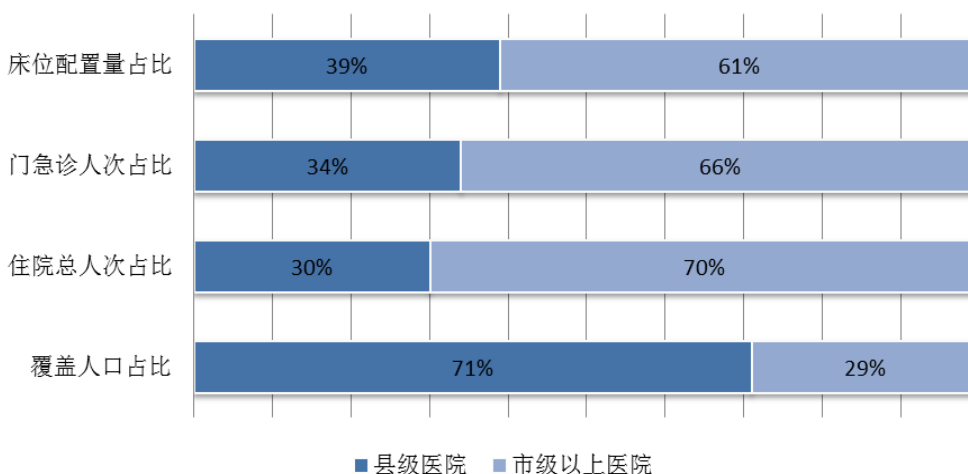
表 3：医院级别医院服务体量

	数量	诊疗人次（万）	诊疗人数份额	住院人次（万）	住院人数份额	
第一终端	城市医院	11642	149952.7	24.77%	5759.7	39.74%
	县级市医院	3364	29358.4	4.85%	1734.4	11.28%
	县级医院	6973	46588.9	7.70%	3361	23.19%
第二终端	社区中心（站）	32860	54600.0	9.02%	289	1.99%
	乡镇卫生院	37295	86600.0	14.31%	3449	23.8%
	村卫生室	662894	179200.0	29.61%	/	/
	门诊部（所）	184287	59000.0	9.75%	/	/

资料来源：宏源证券

县级医院作为县区医疗服务的中心，服务的对象包括国内的大部分的乡镇、农村地区居民，其覆盖的县市、县及所辖农村人口占我国总人口的 71%。但是数据表明，医改初期的 09 年，县级医院的床位配置总数、门诊、住院总人次分别仅占 39%、34% 和 30%。作为农村医疗的顶端，县级医院的发展在改革初期市场占有率与人口覆盖率有明显差别。医改前县级医院的处境反映出的是远未释放的医疗需求和巨大的市场潜力。

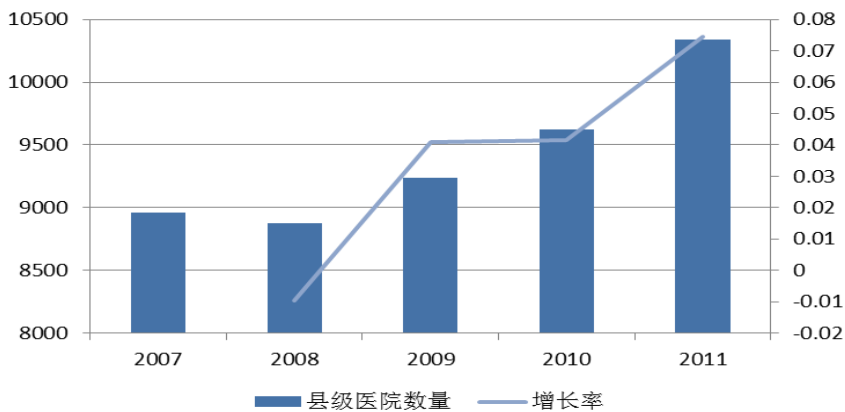
图 5：2009 年县级医院未释放需求



资料来源：宏源证券 2010 卫生统计提要

2008 年到 2011 年，3 年医改，县级医院在病床总数和医生总数实现较大增长。2008 年，中国大型县级医院拥有约 300 张病床和 150 名医生。2011 年，中国大型县级医院拥有 550 张以上病床数和超过 200 医生。大型县级医院的病床数增长率为 22.4%，医生增长率为 10%。县级医院的数量和增长率也都有逐年提高的趋势。截止 2011 年我国医院总数为 21977，县级医院为 10337，县级医院占比已达到 47.03%。未来，市场对县局医院的需求为县级医院的持续发展提供了动力，经测算，按现在县级医院增长速度，县级医院与城市医院之比达到 7:3 至少需要 40 年的时间。所以，我们认为县医院的这种增长是长期可持续的。

图 6：县级医院呈现显著增长趋势



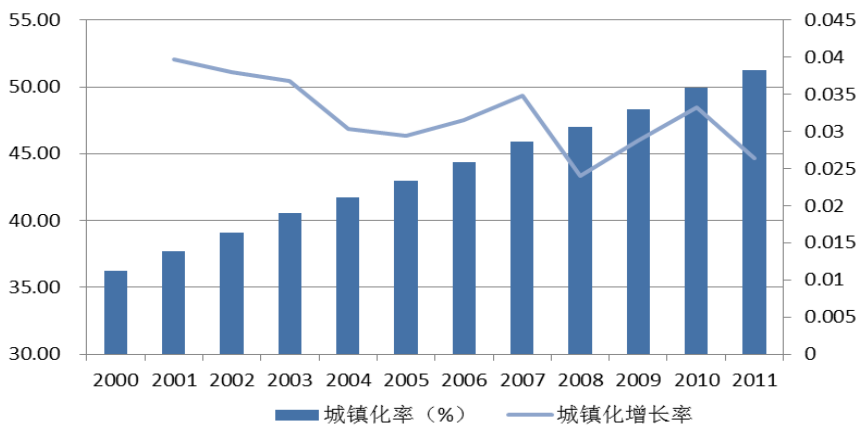
资料来源：宏源证券，2012 卫生统计提要

县级医院是新农合存在需求释放的直接受益方。县级医院作为农村医疗体系的大病保障端，约有 60% 左右的诊疗量来自新农合患者。新农合自 2003 年实施开始，截至 2011 年，社会参合率已经达到 97.5%。融资总额已经达到 2047.6 亿元、人均筹资 246 元、人均支出 130 元。如果农村人口按照 6.7 亿计算，这一项政策每年带给县医院的收入就可以达到 500 亿。

虽然目前新农合及城镇职工医疗保险、城镇居民医疗保险几乎已经达到全覆盖规模，但是各医保种类之间仍然存在着巨大差异。以新农合与城镇职工医疗保险为例，2007 年，城镇职工医保与新农合人均支出比为 11.25。在近五年间，二者的筹资总量差距于 2011 年扩大到了 2879.4 亿元，较 2007 年水平上升了 62.2%；人均筹资额差距为 1714 元；当年基金的人均支出约为 1462 元，目前这一趋势仍在继续扩大。城镇化使得享受高标准城镇医保的人群明显上升，每年的新增城镇人口会带给县级医院可观的收入。

截至 2011 年，城镇化率已经达到了 51.27%，且近十年来其增长率一直保持在 2.4% 以上，相对于 2000 年的城镇化水平上升了 41.55%。这十年的平均增长率为 3.5%。可以说，目前中国已进入城镇化高速发展的阶段。

图 7：中国城镇化发展趋势



资料来源：宏源证券 2012 中国统计年鉴

按照上述对我国城镇化率的水平，假设人口数量为 14 亿，我国每年城镇化率绝对提高约 1%，即将有 1400 万人口被城镇化；根据 2000 年至 2011 年我国城镇化增长率的增速，平均每年城镇化率提高约 1.3 个百分点，如果按照该速度计算，以后每年我国将有 1820 万人进入城镇就业、生活等。我国每年被城镇化的人口，其中约 90% 在县城居住、约 10% 流入一线二线城市中，被城镇化的居住在县城里的人口约 80% 有正规工作。他们可以正常缴纳城镇职工医疗保险。在大病医保及大病不出县的背景下，城镇居民约 90% 选择在县级医院就医、农村居民 100% 选择在县级医院就医。那么，未来 3-5 年，我们可以得到：

$$\begin{aligned} \text{每年新增城镇医保支出} &= 1820 * 90\% * 80\% * 90\% * 11.25 * 130 \\ &= 173 \text{ 亿} \end{aligned}$$

对于城镇居民与农村居民，医药健康支出占其可支配收入分别为 5%、6%；假设在现在医院销售占可支配收入的 3%。城镇居民年收入平均为 25,000 元，我们可以得到

$$\begin{aligned} \text{每年新增县级医院收入医保不能覆盖部分} &= 1820 * 90\% * 80\% * 90\% * 25000 * 3\% \\ &= 88.5 \text{ 亿} \end{aligned}$$

通过以上测算，在县级医院传统收入上，新农改每年贡献 500 亿收入，城镇化建设能为县级医院每年增加 260 多亿的收入。

（二）我们预测城镇化建设带动的县级医院建设空间达千亿级

我们知道，城镇化建设带动的就医需求增加，从而带动医院的新建和老医院的改扩建需求，我们从这两个方面来对城镇化建设带动县级医院的建设空间进行预测。

1、医院改扩建需求空间预测

我们看到，一系列的医疗改革以及城镇化为县级医院创造了一个良好的发展环境。新增的就医需求以及经营收入的增长让县级医院看到了发展的方向：以前的县级医院 70-80% 的收入来自医药，提高医院手术的水平与能力提高才能从根本上提高医院的收入与利润。改造内部老化的设施、引进新的“洁净手术室”“ICU”病房，改建和扩建原有的医疗设施等等，成为县级医院扩大自己影响力和接待更多患者的主流手段。

一般地，一个“ICU”病床的造价为 15 万左右，而“洁净手术室”的项目需要五六百万元资金，而建造一所医院的成本约为 3-4 亿元。单靠政府支持是远远不够的，所以很多医院通过多种途径获得医院的建设费用。

(1) 来自政府拨款部分

在 2010 年 11 月，卫生部称，计划在 3 年内安排投资 360 亿元重点支持全国 2176 所县级医院建设。2011 年中央财政一次性补助 50 多亿，支持全国 2130 多个县级医院的建设，平均每家的县级医院获得 230 万左右资金支持，覆盖率达到 21%。国家还有 300 多亿的资金未实际投放，按计划，12 年和 13 年国家投入应为 150 亿，后续我们按照国家每年投放补助 50 亿来进行预测。

(2) 来自于医院的收入部分

从上面我们看到，受益于新农合和城镇化建设，县级医院每年能有 500 亿农村医保收入。另外的，而每年新增 260 亿的城镇医疗收入，都将成为医院建设的资金来源。我们假设医院从这两部分每年拿出 10% 的收入用作建设及改造，那么每年有近 80 亿的新增订单。

(3) 来自医院自融资部分

一般的公立医院的融资方式不外乎股权融资和债券融资，传统公立医院为医院改建和扩建融资难度都比较大。医院改造工程，买方融资模式可以提供 5-10 倍的杠杆，还有其他的融资方式可以提供至少 2 倍的杠杆，我们保守以 2 倍杠杆记，未来县级医院每年可从收入中投入 80 亿用于改造，那么将产生每年新增 160 亿的医院建设规模。而国家 2011 年底计划还有 300 亿的资金没有到位，按后续每年投放 50 亿计算，这部分可以带动每年新增 150 亿的规模。近几年兴起私营专科医院，这一部分的还很难统计。保守估计，城镇化建设带动的新增的县级医院改建扩建需求为 300 多亿。

2、医院建设行业整体空间预测

未来几年，医院建设行业将有很大的发展。按照每年有 300-400 所新的医院成立，每家医院需要 3-4 亿，每年新建医院能够给医院建设公司的提供约 900—1600 亿的空间。由于省级医院和地市级医院建设比较饱和，目前需求量最大的是县级医院的建设，我们预计新建的县级医院有接近 900 亿的规模。再加上我们前面预测的老医院改建的约 300 亿的规模，我们预计未来几年，仅县级医院每年的建设与改造每年空间就有 1200 亿左右，是一个非常巨大的市场。

五、盈利预测与估值

我们主要从公司的订单来对未来几年的盈利预测与估值进行分析。

公司目前在手框架合同已高达 25 亿。根据了解，目前各地政府医院项目建设意向超过 300 家。目前公司接待意向客户的频率为 1-2 家/周，年化超过 50 家医院，我们按每家 2 亿投资额计算，潜在合同规模超过百亿。

公司计划 2015 年订单达到 100 亿，我们保守按照 60 亿新增合同额计算，当年确认收入 35 亿，按照 15% 净利率，净利润将超过 5 亿。

我们预测公司未来几年签订合同及确认收入比例如下：

表 4：预测公司 12-16 年新增合同与确认收入

新签合同: 亿	收入确认: 亿					
	2012	2013	2014	2015	2016	
2011	7	2.1	2	2.8		
2012	24		6.4	5.9	11.7	
2013E	40			7.5	9.6	20
2014E	50				7.4	14.2
2015E	60					15.0
合计		2.1	8.4	16.2	28.7	49.8

资料来源: 宏源证券

按照以上结算周期计算, 总包工程 2013—2015 年结算金额为 8.4 亿、16.2 亿、28.7 亿, 同比上年增长 6 亿、8 亿、13 亿, 涨幅达到 **300%、93%和 77%**。

从公司业务结构看, 土建仅占 33%, 其余 67% 业务为医疗专业工程, 盈利能力较强, 足够弥补。按照可比公司的数据, 这 67% 业务的毛利率均超过 40%, 可以实现 20% 净利率。假设土建工程的净利率为 7%, 由此可以测算出总包业务的净利为 15%。

表 5: 公司毛利率估算

	合同金额占比	毛利率估算	可比公司	可比公司 2011 年毛利率
土建	30%	10%	中国建筑	12%
医疗工程	30%	40%	Maquet	58%
医疗设备	30%	40%	和佳股份	51%
信息化系统	10%	50%	卫宁软件	60%

资料来源: Getinge 年报, Wind

根据我们预测 31 亿元在手合同的收入确认情况对 13 年的收入进行调整, 预计公司 13-15 年的收入为 8.4 亿、16.2 亿、28.7 亿, 按照 15% 净利率测算, 13-15 年贡献净利润为 1.26 亿、2.4 亿、4.3 亿。预计 13-15 年的 EPS 为 0.68 元、1.28 元和 2.3 元, 按 3 月 11 日的收盘价 24.29 元计算, 对应 PE 为 35、18 和 10 倍, 未来 6 个月的目标价格 37 元, 首次给与“买入”评级。

表 6: 财务报表预测

报表预测						
利润表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入	270.04	348.43	427.63	840.80	1597.51	2875.53
减: 营业成本	162.73	243.14	290.10	548.96	1030.24	1921.14
营业税金及附加	7.85	12.10	14.86	29.21	55.50	99.90
营业费用	13.67	18.80	24.42	48.77	91.06	159.88
管理费用	27.57	37.31	45.84	89.71	168.06	309.69
财务费用	0.39	-17.96	-22.84	-24.33	-26.74	-29.89
资产减值损失	0.67	4.68	1.31	1.31	1.31	1.31
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	57.14	50.35	73.94	147.17	278.10	413.50
加: 其他非经营损益	0.69	1.69	0.96	0.96	0.96	0.96
利润总额	57.84	52.04	74.89	148.13	279.05	414.45
减: 所得税	11.06	7.73	11.23	22.22	41.86	62.17
净利润	46.78	44.31	63.66	125.91	237.20	352.29
减: 少数股东损益	0.38	0.15	0.05	0.11	0.20	0.29
归属母公司股东净利润	46.39	44.16	63.61	125.81	237.00	351.99
资产负债表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
货币资金	71.90	876.83	1087.02	946.09	1184.88	1028.91
应收和预付款项	128.57	189.24	170.29	530.62	797.54	1611.78
存货	62.89	41.86	101.37	169.67	338.99	609.54
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	26.72	51.11	45.52	39.93	34.35	28.76
固定资产和在建工程	164.36	135.29	118.04	100.79	83.53	66.28
无形资产和开发支出	12.43	12.14	10.72	9.29	7.87	6.44
其他非流动资产	6.34	1.15	1.15	1.15	1.15	1.15
资产总计	473.21	1307.62	1534.11	1797.55	2448.31	3352.87
短期借款	15.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	139.18	99.09	269.80	422.90	865.81	1461.66
长期借款	16.08	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	26.96	27.93	27.93	27.93	27.93	27.93
负债合计	197.22	127.02	297.72	450.83	893.74	1489.58
股本	61.50	123.00	123.00	123.00	123.00	123.00
资本公积	54.63	869.82	869.82	869.82	869.82	869.82

留存收益	159.16	186.92	242.65	352.88	560.54	868.95
归属母公司股东权益	275.29	1179.74	1235.47	1345.70	1553.36	1861.78
少数股东权益	0.70	0.86	0.91	1.02	1.22	1.51
股东权益合计	276.00	1180.60	1236.39	1346.72	1554.58	1863.29
负债和股东权益合计	473.21	1307.62	1534.11	1797.55	2448.31	3352.87
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	50.58	-56.60	195.16	-149.04	243.34	-138.11
投资性现金净流量	-0.85	-8.34	0.81	0.81	0.81	0.81
筹资性现金净流量	-5.81	828.02	14.22	7.30	-5.37	-18.67
现金流量净额	43.75	763.08	210.20	-140.93	238.79	-155.97

资料来源:宏源证券

表 7: 财务指标汇总

财务分析和估值指标汇总	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
收益率						
毛利率	39.74%	30.22%	32.16%	34.71%	35.51%	33.19%
三费/销售收入	15.42%	10.95%	11.09%	13.58%	14.55%	15.29%
EBIT/销售收入	21.71%	9.80%	12.35%	14.90%	15.97%	13.55%
EBITDA/销售收入	25.40%	13.10%	17.72%	17.63%	17.40%	14.35%
销售净利率	17.32%	12.72%	14.89%	14.98%	14.85%	12.25%
资产获利率						
ROE	16.85%	3.74%	5.15%	9.35%	15.26%	18.91%
ROA	12.39%	2.61%	3.44%	6.97%	10.42%	11.62%
ROIC	26.97%	13.77%	14.34%	68.77%	52.81%	85.64%
增长率						
销售收入增长率	29.51%	29.03%	22.73%	96.62%	90.00%	80.00%
EBIT 增长率	19.19%	-41.75%	54.59%	137.23%	103.64%	52.72%
EBITDA 增长率	29.78%	-33.45%	65.97%	95.65%	87.59%	48.36%
净利润增长率	18.37%	-5.27%	43.66%	97.79%	88.38%	48.52%
总资产增长率	21.04%	176.33%	17.32%	17.17%	36.20%	36.95%
股东权益增长率	20.27%	328.54%	4.72%	8.92%	15.43%	19.85%
经营营运资本增长率	120.82%	171.37%	-100.59%	--	0.32%	179.32%
资本结构						
资产负债率	41.68%	9.71%	19.41%	25.08%	36.50%	44.43%
投资资本/总资产	46.87%	23.50%	10.01%	22.76%	15.75%	25.74%
带息债务/总负债	7.61%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	1.63	10.45	4.91	3.83	2.66	2.21

速动比率	1.24	10.06	4.54	3.44	2.27	1.80
股利支付率	0.00%	37.14%	12.38%	12.38%	12.38%	12.38%
收益留存率	100.00%	62.86%	87.62%	87.62%	87.62%	87.62%
资产管理效率						
总资产周转率	0.57	0.27	0.28	0.47	0.65	0.86
固定资产周转率	1.78	2.89	3.62	8.34	19.12	43.38
应收账款周转率	3.16	2.54	3.79	2.22	2.88	2.55
存货周转率	2.59	5.81	2.86	3.24	3.04	3.15
业绩和估值指标	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
EBIT	58.63	34.15	52.80	125.26	255.08	389.55
EBITDA	68.59	45.64	75.76	148.21	278.04	412.50
NOPLAT	46.86	27.67	44.07	105.66	216.00	330.30
净利润	46.39	44.16	63.61	125.81	237.00	351.99
EPS	0.251	0.239	0.345	0.682	1.285	1.908
BPS	1.492	6.394	6.696	7.294	8.419	10.091
PE	96.60	101.49	70.46	35.62	18.91	12.73
PEG	--	--	--	--	--	--
PB	16.28	3.80	3.63	3.33	2.89	2.41
PS	16.60	12.86	10.48	5.33	2.81	1.56
PCF	88.60	-79.18	22.96	-30.07	18.42	-32.45
EV/EBIT	24.57	61.93	36.10	16.37	7.13	5.11

资料来源:宏源证券

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 中小市值上市公司研究组组长, 《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学研究生, 本科毕业于江西财经大学。15 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 尚荣医疗、金宇集团、中弘股份、双塔食品、利亚德、蒙草抗旱、黄海机械、中国医药、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、德力股份、长信科技、金陵药业、煌上煌、积成电子、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、围海股份等。

机构销售团队

区域	姓名	电话	电话	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。