

2013年05月29日

尚荣医疗 (002551.SZ)

## 医院建设产业链趋于完善

### 事件:

公司于2012年4月23日与梁德谋签署了《股权转让协议书》，以自有资金400万元取得了梁德谋拥有广东世联工程总承包有限公司100%的股权，近日公司完成了正式的工商变更登记手续，拟使用超募资金中的8,000万元对广东世联进行增资，用于广东世联补充流动资金。

### 点评:

■**产业链趋于完善。**广东世联工程总承包有限公司经营范围包括室内装饰；土木工程建筑施工；室内水电安装等。此次收购完成后的增资将有利于延伸公司业务产业链，完善业务资源结构，并会促进主营业务的发展，公司将由原来主要提供以洁净手术部为核心的医疗专业工程转变成提供以现代化医院建设整体解决方案。

■**资金使用效率提升。**随着尚荣医疗现代化医院建设整体解决方案业务规模的不断增加，广东世联（注册资本金仅2000万元）的资本金和流动资金已经不能够满足其业务现状的需求，补充一定的流动资金有利于资金使用效率的提升和业务的拓展。即使纯粹从财务角度看，公司以部分超募资金（截止目前共还剩余1.64亿元）对广东世联进行增资后，按一年期银行贷款利率计算，每年可为广东世联减少潜在利息支出约524万元。

■**投资建议：维持买入-A的投资评级，6个月目标价上调至35元。**公司建立了从土建到专业工程到医疗设备的完整产业链，未来医院整体建设项目进度将进一步加快，公司业绩进入释放期。我们预计公司2013年-2015年的收入增速分别为92.4%、66.1%、37.6%，净利润增速分别为95.6%、88.3%、43.3%，维持买入-A的投资评级，上调6个月目标价至35元，相当于2014年30倍的动态市盈率。

■**风险提示：**医院拖欠工程款的风险，国家医改政策变化导致财政投入减少的风险，应收账款坏账风险。

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	348.4	421.3	810.7	1,346.5	1,853.0
净利润	44.2	58.3	114.1	214.9	308.0
每股收益(元)	0.24	0.32	0.62	1.16	1.67
每股净资产(元)	6.40	6.61	7.17	8.22	9.72
<b>盈利和估值</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
市盈率(倍)	130.0	98.4	50.3	26.7	18.6
市净率(倍)	4.9	4.7	4.3	3.8	3.2
净利润率	12.7%	13.8%	14.1%	16.0%	16.6%
净资产收益率	3.8%	4.9%	8.6%	14.2%	17.2%
股息收益率	0.3%	0.4%	0.2%	0.4%	0.5%
ROIC	13.4%	18.0%	35.0%	51.2%	46.6%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

建筑工程

投资评级

**买入-A**

维持评级

6个月目标价

**35.00元**

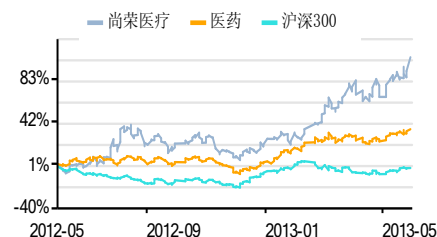
股价(2013-05-28)

31.11元

### 交易数据

总市值(百万元)	5,739.80
流通市值(百万元)	2,604.08
总股本(百万股)	184.50
流通股本(百万股)	83.71
12个月价格区间	15.42/31.90元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	11.60	33.13	31.99
绝对收益	19.65	32.05	33.12

**李孔逸**

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020034

liky@essence.com.cn

0755-82558015

### 相关报告

尚荣医疗: 业绩释放可期	2013-04-24
尚荣医疗: 业绩进入加速成长期	2013-02-27
尚荣医疗: 工程进度低于预期: ——2012年3季报点评	2012-10-29

## 财务报表预测和估值数据汇总(2013年05月28日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>348.4</b>	<b>421.3</b>	<b>810.7</b>	<b>1,346.5</b>	<b>1,853.0</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	243.1	260.8	530.3	873.2	1,198.6	营业收入增长率	29.0%	20.9%	92.4%	66.1%	37.6%
营业税费	12.1	15.7	24.3	40.4	53.7	营业利润增长率	-11.9%	37.5%	95.5%	88.6%	43.4%
销售费用	18.8	25.6	41.3	64.8	88.9	净利润增长率	-4.8%	32.1%	95.6%	88.3%	43.3%
管理费用	37.3	48.6	80.3	109.1	137.1	EBITDA 增长率	-35.1%	54.1%	108.2%	94.8%	43.4%
财务费用	-18.0	-13.6	-16.4	-16.7	-16.5	EBIT 增长率	-43.7%	71.7%	113.8%	100.6%	46.5%
资产减值损失	4.7	15.1	15.6	20.5	25.1	NOPLAT 增长率	-44.1%	74.6%	117.9%	100.2%	46.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	29.7%	12.0%	37.1%	60.6%	45.0%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	327.8%	3.3%	8.4%	14.6%	18.3%
<b>营业利润</b>	<b>50.3</b>	<b>69.2</b>	<b>135.3</b>	<b>255.3</b>	<b>366.1</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	1.7	3.3	0.5	0.5	0.5	毛利率	30.2%	38.1%	34.6%	35.2%	35.3%
<b>利润总额</b>	<b>52.0</b>	<b>72.5</b>	<b>135.8</b>	<b>255.8</b>	<b>366.6</b>	营业利润率	14.4%	16.4%	16.7%	19.0%	19.8%
减:所得税	7.7	12.9	21.7	40.9	58.7	净利润率	12.7%	13.8%	14.1%	16.0%	16.6%
<b>净利润</b>	<b>44.2</b>	<b>58.3</b>	<b>114.1</b>	<b>214.9</b>	<b>308.0</b>	EBITDA/营业收入	12.5%	15.9%	17.3%	20.2%	21.1%
						EBIT/营业收入	9.3%	13.2%	14.7%	17.7%	18.9%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	固定资产周转天数	141	107	61	48	44
货币资金	879.8	890.6	940.5	918.6	942.7	流动营业资本周转天数	84	119	85	82	99
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	724	1,043	609	423	365
应收帐款	150.4	313.9	375.3	646.3	852.6	应收帐款周转天数	115	177	140	129	140
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	54	46	36	33	35
预付帐款	38.9	35.6	46.2	46.2	46.2	总资产周转天数	939	1,218	704	494	428
存货	41.9	65.8	94.4	155.5	203.6	投资资本周转天数	234	231	151	137	150
其他流动资产	15.0	10.2	-28.7	-28.7	-28.7	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	3.8%	4.9%	8.6%	14.2%	17.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.3%	3.9%	6.9%	10.5%	13.1%
长期股权投资	-	0.1	-	-	-	ROIC	13.4%	18.0%	35.0%	51.2%	46.6%
投资性房地产	51.1	48.6	51.0	53.6	56.2	<b>费用率</b>					
固定资产	120.6	130.8	142.2	218.4	239.5	销售费用率	5.4%	6.1%	5.1%	4.8%	4.8%
在建工程	14.7	11.1	24.9	35.9	44.7	管理费用率	10.7%	11.5%	9.9%	8.1%	7.4%
无形资产	12.1	11.9	15.7	14.7	13.7	财务费用率	-5.2%	-3.2%	-2.0%	-1.2%	-0.9%
其他非流动资产	3.9	4.8	-12.5	-12.5	-12.5	三费/营业收入	11.0%	14.4%	13.0%	11.7%	11.3%
<b>资产总额</b>	<b>1,328.4</b>	<b>1,523.4</b>	<b>1,649.1</b>	<b>2,048.0</b>	<b>2,358.1</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	-	1.7	-	8.0	资产负债率	11.1%	19.9%	19.8%	26.0%	24.0%
应付帐款	54.5	148.5	138.0	210.5	272.6	负债权益比	12.5%	24.9%	24.7%	35.1%	31.5%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	8.88	4.72	4.76	3.44	3.74
其他流动负债	65.4	124.1	172.5	307.1	270.1	速动比率	8.55	4.48	4.44	3.13	3.37
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-1.80	-4.08	-7.24	-14.26	-21.15
其他非流动负债	21.0	25.0	26.6	26.6	26.6	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>147.8</b>	<b>303.8</b>	<b>326.8</b>	<b>532.2</b>	<b>565.2</b>	DPS(元)	0.09	0.13	0.06	0.12	0.17
<b>少数股东权益</b>	<b>0.9</b>	<b>6.2</b>	<b>6.2</b>	<b>6.2</b>	<b>6.2</b>	分红比率	37.1%	42.2%	10.0%	10.0%	10.0%
股本	123.0	184.5	184.5	184.5	184.5	股息收益率	0.3%	0.4%	0.2%	0.4%	0.5%
留存收益	1,056.7	1,029.0	1,131.7	1,325.1	1,602.2						
<b>股东权益</b>	<b>1,180.6</b>	<b>1,219.6</b>	<b>1,322.3</b>	<b>1,515.7</b>	<b>1,792.9</b>						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
净利润	44.3	59.6	114.1	214.9	308.0	EPS(元)	0.24	0.32	0.62	1.16	1.67
加:折旧和摊销	11.5	11.9	21.0	33.8	41.0	BVPS(元)	6.40	6.61	7.17	8.22	9.72
资产减值准备	4.7	15.1	15.6	20.5	25.1	PE(X)	130.0	98.4	50.3	26.7	18.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.9	4.7	4.3	3.8	3.2
财务费用	0.8	0.7	2.9	-16.4	-16.7	P/FCF	-124.5	213.5	1,738.9	-232.2	178.1
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	16.5	13.6	7.1	4.3	3.1
少数股东损益	0.2	1.3	-	-	-	EV/EBITDA	66.6	71.6	34.4	17.8	12.5
营运资金的变动	-126.1	-48.2	-15.5	-145.5	-254.5	CAGR(%)	69.3%	72.8%	52.9%	-100.0%	-42.6%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>-56.5</b>	<b>31.7</b>	<b>118.7</b>	<b>107.0</b>	<b>103.0</b>	PEG	1.9	1.4	1.0	-0.3	-0.4
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-8.3</b>	<b>-12.9</b>	<b>-54.9</b>	<b>-120.0</b>	<b>-70.0</b>	ROIC/WACC	1.3	1.8	3.5	5.1	4.7
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>828.0</b>	<b>-24.2</b>	<b>0.5</b>	<b>-6.4</b>	<b>-6.3</b>	REP	8.5	9.3	3.5	1.5	1.1

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 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;

## ■ 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。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	黄方祥	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
北京联系人	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：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

上海市

地址：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

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

