

日期: 2014年03月13日

行业: 专用设备制造业



赵冰
021-53519888-1902
zhaobing@shzq.com
执业证书编号: S0870511030004

“医疗平台模式” 带动业务快速发展

■ 投资摘要

医疗治疗类设备和医院系统集成领域的行业领导企业

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, 是中国医疗治疗类设备和医院系统集成领域的行业领导企业。从各期费用率情况看, 随着公司的销售规模扩大, 公司的期间费用率保持稳定, 其中营业费用率还有所下降。

县级医院建设前景看好

在医疗领域, 供方改革主要是解决医疗行业存在的资源不足、管制严格、竞争不足等局面。随着医疗需求端得快速增长, 我国的基本医疗保障体系不健全的矛盾越发突出。我们统计了近几年我国医疗机构数的变动。2011年医院数增长快于医疗机构总数的增长, 2011年增速达到5.07%。我们继续看好以县乡为代表的我国基层医疗卫生市场的发展前景。预计公司未来医疗专业工程项目的收入增速有望达到50%-100%。

“医疗平台模式” 带动业务快速发展

2013年8月, 公司公告收购合肥普尔德医疗用品有限公司, 显示公司正式进入医疗耗材领域。收购项目书显示, 2012年普尔德收入为2.08亿, 净利润为145万; 2013年上半年收入为1.5亿, 净利润为95万。随着2014年普尔德的收入并表, 公司的设备销售收入将有较大提高。

给予“未来六个月, 谨慎增持”评级

公司12年实现EPS0.29元, 预计13年实现EPS为0.29元, 以3月12日收盘价43.57元计算, 静态与动态PE分别为148.72倍和108.07倍。医疗器械上市公司12年、13年市盈率中值分别为36.21倍和32.25倍。公司目前的估值水平高于行业平均水平。公司的医疗服务业务受益国家政策扶持, 且2014起公司订单进入收入确认高峰期, 公司未来业绩超预期的可能性较大。公司提出的“医疗产业平台”发展模式, 有望带领公司进入新的发展阶段。我们看好公司未来的发展前景, 给予公司“未来六个月内, 谨慎增持”评级。

主要风险

普尔德项目整合风险, 买方信贷风险, 原材料价格波动导致经营成本上升的风险

基本数据 (2013Q3)

报告日股价 (元)	41.0
12mth A 股价格区间 (元)	22.59-45.29
总股本 (百万股)	276.75
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	113.47
每股净资产 (元)	4.48
PBR (X)	9.15
DPS (Y2012, 元)	10 转 5 派 2.00

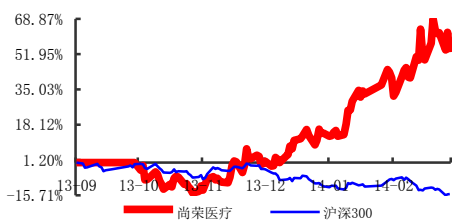
主要股东 (2013Q3)

梁桂秋	42.38%
梁桂添	9.33%
中国农业银行-华夏平稳增长混 合型证券投资基金	3.41%

收入结构 (2013H1)

医疗专业工程	36.78%
设计服务	19.83%
医疗设备销售	19.56%
医院后勤托管服务	9.37%
建筑工程	7.68%
总包管理费	5.52%

最近 6 个月股价与沪深 300 比较



报告编号: ZB14-CI02

首次报告日期: 2014年03月13日

相关报告:

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	421.32	555.07	887.14	1395.45
年增长率	20.92%	31.75%	59.83%	57.30%
归属于母公司的净利润	58.33	81.08	111.58	164.51
年增长率	32.10%	39.00%	37.62%	47.44%
每股收益 (元)	0.21	0.29	0.40	0.59
PER (X)	206.71	148.72	108.07	73.30

注: 有关指标按当年股本摊薄

一、医院系统集成领域行业领导企业

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，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。公司坚持“以人为本，用科技关爱生命”的宗旨，秉承“以德为尚、以质为荣”企业经营理念，为医院打造洁净、无菌、智能的手术环境及就医环境。公司的智能自控手术室产品荣获国家科技部、商务部、质量监督总局及环保总局颁发的国家重点新产品荣誉。公司是中国医疗治疗类设备和医院系统集成领域的行业领导企业，是中国规模最大、技术力量最雄厚、综合实力最强、最具影响力的医疗治疗类设备研发制造企业。

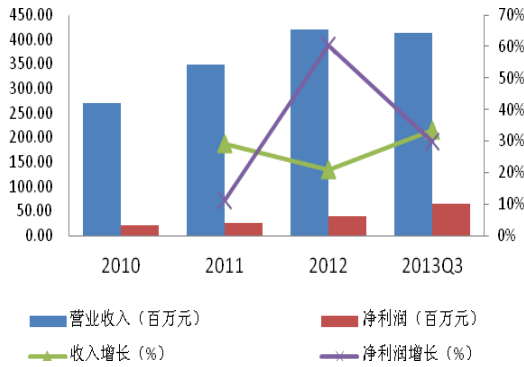
1.1 公司收入稳步增长

2010-2012年，公司经营保持稳步增长。从收入构成上看，公司主要的收入来源为医疗专业工程、建筑工程、医疗设备销售、设计服务、医院后勤托管服务、总包管理费。其中，总包管理费的产生是由于公司在尚未取得相应的建设资质情况下，委托其他单位建设而产生。随着公司资质的日趋完善，该项收入未来将逐渐减少。2012年，公司实现营业收入4.21亿元，同比增长20.92%；实现净利润为5833万元，同比增长32.10%。2013年三季报显示，公司实现收入4.14亿元，同比增长33.33%；实现净利润为6068.28万元，同比增长23.58%；实现EPS 0.23元。根据公司最新的业绩快报，公司2013年度实现营业收入6.97亿元，同比增长65.34%；实现净利润7886.51万元，同比增长35.20%。公司经营业绩增长的主要原因系收购合肥普尔德医疗用品有限公司、广东尚荣工程总承包有限公司及公司原主营业务稳步增长所致。

1.2 近几年公司盈利状况良好

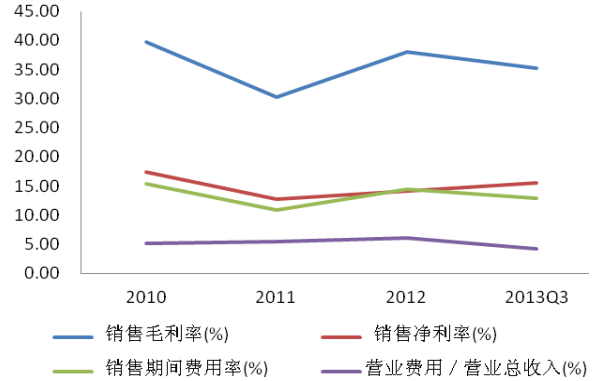
从盈利能力看，公司的销售毛利率基本保持稳定。毛利率的波动主要受到医疗专业工程毛利率波动的影响。从销售净利率看，近几年呈现稳步增长态势，显示公司在多年的经营运作中已经建立了一套完整有效的内部控制制度。从各期费用率情况看，随着公司的销售规模扩大，公司的期间费用率保持稳定，其中营业费用率还有所下降。

图 1 公司近年来的收入、利润变化



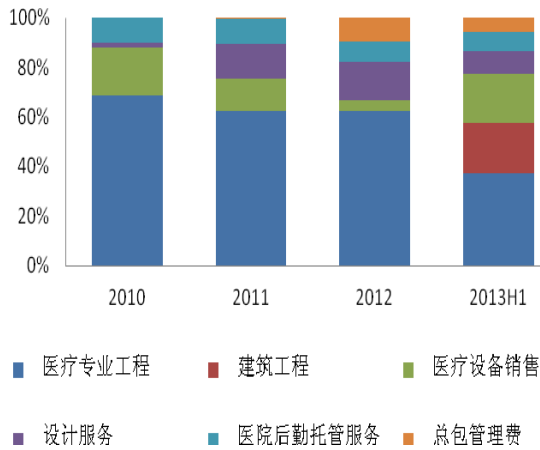
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 2 公司近年来盈利能力变化



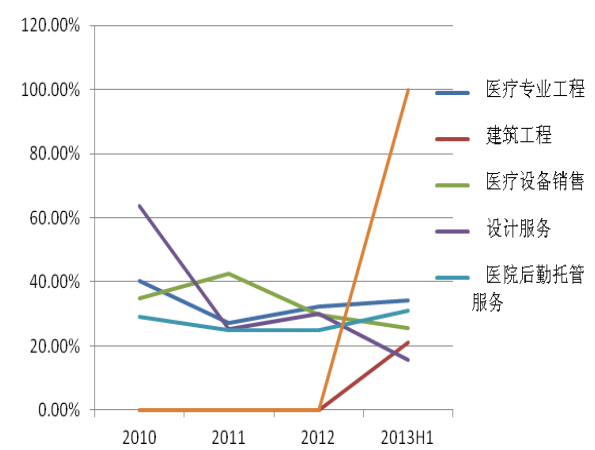
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 3 公司近年来的收入构成变化 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 4 公司近年来的毛利率变化 (%)



数据来源: Wind 上海证券研究所

二、县级医院建设前景看好

2.1 国家政策利好医疗服务业发展

始于 2009 年，为期 3 年的我国新一轮深化医药卫生体制改革已经取得一定的成果。其中，公立医院改革是当时确立的医改五项重点改革任务之一，改革的主要内容是“四个分开”：政事分开、管办分开、医药分开、营利性和非营利性分开。但相对其它几项改革任务，公立医院的改革迟迟没有打开局面。由于医疗也是一种服务，存在购买者和提供者，一般称之为“需方”和“供方”。在医疗领域，需方改革需要解决谁来付费，以及钱从哪里来的问题，从而建立覆盖全民的医疗保障体系，让民众分享经济发展成果。而供

方改革主要是解决医疗行业存在的资源不足、管制严格、竞争不足等局面。

目前来看，近期的政府政策正在逐渐引导“供方改革”，包括提出支持社会资本通过多种形式参与部分公立医院（包括国有企业所办医院）的改制重组，同时加大对社会办医的支持力度。比如，“十二五”规划首次明确非公立医疗机构的床位数和服务量指标：2015年，两者均达到总量的20%左右。同时明确新增卫生资源优先考虑社会资本。2012年7月，卫生部发布《关于做好区域卫生规划和医疗机构设置规划促进非公立医疗机构发展的通知》，明确提出，要给非公立医疗机构留出足够的发展空间；鼓励有实力的企业、慈善机构、基金会、商业保险机构等社会力量以及境外投资者举办医疗机构，鼓励具有资质的人员（包括港、澳地区）依法开办私人诊所，鼓励社会资本举办和发展具有一定规模、有特色的医疗机构。2013年下半年发布的《关于促进健康服务业发展的若干意见》中，明确提出放宽市场准入，简化手续，完善财税、价格政策，将社会资本举办的医疗机构纳入财政专项资金和政府投资补助范围，免征或减征行政事业性收费，其医疗服务价格全部实行市场调节价等。此外，根据卫计委信息，《全国卫生服务体系规划纲要（2015-2020年）》有可能明确规定省、市级和县级公立医院设置数量和规模。随着国家政策越来越倾向于利好“供方改革”，全国各地也掀起了新一轮新建、改建公立和民营医院的投资热潮。

2.2 需求端旺盛倒逼供给端投入

新医改三年来，中国政府致力于扩大医保覆盖面，实现全民医保，尤其是通过加大财政投入，将低收入群体农民和城镇无业居民纳入基本医疗保险体系，需方改革成就巨大。我们早前的报告曾指出，09-11年三年中基本医疗体系的变化可以总结为三个成绩：第一是覆盖率的增加，据卫生部公开数字，截止到2011年底，城乡居民医保的参保人数共达12.95亿人，覆盖全国95%左右的人口；第二是城镇居民医保的推行，新医改未开始之前，生活在城镇的无职业人群，均无医疗保障，随着新医改的推行，政府加大投入，将这部分人群纳入医疗保障体系；第三是新农合的覆盖更广了，农村居民几近全部纳入保障范围之内，参保人数达8.32亿人，覆盖率超过97%。数据显示，全国总诊疗人次呈明显的上升趋势，按月度统计，2013年11月当月的总人次达到了6亿人次。而从年度统计看，近几年，全国医药机构总诊疗人次呈现快速上升势头。

图 5 医药机构总诊疗人次（月）

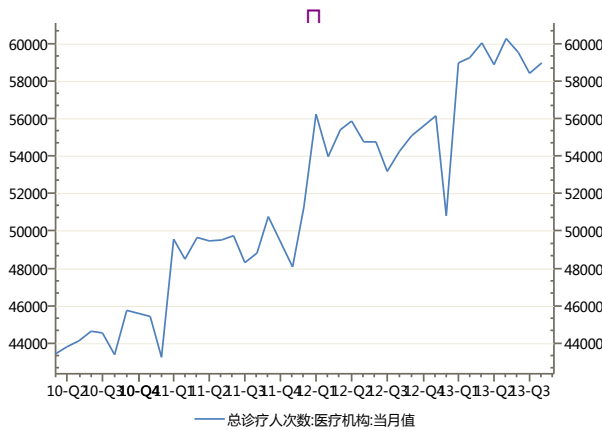
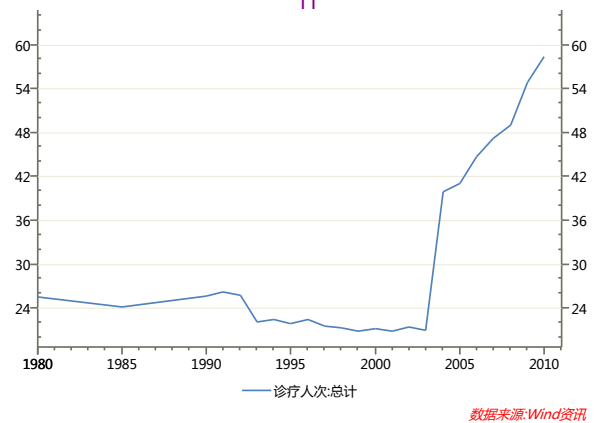


图 6 医药机构总诊疗人次（年）



数据来源: Wind 上海证券研究所

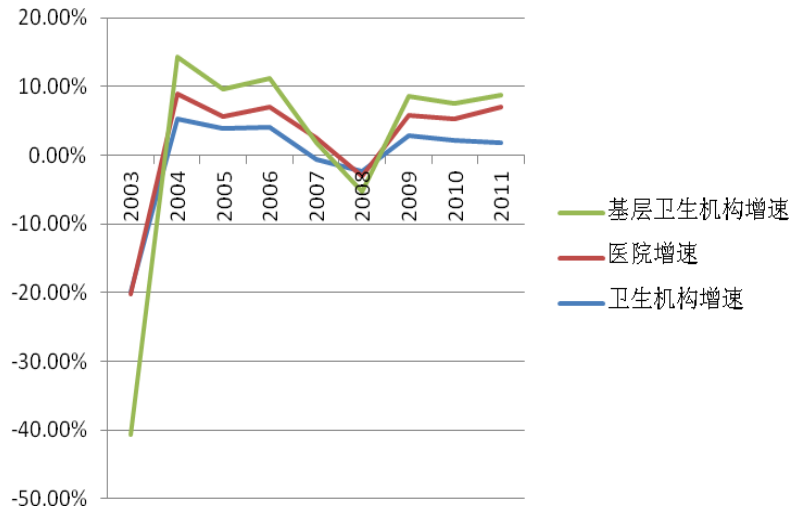
数据来源: Wind 上海证券研究所

2.3 国家在供给端投入巨大支持医疗服务业快速发展

随着医疗需求端的快速增长，我国的基本医疗保障体系不健全的矛盾越发突出，“看病贵”、“看病难”的现象仍然存在，医患矛盾突出。“十二五”时期，改革的重心逐步从基层上移到公立医院。“十二五”医改明确规定要推进三个方面的主要工作，完善基本医疗保障体制，巩固完善基本药物制度，以及公立医院改革。根据中国卫生统计年鉴及卫生统计公报显示，“十一五”期间，我国卫生总费用复合年增长率达到 18.8%，而“十二五”期间，预计将至少保持 20% 的增长势头。2011 年全国卫生费用投入为 2.4 万亿，预计到 2015 年全国卫生费用总投入将达到 4.98 万亿；其占 GDP 比重将从 2011 年的 5.07% 提高到 2015 年的近 9%，虽然对比美国医疗卫生费用占 GDP 17%，我国还有很大的成长空间，但是国家对医疗卫生事业的持续投入将有力拉动全国医药经济的发展。

从前几年中央财政对于卫生费用的使用上看，70% 用于对县、乡等基础医疗市场的投入。我们还统计了近几年我国医疗机构数的变动。2011 年我国所有医疗机构总数达到了 95 万多家，近三年医疗机构总数保持年均增长 2%。其中医院数增长快于医疗机构总数的增长，2011 年增速达到 5.07%。我们继续看好以县乡市场为代表的我国基础医疗卫生事业的发展前景。

图 7 近几年我国医疗机构数变动幅度



数据来源：公司年报 上海证券研究所

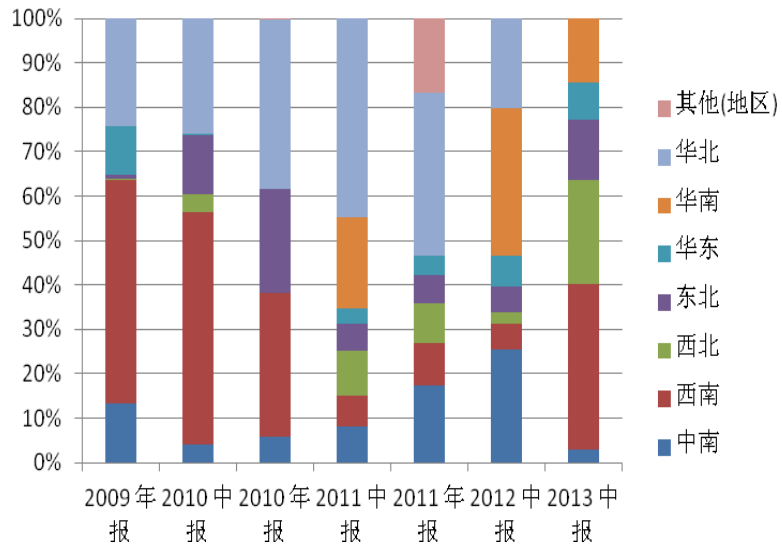
2.4 医疗专业工程有望保持高速发展

医疗专业工程是公司目前收入占比最大的业务，其占公司收入比重达到 60% 以上。2013 年中报显示，其收入为 1.06 亿，占比为 36.78%；2013 年全年预计为 2 亿多。医疗专业工程属于合同类项目，主要包括手术室、ICU、实验室、化验室等医疗专业工程的规划设计、装饰施工、器具配置、系统运维等一体化服务。在同时符合以下条件时确认收入：①相关劳务已提供；②取得客户确认的相关医疗工程的验收报告；③预计与收入相关的款项可以收回。由于收入确认受制于工程进度等规则，因此该项业务的收入变化波动较大。

公司在上市之前以洁净手术室建设为主，上市后公司战略方向改为开始开展整体医院的迁建项目。目前公司在手订单约为 40 亿左右。2013 年公司订单未达预期，其主要原因是：1) 由于 2013 年为政府换届，包括卫生部门等主管领导的更替导致订单签订与执行滞后；2) 公司出于控制风险的要求，对项目的审核严格。我们预计 2014 年开始，公司的新增订单将会有较大的突破。

我们通过对公司各季报告公布的收入地区分布的分析可以发现，受合同结算影响，虽然每季各地收入分布波动较大，但公司的收入主要来自于西南、华北等地。公司新签订单也主要位于中西部地区的四川和东北地区的黑龙江等地的县级城市医院建设。随着国家在县级城市医疗投资的加大，预计公司未来医疗专业工程项目的收入增速有望达到 50%-100%。

图 8 公司营业收入地区分布



数据来源：公司年报 上海证券研究所

三、“医疗平台模式”带动其他业务快速发展

公司经过长期发展，提出了“医疗平台”产业模式，即“设计-建设-装饰-器械-信息系统-后勤服务”完整的产业链平台型企业。使得公司从早期的建设型公司向医疗服务方案提供商转型。目前，依托医疗专业工程业务，公司的设备销售与后勤托管业务均有了快速的发展。2013 年中报显示，设备销售达 0.57 亿元，同比增长 385.23%；后勤托管业务达 0.22 亿元，同比增长 58.04%。

2013 年 8 月，公司公告收购合肥普尔德医疗用品有限公司。普尔德医疗成立于 2005 年 11 月，其主营业务为一次性无纺医疗用品和医用无纺布制成品的生产、研发和销售上，其主要产品包括一次性手术衣、手术组合包、防护服、医用纳米抗菌抗病毒复合材料等。普尔德医疗目前拥有职工人数约 1500 人，占地面积约 12 万平方米，建筑面积 6.7 万平方米，年生产、销售一次性手术衣 4000 多万件，防护服 800 多万件，手术包 500 多万套，产品以出口为主，主要客户有 Medline、Cardinal、3M、Hartmann、FSH、Kimal 等。通过本次收购，公司正式进入医疗耗材领域。收购项目建议书显示，2012 年普尔德收入为 2.08 亿，净利润为 145 万；2013 年上半年收入为 1.5 亿，净利润为 95 万。随着 2014 年普尔德的收入并表，公司的设备销售收入将有较大提高。

四、盈利预测

4.1 预测假设

- 1、医疗专业工程项目 2014-2015 年进入收入确认高峰期；
- 2、公司的设备销售业务稳步发展，毛利率维持稳定；
- 3、公司的后勤托管业务稳步发展，毛利率逐步上升。

4.3 盈利预测

我们预计，2013-2015 年，净利润将实现年递增 39%、37.62% 和 47.44%，相应的每股收益为 0.29 元、0.40 元和 0.59 元。

五、投资评级

公司 12 年实现 EPS0.29 元，预计 13 年实现 EPS 为 0.29 元，以 3 月 12 日收盘价 43.57 元计算，静态与动态 PE 分别为 148.72 倍和 108.07 倍。医疗器械上市公司 12 年、13 年市盈率中值分别为 36.21 倍和 32.25 倍。公司目前的估值水平高于行业平均水平。公司的医疗服务业务受益国家政策扶持，且 2014 起公司订单进入收入确认高峰期，公司未来业绩超预期的可能性较大。公司提出的“医疗产业平台”发展模式，有望带领公司进入新的发展阶段。我们看好公司未来的发展前景，给予公司“未来六个月内，谨慎增持”评级。

六、风险提示

6.1 普尔德项目整合风险

根据上市公司目前的规划，未来标的公司仍将保持其经营实体存续并在原管理团队管理下运营。本次交易后的整合能否顺利实施以及整合效果能否达到并购预期存在一定的不确定性，甚至可能会对标的公司乃至上市公司原有业务的正常运营产生不利影响。

6.2 买方信贷风险

买方信贷是公司的特色服务之一，由公司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公司的产品或服务。公司以及银行将对医院的经营状况、财务状况进行系统评估后，确认医院在未来能够及时还款的条件下，方才提供买方信贷服务。银行对贷款进行全程监管，保证贷款专项用于购买公司的产品及服务。但该模式仍存在财政拨款不及时和医院资金周转困难致使不能及时偿还银行贷款，从而导致公司承担连带担保责任的风险。

6.3 原材料价格波动导致经营成本上升的风险

近年原材料成本占公司营业成本的比重约 70%，其价格变动是影响公司经营成本的主要原因。公司经营所需主要原材料包括金属材料、建筑装饰材料、空调机组设备、电子元器件等，原材料的价格随国民经济景气程度、市场供求等因素的变化而波动。公司根据业务的需要及原材料市场价格变动趋势，适时进行相关原材料的采购，并制定了完善的询比价制度、供应商管理制度，确保公司原材料采购价格的相对稳定，但公司仍面临因原材料价格波动而导致经营成本上升的风险。

七、附表

附表 1 尚荣医疗损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	348.43	421.32	555.07	887.14	1,395.45
二、营业总成本	298.08	352.09	456.19	751.89	1,196.05
营业成本	243.14	260.76	343.15	561.00	888.59
营业税金及附加	12.10	15.65	18.68	31.21	49.30
销售费用	18.80	25.61	36.08	53.23	83.73
管理费用	37.31	48.63	69.38	115.33	188.39
财务费用	-17.96	-13.62	-11.10	-8.87	-13.95
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	50.35	69.23	98.88	135.25	199.41
加: 营业外收入	2.31	3.39	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.62	0.07	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	52.04	72.55	98.88	135.25	199.41
减: 所得税	7.73	12.90	17.80	23.67	34.90
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	44.31	59.64	81.08	111.58	164.51
减: 少数股东损益	0.15	1.31	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者 的净利润	44.16	58.33	81.08	111.58	164.51
七、摊薄每股收益(元)	0.16	0.21	0.29	0.40	0.59

资料来源: Wind 上海证券研究所

附表 2 公司分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测

分业务主营收入测算 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
医疗专业工程	258.47	193.85	387.71	775.41
设计服务	63.10	37.86	30.29	27.26
医疗设备销售	18.62	93.10	186.20	242.06
医院后勤托管服务	34.81	52.22	78.32	117.48
建筑工程		100	150.00	195.00
总包管理费	39	78	55	38
合计	421.32	555.07	887.14	1395.45
分业务主营成本测算 (百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
医疗专业工程	174.98	127.94	224.87	449.74
设计服务	44.07	31.80	25.14	22.35
医疗设备销售	13.06	68.89	141.51	188.81

医院后勤托管服务	26.12	35.51	52.48	77.54
建筑工程	0.00	79.00	117.00	150.15
总包管理费	0.00	0.00	0.00	0.00
合计	260.76	343.15	561.00	888.59
分业务增速	2012A	2013E	2014E	2015E
医疗专业工程	23.28%	-25.00%	100.00%	100.00%
设计服务	33.49%	-40.00%	-20.00%	-10.00%
医疗设备销售	-57.12%	400.00%	100.00%	30.00%
医院后勤托管服务	1.40%	50.00%	50.00%	50.00%
建筑工程	0.00%	0.00%	50.00%	30.00%
总包管理费	2924.81%	100.00%	-30.00%	-30.00%
毛利率	2012A	2013E	2014E	2015E
医疗专业工程	43.40%	34.00%	42.00%	42.00%
设计服务	38.95%	16.00%	17.00%	18.00%
医疗设备销售	25.72%	26.00%	24.00%	22.00%
医院后勤托管服务	41.36%	32.00%	33.00%	34.00%
建筑工程		21.00%	22.00%	23.00%
总包管理费		100.00%	100.00%	100.00%

资料来源: Wind 上海证券研究所

附表 3 尚荣医疗历年财务指标

指标名称	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 Q3
销售毛利率(%)	39.74	30.22	38.11	35.31
EBIT/主营业务收入(%)	21.71	9.80	13.87	16.01
销售净利率(%)	17.32	12.72	14.16	15.55
净资产收益率(全面摊薄)(%)	18.40	6.07	4.87	5.20
流动比率	1.56	8.88	4.72	3.12
速动比率	1.21	8.55	4.48	2.97
资产负债率(%)	43.52	11.13	19.94	26.00
存货周转率	3.43	4.64	4.84	4.16
应收账款周转率	3.74	3.13	2.03	1.21
总资产周转率	0.61	0.38	0.30	0.26
净利润同比增长率(%)	16.33	-4.82	32.10	30.00
每股收益(全面摊薄)	0.75	0.36	0.32	0.23
每股经营性现金流量	0.83	-0.46	0.17	-0.11
每股未分配利润	2.40	1.41	1.10	0.83
每股资本公积金	0.89	7.07	4.38	2.59

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。