

尚荣医疗（002551）调研报告

2014年3月10日

2014年3月4日，我们前往尚荣医疗，与公司管理层就2013年业绩快报的情况，经营风险、未来战略规划进行深入交流，现将核心要点介绍如下：

1. 公司2013年业绩符合我们的预期。各条线业务均实现盈利，我们预测医疗工程业务约3亿，设备销售约1亿，施工建筑和总包合计1亿多，后勤管理约4000多万，合肥普尔德并表一个季度，贡献收入1亿多，设计服务几千万收入。目前除土建是按完工进度确认收入外，总包订单中的其它部分都是按竣工交付一次性确认收入，因此影响了2013年的收入确认。

2. 目前，总包订单中我们判断进展比较快的医院有上饶市人民医院、铜川中医院、通江县医院、许昌二院，它们的土建基本完成，正在准备或已经进入装修和设备配套阶段。商南县医院、铜川耀州区医院、牡丹江医院、双鸭山医院、都处于主体已经封顶阶段。资阳中医院、南江县人民医院、山阳县医院都已经进入土建开工阶段。而我们担心的是，一些之前签署的框架协议，因为种种原因并未转成实际合同；或者有些合同在执行时，因为医院配套资金无法到位，或是土地不能落实，从而不能如期开工。我们认为这更加考验公司未来的政府事务能力和项目筛选能力。

3. 尚荣医疗规划用三至五年的时间搭建起医疗物流配送平台，将尚荣医疗打造成为国内最大的医疗服务提供商。

4. 后勤托管将是公司战略重点发展方向之一，公司会综合考虑各种方式，力争做大做强。

5. 由于总包订单结算时点延后，我们调整预测，预计公司2013年实现营业收入为13.65亿元，同比增长95.82%。归属于母公司净利润为1亿元，同比增长32%，折合每股收益0.36元。但是由于公司工程业务收入确认的比例和时间点存在较大不确定性，因此我们的盈利预测有可能出现较大偏差。我们认为对于尚荣医疗这样的“工程型”企业，业绩的确认可能无法做到精确性，更多地还是需要对其先行指标以及项目进展的确认判断。随着公司各地项目的陆续建设以及通过收购合肥普尔德等企业进入耗材和医疗器械领域，公司正在实现全产业链的医疗服务平台型提供商路径。从2014年开始将进入大单业绩密集释放期，但公司不断大幅上升的应收款以及政府对于县级医院“买方信贷”业务收紧等问题，以及目前公司一些框架协议和合同进展受阻，都是我们对公司成长的担忧。因此我们给予公司“谨慎推荐”评级。**（请注意我们的投资风险）**

证券分析师—洪阳

执业资格证书号码：S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

证券分析师—许希晨

执业资格证书号码：S0600512080001

021-63123162

jenny1727@gmail.com

联系人—韩文静

18600581960

hanwj@mail.dwstock.net

公司走势图

相关研究

2013-07-05: “医疗产业平台”推动盈利产业双提升

2014-01-29 “2014年进入业绩释放期”

2014年3月4日，我们前往尚荣医疗，与公司管理层就13年业绩快报的情况，经营风险、未来战略规划进行深入交流，现将核心要点介绍如下：

一、关于2013年业绩

2013年年度公司净利润7886.51万，同比增长35.20%。营业收入6.97亿，同比增长65.34%。基本每股收益0.28元，完全符合我们的预期（我们1月的调研报告中预测的业绩0.27元）。

我们测算，医疗专业工程部分实现收入约3亿元，由于承接的医院整体工程建设项目收入确认原则问题，本报告期内没有充分体现，因此增速不快。

医疗设备销售较12年有较大的增长，实现收入约过亿左右，表明公司在设备销售领域有较大的拓展。公司在为医院配套设备采购的时候，是按照医院的需求提供多种参考方案，并和医院协商进行调整，我们认为这有助于公司掌握更多的医院需求资源，加深和医院的合作。

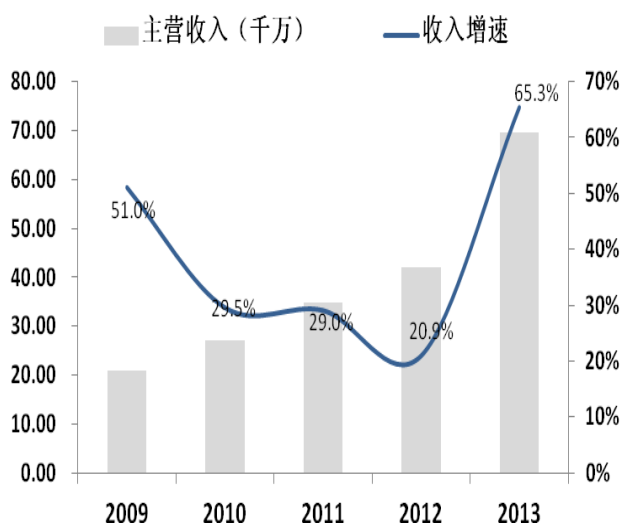
我们预测后勤托管业务较2012年有小幅增长。

施工建设项目，由于公司完成了对广东世联的收购并获得建筑资质，因此该项业务属于新列支项。而原先的总包管理费一项，是因为公司没有取得资质之前，是和具有建筑资格的单位组成联合体共同招标，公司只收取承包费用，土建由其他单位完成，有了自己的土建公司后，承包管理费这一项会越来越来少。我们测算施工和总承包管理费部分合计约贡献收入1亿多元。

今年公司完成对合肥普尔德的收购，并表一个季度。普尔德约贡献收入预计将过亿多元，但由于费用较高，贡献利润不高。

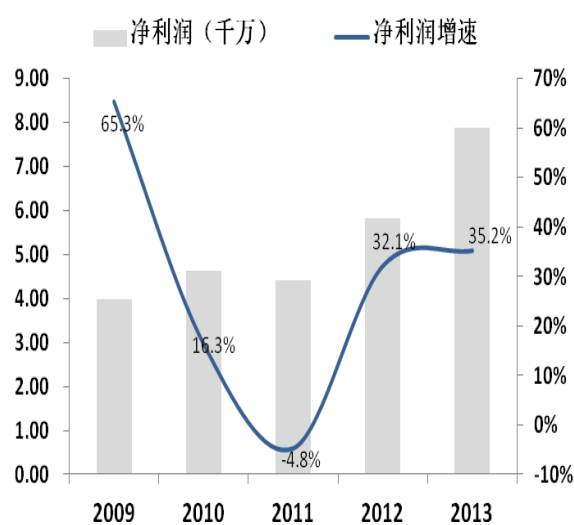
设计服务约几千万左右收入。

图表 1 尚荣医疗收入成长性



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2 尚荣医疗净利润及增速



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

由于公司收入确认原则的关系，公司承接的医院总体建设工程项目，除土建部分是按照完工进度确认外，其它收入确认必须是按全部工程最后竣工交付为准，因此医疗工程今年没有较多的项目结算，但是在结算时会按照不同业务项目，列支到不同分项里。比如：含在总包订单里的设备配套部分，如果是代理采购的设备，会放入设备销售一栏，而如果是公司自己配套生产的洁净手术室等，会放在医疗专业工程里。土建部分按完工进度确认收入。

二、关于传统业务——洁净手术室

洁净手术室是公司上市前的主要业务方向，我们认为由于医院建设仍然处在高峰期，洁净手术室仍然是一个非常大的市场。但目前市场上的竞争对手也有十几家，如果单纯的仅就洁净手术室项目进行招投标，那么互相之间难免会拼价格，因此公司目前以承接总包订单的方式，将洁净手术室业务囊括其中，可以获得高于市场平均水平的利润率。

三、关于订单的完成进度情况

根据我们的调研了解，目前建设进度比较快的医院有上饶市人民医院、铜川中医院、通江县医院、许昌二院，土建基本完成。

正在准备或已经进入装修和设备配套阶段。商南县医院、铜川耀州区医院、牡丹江医院、双鸭山医院、都处于主体已经封顶阶段。

资阳中医院、南江县人民医院、山阳县医院都已经进入土建开工阶段。

而我们实地调研过程中，了解到在执行订单时可能也会遇到一些问题，一方面是之前签署的框架协议，因为种种原因并未转成实际合同，被搁置；另一方面是有些合同在执行时，因为医院配套资金无法到位，或是土地不能落实，从而不能如期开工。我们认为这更加考验公司未来处理政府事务关系和选择和考察项目的能力。

根据我们的测算，公司 2013 年签订的订单总额较 2012 年有所下降，一方面是因为 2012 年披露了很多框架协议，二是因为 2013 年政府换届和地方人事更替影响了公司接单。未来，公司在获取订单方面会更加严谨和挑剔，争取多拿一些有质量的订单。

四、关于业务对象

由于城镇化发展越来越快，城市面积和人口不断扩张，原有的老城区旧医院已经不能满足日益增长的医疗服务需要，而新建的城区则需要教育、医疗资源的配套，客观上为各地新建医院提供了条件。目前全国各地计划立项和在建的医院共超过 2000 家，所以公司的医院总包建设业务仍有很大的发展空间。

公司目前主要的业务重点放在地级市医院、优质的二级以上医院、

三级医院是重点开发对象。县级医院由于政策限贷缘故，不是公司重点发展的方向，但有好的项目也做，而且争取做利润丰厚的那一块。目前，由于一线城市经济发达，不缺资金，所以很少使用总包的方式，公司在深圳几个地区承接了一些医疗工程配套的业务。

从总包角度，目前公司没有竞争对手。可能的竞争对手是一些只具有建筑资质的公司，它们需要将其中的医疗工程部分分包出去，因此从专业度和成本方面都不及公司有优势。

我们认为国家鼓励民间资本进入医疗等事业性质行业，对公司是长期利好，一方面公司本身就属于民营资本，通过创新的金融杠杆模式进行医院建设本身就是有利于医疗事业发展的，二是民营医院的发展必然会带来更多的机会。但对于民营医院的发展，我们赞同公司的观点，还是需要观察和谨慎判断，目前国家政策导向已有，但地方配套细节还没落实，因此公司在选择与民营医院合作的时候会非常谨慎。

我们认为限制县级医院举债的政策对公司的业务开展冲击不大，因为县级医院的业务占比不高。

五、关于未来发展战略

公司将围绕自身的核心竞争力，全面提升技术创新、业务开拓能力，进一步完善和丰富产品体系和产业链条。在继续保持公司“医院建设”主业健康稳定发展的基础上，通过收购兼并等方式，适时拓展主业上下游产业，用三至五年的时间搭建起医疗物流配送平台，将尚荣医疗打造成为国内最大的医疗服务提供商。

我们判断未来公司战略将围绕以下几方面进行：

“医疗物流配送”平台，公司目前缺乏自己的物流配送系统，未来可能通过收购，打造一个覆盖面广的物流配送体系。

“医疗器械配置”平台，公司已经通过南昌产业园项目的一期工程建设，以及积极寻求高技术含量的医疗器械品种，来打造这一平台。

“医用耗材产销”平台，公司已经通过收购合肥普尔德、安徽振兴等向医用手术服和手术包耗材领域延伸，未来还会继续丰富耗材品种。

“医疗资源整合”平台。我们的理解是，公司目前透过后勤托管业务，尽可能去掌握更多的医院资源，然后通过医院资源和物流配送这个“端口”，将公司的医疗设备和器械输入医院，从而成为为医院提供一体化服务的平台服务商。

六、关于买方信贷以及风险

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。医院现金流账户和贷款账户进行“绑定”，以保障还款能力。

另一方面，公司所提供买方信贷服务的医院均属于所在区域排名前列的医院，属于区域医疗中心，承担所在区域常见病及大病的诊疗职能，门诊量较大，现金流充足，偿债能力较强；而且，买方信贷采取每月还款的方式，还款压力较小。公司要求地方政府将还款纳入未来五年财政支出预算，或由地方融资平台提供担保。

实施保理业务后，贷款主体就从县医院变成公司，不仅能避免限贷问题，也能降低应收账款，加速资金周转。其融资利息由公司客户承担，我们判断不会增加公司融资成本。

七、关于医院后勤托管

后勤托管市场很大，但也存在竞争以及地方保护主义等问题。作为公司战略的一个重要组成部分，公司的目标是3年内达成100家医院的托管，这方面根据公司发展需要，我们判断会考虑采用合作或并购多种手段。由于这是一个新的领域，公司目前迫切需要这方面专业的人才。医院后勤托管有稳定的现金流，且不需要公司投入额外的资金，因此是非常好的业务发展方向。

后勤托管国内比较大的众安康，仅托管鼓楼医院一家就每年可获得4000万左右收入，公司目前在业务仍处于起步期，并且由于公司客户资源基本都是地级市医院，因此托管业务也集中在公司自身的客户群体或当地医院，公司仍为必须要达到一定的规模（如100家），有了规模效应和品牌效应后，再向大医院延伸发展。

八、关于营销

公司原先在全国有8大营销区域，从去年开始将营销布局改为全国20个左右的省级营销点，实现营销扁平化，加强公司与各营销网点的控制。在一些公司政府关系和营销人员能力较强的地区，公司的优势能更好的体现。

九、其它

合肥普尔德目前仍是一个出口加工性的企业，收入依赖于国外订单。国内一次性无纺布市场仍然处于培育期，该市场的培育至少需要几年的时间。因此短期内国内市场难以贡献明显收入。

我们认为如果公司选择合适的时机、综合公司内部情况，考虑股权激励方案，对于公司的长远发展将具有重要意义。

十、盈利预测及投资建议

由于总包订单结算时点延后，及普尔德全年并表，我们调整预测，预计公司2013年实现营业收入为13.65亿元，同比增长95.82%。归

属于母公司净利润为 1 亿元，同比增长 32%，折合每股收益 0.36 元。但是由于公司工程业务收入确认的比例和时间点存在较大不确定性，因此我们的盈利预测有可能出现较大偏差。我们认为对于尚荣医疗这样的“工程型”企业，业绩的确认可能无法做到精确性，更多地还是需要对其先行指标以及项目进展的确认判断。随着公司各地项目的陆续建设以及通过收购合肥普尔德等企业进入耗材和医疗器械领域，公司正在实现全产业链的医疗服务平台型提供商路径。从 2014 年开始将进入大单业绩密集释放期，但公司不断大幅上升的应收款以及银行对于“买方信贷”业务收紧等问题，以及目前公司一些框架协议和合同进展受阻，都是我们对公司成长的担忧。因此我们给予公司“谨慎推荐”评级。（**请注意我们的投资风险**）

八、投资风险

- 1、公司治理结构风险
- 2、公司合同实际执行时间和比例低于预期的风险。
- 3、公司买方信贷保证金风险。
- 4、公司应收账款和资金周转风险
- 5、由于国家政策和银行信贷政策的变化，导致公司接单能力下降的风险。

尚荣医疗主要财务数据

资产负债表 (百万
元)

	2011	2012	2013E	2014E
流动资产	1125.9	1316.1	1546.5	2226.1
现金	879.8	890.6	960.8	1000.0
应收款项	150.4	313.9	424.2	898.1
存货	41.9	65.8	86.2	180.5
其他	53.9	45.8	75.3	147.5
非流动资产	202.5	207.3	218.2	288.3
长期股权投资	0.0	0.1	0.1	0.1
固定资产	135.3	141.9	153.2	223.8
无形资产	12.1	11.9	11.5	11.1
其他	55.0	53.4	53.4	53.4
资产总计	1328.4	1523.4	1764.7	2514.4
流动负债	126.8	278.8	476.2	1169.9
短期借款	6.9	6.2	7.0	188.0
应付账款	42.2	126.0	222.5	466.1
其他	77.7	146.6	246.7	515.8
非流动负债	21.0	25.0	25.0	25.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	21.0	25.0	25.0	25.0
负债总计	147.8	303.8	501.2	1194.9
少数股东权益	0.9	6.2	8.8	12.2
归属母公司股东权益	1179.7	1213.5	1254.7	1307.4
负债和股东权益总计	1328.4	1523.4	1764.7	2514.4

现金流量表 (百万
元)

	2011	2012	2013E	2014E
经营活动现金流	-56.5	31.7	133.2	12.1
投资活动现金流	-8.3	-12.9	-27.3	-107.2
筹资活动现金流	828.0	-24.2	-35.8	134.3
现金净增加额	763.2	-5.6	70.2	39.2
折旧和摊销	11.5	11.8	16.4	22.1
资本开支	18.5	-13.5	-27.3	-107.2
营运资本变动	-103.1	-10.7	21.4	-127.7
企业自由现金流	-37.2	55.7	96.9	-99.4

利润表 (百万
元)

	2011	2012	2013E	2014E
营业收入	348.4	421.3	697.5	1365.8
营业成本	243.1	260.8	459.6	954.5
营业税金及附加	12.1	15.7	25.8	50.5
营业费用	18.8	25.6	32.1	61.5
管理费用	37.3	48.6	77.1	164.3
财务费用	-18.0	-13.6	-10.7	-5.9
投资净收益	0.0	-0.0	0.0	0.0
其他	-4.7	-15.1	-15.0	-15.0
营业利润	50.3	69.2	98.5	125.9
营业外净收支	1.7	3.3	0.0	0.0
利润总额	52.0	72.5	98.5	125.9
所得税费用	7.7	12.9	15.8	20.1
少数股东损益	0.2	1.3	5.0	6.3
归属母公司净利润	44.2	58.3	77.8	99.4
EBIT	37.1	70.7	102.8	135.0
EBITDA	48.6	82.5	119.3	157.1

重要财务与估值指标

	2011	2012	2013E	2014E
每股收益(元)	0.36	0.32	0.28	0.36
每股净资产(元)	9.59	6.58	4.53	4.72
发行在外股份(百万股)	123.0	184.5	276.8	276.8
ROIC(%)	4.2%	4.8%	7.3%	8.6%
ROE(%)	3.7%	4.8%	6.2%	7.6%
毛利率(%)	30.2%	38.1%	34.1%	30.1%
EBIT Margin(%)	10.6%	16.8%	14.7%	9.9%
销售净利率(%)	12.7%	13.8%	11.2%	7.3%
资产负债率(%)	11.1%	19.9%	28.4%	47.5%
收入增长率(%)	29.0%	20.9%	65.6%	95.8%
净利润增长率(%)	-4.8%	32.1%	33.4%	27.8%
P/E	51.11	93.78	105.45	82.54
P/B	1.91	4.51	4.36	4.18
EV/EBITDA	49.52	69.98	50.07	42.44

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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，需征得东吴证券研究所同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

看好： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5%~5%；

看淡： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

公司投资评级：


强烈推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 20% 以上；

推 荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 10% 以上；

谨慎推荐： 预期未来 6 个月内强于大盘指数 5% 以上；

观 望： 预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%；

卖 出： 预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10% 以上。



东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码： 215021
传真： (0512) 62938527
公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>