

# 尚荣医疗（002551）研究报告—— 激励锁定增长，定增助力转型

## 推荐（上调）

### 盈利预测与估值

	2011	2012	2013	2014E
营业收入（百万元）	<b>348.4</b>	<b>421.3</b>	<b>730.9</b>	<b>1196.0</b>
同比（%）	29.0%	20.9%	73.5%	63.6%
净利润（百万元）	<b>44.2</b>	<b>58.3</b>	<b>73.8</b>	<b>115.0</b>
同比（%）	-4.8%	32.1%	26.4%	54.1%
毛利率（%）	30.2%	38.1%	30.4%	28.0%
每股收益（元）	0.36	0.32	0.27	0.32

2014年11月4日

证券分析师—许希晨

执业资格证书：S0600512080001

021-63123162

[jenny1727@gmail.com](mailto:jenny1727@gmail.com)

证券分析师—洪阳

执业资格证书号码：S0600513060001

0512-62938572

[Hongyang614@gmail.com](mailto:Hongyang614@gmail.com)

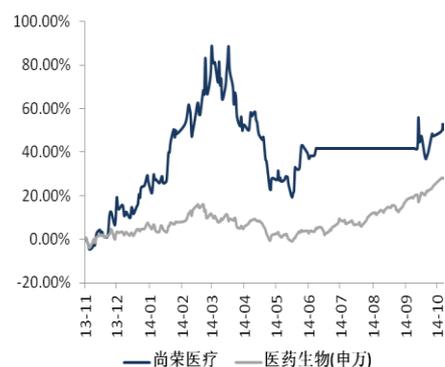
尚荣医疗于2014年11月3日完成限制性股票授予。首次授予部分限制性股票的授予价格为每股11.71元，激励计划涉及的激励对象共计95人。我们认为此授予价格对于被授予者而言极具“正面激励”价值。有助于公司核心管理层的稳定与未来业务发展。

公司根据市场需求逐步确立了现代化医院建设整体解决方案，即“设计服务、建筑工程、医疗工程、信息系统、设备配置、后勤服务、耗材产销”医疗平台产业模式。我们判断公司未来将逐步将业务重心由医院工程建设转型到设备、器械、耗材销售、信息化、后勤服务等业务，也就是向产业链后段转型，实现“医院建设——设备供应——耗材供应——信息、后勤管理服务一体化闭环”。

但是我们也认为公司要实现业务的彻底转型还需要实现几个目标，一是资金需求。公司已经发布了定增方案，拟募集资金不超过6.1元，大股东积极参与认购。二是获得足够的医院资源，一方面公司目前可以借助医院总包订单来实现，另一方面我们认为也可以适当考虑一些医院改制的机会。三是补充设备产品线，公司目前为医院提供的设备完全采用代理模式，我们认为公司在掌握充足的医院资源后，完全可以并购合适的医院设备企业或产品，自行进行销售。四是公司在耗材领域略显单薄，目前仅有手术用耗材和骨科耗材外，我们认为未来还需要借助并购丰富产品线和销售渠道和物流配送体系。

综合分析假设，我们预测公司2014年实现营业收入11.96亿元，同比增长64%，净利润1.15亿元，同比增长56%。鉴于公司进入比较确定的快速增长轨迹，同时股权激励将进一步强化管理层和核心员工的积极性。因此我们上调公司至“推荐”评级。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会较大偏差。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。**（请注意我们的投资风险提示）**

股价走势



尚荣医疗于 2014 年 11 月 3 日完成限制性股票授予。我们认为此次限制性股票激励计划对于公司的持续发展具有重要意义，因此点评如下：

## 一、限制性股票激励方案简评

### ➤ 授予数量

尚荣医疗此次限制性股票激励设计标的股票 248.3 万股，占公司总股本约 1%；其中首次授予数量为 228.3 万股，预留 20 万股，预留部分将于首次授予后的一年内授予，过期作废。

### ➤ 授予价格

首次授予部分限制性股票的授予价格为每股 11.71 元。我们认为此授予价格对于被授予者而言极具“正面激励”价值，即只要满足行权解锁条件，被激励对象就可以获得超过 100% 的收益率。（在市值不变的情况下）。

### ➤ 解锁条件

激励对象在授予日满 12 个月后的 48 个月内分四次解锁，每次分别解锁 30%、25%、25% 和 20%。当期末未申请解锁的部分则不再解锁，并由公司回购注销；若解锁期内任何一期未达到解锁条件，则当期可申请解锁的相应比例的限制性股票不得解锁并由公司回购注销。

行权条件中最核心的是净利润增长率，以 2013 年净利润为基数，考核扣非后净利润的增长率，要求 2014-2017 年分别不低于 30%、23.08%、25% 和 15%。据此测算 2014-2016 年三年间复合增长率不低于 26%，三年翻一倍，这基本上可以确保公司未来三年的成长性，尤其是在我们前述的较低“授予价格”的基础上，我们相信实现该行权条件是较大概率事件。

### ➤ 激励对象

激励计划涉及的激励对象共计 95 人（调整后），此次限制性股票激励中，四名董事、副总经理级别高管各获得 13 万股（较之前增加 3 万股）。其余中高层管理人员、核心（业务）技术人员 91 人，获得 244.79 万股，人均 2.69 万股。占公司员工的比例为 4%（根据 2013 年年报员工总数量 2244 人测算），

### ➤ 激励成本摊销

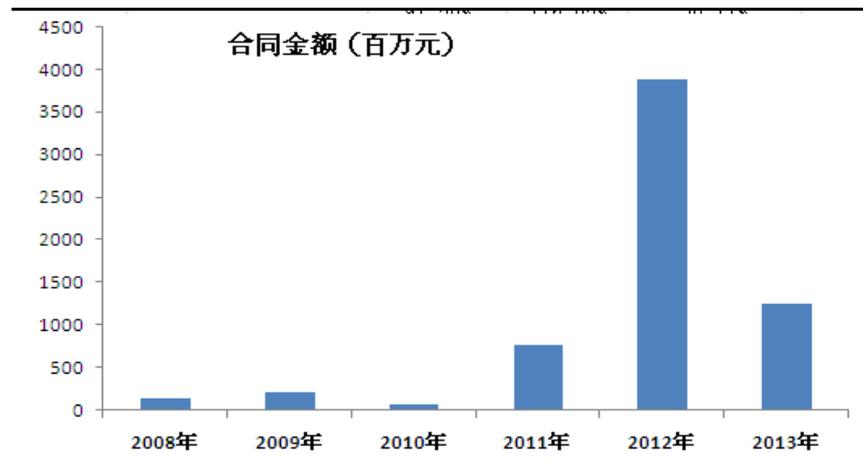
经测算，本次授予的限制性股票激励成本（不包括预留部分）合计为 2907.10 万元，则 2014 年-2018 年限制性股票成本摊销分别为 329.19 万元、1756.40 万元、590.72 万元、198.46 万元和 32.33 万元。据此可以发现 2015 年成本摊销额最高，也是对公司利润压力最大的一年，相对应的公司解锁条件中 2015 年也是略低于今年和 2016 年。单纯从行权条件和成本摊销费用，2015 年将是公司业绩增长的一个“波谷”期。

## 二、 实现“股权激励”的基本面基础

### 1、 订单周期分析

根据公司公告的合同订单和框架性合作意向书等公告信息统计分析，2013 年预计获得近 12.5 亿元订单合同。但是截至目前，尚荣医疗并没有公告新订单。我们认为这可能是有两方面因素所致。一是，公司今年对于订单信息披露的选择更加严谨，过去部分框架性合作意向协议也会公告，但是从今年开始，我们判断公司将谨慎地公布“明确招标，中标后的订单合同”。因为从历史数据分析，过去三年的接大单高峰期中，部分框架性协议经过两年的时间依然没有招标。（例如 2012 年的五家医院）

图表 1：尚荣医疗合同金额分析图



资料来源：公司公告、东吴证券研究所

二是，正常年份里在每年“中国医疗器械博览会（春季展）”期间公司会有不少协议性订单，但是从我们实地调研来看，今年各地医院的需求有所滞后，主要是地方换届后的发展思路有所变化，以及对地方债务管理的影响。但是我们判断这只会将订单延后，并不会影响各地建设医院（尤其是县级医院）的冲动，据此判断，我们预计下半年

会有新订单公布。

同时，我们预计 2015 年公司订单有望重新回到较高的规模，一是我们认为地方政府的政绩考核指标中，医疗和教育作为民生指标也占有重要地位，地方政府依然会继续投入。二是国家出台鼓励民营资本进入医疗服务业的政策，民营资本进入医疗服务行业的投资开始落地。第三是我们认为公司可以借助自身资本优势和行业经验优势，与政府或是医疗服务领域的投资集团合作。因此，我们判断未来几年公司医院整体建设业务收入的年增长率有望不低于 30%。

## 2、关于大单结算

在 2014 年 1 月 29 日的研究报告《14 年进入业绩释放期》，我们测算公司在 2011-2012 年接的大单陆续进入释放周期。我们根据公司 2013 年年报对每个项目进度，以及整个建设周期过程性分析。我们预计 2014 年至少有 3-4 家医院进入结算周期。进度较快的有上饶市立医院、四川通江县医院和铜川中医院等。合同金额合计约为 5.2 亿元，剔除土建后，我们判断今年大单结算至少在 3 亿元以上。根据历史数据分拆，一个大单合同结算中约 35% 结算为专业工程（包括手术室、ICU 和化验室工程等）；25% 结算为医疗设备销售项目；10% 结算为后倾配套服务（绿化/环保/物业/保安/动力维护/设备检修等）；30% 则结算为土建施工业务。

图表 2：各医院进度

竣工验收阶段	设备配套阶段 (医)	内部装修阶段	外部装修阶段	主体完工待装修	土建阶段	尚未开工	中标未签合同	合作协议
四川通江县人民医院	黑龙江双鸭山人民医院	上饶市立医院住院大楼	省山阳县人民医院整体迁建		四川省南江县人民政府	省齐齐哈尔市第一医	四川眉县中医院	河南省濮阳县
20000	20000	12000	30000		23000	90000	25000	46000
	陕西省铜川市中医院	陕西省商南县人民医院	四川资阳市雁江区中医院			内蒙古阿荣旗人民医院		黑龙江省肇东市人民医院
	20000	20000	8000			14000		10000
	黑龙江省牡丹江市第一人民医院	陕西省铜川市耀州区	许昌市第二人民医院			四川巴中市人民医院		湖南省茶陵县
	43000	20000	25000			21800		12000
		牡丹江市第二人民医院				山东菏泽曹县人民医院三期		黑龙江省富裕县
		30000				50000		5000
								连州市人民医院
								15000
								黑龙江省牡丹江市肿瘤医院
								12000
20000	83000	82000	63000	0	23000	175800	25000	95000

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 三、公司未来发展战略分析

经过不断探索和实践，公司根据市场需求逐步确立了现代化医院建设整体解决方案，即“设计服务、建筑工程、医疗工程、信息系统、设备配置、后勤服务、耗材产销”医疗平台产业模式。我们判断公司未来将逐步将业务重心由医院工程建设转型到设备、器械、耗材销售、信息化、后勤服务等业务，也就是向产业链后段转型，实现“医院建设——设备供应——耗材供应——信息、后勤管理服务一体化闭环”。

图表 3：“尚荣医疗产业平台”示意图



我们判断公司实现转型的概率很大：一是公司的医院整体建设业务帮助公司先期绑定潜在的医疗专业工程优质客户，打通公司医疗器械的销售渠道，拓展公司医疗器械的客户群，提高公司对现有医疗设备厂商以及耗材供应商的谈判能力，为公司未来导入优势的医疗设备和耗材创造市场空间，二是公司积极开展外延式并购，补充设备、耗材产品线、例如近期收购张家港锦州医械，补充了公司在骨科耗材方面的产品。三是公司的信息化、后勤管理等业务，虽然目前规模并不大，但表明公司已经有该业务模块的经验。

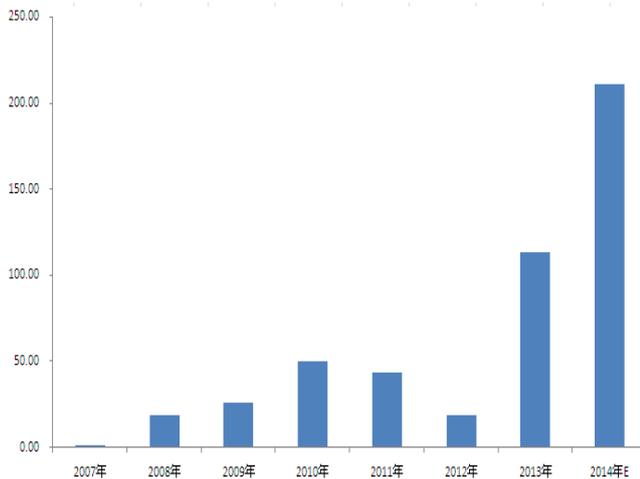
但是我们也认为公司要实现业务的彻底转型还需要实现几个目标，一是获得足够的医院资源，一方面公司目前借助医院总包订单来实现，另一方面我们认为也可以适当考虑一些医院改制的机会。二是补充设备产品线，公司目前为医院提供的设备完全采用代理模式，我们认为公司在掌握充足的医院资源后，完全可以并购合适的医院设备企业或产品，自行进行销售。三是公司在耗材领域略显单薄，目前仅有手术用耗材和骨科耗材外，我们认为未来还需要借助并购丰富产品线和销售渠道和物流配送体系。最后，公司从医疗专业工程企业起家，介入医院器械和耗材销售领域，公司亟需要补充相关业务的人才。

#### 四、分业务分析

##### (1)、医疗设备销售

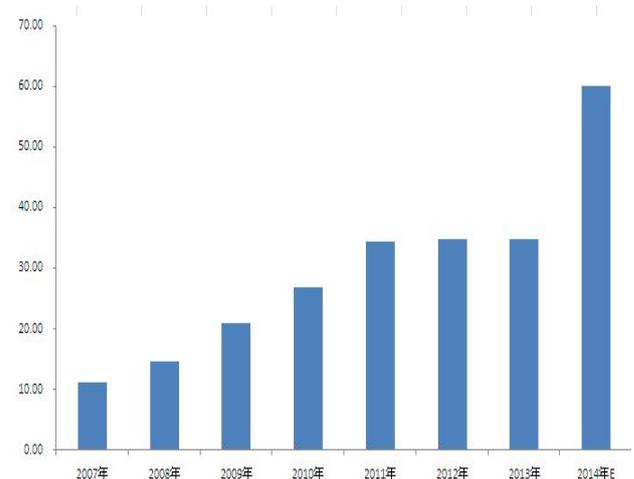
尚荣医疗 2014 年上半年实现医疗设备销售 1844 万元，同比大幅减少 67%。我们认为这是由于公司尚未对医院大单中的设备销售部分结算所致。公司与医疗设备上建立战略合作关系，我们认为这类似于批发代理商，因此较医药（尤其是地县级医药）独立采购更加便宜。尤其是在目前“反腐”的行业环境背景下，通过公司采购更加公开透明，规避风险。而且尚荣医疗目前与各医疗器械供应商合作紧密，可以提供全套系列医疗设备（如 CT、核磁共振、等离子加速器等）。

图表 4：2007-2013 年尚荣医疗设备销售分析图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 5：2007-2013 年尚荣医疗医疗后勤服务分析图



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

##### (2)、医疗后勤服务与信息化

尚荣医疗 2014 上半年后勤服务实现营收 1990 万元，同比略降 10%。我们对于公司在 2013 年度没有实现在该业务条线的扩张与收购略感失望。我们认为通过收购的方式快速做大医院后勤服务业务，尤其是具备服务 30-40 家医院的后勤服务公司有利于尚荣医疗快速切入到新医院市场，同时该项业务也为尚荣提供稳定持续的现金流。

而医疗信息化业务，我们判断随着公司大单陆续结算，今年也同样进入营收快速增长期。

##### (3)、南昌医疗产业园

尚荣医疗短期看大单结算，中长期则是看在医疗器械与耗材领域

的布局。因此公司在南昌建设医疗器械及耗材产业源。根据公司的可行性报告及募投项目资料，该项目分为两期，第一期包括“数字一体化手术室”等项目，但是我们分析该产业园的定位应该是集“耗材(器械)生产集聚地+耗材器械流通平台+优秀企业孵化器”为一体产业园。

由于目前国内生产耗材的企业近 80%来自于江西，因此在南昌建设耗材器械产业园，引入国内耗材生产企业进入，同时通过收购合并的方式建设区域性流动配送体系；然后将耗材产品直接代理销售至合作建设的医院以及同区域内的医院；最后再选择优秀的器械耗材企业并购。如果公司能够按照此战略实施，则可以抓住产业链的两端。通过耗材产业园的聚集效应，改变过去耗材行业的多、小、散局面；同时再通过配送和医院资源，为产业园企业提供市场，实现公司从医院建设为主体，转型为真正的医疗服务综合提供商。

但是在该模式下，我们有两个忧虑：一方面公司耗材物流配送体系的建设，虽然可以通过并购的方式实现，但是由于国内目前并没有专业相关的企业，大部分依然是以药品配送为主的商业企业，因此公司即使并购后，转型的成本和代价并不低。另一方，公司积累的医院资源是否足以支撑起如此庞大的一个医疗耗材和器械的产业。根据募投项目的进度，我们预计明年南昌产业园项目一期将进入实质性运营阶段。

#### 四、定增补充流动资金，为公司未来战略转型提供助力

2014年9月30日公司股东大会通过了非公开发行A股股票方案(修订版)的议案：

##### ➤ 发行数量和价格

本次非公开发行股票数量合计不超过 27,497,073 股,发行价格为 22.24 元/股。

##### ➤ 发行对象

梁桂秋认购数量为 12,140,287 股；张成华认购数量为 4,496,402 股；朱蘅认购数量为 449,640 股；太平洋资管认购数量为 4,565,422 股；尚阳投资认购数量为 4,496,402 股；飞晟投资认购数量为 1,348,920 股。

##### ➤ 募资用途

非公开发行股票募集资金不超过 61,153.50 万元，扣除发行费用后的募集资金净额拟用于增加医院整体建设业务资金。

我们认为定增如果成功完成对于公司有重要意义，首先，实际控制人投入 2.7 亿真金白银参与定增，显示了企业未来发展的强烈信心。其次，公司资产负债率有所降低，可降低公司的财务风险，同时公司的资金实力将得到明显提升，有助于公司进一步增强公司医院整体建设业务的竞争力，巩固主营业务，提升公司的产能利用率、快速扩大销售规模，提升公司的整体盈利能力。最后，公司围绕“医疗平台产业模式”可能还会继续补充并购标的，外延式发展对资金的要求也提高。

## 五、盈利预测及投资建议

由于普尔德 2013 年仅并表一个季度，我们测算 2013 年全年实现营收 3-4 亿元，预计 2014 年可以实现 4-5 亿元，而且全年并表。再结合我们正文中分析的大单进入密集结算周期，因此 2014 年公司的短期业绩增长弹性比较明显。

公司此次实施限制性股票激励，如果能够顺利解锁行权，则基本可以确定未来三年 25%-30%复合增长率。这是我们看好公司中期基础。

从长期来看。公司具备成为国内领先的“医疗服务综合提供商”，公司目前已经具有从医院建设设计-医院基建-医疗专业工程-医疗设备销售-医疗信息化-医疗后勤服务-医疗金融服务的完整产业链。但是公司目前还更偏向于“建设为主”，在医疗器械和服务领域缺乏较强的竞争力。公司未来打造的耗材器械产业链还值得观察。我们认为公司应该抓紧目前各地医院建设的机遇期，快速布局医疗器械、医疗耗材和医疗后勤服务三大业务条线。不仅仅通过自主孵化的方式，而且还要通过多种方式（包括并购基金、联合其他上市公司组建投资集团）快速补强公司的弱势板块，抢占行业优势资源，把握医药并购大势。

暂不考虑增发，综合分析假设，我们预测公司 2014 年实现营业收入 11.96 亿元，同比增长 64%，净利润 1.15 亿元，同比增长 56%。每股收益 0.32 元。鉴于公司进入比较确定的快速增长轨迹，同时股权激励将进一步强化管理层和核心员工的积极性。因此我们上调公司至“推荐”评级。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会较大偏差。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。（请

注意我们的投资风险提示)

六、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、公司买方信贷和保理业务的保证金风险。
- 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变化,导致公司接单能力下降的风险。
- 6、公司南昌产业园运行低于预期,转型不顺利

## 尚荣医疗主要财务数据

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2011	2012	2013	2014E		2011	2012	2013	2014E
<b>流动资产</b>	<b>1125.9</b>	<b>1316.1</b>	<b>1477.4</b>	<b>1831.0</b>	<b>营业收入</b>	<b>348.4</b>	<b>421.3</b>	<b>730.9</b>	<b>1196.0</b>
现金	879.8	890.6	650.3	500.0	营业成本	243.1	260.8	508.4	861.0
应收款项	150.4	313.9	477.6	783.0	营业税金及附加	12.1	15.7	16.4	26.0
存货	41.9	65.8	293.5	488.0	营业费用	18.8	25.6	34.9	48.0
其他	53.9	45.8	56.0	60.0	管理费用	37.3	48.6	76.1	110.0
<b>非流动资产</b>	<b>202.5</b>	<b>207.3</b>	<b>541.7</b>	<b>588.0</b>	财务费用	-18.0	-13.6	-16.0	-3.0
长期股权投资	0.0	0.1	7.8	8.0	投资净收益	0.0	-0.0	-0.0	0.0
固定资产	135.3	141.9	341.1	389.0	其他	-4.7	-15.1	-22.6	-15.0
无形资产	12.1	11.9	61.1	59.0	<b>营业利润</b>	<b>50.3</b>	<b>69.2</b>	<b>88.6</b>	<b>139.0</b>
其他	55.0	53.4	131.8	132.0	营业外净收支	1.7	3.3	7.2	2.0
<b>资产总计</b>	<b>1328.4</b>	<b>1523.4</b>	<b>2019.2</b>	<b>2419.0</b>	<b>利润总额</b>	<b>52.0</b>	<b>72.5</b>	<b>95.8</b>	<b>141.0</b>
<b>动负债</b>	<b>126.8</b>	<b>278.8</b>	<b>641.9</b>	<b>991.0</b>	所得税费用	7.7	12.9	18.3	27.0
短期借款	6.9	6.2	71.2	55.0	少数股东损益	0.2	1.3	3.7	0.0
应付账款	42.2	126.0	339.5	563.0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>44.2</b>	<b>58.3</b>	<b>73.8</b>	<b>115.0</b>
其他	77.7	146.6	231.2	373.0	EBIT	37.1	70.7	95.2	151.0
<b>非流动负债</b>	<b>21.0</b>	<b>25.0</b>	<b>42.3</b>	<b>42.0</b>	EBITDA	48.6	82.5	108.6	187.0
长期借款	0.0	0.0	5.5	6.0					
其他	21.0	25.0	36.8	36.0	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>
<b>负债总计</b>	<b>147.8</b>	<b>303.8</b>	<b>684.2</b>	<b>1033.0</b>	每股收益(元)	0.36	0.32	0.27	0.32
少数股东权益	0.9	6.2	84.6	85.0	每股净资产(元)	9.59	6.58	4.52	3.61
归属母公司股东权益	1179.7	1213.5	1250.4	1301.0	发行在外股份(百万股)	123.0	184.5	276.8	360.0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1328.4</b>	<b>1523.4</b>	<b>2019.2</b>	<b>2419.0</b>	ROIC(%)	4.2%	4.8%	5.9%	8.6%
					ROE(%)	3.7%	4.8%	5.9%	8.8%
					毛利率(%)	30.2%	38.1%	30.4%	28.0%
					EBIT Margin(%)	10.6%	16.8%	13.0%	12.6%
					销售净利率(%)	12.7%	13.8%	10.1%	9.5%
					资产负债率(%)	11.1%	19.9%	33.9%	42.7%
					收入增长率(%)	29.0%	20.9%	73.5%	63.6%
					净利润增长率(%)	-4.8%	32.1%	26.4%	54.1%
					P/E	51.11	93.78	124.50	87.66
					P/B	1.91	4.51	7.34	5.98
					EV/EBITDA	49.52	69.98	90.85	47.08

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>

