

尚荣医疗（002551）研究报告—— 模式转型，切入公立医院改革

2015年2月4日

推荐（维持）

盈利预测与估值

	2011	2012	2013	2014E
营业收入（百万元）	348.4	421.3	730.9	1107.3
同比（%）	29.0%	20.9%	73.5%	51.5%
净利润（百万元）	44.2	58.3	73.8	106.8
同比（%）	-4.8%	32.1%	26.4%	44.8%
毛利率（%）	30.2%	38.1%	30.4%	28.1%
每股收益（元）	0.36	0.32	0.27	0.30

证券分析师—许希晨

执业资格证书：S0600512080001

021-63123162

jenny1727@gmail.com

证券分析师—洪阳

执业资格证书号码：S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

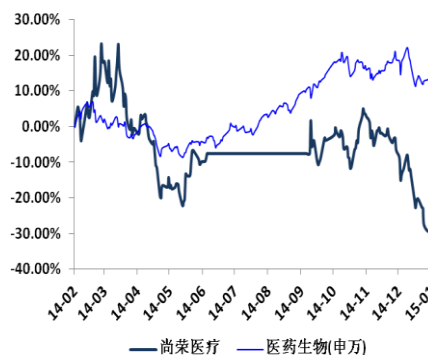
事件：尚荣医疗公告，公司与陕西省渭南市临渭区人民政府签署了《陕西省渭南市第二医院整体迁建招商引资建设项目合作协议书》，总投资约为人民币 2.5 亿元，全资子公司深圳市尚荣医疗投资有限公司与独山县人民政府签署了《黔南州独山县人民政府与深圳市尚荣医疗投资有限公司关于独山县人民医院及中医院迁建合作协议书》，总投资约 7 亿元。

点评：公司通过买方信贷的模式与二十多家医院签订协议或合同，为医院提供从工程建设、外部装修，医疗工程配套到设备采购的医院建设整体解决方案。在这种模式下，公司能够与医院建立良好的关系，并能适当参与医院价值链中的设备采购、耗材采购部分，但这种联系较为松散。从 2015 年开始，公司模式转型，积极参与公立医院混合所有制股权改革，获得医院经营更多的话语权和决策权，业务将延伸到医院业务链条中的设备采购，耗材，药品购销中，从而获得更稳定的收入和利润来源。

我们将尚荣切入公立医院改革的模式分为两种，一种是“独山模式”，也即对一个地区的医院建设整体打包，这种模式需要良好的政府关系，资金投资规模大，投资周期长，在“独山模式”下，公司掌握医院控股权，人事权，经营权，对医院拥有绝对控制力，在医院设备采购，耗材和药品购销中起主导作用，投资收益高。另一种是“渭南模式”，也即单体医院突破模式，采用债转股式参与单体医院混合所有制改，以建设带动医院改制，投资规模较小，周期较短，但是医院能否改制成功存在不确定性，且改制后公司所占股权比例不超过 50%。我们推测在欠发达地区，主要以独山模式为主，而在经济条件较好的地市医院，则以渭南模式为主。

独山县地处黔南州，覆盖人口 40 多万，离大城市比较远，辐射能力强，该县医疗资源基本集中于人民医院和中医院，县人民医院目前床位 370 张，年收入约 2 亿多，县中医院床位 260 张，年收入 8000 多万，人民医院和中医院都将迁建为三甲医院，床位数总计将达到 1500 张，渭南市第二医院开设床位 483 张，年收入超过 1.3

股价走势



亿元，覆盖人口 90 多万，也将按照三甲水平建设。由于国家分级诊疗和大病医保政策的完善，我们预计医院建设完成后病源稳定，医院收入规模有望上一个台阶，运营结余资金和现金流充足，还款能力强，履约风险较小。

公司从医院工程建设总包切入到医院实际运营和管理，业务向产业链后段转型，我们预计公司未来还会积极参与公立医院改制，以及和民营医院合作，来扩充医院资源和网络，增加对下游耗材、药品企业的话语权。同时，公司完全可以通过收购补充设备、耗材产品，来丰富自身的产品线，实现对医院的直销。在药品采购和物流配送方面，我们预计公司未来会补充牌照，完善销售渠道。

从短期来看，公司大单进入密集结算周期，因此我们预测 2015 年公司的业绩增长弹性比较明显。并且从政府投入，公立医院改革角度来说，公司订单量也有望恢复高增长，我们预计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%。

公司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。公司通过定增预案，拟募资 6.1 亿，大股东积极认购，进一步保障公司未来发展，这是我们看好公司中期基础。

从长期来看，公司受益于医改红利，有望成为国内领先的“医疗服务和产品综合提供商”，公司有望通过复制独山模式和渭南模式，实现医院网络扩张，在积累了大量医院资源后，公司设备耗材药品购销业务将取得爆发式增长。

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 11.07 亿元，同比增长 52%，净利润 1.07 亿元，同比增长 45%。每股收益 0.30 元。考虑到公司短、中、长期的价值，我们给予公司“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含工程型企业，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）

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、医院收购进程、运营管理风险。

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
流动资产	1125.9	1316.1	1477.4	1745.6	营业收入	348.4	421.3	730.9	1107.3
现金	879.8	890.6	650.3	500.0	营业成本	243.1	260.8	508.4	796.1
应收款项	150.4	313.9	477.6	725.1	营业税金及附加	12.1	15.7	16.4	24.8
存货	41.9	65.8	293.5	450.2	营业费用	18.8	25.6	34.9	44.3
其他	53.9	45.8	56.0	70.4	管理费用	37.3	48.6	76.1	99.5
非流动资产	202.5	207.3	541.7	614.6	财务费用	-18.0	-13.6	-16.0	-2.1
长期股权投资	0.0	0.1	7.8	7.8	投资净收益	0.0	-0.0	-0.0	0.0
固定资产	135.3	141.9	341.1	416.0	其他	-4.7	-15.1	-22.6	-15.0
无形资产	12.1	11.9	61.1	59.0	营业利润	50.3	69.2	88.6	129.8
其他	55.0	53.4	131.8	131.8	营业外净收支	1.7	3.3	7.2	2.0
资产总计	1328.4	1523.4	2019.2	2360.2	利润总额	52.0	72.5	95.8	131.8
动负债	126.8	278.8	641.9	936.0	所得税费用	7.7	12.9	18.3	25.0
短期借款	6.9	6.2	71.2	73.6	少数股东损益	0.2	1.3	3.7	0.0
应付账款	42.2	126.0	339.5	519.1	归属母公司净利润	44.2	58.3	73.8	106.8
其他	77.7	146.6	231.2	343.3	EBIT	37.1	70.7	95.2	142.7
非流动负债	21.0	25.0	42.3	42.3	EBITDA	48.6	82.5	108.6	179.4
长期借款	0.0	0.0	5.5	5.5					
其他	21.0	25.0	36.8	36.8	重要财务与估值指标	2011	2012	2013	2014E
负债总计	147.8	303.8	684.2	978.3	每股收益(元)	0.36	0.32	0.27	0.30
少数股东权益	0.9	6.2	84.6	84.6	每股净资产(元)	9.59	6.58	4.52	3.60
归属母公司股东权益	1179.7	1213.5	1250.4	1297.4	发行在外股份(百万股)	123.0	184.5	276.8	360.0
负债和股东权益总计	1328.4	1523.4	2019.2	2360.2	ROIC(%)	4.2%	4.8%	5.9%	8.2%
					ROE(%)	3.7%	4.8%	5.9%	8.2%
					毛利率(%)	30.2%	38.1%	30.4%	28.1%
					EBIT Margin(%)	10.6%	16.8%	13.0%	12.9%
					销售净利率(%)	12.7%	13.8%	10.1%	9.6%
					资产负债率(%)	11.1%	19.9%	33.9%	41.4%
					收入增长率(%)	29.0%	20.9%	73.5%	51.5%
					净利润增长率(%)	-4.8%	32.1%	26.4%	44.8%
					P/E	51.11	93.78	124.50	77.44
					P/B	1.91	4.51	7.34	4.90
					EV/EBITDA	49.52	69.98	90.85	40.89

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>