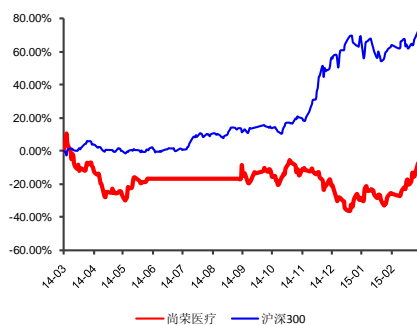


2015年3月17日

尚荣医疗（002551）调研纪要

评级：推荐

最近 52 周走势：

相关研究报告：
报告作者：

分析师：刘生平

执业证书编号：S0590513090002

联系人：

方伟

电话：0510-82833337

 Email: fangw@glsc.com.cn
独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：近日，我们与公司高管交流了公司经营状况及未来规划的最新情况，整理纪要如下。

- **医疗服务提供商，产业链趋于完整。**公司管理层战略前瞻，核心业务已从洁净手术室工程建设转变为提供医院建设整体解决方案，除了药品配送，公司从医院的融资、设计、建设、装修、医疗专业工程、设备配置、信息化系统设计到后勤托管服务和医用耗材的配送，构建了一条较为完整的产业链条。下游医院客户已达上千家，大多数为地市级三甲医院，我们认为其掌握的终端入口，将成为公司布局互联网医疗的渠道优势。
- **买方信贷风险低，手握医院优先收购权。**对于资金短缺的医院客户，由公司提供买方信贷额度（一般为 70%）和贷款保证担保（担保金一般为信贷额度的 15%），由银行对贷款进行全程监管，专款专用。标的医院一般偿债能力较强，对于可能存在的偿债风险，公司享有债权转股权的优先权，公司就能以较低的价格获得优质的医院资产，可视为潜在的利好。
- **加大外延力度，围绕骨科纵深发展。**公司 14 年收购了普尔德医疗 55% 的股权，切入上游医疗耗材，产品出口欧美。继而收购张家港锦州医械制造 66.21% 股权，先期布局骨科器械，公司看好骨科细分市场，未来将围绕该领域，打通产业链条。
- **南昌产业园发挥产业聚集效应。**公司拟投资 16 亿元在建的南昌健康产业综合体，地处江西南昌，将聚集国内众多耗材器械企业，小蓝经济开发区已升级为国家级经济技术开发区，招商引资条件好。项目建设期为 2012-2017 年，规划用地 40 万平方米，项目建成后发挥产业聚集效应，起到孵化器的作用。建成后年产值 30 亿左右，将进一步完善公司的产品体系和产业链条。
- **参与公立医院改制，垄断区域医疗资源。**当前社会资本参与公立

医院改革的政策红利加速释放，贵州省独山县人民政府与公司签署合作协议书，控制了县内除了妇幼保健院以外所有的医院，对县内的医疗资源几乎形成垄断，掌握经营主动权，充分释放盈利空间。后续这一模式将成为公司参与 PPP 项目的主导模式。

- **首次覆盖，给予“推荐”评级。**考虑到 45 亿的在手订单，15 年起将逐步兑现，预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.28 元、0.54 元、0.74 元，对应 2015 年 3 月 17 日收盘价 29.97 元的市盈率分别为 106 倍，56 倍和 41 倍。作为国内稀缺的医院整体解决方案提供商，在医改政策红利下可享有一定的估值溢价。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、应收账款及担保风险；2、订单延迟确认的风险；3、外延并购低于预期。

盈利预测表:

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

更新日期:

15/03/17

利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	730.9	1,166.8	1,911.5	2,675.2
YOY(%)	73.5%	59.6%	63.8%	40.0%
营业成本	508.4	842.9	1,380.8	1,932.6
营业税金及附加	16.4	26.1	42.8	59.9
销售费用	34.9	52.5	86.0	120.4
占营业收入比(%)	4.8%	4.5%	4.5%	4.5%
管理费用	76.1	110.8	181.6	254.1
占营业收入比(%)	10.4%	9.5%	9.5%	9.5%
EBIT	80.4	114.4	222.0	310.7
财务费用	-16.0	-17.7	-19.8	-22.9
占营业收入比(%)	-2.2%	-1.5%	-1.0%	-0.9%
资产减值损失	22.6	21.2	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	88.6	131.0	240.0	331.2
营业外净收入	7.2	0.0	0.0	0.0
利润总额	95.8	131.0	240.0	331.2
所得税	18.3	19.6	36.0	49.7
所得税率(%)	19.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	77.5	111.3	204.0	281.5
占营业收入比(%)	10.6%	9.5%	10.7%	10.5%
少数股东损益	3.7	8.6	9.8	13.6
归属母公司净利润	73.8	102.7	194.2	267.9
YOY(%)	26.4%	39.3%	89.0%	38.0%
EPS (元)	0.20	0.28	0.54	0.74

主要财务比率	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	73.5%	59.6%	63.8%	40.0%
营业利润	-61.6%	47.8%	83.3%	38.0%
净利润	26.4%	39.3%	89.0%	38.0%
获利能力				
毛利率(%)	30.4%	27.8%	27.8%	27.8%
净利率(%)	10.6%	9.5%	10.7%	10.5%
ROE(%)	5.9%	7.6%	12.6%	14.8%
ROA(%)	4.1%	5.2%	7.7%	9.5%
偿债能力				
流动比率	2.42	2.37	2.02	2.09
速动比率	1.89	2.18	1.53	1.80
资产负债率%	31.7%	34.0%	42.5%	43.7%
营运能力				
总资产周转率	37.4%	53.2%	66.6%	81.5%
应收账款周转天数	228.2	163.2	206.5	158.6
存货周转天数	210.8	50.7	146.9	72.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.20	0.28	0.54	0.74
每股净资产	3.45	3.73	4.27	5.00
估值比率				
P/E	147.4	105.8	56.0	40.6
P/B	8.7	8.0	7.0	6.0

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E
现金	611.6	893.7	572.3	1,088.5
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项净额	504.2	669.6	1,253.4	1,438.0
存货	293.5	117.1	555.6	385.8
其他流动资产	18.8	18.8	18.8	18.8
流动资产总额	1,428.1	1,699.1	2,400.1	2,931.1
固定资产净值	256.7	202.7	169.8	163.8
减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	256.7	202.7	169.8	163.8
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	84.3	114.3	134.3	30.0
固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产总额	341.1	317.0	304.1	193.8
无形资产	65.1	58.5	51.9	45.4
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期资产	66.8	66.4	65.9	65.9
资产总额	1,954.9	2,192.0	2,870.3	3,366.0
循环贷款	71.2	0.0	0.0	0.0
应付款项	519.1	716.1	1,190.4	1,404.6
预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债	590.3	716.1	1,190.4	1,404.6
长期借款	5.5	5.5	5.5	5.5
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0
负债总额	620.0	745.8	1,220.0	1,434.3
少数股东权益	84.6	93.1	102.9	116.5
股东权益	1,334.9	1,446.3	1,650.3	1,931.7
负债和股东权益	1,954.9	2,192.0	2,870.3	3,366.0

现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
税后利润	77.5	111.3	204.0	281.5
加: 少数股东损益	3.7	8.6	9.8	13.6
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0
折旧和摊销	13.5	42.7	42.7	45.3
营运资金的变动	(176.3)	212.7	(566.1)	179.0
经营活动现金流	(85.3)	366.7	(319.3)	505.8
短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产投资	(126.1)	(30.0)	(20.0)	(10.0)
投资活动现金流	(126.1)	(30.0)	(20.0)	(10.0)
股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0
长期贷款的增加/(	0.0	0.0	0.0	0.0
公司债券发行/(	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	36.9	0.0	0.0	0.0
计入循环贷款前融	(21.6)	16.6	18.0	20.4
循环贷款的增加/(	(22.8)	(71.2)	(0.0)	(0.0)
融资活动现金流	(44.3)	(54.6)	18.0	20.4
现金净变动额	(257.3)	282.1	(321.4)	516.2

数据来源: 国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。