

## 尚荣医疗（002551）研究报告——

### “独山模式”有望快速复制，平台布局日趋完整 推荐（维持）

#### 市场观点：

市场认为公司是以医院整体建设为主业的公司，模式较重，投资回收周期较长，公司自有耗材和设备产品品类较少，在医疗服务产业链上处于较前端。

#### 我们的观点：

我们认为随着公司全面转型“投资+融资+建设”模式，是以较少的自有资金，撬动丰富的医疗资源。该模式下，公司对于医院的控制力更强，可以延伸到医院耗材、药品供应链管理，打通医疗服务全环节。未来，以医院为平台，以移动互联等手段为依托，公司在产业链及线上线下各环节上能够获得更多盈利变观点。

随着公司再融资进程的落实，我们预计未来公司将充分利用资本市场优势，借助医药产业并购整合的历史机遇，积极开展外延并购，补充公司产品线和销售渠道。

我们认为公司在医院整体建设领域耕耘多年，对医院运营有非常直观和丰富的经验，这种经验将顺利成章的成为公司进入医疗服务领域的优势。我们认为，随着公司独山模式不断复制，以及搭建的耗材、物流、设备平台日趋成型，公司医疗服务+供应链管理的模式将形成良好闭环，公司将成为市场最具潜力的医疗服务平台型公司。

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。公司最新公告，与陕西省渭南市澄城县人民政府签订县中医医院整体建设项目协议，总投资额约 3 亿元，70%由公司提供买方银团信贷融资额度。我们认为随着地方债压力的减轻和民生工程的推进，2015 年公司订单总量也将持续复苏。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保持 30-50%。

公司实施限制性股票激励，基本可以确定未来三年 25%-30%复合增长率。公司发布定增预案，拟募资 11 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，公司有望快速复制独山模式，成为国内领先的“医院建设-医疗服务-供应链管理”平台化企业。在此过程中必然伴随一系列的外延并购，从而在产业和资本之间形成正向循环。

暂不考虑增发，综合分析假设，我们预测公司 2015 年实现营业收入 16.90 亿元，同比增长 45%，归属于母公司净利润 1.50 亿元，同比增长 47%。每股收益 0.42 元。考虑到公司短、中、长期的价值，我们给予公司“推荐”评级。

2015 年 5 月 25 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)

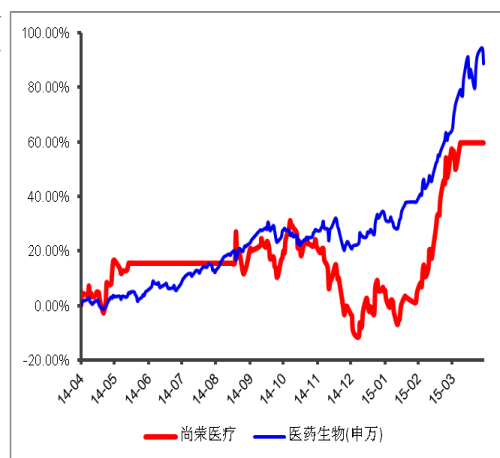
证券分析师—洪阳

执业资格证书号码：S0600513060001

0512-62938572

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

#### 股价走势



#### 相关报告

定增助力发展，期待外延扩张——  
尚荣医疗年报点评 2015.4

模式转型——切入公立医院改革，2015.2

激励锁定增长，定增助力转型——  
2014.11

**市场观点:**

市场认为公司是以医院整体建设为主业的公司，模式较重，投资回收周期较长，公司自有耗材和设备产品不丰富，在医疗服务产业链上处于较前端。

**我们的观点:**

公司上市以来经历几次转型，2012 年以前，公司以洁净手术室产品，医疗专业工程安装为主，2012 年开始介入以买方信贷为模式的医院整体建设，截止 2014 年订单总额达到 40 多亿，2015 年公司业务模式再次转型，从已经公告的独山项目、渭南项目和秦皇岛项目来看，融资建设转变为“融资+投资+建设”，公司开始介入医院的投资和经营管理。

我们认为随着公司全面转型“投资+融资+建设”模式，是以较少的自有资金，撬动丰富的医疗资源。该模式下，公司对于医院的控制力更强，可以参与到医院耗材、药品供应链管理，打通医疗服务全环节。未来，以医院为平台，以移动互联等手段为依托，公司在产业链及线上线下各环节上能够获得更多盈利变现点。

随着公司再融资进程的落实，我们预计未来公司将充分利用资本市场优势，借助医药产业并购整合的历史机遇，积极开展外延并购，补充公司产品线和销售渠道。

我们认为公司在医院整体建设领域耕耘多年，对医院运营有非常直观和丰富的经验，这种经验将顺利成章的成为公司进入医疗服务领域的优势。我们认为，随着公司独山模式不断复制，以及搭建的耗材、物流、设备平台日趋成型，公司医疗服务+供应链管理的模式将形成良好闭环，公司将成为最具潜力的医疗服务平台型公司。

**一、战略转型医疗服务，独山模式有望快速复制**

公司 2 月份公告，与独山县政府签订协议，对独山县人民医院及中医院进行迁建，与渭南市临渭区人民政府签订协议，对市第二医院进行整体迁建。5 月，公告与河北省秦皇岛市人民政府、秦皇岛市北戴河新区管委会签订秦皇岛市第二医院投资迁建合作协议。

公司签订协议的地区由县到地级市，医院级别也由二级医院到三级综合医院，我们认为公司未来独山模式还会快速复制，在地域上形成“县——中小城市——大城市”各个层次，同时医院级别也会形成“县医院

——地市级医院——城市三级医院”等大中型医院统筹发展的格局。我们认为这种模式，不仅有利于未来医疗服务重点专科的布局，也有利于未来借助互联网工具提升医疗服务水平和效率。

图表 1: 公司“新模式”下医院规模和投资额

合同	级别	病床数	推测收入	门诊量	收治住院	建设目标	拟投资额	建设周期
独山县人民医院	二级甲等	370 张	2 亿多	18 万人次	1.5 万人次	不少于 1000 张	5 亿	~3 年
独山县中医院	二级甲等	260 张	8000 多万	10 万人次	1 万人次	不少于 500 张	2 亿	~3 年
秦皇岛第二人民医院	三级综合	700 张	3-4 亿	50 万人次	2.4 万人次	不少于 1000 张	7 亿	~3 年

来源：公司公告，东吴证券研究所

独山县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，按每千人口 5 张床位的设置，该地区需要 2500-3000 张床位，因此建成后不需要担心病源数量问题。

公司采用的“政府主导、市场运作、混合所有、专业经营”模式，既符合当前医疗机构改革的主导方向，也解决当地政府资金问题，从独山、渭南和秦皇岛的实践中也可以看出该模式具有可行性，符合多方利益，因此我们预计该模式有望快速复制，从短期来看，完成 3-5 家项目落地可能性极高，长期来看可能达到几十家规模。

## 二、参与医院供应链管理，外延并购预期强烈

公司围绕独山、秦皇岛项目，以医院净资产评估值为依据（含现县中医院房产及设备、医院品牌、技术团队、新选址土地及其它无形资产等），分批出资，直至获得绝对控制的出资比例，我们认为该出资额度规模不会太大，而由于公司在医院管理集团中的决策机构医院理事会中占据绝对席位，实际拥有医院的管理权。因此可以参与医院日常经营管理和供应链管理。而后续医院迁建资金，则采用公司融资担保方式进行。相当于以少量的公司自有资金撬动丰富的医疗服务资源。

我们预计在获得自有医疗服务资源后，公司的业务将从前端的医院建设——医疗工程——设备配套，向后延伸到耗材、药品采购供应链管理，同时充分利用医疗资源，提高对上游的议价能力，提高现有销售渠道的效率和协同效应。

我们认为，为配合公司战略的转型和医疗服务业务的开展，公司

在外延式并购方面有强烈的预期。公司有望在检验耗材、小型医疗设备、医药流通等领域适当延伸，以补充产品线，搭建完整的销售渠道，完成公司“医用物流配送、医用耗材产销、医疗器械配置、医疗资源整合四个平台”战略的愿景。

### 三、医院建设进展和项目结算

截止 2014 年底，各医院的建设进度如下表：

其中：已竣工 2 家：通江县人民医院和牡丹江市第二人民医院；处于竣工验收阶段 2 家：铜川市耀州区人民医院和上饶市立医院；待结算 1 家：牡丹江第一人民医院。对应合同总金额 125000 万元。其中通江县人民医院和牡丹江市二院大部分已于 2014 年确认收入。

处于医疗工程、内外部装修的有 6 家，分别是商南县医院、双鸭山人民医院、铜川市中医院、许昌市第二人民医院和山阳市人民医院、资阳市雁江区中医医院，对应合同总金额 195000 万元。

土建阶段 1 家：南江县医院，23000 万元。

尚未开工 4 家：齐齐哈尔一院、阿荣旗人民医院、曹县人民医院和巴中市巴州区人民医院，对应合同金额 175800 万元。

由于已经竣工和进入竣工、审计阶段的合同总金额达到 12 亿元以上<sup>1</sup>，而医疗工程、医疗设备结算金额占总合同金额的 50%左右，由此预测 2015 年公司医疗工程、医疗设备业务有望大幅增长。

公司目前在手的重大订单标的额约为 44.68 亿元，预计三年内在手订单能完成其中的 50%-60%。结合公司在手的医院整体建设大项目订单以及公司未来医院整体建设业务发展的前景考虑，未来三年公司医院整体建设业务收入的年增长率有望保持 30-50%的增速。

公司最新公告，与陕西省渭南市澄城县人民政府签订县中医医院整体建设项目协议，总投资额约 3 亿元，70%由公司提供买方银团信贷融资额度。我们认为随着地方债压力的减轻和民生工程的推进，2015 年公司订单总量也将持续复苏。保障后期的业绩增长。

---

<sup>1</sup> \*按照公司会计收入法则，工程项目竣工验收合格后，进度款支付至合同总价的 70%-80%。公司在取得验收单后确认收入。工程竣工验收后，公司向医院递交竣工决算报告，进行工程竣工决算。工程决算周期视工程类型和规模而定，一般为 3 到 24 个月。医院在工程决算完成 3 个月内支付至工程价款的 95%-97%。

#### 四、增发预案助力公司发展

公司发布公告，拟以 28.26 元/股的价格向梁桂秋、陈广明、贺正刚、刘裕、朱洁和宜华健康非公开发行股票数量不超过 38,924,271 股，募集资金总额不超过 11 亿元，投向医院手术部、ICU 产品产业化项目和增加医院整体建设业务资金。

我们认为公司本次增发引入战略投资者，锁定期限为 3 年，同时大股东积极参与，显示了对公司未来发展的强烈看好。其中，宜华健康拥有医院后勤管理资源，同时在远程医疗业务上走在市场前列，我们推测公司未来可能会在业务层面，与宜华健康进行更深层次的合作。

同时，公司在 2015 年资金需求量仍然比较大，预计 2015 年，公司的资金需求约为 30 亿元。公司将综合运用自有资金、再融资、信贷融资方式解决，同时我们判断，为了满足公司未来外延并购的需求，推进项目尽快落地，公司也会适时进行并购基金的设立与运作。

#### 五、积极拓展上下游产业链，打造平台型企业

公司未来战略规划十分明确，将公司建成以医建为主导，构建医疗物流、耗材产销、器械产销、医院投资四大产业平台的国内大型综合医疗服务提供商。

围绕这个战略规划，公司在各方面开始积极布局：

1) 医疗物流：公司以重点省市为单位，建立省级区域营销队伍，以加强市场的维护和管理；同时公司开始搭建耗材产品销售渠道，为开拓医用耗材国内市场奠定基础。我们预计未来公司会在药品、耗材销售领域充实队伍。

2) 耗材产销：公司收购合肥普尔德医疗，以及普尔德控股下属的卫生材料业务，在手术和卫生耗材方面进行布局。在建的南昌产业园除数字一体化手术室及其配套医疗设备产业外，还定位于耗材（器械）集聚产业群，为优秀耗材（器械）企业提供孵化器，同时也为公司后续引进相关品种提供基础。我们预计未来公司还会在耗材领域积极进行并购。

3) 器械产销：公司收购了锦洲医械 66.21% 的股权，主要生产和销售骨科耗材等植入型产品。公司以此为契机切入高端植入器械市场，有助于帮助公司搭建医疗器械产销平台，我们预计未来在高端植入器械、小型医疗设备方面，公司也会择机进行布局。

4) 医疗服务：公司以投资+建设模式，切入医院经营管理，我们判断公司未来会在医院供应链管理，后勤管理，医疗信息化业务上逐步发力，并借助互联网技术，整合线下医疗资源，适时开展移动医疗服务。公司在合肥设立产业园基地，搭建移动医疗产品、智能穿戴设备、医疗

信息化产品的产业集群，有利于公司长远发展目标的实现。

结合公司目前已有业务范围和公司产业平台战略规划，我们判断公司会进一步加快外延并购步伐，2015年，公司将积极寻找新的并购发展目标，甄选优质项目，适时开展并购工作，围绕产业链的各个环节稳步推进外延式发展，不断提高企业规模效益以及核心竞争力。

## 六、盈利预测

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保持30-50%。

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。公司发布定增预案，拟募资11亿，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2015年实现营业收入16.90亿元，同比增长45%，归属于母公司净利润1.49亿元，同比增长47%。每股收益0.42元。考虑到公司短、中、长期的价值，我们给予公司“强烈推荐”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出现较大偏差。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）

## 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、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)					利润表 (百万元)				
元)	2012	2013	2014	2015E		2012	2013	2014	2015E
<b>流动资产</b>	<b>1316.1</b>	<b>1477.4</b>	<b>1664.7</b>	<b>2404.9</b>	<b>营业收入</b>	<b>421.3</b>	<b>730.9</b>	<b>1166.8</b>	<b>1691.8</b>
现金	890.6	650.3	558.1	500.0	营业成本	260.8	508.4	836.5	1213.4
应收款项	313.9	477.6	644.4	1107.8	营业税金及附加	15.7	16.4	16.0	37.9
存货	65.8	293.5	332.9	697.5	营业费用	25.6	34.9	50.0	67.7
其他	45.8	56.0	129.3	99.6	管理费用	48.6	76.1	110.3	157.3
<b>非流动资产</b>	<b>207.3</b>	<b>541.7</b>	<b>691.8</b>	<b>754.9</b>	财务费用	-13.6	-16.0	-7.2	5.2
长期股权投资	0.1	7.8	7.9	7.9	投资净收益	-0.0	-0.0	0.2	0.0
固定资产	141.9	341.1	319.8	388.0	其他	-15.1	-22.6	-30.1	-30.0
无形资产	11.9	61.1	151.4	146.3	<b>营业利润</b>	<b>69.2</b>	<b>88.6</b>	<b>131.3</b>	<b>180.4</b>
其他	53.4	131.8	212.7	212.7	营业外净收支	3.3	7.2	2.1	5.0
<b>资产总计</b>	<b>1523.4</b>	<b>2019.2</b>	<b>2356.5</b>	<b>3159.8</b>	<b>利润总额</b>	<b>72.5</b>	<b>95.8</b>	<b>133.4</b>	<b>185.4</b>
<b>动负债</b>	<b>278.8</b>	<b>641.9</b>	<b>817.3</b>	<b>1554.5</b>	所得税费用	12.9	18.3	22.4	35.2
短期借款	6.2	71.2	85.5	218.2	少数股东损益	1.3	3.7	8.8	0.0
应付账款	126.0	339.5	459.5	804.3	<b>归属母公司净利润</b>	<b>58.3</b>	<b>73.8</b>	<b>102.2</b>	<b>150.2</b>
其他	146.6	231.2	272.3	532.1	EBIT	70.7	95.2	154.0	215.6
<b>非流动负债</b>	<b>25.0</b>	<b>42.3</b>	<b>82.3</b>	<b>82.3</b>	EBITDA	82.5	108.6	178.1	253.8
长期借款	0.0	5.5	32.5	32.5					
其他	25.0	36.8	49.9	49.9	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>
<b>负债总计</b>	<b>303.8</b>	<b>684.2</b>	<b>899.6</b>	<b>1636.9</b>	每股收益(元)	0.32	0.27	0.28	0.42
少数股东权益	6.2	84.6	92.8	92.8	每股净资产(元)	6.58	4.52	3.76	3.97
归属母公司股东权益	1213.5	1250.4	1364.0	1430.1	发行在外股份(百万股)	184.5	276.8	362.7	360.0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1523.4</b>	<b>2019.2</b>	<b>2356.5</b>	<b>3159.8</b>	ROIC(%)	4.8%	5.9%	9.0%	10.8%
					ROE(%)	4.8%	5.9%	7.5%	10.5%
					毛利率(%)	38.1%	30.4%	28.3%	28.3%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015E</b>	EBIT Margin(%)	16.8%	13.0%	13.2%	12.7%
经营活动现金流	31.7	-84.6	-14.1	-30.6	销售净利率(%)	13.8%	10.1%	8.8%	8.9%
投资活动现金流	-12.9	-126.1	-117.9	-76.1	资产负债率(%)	19.9%	33.9%	38.2%	51.8%
筹资活动现金流	-24.2	-44.3	-3.8	48.6					

现金净增加额	-5.6	-256.6	-136.5	-58.1	收入增长率(%)	20.9%	73.5%	59.6%	45.0%
折旧和摊销	11.8	13.4	24.1	38.2	净利润增长率(%)	32.1%	26.4%	38.5%	47.0%
资本开支	-13.5	-196.7	23.4	-101.2	P/E	93.78	124.50	127.83	86.30
营运资本变动	-10.7	-144.2	-156.9	-249.0	P/B	4.51	7.34	9.57	9.13
企业自由现金流	55.7	-234.4	42.5	-137.3	EV/EBITDA	69.98	90.85	78.36	57.91

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达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>