

## 尚荣医疗（002551）研究报告——

# 订单复苏势头延续，主业高速增长，外延预期强烈 强烈推荐（上调）

2015年5月29日

**事件：**公司公告：全资子公司广东尚荣工程总承包有限公司中标渭南市第二医院住院综合楼融资项目，中标金额3亿元，超过原协议预计的2.5亿元，工期2年。同时公告公司与重庆南川新城区中医医院签署合作协议书，以代建代购整体解决方案的融资建设模式建设该院医用工程建设项目的建设及医疗设备的配置及信息化平台等，总投资约为1亿元。争取于2015年10月前竣工并交付使用。

**点评：**公司近期连续公告签订合作协议及中标项目，显示公司订单的全面强劲复苏。渭南市二院项目从签订协议到中标周期4个月，南川新城区中医院工期5个月，争取10月竣工，澄城县项目工期18个月，争取于2016年12月前竣工，则从时间上倒推我们预计这两个项目也将很快正式中标。随着公司原有大单的结算和新中标项目的增加，我们预计未来几年公司医院整体建设业务收入将维持30%-50%的高速增长。

### 重申推荐逻辑：

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，公司将成为市场最具潜力的医疗服务平台型公司。

暂不考虑增发，综合分析假设，我们调整盈利预测，预测公司2015年实现营业收入17.70亿元，同比增长52%，归属于母公司净利润1.62亿元，同比增长58.7%。每股收益0.45元。考虑到公司外延预期，订单落地以及医院模式快速复制，我们上调公司至“强烈推荐”评级，市场调整给公司带来介入良机。

证券分析师—许希晨

执业资格证书：S0600512080001

021-63123162

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

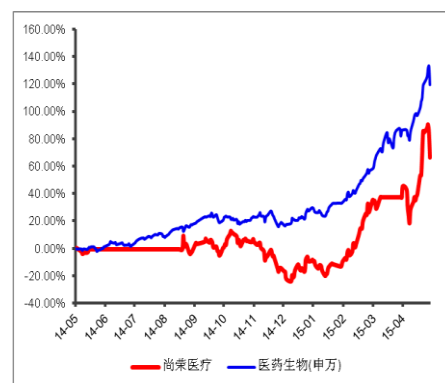
证券分析师—洪阳

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

“独山模式”有望快速复制，平台化布局日趋完善——2015.5

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

**事件：**公司公告：全资子公司广东尚荣工程总承包有限公司中标渭南市第二医院住院综合楼融资项目，中标金额 3 亿元，超过原协议预计的 2.5 亿元，工期 2 年。同时公告公司与重庆南川新城区中医医院签署合作协议书，以代建代购整体解决方案的融资建设模式建设该院医用工程建设项目的建设及医疗设备的配置及信息化平台等，总投资约为 1 亿元。争取于 2015 年 10 月前竣工并交付使用。

### 一、点评：

公司近期连续公告签订合作协议及中标项目，显示公司订单的全面强劲复苏。渭南市二院项目从签订协议到中标周期 4 个月，南川新城区中医院工期 5 个月，争取 10 月竣工，澄城县项目工期 18 个月，争取于 2016 年 12 月前竣工，则从时间上倒推我们预计这两个项目也将很快正式中标。

几个项目的履约都有保证：

渭南市二院院是一所地级市二级综合性医院，承担着辖区 90 多万人口的医疗、预防、保健、急救、康复等任务。医院设置 30 个临床医技科室，开设床位 483 张。现有各类专业技术人员 509 人。2014 年，医院实现医疗收入超过 1.3 亿元。2014 年，渭南市临渭区地方财政收入突破 3.57 亿元，增长 10.4%。而如果届时真无法偿还，欠债部分将按医院净资产折为股权，公司将共同持有医院股权并共同参与医院经营管理。

澄城县中医医院（澄城县人民医院）始建于 1980 年，是一所以中医为主、中西医结合的县级综合性医院。2013 年被命名为二级甲等中医医院，是全县中医药指导中心。目前，建筑面积 5921 平方米，拥有职工近 160 左右人。2014 年，澄城县全年实现生产总值 85.3 亿元，增长 10%；地方财政收入突破 4.02 亿元，增长 12.1%。

重庆南川新城区中医医院是一家非营利性二级民营综合医院，其新建医院是南川区政府重点引资的一个政府招商引资项目。医院按“三级甲等”标准建设，项目地处新旧城核心商业、居住中心地带，占地约 50 亩，总建筑面积 9.3 万平方米，其中医疗业务用房 7.3 万平方米，总投资近 7 亿元。医院门诊大楼及住院综合楼（800 床位）已于 2014 年 5 月封顶，预计 2015 年 10 月开业投入使用。

随着公司原有大单的结算和新中标项目的增加，我们预计未来几年公司医院整体建设业务收入将维持 30%-50% 的高速增长。

图表 1: 公司整体建设业务最新中标及签署合作协议情况

日期	合同	级别	病床数	状态	建设内容	拟投资额	建设周期	资金来源
2015.5.29	渭南市二 院	地级市二级 综合性医院	483 张	中标	住院综合楼整体建设	3 亿	2 年	全部资金 由公司提 供买方银 团信贷融 资额度贷 款解决
2015.5.26	澄城县中 医院	二甲中医医 院, 县级综合 医院	——	合作协议	中医院整体迁建建设	3 亿	18 个月	医院自筹 30%, 其 余 70% 由 公司提供 买方银团 信贷融 资额度
2015.5.29	南川新城 区中医院 (新)	非营利性三 甲综合医院	800 张	合作协议	医用建设工程项目的建 设及医疗设备的配置及 信息化平台	1 亿	5 个月	全部资金 由公司提 供买方银 团信贷融 资额度

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 二、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市签订协议, 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”等大中小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。

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。

## 三、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。

#### 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、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按照每年 30-50% 高速增长。

公司实施限制性股票激励，如果能够顺利解锁行权，则可以确定未来三年 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，综合分析与假设，我们调整盈利预测，预测公司 2015 年实现营业收入 17.70 亿元，同比增长 51.7%，归属于母公司净利润 1.62 亿元，同比增长 58.7%。每股收益 0.45 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。

## 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 (百万元)					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>2475.0</b>	<b>营业收入</b>	<b>421.3</b>	<b>730.9</b>	<b>1166.8</b>	<b>1770.0</b>
现金	890.6	650.3	558.1	500.0	营业成本	260.8	508.4	836.5	1247.4
应收款项	313.9	477.6	644.4	1159.0	营业税金及附加	15.7	16.4	16.0	30.1
存货	65.8	293.5	332.9	712.5	营业费用	25.6	34.9	50.0	74.3
其他	45.8	56.0	129.3	103.5	管理费用	48.6	76.1	110.3	173.2
<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	4.8
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>210.2</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>3229.9</b>	<b>利润总额</b>	<b>72.5</b>	<b>95.8</b>	<b>133.4</b>	<b>215.2</b>
<b>动负债</b>	<b>278.8</b>	<b>641.9</b>	<b>817.3</b>	<b>1575.6</b>	所得税费用	12.9	18.3	22.4	40.9
短期借款	6.2	71.2	85.5	203.9	少数股东损益	1.3	3.7	8.8	12.2
应付账款	126.0	339.5	459.5	821.6	<b>归属母公司净利润</b>	<b>58.3</b>	<b>73.8</b>	<b>102.2</b>	<b>162.1</b>
其他	146.6	231.2	272.3	550.1	EBIT	70.7	95.2	154.0	245.0
<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	283.2
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>1658.0</b>	每股收益(元)	0.32	0.27	0.28	0.45
少数股东权益	6.2	84.6	92.8	100.9	每股净资产(元)	6.58	4.52	3.76	4.09
归属母公司股东权益	1213.5	1250.4	1364.0	1471.0	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>3229.9</b>	ROIC(%)	4.8%	5.9%	9.0%	12.1%
					ROE(%)	4.8%	5.9%	7.5%	11.0%
					毛利率(%)	38.1%	30.4%	28.3%	29.5%
					EBIT Margin(%)	16.8%	13.0%	13.2%	13.8%
					销售净利率(%)	13.8%	10.1%	8.8%	9.2%
					资产负债率(%)	19.9%	33.9%	38.2%	51.3%
					收入增长率(%)	20.9%	73.5%	59.6%	51.7%
					净利润增长率(%)	32.1%	26.4%	38.5%	58.7%
					P/E	93.78	124.50	127.83	79.93
					P/B	4.51	7.34	9.57	8.88
					EV/EBITDA	69.98	90.85	78.36	51.97

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>

