

尚荣医疗 (002551)

新模式扩张再下一城

强烈推荐 (维持)

投资要点

■ **事件:** 公司公告与淮南市政府签署关于淮南市第二人民医院投资迁建的合作意向书,共同组建淮南市第二人民医院管理集团有限公司,公司以现金投入,用3年时间完成淮南二院的迁建,使其医疗服务达到三级甲等医院水平,迁建完成后不少于1000张病床,总投资约5亿元人民币。

■ **点评:** 本次与淮南市政府签订意向书,是公司“独山”模式复制的又一典型案例,更加证明了这种模式是可行的。迄今公司已经与独山县、秦皇岛市、淮南市分别达成合作意向,假设全部完成后将拥有床位3500张。同时随着公司拥有医院资源的增加,公司自身供应链业务对下游的话语权也更强。同时,在建设医院方面,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。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(出资额),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。

■ **投资建议:** 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,我们维持公司“强烈推荐”评级,短期市场非理性的下跌,为公司带来介入良机。

2015年7月6日

证券分析师—洪阳

执业资格证书号码:

S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

证券分析师—许希晨

执业资格证书号码:

S0600512080001

021-63123162

jenny1727@gmail.com

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.72
一年最低价/最高价	19.40 / 62.00
市净率	5.9
流通A股市值(百万元)	7075.9

基础数据

每股净资产(元)	3.88
资产负债率(%)	38.18
总股本(百万股)	363.00
流通A股(百万股)	223.07

相关报告

“独山模式”有望快速复制,平台化布局
日趋完善
公司点评 2015.5
定增助力发展,期待外延扩张
年报点评 2015.4
模式转型一切入公立医院改革
公司点评 2015.2
激励锁定增长,定增助力转型
公司点评 2014.11

1. 签约淮南第二人民医院，独山模式复制再下一城

公司公告：公司公告与淮南市政府签署关于淮南第二人民医院投资迁建的合作意向书，共同组建淮南第二人民医院管理集团有限公司，公司以现金出资，配合融资，用 3 年时间完成淮南二院的迁建，使其医疗服务达到三级甲等医院水平，迁建完成后不少于 1000 张病床，总投资约 5 亿元人民币。

1.1 符合我们“独山模式有望快速复制”的判断

继独山、秦皇岛后，本次与淮南市政府签订意向书，是公司“独山”模式复制的又一典型案例，更加证明了这种模式是可行的。迄今公司已经与独山县、秦皇岛市、淮南市分别达成合作意向，假设全部完成后将拥有床位 3500 张。同时随着公司拥有医院资源的增加，公司自身供应链业务对下游的话语权也更强。同时，在建设医院方面，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。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。

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，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。

1.2 淮南市二院覆盖区域人口密集，医疗服务需求旺盛

淮南市，中国安徽省省辖市。位于长江三角洲腹地，安徽省中北部，淮河之滨，1950 年依矿建市，素有“中州咽喉，江南屏障”之称，是合肥经济圈带动沿淮、辐射皖北的中心城市及门户。是中国能源之都、华东工业粮仓、安徽省重要的工业城市。全市总面积 2585 平方公里，总人口超过 237.5 万人。2014 年，全市实现生产总值 789.3 亿元，全部财政收入 125.8 亿元，固定资产投资 755.3 亿元。

淮南市第二人民医院始建于 1961 年，是一所集预防、医疗、科研、

教学、保健康复为一体的二级甲等医院，担负着淮南市西部地区及周边邻县近百万人口的卫生服务任务。目前，淮南二院总建筑面积约 14000 平方米，占地面积 17982 平方米，开放床位 328 张，拥有职工 400 左右人，年门诊量超过 4 万余次。

如果按照覆盖人口数计算，医院覆盖区域每千人口只有床位 0.3 张，远远达不到国家医疗服务规划的标准，因此兴建新医院需求迫切，旺盛的医疗需求能够保障医院建成后的发展。

1.2 新模式医院建成后，公司将拥有床位数 3500 张，有益于增强供应链话语权

“新模式”医院建成后，公司将拥有 3500 张床位，我们预计随着更多医院落地，公司 3 年后拥有的床位数将达到 5000-1 万张左右，足够体量的医院资源将大大增强公司供应链业务的规模，以及加强对下游的话语权。

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
淮南市第二人民医院	二级甲等	328 张	——	4 万人次		不少于 1000 张	5 亿	~3 年

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 订单快速复苏

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 2：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	医用工程建设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

3. 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、淮南项目，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。

4.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。

5.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。短期市场非理性的下跌，为公司投资带来介入良机。

6.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) 2014 2015E 2016E 2017E					利润表 (百万元) 2014 2015E 2016E 2017E				
流动资产	1664.7	2154.0	3060.0	4514.3	营业收入	1166.8	1770.0	2690.4	4170.1
现金	558.1	500.0	600.0	720.0	营业成本	836.5	1247.4	1907.9	2957.0
应收款项	644.4	974.7	1474.2	2285.0	营业税金及附加	16.0	30.1	45.7	70.9
存货	332.9	497.7	730.6	1135.6	营业费用	50.0	74.3	121.1	187.7
其他	129.3	181.6	255.2	373.6	管理费用	110.3	173.2	247.2	380.4
非流动资产	691.8	766.5	849.8	969.0	财务费用	-7.2	4.8	14.8	34.1
长期股权投资	7.9	7.9	7.9	7.9	投资净收益	0.2	0.0	0.0	0.0
固定资产	319.8	399.5	487.9	612.2	其他	-30.1	-30.0	-30.0	-30.0
无形资产	151.4	146.3	141.3	136.2	营业利润	131.3	210.2	323.8	510.2
其他	212.7	212.7	212.7	212.7	营业外净收支	2.1	5.0	2.0	2.0
资产总计	2356.5	2920.5	3909.9	5483.3	利润总额	133.4	215.2	325.8	512.2
动负债	817.3	1266.4	2076.9	3369.1	所得税费用	22.4	40.9	54.7	86.0
短期借款	85.5	171.4	460.9	857.7	少数股东损益	8.8	12.2	21.7	34.1
应付账款	459.5	685.2	1048.9	1630.5	归属母公司净利润	102.2	162.1	249.3	392.0
其他	272.3	409.8	567.0	880.9	EBIT	154.0	245.0	368.6	574.2
非流动负债	82.3	82.3	82.3	82.3	EBITDA	178.1	283.2	422.4	646.4
长期借款	32.5	32.5	32.5	32.5	重要财务与估值指标 2014 2015E 2016E 2017E				
其他	49.9	49.9	49.9	49.9	每股收益(元)	0.28	0.45	0.69	1.09
负债总计	899.6	1348.8	2159.2	3451.4	每股净资产(元)	3.76	4.09	4.54	5.26
少数股东权益	92.8	102.0	116.3	138.8	发行在外股份(百万股)	362.7	360.0	360.0	360.0
归属母公司股东权益	1364.0	1469.8	1634.3	1893.1	ROIC(%)	9.0%	12.1%	15.8%	19.0%
负债和股东权益总计	2356.5	2920.5	3909.9	5483.3	ROE(%)	7.5%	11.0%	15.3%	20.7%
现金流量表 (百万元) 2014 2015E 2016E 2017E					毛利率(%)	28.3%	29.5%	29.1%	29.1%
经营活动现金流	-14.1	23.6	62.4	77.9	EBIT Margin(%)	13.2%	13.8%	13.7%	13.8%
投资活动现金流	-117.9	-113.1	-167.2	-221.3	销售净利率(%)	8.8%	9.2%	9.3%	9.4%
筹资活动现金流	-3.8	31.4	204.8	263.4	资产负债率(%)	38.2%	51.3%	55.2%	62.9%
现金净增加额	-136.5	-58.1	100.0	120.0	收入增长率(%)	59.6%	51.7%	52.0%	55.0%
折旧和摊销	24.1	38.6	53.8	72.1	净利润增长率(%)	38.5%	58.7%	55.6%	57.2%
资本开支	23.4	-113.2	-167.2	-221.3	P/E	127.83	79.93	45.80	29.13
营运资本变动	-156.9	-214.4	-285.1	-438.8	P/B	9.57	8.88	7.04	6.08
企业自由现金流	42.5	-88.4	-91.8	-110.2	EV/EBITDA	78.36	51.97	32.35	23.14

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。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。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。

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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，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>