

尚荣医疗 (002551)

携手宜华健康，打造医疗大健康生态圈

强烈推荐 (维持)

2015年7月14日

投资要点

- **事件:** 公司公告, 于 2015 年 7 月 13 日与宜华健康医疗股份有限公司签署了《深圳市尚荣医疗股份有限公司与宜华健康医疗股份有限公司关于在医疗产品与服务以及康复养老等医疗健康领域展开全面合作之战略合作协议》。合作各方将基于“互联网+医疗”, 共同致力于打造医疗大健康生态圈, 后期将共同就整合医疗产品渠道、医院投资/托管、电子商务、网络医院、慢病管理、互联网医疗大数据等业务全面合作。
- **依托众安康医院资源, 打造产品配送渠道:** 宜华健康的全资子公司广东众安康后勤集团股份有限公司为国内最大的医院后勤托管企业, 为国内超过 100 家医院提供医疗非诊疗业务, 是中国最大的医疗非诊疗业务综合服务提供商, 并设立了医疗器械销售的专业公司, 有很好的销售渠道和业务经验。
- **借助移动互联网和大数据, 打造“尚荣医疗服务生态圈”** 我们认为尚荣医疗引入的合作方宜华健康在移动互联网领域有成熟的案例和丰富的经验, 借助对方远程医疗成熟模式和在健康大数据方面的能力, 尚荣正在打造属于自己的“医疗服务生态圈”。

横向看: 从医院投融资建设——医疗工程配套——医疗设备配套——医疗耗材药品供应——后勤管理——医疗信息化——对周边网点的远程医疗服务, 构建起以医院诊疗为中心, 远程问诊为辅助的医疗服务模式。

纵向看: 从病人角度, 从日常健康管理——小病轻问诊——大病转诊导诊——病中诊疗——病后护理——康复理疗——康复养老, 构建了全体系, 全生命周期的医疗服务模式。

- **定位康复理疗, 剑指康复养老万亿市场:** 超过 3 亿的老年人存在护理需求, 2040 年中国老人护理市场规模将达到 6 万亿元人民币。尚荣医院产业投资方向为“大专科, 小综合”, 未来将将医院特色定位为“康复理疗”, 突出康复科优势, 同时将与众安康合作, 采用医养结合方式, 共同开发康复养老项目。养老项目难以落地的障碍往往在于缺乏专业医疗资源和专业护理人员, 而尚荣携手众安康恰好能够补足这块“短板”, 在这一领域有所作为。

- **投资建议:** 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。控股股东梁桂秋从 7 月 10 日起将择机累计增持公司股份不超过公司已发行股份总额的 1%, 最后一次增持之日起六个月内不减持公司股票, 为公司股价提供积极背书。考虑到公司短、中、长期的价值, 我们给予公司“强烈推荐”评级。

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

- 新模式扩张再下一城
公司点评 2015.7
“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. 携手宜华健康，打造大健康生态圈

公司公告，于 2015 年 7 月 13 日与宜华健康医疗股份有限公司签署了《深圳市尚荣医疗股份有限公司与宜华健康医疗股份有限公司关于在医疗产品与服务以及康复养老等医疗健康领域展开全面合作之战略合作协议》。合作各方将基于“互联网+医疗”，共同致力于打造医疗大健康生态圈，后期将共同就整合医疗产品渠道、医院投资/托管、电子商务、网络医院、慢病管理、互联网医疗大数据等业务全面合作。

1.1. 借助众安康强大医院资源，共建医疗产品配送渠道

宜华健康的全资子公司广东众安康后勤集团股份有限公司为国内最大的医院后勤托管企业，为国内超过 100 家医院提供医疗非诊疗业务，是中国最大的医疗非诊疗业务综合服务提供商，并设立了医疗器械销售的专业公司，有很好的销售渠道和业务经验。

公司 2013 年通过收购合肥普尔德获得了一次性医疗卫生用无纺布和无纺布制成品，如一次性手术包、手术服等，客户定位于大中型医院，与尚荣医疗的客户资源一致，且属于尚荣医疗产业链的延伸环节。普尔德 2014 年收入 5.6 亿，主要出口海外市场。公司 2014 年通过收购张家港锦州医械获得骨科植入器械产品，2014 年锦州医械实现收入 1566 万。我们认为公司未来还会继续在高值耗材、高端医疗器械乃至诊断试剂领域的布局。

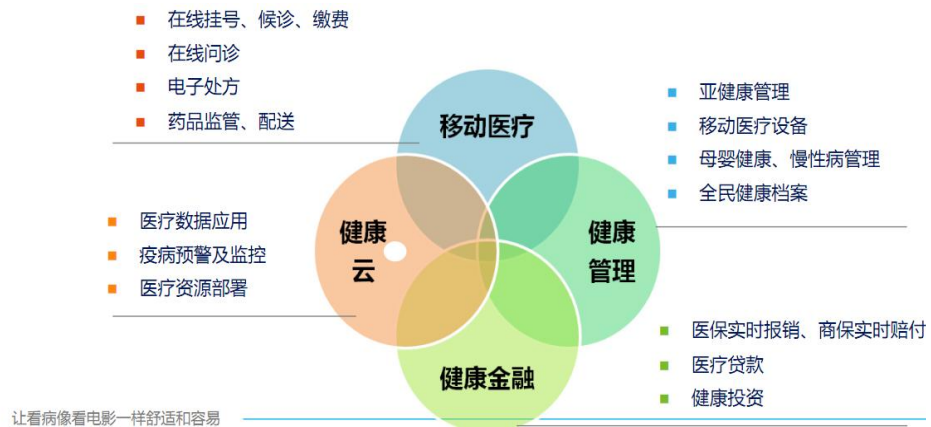
公司将与众安康共同投资设立医院物资配送中心，整合双方的医院资源，将公司生产的一次性手术包、骨科植入材料等医疗耗材配送给各方合作医院，利用该渠道还可以源源不断地搭载公司后续产品，有利于公司医疗器械业务的规模提升。

1.2. 开展“互联网+医疗”业务合作

1.2.1. 借助移动互联网和大数据，打造医疗服务 2.0 生态圈

在移动互联网和大数据时代，互联网技术正在重塑医疗服务各环节，在提升就医体验、促进医疗资源公平分布，提升基层服务能力、提升公共卫生信息水平等方面都具备显著的潜力，未来，除了医院就医环节的智慧化外，在健康大数据、健康管理、健康金融各方面，互联网+医疗都可以衍生出多种盈利模式。

图表 1: 未来智慧医疗愿景



资料来源：智慧医疗愿景（来自华康医疗），东吴证券研究所

我们认为尚荣医疗引入的合作方宜华健康在移动互联网领域有成熟的案例和丰富的经验，借助对方远程医疗成熟模式和在健康大数据方面的能力，尚荣正在打造属于自己的“医疗服务生态圈”。

横向看：从医院投融资建设——医疗工程配套——医疗设备配套——医疗耗材药品供应——后勤管理——医疗信息化——对周边网点的远程医疗服务，构建起以医院诊疗为中心，远程问诊为辅助的医疗服务模式。

纵向看：从病人角度，从日常健康管理——小病轻问诊——大病转诊导诊——病中诊疗——病后护理——康复理疗——康复养老，构建了全体系，全生命周期的医疗服务模式。

1.2.2. 宜华健康的网络医院运营良好，未来将延伸至健康大数据信息管理

宜华健康的参股公司友德医科技公司与广东省第二人民医院合作的广东省网络医院是全国首家获得卫生计生部门许可的网络医院。

广东省网络医院自 2014 年 10 月上线以来，与 5 万家连锁药店签署合作协议，完成 2000 家连锁药店的推广开通和运营，计划 2015 年底完成 10000 家。在 20 余家社区卫生服务中心建立网点，全省 21 个市，200 个区县全覆盖，已建成接诊点 1500 个，培训运行 1000 个，每天接诊 2000 多人次，总服务超过 100 万人次，60-70% 开出处方，每张处方约 64.7 元（去年广州普通门诊平均每张处方 250.7 元）。服务范围：常见病、慢性病、康复管理、居家监护、健康咨询、就医指导、健康教育。

宜华健康在远程医疗方面积累了丰富的经验，同时也积累了丰富的医生资源和病人数据，未来有望继续向医疗大数据管理方面延伸。未来，

尚荣将向宜华提供线下医院资源、医疗产品，以及医院信息化数据；宜华则向尚荣提供互联网医疗线上技术支持，并向尚荣开放互联网健康平台，共享医疗大数据。

双方合作有利于实现线上线下一体化资源整合，形成 O2O 平台，实现远程问诊，慢病管理等服务，并通过整合社区医疗服务大数据，通过众安康覆盖全国的服务的终端网络及专业优质的服务，在线下进行病人护理、营养餐配送、药品配送及社会化服务、养老服务等多个业务的整合运作。

1.3. 定位康复治疗，剑指康复养老万亿市场

养老产业是一个很庞大的产业链，老年护理服务业所蕴含着巨大的需求。据联合国预测，中国 2040 年将逼近日本 2011 年的水平，老龄化比率将超过 21.8%，中国将成为名副其实的“老人大国”，超过 3 亿的老年人存在护理需求，2040 年中国老人护理市场规模将达到 6 万亿元人民币。以失能老年人群为例，我国首次“全国城乡失能老年人状况研究”显示，2010 年末全国城乡部分失能和完全失能老年人约有 3,300 万，其中完全失能老年人 1,080 万，占在家庭居住老人人口的 6.4%。预计 2015 年我国部分失能和完全失能老年人将达 4,000 万人，其中完全失能老年人口将超过 1,200 万人。老年人口护理需求基数和增速庞大而且惊人，失能老人长期护理需求巨大。

尚荣医院产业投资方向为“大专科，小综合”，未来将将医院特色定位为“康复治疗”，突出康复科优势，同时将与众安康合作，采用医养结合方式，共同开发康复养老项目。众安康则具有强大的后勤服务网络，并在全国多个养老项目投资建设和运营管理方面有实质性推进。养老项目难以落地的障碍往往在于缺乏专业医疗资源和专业护理人士，而尚荣携手众安康恰好能够补足这块“短板”，在这一领域有所作为。

图表 2: 尚荣+众安康在医院和养老项目中的合作拓展



资料来源：公司资料，东吴证券研究所

2. 新模式扩张积极

继独山、秦皇岛后，公司又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。我们预计未来 3 年内有望达到 5000-10000 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。

3. 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 3: 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	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

4. 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。

5.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。

6.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。控股股东梁桂秋从 7 月 10 日起将择机累计增持公司股份不超过公司已发行股份总额的 1%，最后一次增持之日起六个月内不减持公司股票，为公司股价提供积极背书。考虑到公司短、中、长期的价值，我们给予公司“强烈推荐”评级。

7.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)				
2014	2015E	2016E	2017E		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					
其他	49.9	49.9	49.9	49.9	重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
负债总计	899.6	1348.8	2159.2	3451.4	每股收益(元)	0.28	0.45	0.69	1.09
少数股东权益	92.8	102.0	116.3	138.8	每股净资产(元)	3.76	4.09	4.54	5.26
归属母公司股东权益	1364.0	1469.8	1634.3	1893.1	发行在外股份(百万股)	362.7	360.0	360.0	360.0
负债和股东权益总计	2356.5	2920.5	3909.9	5483.3	ROIC(%)	9.0%	12.1%	15.8%	19.0%
					ROE(%)	7.5%	11.0%	15.3%	20.7%
					毛利率(%)	28.3%	29.5%	29.1%	29.1%
					EBIT Margin(%)	13.2%	13.8%	13.7%	13.8%
					销售净利率(%)	8.8%	9.2%	9.3%	9.4%
					资产负债率(%)	38.2%	51.3%	55.2%	62.9%
					收入增长率(%)	59.6%	51.7%	52.0%	55.0%
					净利润增长率(%)	38.5%	58.7%	55.6%	57.2%
					P/E	127.83	79.93	45.80	29.13
					P/B	9.57	8.88	7.04	6.08
					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>

