

研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
021-68591581 tanq@ghzq.com.cn
联系人：梁欢 S0350115080004
021-68591582 liangh@ghzq.com.cn

PPP 模式有望复制，以医建打造平台型企业

——尚荣医疗（002551）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
尚荣医疗	7.4	-31.5	-1.6
沪深300	5.4	-18.0	-12.1

市场数据

2016/3/3

当前价格（元）	20.40
52周价格区间（元）	15.32-62
总市值（百万）	8885.25
流通市值（百万）	5482.01
总股本（万股）	43555.15
流通股（万股）	26872.58
日均成交额（百万）	320.46
近一月换手（%）	49.65

相关报告

事件：

- 公司公告与宁陵县人民政府签署了《宁陵县人民医院病房综合楼项目、宁陵县妇幼保健院病房综合楼项目宁陵县招商引资建设项目合作协议书》。公司于2016年3月1日收到中标通知书，该项目总投资额为人民币2.5亿元。

点评：

- **在手订单充裕，新增订单加速。**公司在手订单总额达到56.8亿元，项目周期2-3年，目前16.8亿的项目处于基本竣工待结算阶段。从2015年6月至今新签约订单12.1亿，呈快速增长趋势。近半年新增订单包括陕西省渭南市第二医院（3亿）、渭南市澄县中医院（3亿）、陕西省丹凤县中医院（3.6亿）、河南省宁陵县人民医院和妇幼保健院（2.5亿）。
- **医建市场持续景气，业绩有望保持30%以上的高增长。**公司的签约方多为县级或地级市人民医院，地域范围覆盖山东、陕西、黑龙江、江西等全国多个省份，在十三五规划国家大力推进分级诊疗、加快县级医院建设的大背景下，新建、扩建以及搬迁的需求持续拉动医建市场保持高速增长。2012年卫生部发布的《健康中国2020战略研究报告》明确未来8年向县级医院投入1090亿元用于建设，平均每年投入135亿，是08年投入的10倍。公司2011-2015年收入复合增速达到49.8%，净利润复合增速35.6%，公司作为A股医建市场的龙头企业将持续受益，同时随着订单逐步进入结算期，未来三年业绩有望保持30%以上的高增长。
- **PPP模式有望复制，财务杠杆提供资金支持。**为减轻政府财政负担、提高运营效率，国家鼓励在医疗、养老等公共服务领域广泛采用政府和社会资本合作（PPP）模式，要求积极引进社会资本参与地方融资平台公司存量项目改造。公司借助这一机遇，积极与地方政府合作参与县、市级公立医院的迁建、扩建，2015年2月至今已签订的项目包括独山县人民医院、独山县中医院、淮南市第二人民医院、秦皇岛市第二医院、三都水族县人民医院等。合作的模式是与地方政府共同成立医院管理公司，地方政府以原有老院的净资产、品牌、团队及技术等无形资产出资获得一定的股权比例，公司根据医院建设所需资金以现金出资分批注入医院管理公司，尚荣的持股比例在50%以上，获得医院的经营管理权。资金方面，公司与平安银行、中金通用共同设立总规模不超过13亿元的产业基金，公司出资不超过2.87亿，运用杠杆提高资金利用率，为PPP模式的扩张提供资金支持。

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

- **以医建为基础打造平台型企业。**公司业务由医院建设延伸至后期的医院物流、耗材器械、后勤管理、信息化等领域，在平台上不断完善产业链、增加新的利润点。公司通过收购普尔德医疗、锦洲医械切入手术卫生耗材、骨科器械领域，目前医用耗材的收入占比超过50%，毛利占比约三分之一。同时公司自2014年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。2015年7月与宜华健康签署合作协议，在整合医疗产品渠道、医院后勤管理、互联网+医疗等领域展开全面合作。未来随着建成的客户医院数量增加，平台价值将逐步显现。
- **定增价倒挂，首次给予“买入”评级。**2015年12月公司定增获证监会批准，募资不超过11亿，实际控制人认购2亿，锁定期三年。发行价23.47元高于目前的股价20.4元。募集资金拟用于医院手术部、ICU产品产业化项目和增加医院整体建设业务资金。我们认为在加快县级公立医院建设的背景下，公司作为国内医院建设市场的龙头企业最为受益，随着订单逐步进入结算期，公司业绩未来三年有望保持30%以上的高速增长；同时公司运用杠杆资金以PPP模式参与公立医院的改制，这一模式符合政府、医院多方利益有望在更多地方得到复制；定位于打造平台型公司，通过并购积极布局医院物流、耗材器械及医院管理，随着建成医院数量的增加，公司的平台价值将逐步显现。暂不考虑增发影响，我们预计公司2015-2017年EPS分别为0.34、0.51和0.78元，对应市盈率估值60、40和26倍，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**医院建设进度不达预期；外延扩张不达预期；定增不确定风险；政策风险。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入（百万元）	1167	1754	2912	4036
增长率（%）	60%	50%	66%	39%
净利润（百万元）	102	147	223	342
增长率（%）	39%	44%	51%	53%
摊薄每股收益（元）	0.28	0.34	0.51	0.78
ROE（%）	7.01%	9.10%	11.95%	15.21%

图表 1 尚荣医疗 (002551) 盈利预测

证券代码:	002551.sz				股票价格: 20.40	投资评级: 买入	日期: 2016/03/3			
财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E	
ROE	7%	9%	12%	15%	EPS	0.28	0.34	0.51	0.78	
毛利率	28%	32%	26%	27%	BVPS	3.76	3.46	3.96	4.72	
期间费率	14%	19%	15%	15%	估值					
销售净利率	9%	8%	8%	8%	P/E	72.44	60.24	39.79	25.99	
成长能力					P/B	5.43	5.89	5.15	4.32	
收入增长率	60%	50%	66%	39%	P/S	6.34	5.06	3.05	2.20	
利润增长率	39%	44%	51%	53%						
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	
总资产周转率	0.50	0.60	0.76	0.84	营业收入	1167	1754	2912	4036	
应收账款周转率	1.81	1.77	1.91	1.96	营业成本	837	1199	2147	2947	
存货周转率	2.51	2.51	2.51	2.51	营业税金及附加	16	24	40	55	
偿债能力					销售费用	50	96	116	161	
资产负债率	38%	45%	52%	53%	管理费用	110	193	262	363	
流动比	2.04	1.83	1.64	1.63	财务费用	(7)	16	17	18	
速动比	1.63	1.42	1.17	1.14	其他费用/(-收入)	(30)	(30)	(30)	(30)	
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	131	196	299	461	
现金及现金等价物	558	571	419	386	营业外净收支	2	6	6	6	
应收款项	644	993	1528	2063	利润总额	133	202	305	467	
存货净额	333	487	870	1195	所得税费用	22	34	51	78	
其他流动资产	129	174	263	349	净利润	111	168	254	389	
流动资产合计	1665	2184	3041	3952	少数股东损益	9	20	31	47	
固定资产	234	295	346	386	归属于母公司净利润	102	147	223	342	
在建工程	86	96	98	101	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	
无形资产及其他	151	151	148	145	经营活动现金流	(14)	(43)	(20)	113	
长期股权投资	8	8	8	8	净利润	111	168	254	389	
资产总计	2356	2947	3853	4805	少数股东权益	9	20	31	47	
短期借款	82	182	182	182	折旧摊销	24	39	45	49	
应付款项	460	672	1201	1649	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	130	195	324	450	营运资金变动	(158)	(825)	(1667)	(1519)	
其他流动负债	146	146	146	146	投资活动现金流	(118)	(72)	(52)	(43)	
流动负债合计	817	1195	1854	2427	资本支出	21	(72)	(52)	(43)	
长期借款及应付债券	32	82	82	82	长期投资	(0)	0	0	0	
其他长期负债	50	50	50	50	其他	(139)	0	0	0	
长期负债合计	82	132	132	132	筹资活动现金流	145	146	(7)	(10)	
负债合计	900	1327	1986	2559	债务融资	38	150	0	0	
股本	363	435	435	435	权益融资	35	0	0	0	
股东权益	1457	1620	1868	2246	其它	72	(4)	(7)	(10)	
负债和股东权益总计	2356	2947	3853	4805	现金净增加额	13	31	(79)	60	
ROE	7%	9%	12%	15%	EPS	0.28	0.34	0.51	0.78	

资料来源: 公司数据, 国海证券研究所

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。