证券研究报告

医疗 PPP 典范，并购基金助推成长

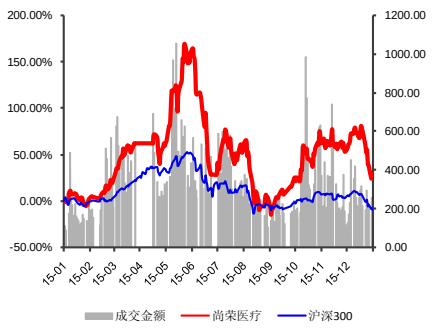
医药生物

2016 年 4 月 25 日

尚荣医疗（002551）公告点评

评级：推荐

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《尚荣医疗（002551）公告点评——再签大单，深度参与公立医院改革》2015-5-25

《尚荣医疗（002551）中报点评——中报收入高增长，构建医疗产业大平台》2015-8-30

报告作者：

分析师：方伟

执业证书编号：S0590515120001

联系人：

方伟

电话：021-38991500

Email：fangw@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：公司 4 月 25 日晚间发布公告：2015 年实现营收 16.66 亿元，同比增长 42.81%，归母净利润 1.36 亿元，同比增长 33.19%，EPS 0.31 元，基本符合预期。16 年一季度营收 5.06 亿元，同比增长 67.70%，归母净利润 4705.46 万元，同比增长 35.71%，EPS 为 0.11 元。

点评：

- **充分挖潜产业链优势，PPP 模式遍地开花。**公司以医建为中心，构建了医疗物流、耗材产销、器械产销、医院投资等四大产业平台，是医改的最大受益者，通过 PPP 模式建设、投资、运营医院，正在成为国内一线综合医疗服务提供商。公司在秦皇岛二院及独山 PPP 项目成功运作的基础上，形成了可复制的商业模式，争取 3-5 年内投资建设并运营超过 30 家三级医院。
- **业绩高增长，16 年订单大年。**公司持续受益于国内公立医院改革的红利，充裕订单保障公司业绩高增长。2015 年收入中占比最大的医用耗材（48%）同比增长 43%，锦州医械和普尔德控股分别贡献 1557 万和 2027 万的净利润；医疗专业工程同比增长 211%，收入占比从 2014 年的 14%提升到 30%，主要是 12-13 年公司开工的大项目订单在 15 年结算，目前还有部分未完工的大额订单，将保障 16 年业绩。进入 16 年，公司与兰州、商丘等多地政府签订医建大单，期待未来 3-5 年业绩爆发。
- **维持“推荐”评级。**预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.52 元、0.73 元、1.01 元，对应 2016 年 4 月 25 日收盘价 22.83 元的市盈率分别为 44 倍，31 倍和 23 倍。作为国内稀缺的医院整体解决方案提供商，积极运作并购基金，持续外延布局，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1、订单延迟确认的风险；2、外延并购低于预期。

盈利预测表：

财务报表预测与财务指标　　单位：百万　　更新日期：16/04/25

利润表	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	**1,666.3**	**2,675.2**	**3,739.0**	**5,012.2**
YOY(%)	*42.8%*	*60.5%*	*39.8%*	*34.1%*
营业成本	1,215.9	1,952.1	2,728.3	3,657.4
营业税金及附加	27.2	46.7	65.3	87.6
销售费用	59.3	95.1	133.0	178.3
占营业收入比(%)	*3.6%*	*3.6%*	*3.6%*	*3.6%*
管理费用	152.3	244.5	341.8	458.2
占营业收入比(%)	*9.1%*	*9.1%*	*9.1%*	*9.1%*
EBIT	**186.0**	**317.4**	**443.4**	**604.0**
财务费用	5.1	17.6	17.8	18.0
占营业收入比(%)	*0.3%*	*0.7%*	*0.5%*	*0.4%*
资产减值损失	31.5	28.1	28.1	28.1
投资净收益	6.5	0.0	0.0	0.0
营业利润	**181.5**	**291.0**	**424.7**	**584.8**
营业外净收入	4.5	10.8	3.7	5.0
利润总额	**186.0**	**301.8**	**428.4**	**589.8**
所得税	30.9	45.3	64.3	88.5
所得税率(%)	*16.6%*	*15.0%*	*15.0%*	*15.0%*
净利润	**155.1**	**256.5**	**364.2**	**501.3**
占营业收入比(%)	*9.3%*	*9.6%*	*9.7%*	*10.0%*
少数股东损益	19.0	31.5	44.7	61.5
归属母公司净利润	**136.1**	**225.1**	**319.5**	**439.9**
YOY(%)	*33.2%*	*65.4%*	*42.0%*	*37.7%*
EPS（元）	**0.31**	**0.52**	**0.73**	**1.01**

主要财务比率	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	*42.8%*	*60.5%*	*39.8%*	*34.1%*
营业利润	*-61.6%*	*60.3%*	*46.0%*	*37.7%*
净利润	*33.2%*	*65.4%*	*42.0%*	*37.7%*
获利能力				
毛利率(%)	*27.0%*	*27.0%*	*27.0%*	*27.0%*
净利率(%)	*9.3%*	*9.6%*	*9.7%*	*10.0%*
ROE(%)	*9.3%*	*13.4%*	*16.0%*	*18.0%*
ROA(%)	*6.9%*	*8.6%*	*11.0%*	*11.3%*
偿债能力				
流动比率	*1.75*	*1.60*	*1.83*	*1.73*
速动比率	*1.17*	*1.03*	*1.26*	*1.18*
资产负债率%	*42.0%*	*50.7%*	*45.8%*	*52.8%*
营运能力				
总资产周转率	*62.0%*	*72.7%*	*92.9%*	*93.8%*
应收账款周转天数	204.9	219.1	190.0	205.0
存货周转天数	89.8	133.8	94.0	119.6
每股指标（元）				
每股收益	0.31	0.52	0.73	1.01
每股净资产	3.13	3.35	3.86	4.60
估值比率				
P/E	**73.1**	**44.2**	**31.1**	**22.6**
P/B	6.8	5.9	5.0	4.1

资产负债表	2015A	2016E	2017E	2018E
现金	189.4	26.8	37.4	50.1
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项净额	1,058.4	1,828.2	2,206.3	3,202.0
存货	299.1	715.6	702.6	1,198.5
其他流动资产	316.0	316.0	316.0	316.0
流动资产总额	**1,862.9**	**2,886.6**	**3,262.3**	**4,766.7**
固定资产净值	233.7	234.2	206.1	178.1
减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	233.7	234.2	206.1	178.1
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	86.0	156.4	156.4	156.4
固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产总额	**319.8**	**390.7**	**362.6**	**334.5**
无形资产	272.7	272.7	272.7	272.7
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期资产	111.3	108.5	105.6	105.6
资产总额	**2,686.6**	**3,679.4**	**4,024.1**	**5,500.4**
循环贷款	242.8	302.6	146.6	285.1
应付款项	816.9	1,493.4	1,629.9	2,466.4
预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	3.5	6.7	6.7	6.7
流动负债	**1,063.2**	**1,802.6**	**1,783.2**	**2,758.2**
长期借款	61.0	61.0	61.0	61.0
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0
负债总额	**1,127.4**	**1,863.7**	**1,844.2**	**2,819.2**
少数股东权益	101.8	133.2	177.9	239.4
股东权益	1,559.2	1,815.7	2,179.9	2,681.2
负债和股东权益	**2,686.6**	**3,679.4**	**4,024.1**	**5,500.4**

现金流量表	2015A	2016E	2017E	2018E
税后利润	155.1	256.5	364.2	501.3
加：少数股东损益	19.0	31.5	44.7	61.5
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0
折旧和摊销	29.6	2.9	2.9	0.0
营运资金的变动	38.0	(475.3)	(188.6)	(617.1)
经营活动现金流	222.7	(215.9)	178.4	(115.8)
短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产投资	(447.4)	9.2	3.1	4.3
投资活动现金流	(447.4)	9.2	3.1	4.3
股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0
长期贷款的增加/(;	0.0	0.0	0.0	0.0
公司债券发行/（偿	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	27.7	0.0	0.0	0.0
计入循环贷款前融:	(20.3)	(15.6)	(15.0)	(14.2)
循环贷款的增加(减	63.5	59.7	(156.0)	138.5
融资活动现金流	43.2	44.1	(170.9)	124.3
现金净变动额	**(182.8)**	**(162.6)**	**10.6**	**12.7**

数据来源：国联证券研究所

无锡
国联证券股份有限公司 研究所
江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
电话：0510-82833337
传真：0510-82833217
上海
国联证券股份有限公司 研究所
上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
电话：021-38991500
传真：021-38571373
北京
国联证券股份有限公司 研究所
北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层
电话：010-68790997
传真：010-68790897
深圳
国联证券股份有限公司 研究所
广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层
电话：0755-82878221
传真：0755-82878221

国联证券投资评级：

类别	级别	定义
股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级，提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责条款：

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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询价。我公司及其雇员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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会，还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。