

# 尚荣医疗 (002551)

## 订单获取加速, PPP 模式撬动千亿医疗资源

买入 (维持)

盈利预测与估值

	2014	2015	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	1166.8	1666.3	2182.9	2925.1
同比 (%)	59.6%	42.8%	31.0%	34.0%
净利润 (百万元)	102.2	136.1	217.7	298.3
同比 (%)	32.1%	26.4%	38.5%	47.0%
毛利率 (%)	28.3%	27.0%	27.9%	27.7%
每股收益 (元)	0.28	0.31	0.50	0.68

2016 年 5 月 8 日

证券分析师—洪阳

执业资格证书号码: S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

**事件:** 尚荣医疗发布 2015 年报, 公司实现营业总收入 16.66 亿元, 比上年同期增长 42.81%; 营业利润 1.82 亿元, 比上年同期增长 38.26%; 归属于上市公司股东的净利润 1.36 亿元, 比上年同期增加 33.19%。扣非后净利润 1.3 亿, 基本每股收益 0.31 元, 略低于预期。

### 投资要点:

#### 1. 订单快速增长, 保障未来业绩增长

经历 14 年低谷后, 公司订单快速回暖, 目前在手的重大订单超过百亿, 我们预计未来几年收入复合增长不低于 30%。

#### 2. PPP 模式跑马圈地, 撬动千亿医疗服务空间

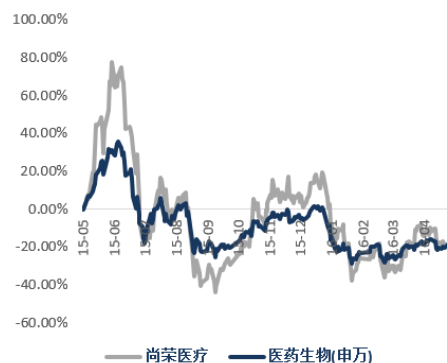
公司在传统买方信贷模式以外, 从 2015 年开始尝试医院建设的创新模式, 以“投资+建设”业务模式, 积极参与部分医院混合所有制改造。以 PPP【建设、拥有、运营 B00】模式, 介入医院的投资运营和管理, 我国二级医院 2014 年整体收入为 5200 亿, 假设 10%-20%存在改制需求, 则潜在市场达 500-1000 亿。  
2014

#### 3. 积极拓展上下游产业链, 外延扩张或加速

公司将争取用 3-5 年的时间通过 PPP 模式投资建设并运营超过 30 家三级医院。在投资、运营医院的同时, 构建医疗物流、耗材产销、器械产销、医院投资等四大产业平台, 在此基础上借助互联网技术, 整合线下医疗资源, 适时开展移动医疗服务, 力争用十年时间将公司打造成国内大型的综合医疗服务提供商。

综合分析假设, 我们预测公司 2016 年实现营业收入 16.90 亿元, 同比增长 45%, 归属于母公司净利润 1.49 亿元, 同比增长 47%。每股收益 0.42 元。考虑到公司短、中、长期的价值, 我们给予公司“买入”评级。

### 股价走势



### 相关报告

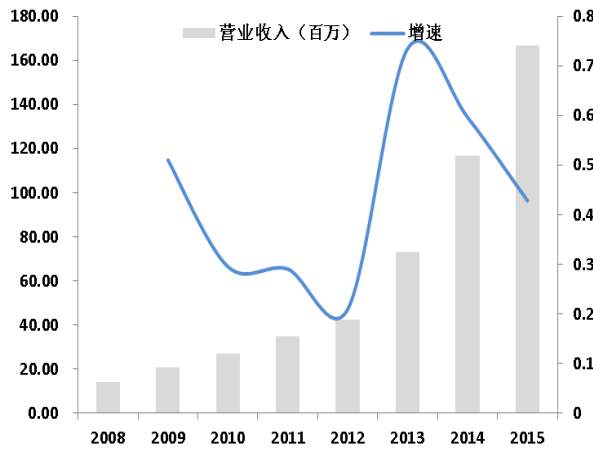
模式转型——切入公立医院改革, 2015.2  
激励锁定增长, 定增助力转型——  
2014.11

### 一、2015 年年报数据分析

尚荣医疗发布 2015 年报，公司实现营业总收入 16.66 亿元，比上年同期增长 42.81%；营业利润 1.82 亿元，比上年同期增长 38.26%；归属于上市公司股东的净利润 1.36 亿元，比上年同期增加 33.19%。扣非后净利润 1.3 亿，基本每股收益 0.31 元，略低于预期。

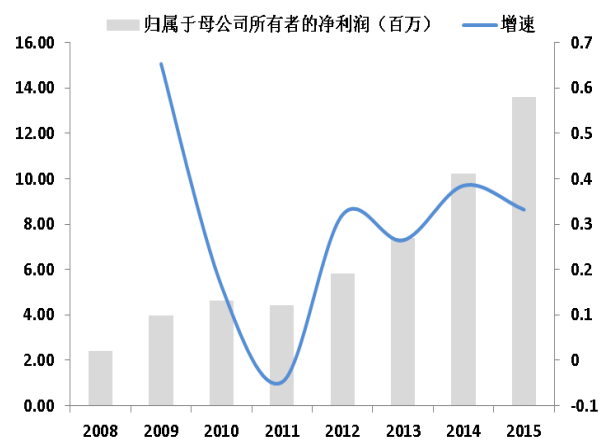
公司预告 2016 年 1-6 月归属于上市公司股东净利润同比增长 20%-50%。

图表 1: 2008-2015 年尚荣医疗营业收入及增长率情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2: 2009-2015 年尚荣医疗净利润及增长率情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司主营业务为提供现代化医院建设整体解决方案，具体包括医院整体建设、医疗器械产销和医院后勤管理服务三大业务板块。

分业务看，医用耗材收入 8.04 亿元，占营业收入的比重为 48.10%，同比增加 43%，主要系普尔德控股（4 月），锦州医械（2 月）并表；医疗专业工程收入 4.95 亿元，占营业总收入的比重为 30%，同比增长 211%，主要系医院工程竣工结算所致；工程建设销售收入 0.64 亿元，占营业总收入的比重为 4%，同比下滑 65%，主要系公司 14 订单数量较少，同时 15 年新开工项目主要集中在下半年，尚未确认收入所致；医疗设备销售收入 1.69 亿元，占营业总收入的比重为 10%，同比增加 33%，主要系医院基本建设收入增长相应配套医疗设备需求增长所致；总承包管理费收入 2950 万元，同比减少 47%，设计服务收入 2979 万，下滑 11%，医院后勤管理收入 5319 万，同比增长 16%。

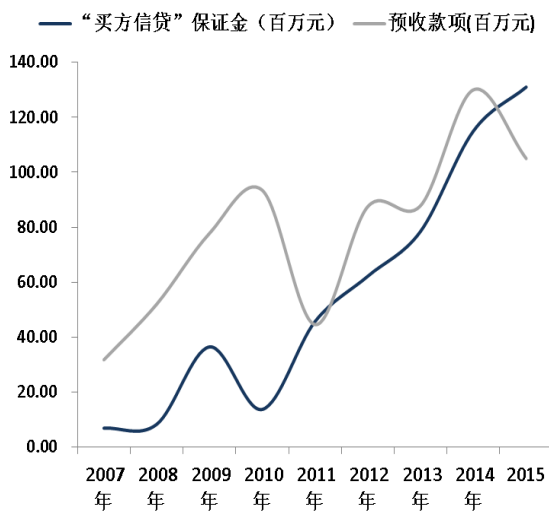
毛利率总体保持平稳，其中，医疗工程和设备销售的毛利率有所下滑，我们判断主要是由于 14 年整体项目订单较少，而非买方信贷项目占比较多所致，三项费用率总体保持平稳。

应收账款上升到 9.33 亿，同比增长 51%，与收入增速基本保持同步，一年以内应收账款 6.67 亿，占 65%，2 年内应收 2.2 亿，占比 20%，本年计提坏账准备金额 4145 万元。

预收账款 1.05 亿，较上年下滑 20%，预收账款主要为工程预付款，我们认为该项目略有下滑，与公司 14 年订单下滑，新开工项目较少有关。

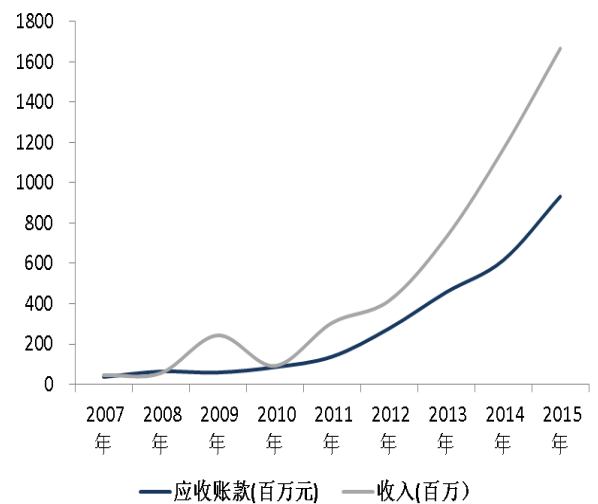
与买方信贷相关的担保总额约 4.88 亿，约占净资产的 36%。买方信贷保证金约 1.3 亿，同比增长 13%。预收账款和保证金可作为公司收入的领先指标看待，我们认为预收账款和保证金指标基本健康。

图表 1: 2008-2015 年尚荣医疗保证金及预收账款情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2: 2009-2015 年尚荣医疗收入和应收账款情况



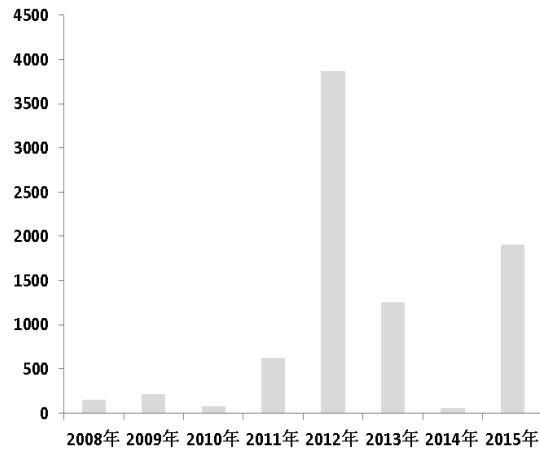
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

## 二、医院建设进展和项目结算

公司从 2012 年开始切入医院整体建设领域，2013-2014 年受到地方政府融资平台清理影响，订单下滑，但从 2015 年开始，公司订单快速恢复，不考虑 PPP 项目，15 年订单总额达 19.1 亿（包括框架协议），考虑 PPP 项目为 45 亿，而 2016 年仅 4 个月时间，公司就接到整体建设订单约 14.4 亿，PPP 项目订单总额约 55 亿，考虑 2015 年和 2016 年订单大部分未开工，则公司目前在手订单总额超过 100 亿。考虑到合同增速领先收入增速，因此 2015 年-2016 年快速增长的合同金额将保障 16-17 年收入的快速增长。预计未来三年公司医院整体建设业务收入的年增长率有望

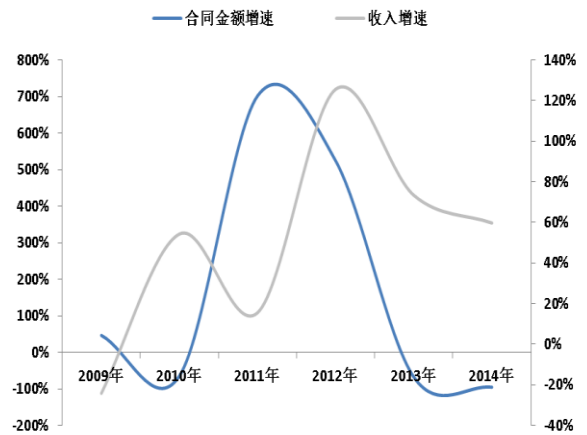
不低于 30%。

图表 1: 2012-2015 年尚荣医疗整体建设订单情况  
(百万, 含中标和框架协议, 不含 PPP)



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 2: 2009-2015 年尚荣医疗合同增速与收入增速情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 6: 公司整体建设工程进展情况

合同	签署日期	对方	合同金额*	合同周期	项目进度
《上饶市立医院住院大楼建设工程合同》	2011 年 4 月 29 日 12	江西省上饶市立医院	12000	18 个月	已完结
牡丹江市第一人民医院扩建综合楼项目融资代建建设合同	2012 年 10 月 16 日	牡丹江市第一人民医院	43000	910 天	已完结
《牡丹江市第二人民医院异址新建项目融资代建建设合同》	2011 年 12 月 13 日	牡丹江市第二人民医院	30000	761 天	已完结
《陕西省商南县医院整体迁建项目融资代建建设合同》	2012 年 4 月 23 日	陕西省商南县医院	20000	730 天	已完结
《陕西省铜川市耀州区人民医院整体项目融资代建建设合同》	2012 年 7 月 13 日	陕西省铜川市耀州区人民医院	20000	488 天	已竣工并投入使用, 正处于审计结算阶段
四川省通江县人民医院灾后重建项目融资代建建设合同书》	2011 年 12 月 13 日	通江县人民医院	20000	757 天	已竣工并投入使用, 正处于审计结算阶段。
《四川省南江县人民医院新建住院大楼项目融资代建建设合同书》	2012 年 3 月 6 日	南江县人民医院	23000	730 天	处于审计结算阶段

《陕西省铜川市中医医院整体迁建项目融资建设合同》	2012 年 10 月 16 日	铜川市中医医院	20000	24 个月	处于竣工验收阶段
《陕西省山阳县人民医院整体迁建项目融资建设合同》	2013 年 10 月 18 日	山阳县人民医院	30000	30 个月	处于装修施工阶段
《许昌市第二人民医院迁扩建项目融资建设合同》	2013 年 11 月 6 日	许昌市第二人民医院	25000	24 个月	处于机电安装与装修阶段
《资阳市雁江区中医医院门诊医技楼及内科楼建设项目融资	2013 年 10 月 18 日	资阳市雁江区中医医院	80000	24 个月	处于装修施工阶段
《黑龙江省双鸭山市人民医院整体项目融资建设合同》	2013 年 12 月 21 日	黑龙江省双鸭山市人民医院	20000	12 个月	处于医用工程阶段
陕西省渭南市第二医院住院综合楼建设项目融资建设合同	2015 年 6 月 3 日	陕西省渭南市第二医院	30,000.00	24 个月	主体施工中
《四川省巴中市巴州区人民医院住院楼建设项目融资代建建设合同》	2012 年 7 月 13 日	巴中市巴州区人民医院	21800	1037 天	尚未开工
黑龙江省齐齐哈尔市第一医院南院建设项目融资代建建设合同（一期）	2012 年 7 月 31 日	黑龙江省齐齐哈尔市第一医院	90000	862 天	正在办理项目开工等施工前期准备工作
内蒙古自治区阿荣旗人民医院扩建项目融资代建建设合同	2012 年 7 月 31 日	内蒙古自治区阿荣旗人民医院	14000	793 天	尚未开工
《山东省曹县人民医院新区三期建设项目融资建设合同》	2013 年 4 月 23 日	山东省曹县人民医院	50000	30 个月	尚未开工

\*以最终以审计后的结算价为准

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

### 三、以 PPP 方式积极参与公立医院改制，撬动千亿市场

公司在传统买方信贷模式以外，从 2015 年开始尝试医院建设的创新模式，以“投资+建设”业务模式，积极参与部分医院混合所有制改造。以 PPP【建设、拥有、运营 B00】模式，介入医院的投资运营和管理，我国二级医院 2014 年整体收入为 5200 亿，假设 10%-20%存在改制需求，

则潜在市场达 500-1000 亿。

公司以自有资金投入的方式，与富平县国有资产管理局、投资设立富平县尚荣医院投资管理有限公司并投资建设富平中西医结合医院（县中医医院），达到占地 80 亩、病床 500 张的规模，使其医疗服务达到三级医院水平。

目前，秦皇岛市广济医院管理有限公司已成立，尚荣投资持有该公司 66.698% 的股权，独山项目审计评估工作已近尾声，公司正与相关方洽谈正式投资协议的条款细节事宜。淮南，三都水项目处于前期尽调阶段。兰州项目争取 4 月启动实施。

图表 1：公司 PPP 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
三都水族自治县人民医院	二级甲等	240 张				医院 800 张+疗养院 300 张	7 亿	~3 年
兰州新区公共卫生服务平台建设项目						新区人民医院、新区中医医院、新区急救中心改扩建，新区疾病预防控制中心、新区妇幼保健院	20-25 亿	~5 年
商丘市公共卫生服务平台建设项目						商丘市中心医院、市第五人民医院、新区人民医院、市疾控中心、市中心血站、市第三人民医院、市眼科医院、梁园区中医院	30 亿	~6 年
富平县中医院						500 张	2 亿	~1.5 年

资料来源：公司公告，东吴证券研究所



#### 四、积极拓展上下游产业链，打造平台型企业

公司未来战略规划十分明确，发展 PPP 模式项目，通过股权投资方式，辅以融资杠杆，达到建设、投资、运营医院的目的，构建医疗物流、耗材产销、器械产销、医院投资等四大产业平台，在此基础上借助互联网技术，整合线下医疗资源，适时开展移动医疗服务，力争用十年时间将公司打造成国内大型的综合医疗服务提供商。

结合公司目前已有业务范围和公司产业平台战略规划，我们判断公司会进一步加快外延并购步伐，2016 年，公司有望在商业渠道，医疗信息化，医疗器械等领域开展并购。同时，公司将梳理子公司资产，将部分独立的子公司改制并通过新三板等资本运作平台实现子公司的再造血，做大做强子公司产业。

#### 五、盈利预测

从短期来看，公司订单进入密集结算周期，因此我们预测 2016-17 年公司的业绩增长弹性比较明显。并且订单量也恢复高增长，我们预计未来几年公司医院整体建设业务收入的年增长率不低于 30%。

公司定增已拿批文，大股东积极认购，引入战略投资者，锁定期限为 3 年，显示了对公司未来发展的强烈看好。

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 PPP 模式，争取用 3-5 年的时间通过 PPP 模式投资建设并运营超过 30 家三级医院。

暂不考虑增发，综合分析假设，我们预测公司 2016 年实现营业收入 21.8 亿元，同比增长 31%，归属于母公司净利润 2.17 亿元，同比增长 60%。每股收益 0.50 元。考虑到公司短、中、长期的价值，我们给予公司“推荐”评级。但是由于公司工程业务收入确认的比例和时间点存在较大不确定性，因此我们的盈利预测有可能出现较大偏差。我们认为对于尚荣医疗这样的含工程型企业，业绩的确认可能无法做到精确性，更多地还是需要对其先行指标以及项目进展的确认判断。

#### 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、由于国家政策和银行信贷政策变化，导致公司接单能力下降的风险；
- 6、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	2015	2016E	2017E		2014	2015	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	<b>1664.7</b>	<b>2060.0</b>	<b>2199.9</b>	<b>2876.1</b>	<b>营业收入</b>	<b>1166.8</b>	<b>1666.3</b>	<b>2182.9</b>	<b>2925.1</b>
现金	558.1	385.9	400.0	480.0	营业成本	836.5	1215.9	1573.0	2114.0
应收款项	644.4	974.2	1202.1	1602.8	营业税金及附加	16.0	27.2	34.9	46.8
存货	332.9	299.1	383.2	519.3	营业费用	50.0	59.3	69.9	93.6
其他	129.3	400.8	214.6	274.0	管理费用	110.3	152.3	180.1	239.4
<b>非流动资产</b>	<b>691.8</b>	<b>854.9</b>	<b>918.0</b>	<b>986.9</b>	财务费用	-7.2	5.1	7.8	8.6
长期股权投资	7.9	8.0	8.0	8.0	投资净收益	0.2	6.5	5.0	5.0
固定资产	319.8	390.7	459.2	533.6	其他	-30.1	-31.5	-40.0	-40.0
无形资产	151.4	163.0	157.6	152.2	<b>营业利润</b>	<b>131.3</b>	<b>181.5</b>	<b>282.3</b>	<b>387.7</b>
其他	212.7	293.1	293.1	293.1	营业外净收支	2.1	4.5	2.0	2.0
<b>资产总计</b>	<b>2356.5</b>	<b>2914.9</b>	<b>3117.9</b>	<b>3863.0</b>	<b>利润总额</b>	<b>133.4</b>	<b>186.0</b>	<b>284.3</b>	<b>389.7</b>
<b>动负债</b>	<b>817.3</b>	<b>1184.4</b>	<b>1240.8</b>	<b>1784.8</b>	所得税费用	22.4	30.9	47.8	65.5
短期借款	85.5	249.5	145.5	317.2	少数股东损益	8.8	19.0	18.9	25.9
应付账款	459.5	578.6	732.0	980.9	<b>归属母公司净利润</b>	<b>102.2</b>	<b>136.1</b>	<b>217.7</b>	<b>298.3</b>
其他	272.3	356.2	363.2	486.7	EBIT	154.0	211.6	325.1	431.2
<b>非流动负债</b>	<b>82.3</b>	<b>171.3</b>	<b>171.3</b>	<b>171.3</b>	EBITDA	178.1	239.1	366.7	491.4
长期借款	32.5	61.0	61.0	61.0					
其他	49.9	110.3	110.3	110.3	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
<b>负债总计</b>	<b>899.6</b>	<b>1355.7</b>	<b>1412.1</b>	<b>1956.1</b>	每股收益(元)	0.28	0.31	0.50	0.68
少数股东权益	92.8	101.8	113.5	129.6	每股净资产(元)	3.76	3.35	3.65	4.08
归属母公司股东权益	1364.0	1457.4	1592.4	1777.3	发行在外股份(百万股)	362.7	435.5	436.0	436.0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2356.5</b>	<b>2914.9</b>	<b>3117.9</b>	<b>3863.0</b>	ROIC(%)	9.0%	10.7%	14.8%	17.7%
					ROE(%)	7.5%	9.3%	13.7%	16.8%
					毛利率(%)	28.3%	27.0%	27.9%	27.7%
					EBIT Margin(%)	13.2%	12.7%	14.9%	14.7%
					销售净利率(%)	8.8%	8.2%	10.0%	10.2%
					资产负债率(%)	38.2%	46.5%	45.3%	50.6%
					收入增长率(%)	59.6%	42.8%	31.0%	34.0%
					净利润增长率(%)	32.1%	26.4%	38.5%	47.0%
					P/E	93.78	73.43	45.94	33.53
					P/B	4.51	7.34	9.57	9.13
					EV/EBITDA	69.98	90.85	78.36	57.91
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>					
经营活动现金流	-14.1	217.6	317.9	190.8					
投资活动现金流	-117.9	-447.4	-117.1	-169.1					
筹资活动现金流	-3.8	43.2	-186.7	58.3					
现金净增加额	-136.5	-187.9	14.1	80.0					
折旧和摊销	11.8	13.4	24.1	38.2					
资本开支	-13.5	-196.7	23.4	-101.2					
营运资本变动	-10.7	-144.2	-156.9	-249.0					
企业自由现金流	55.7	-234.4	42.5	-137.3					

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：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

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>

