

# 尚荣医疗 (002551)

2016年7月27日

证券分析师——洪阳

执业资格证书号码: S0600513060001

0512-62938572

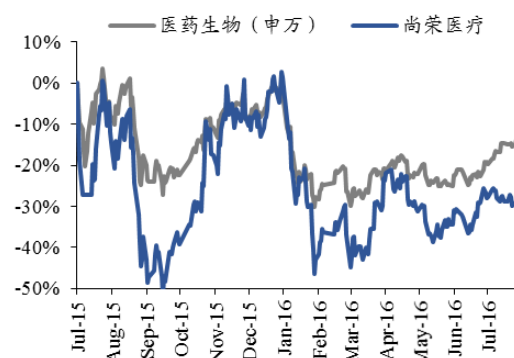
[Hongyang614@gmail.com](mailto:Hongyang614@gmail.com)

## 大单进入结算周期, 全年业绩增长无疑 增持 (维持)

### 投资要点

- **事件:** 2016年上半年, 公司实现营业收入 8.50 亿元, 同比减少 1.93%; 归属于上市公司股东的净利润 8321.52 万元, 同比增长 20.89%, 基本符合预期。
- **进入订单结算期, 全年业绩有望实现大幅增长:** 公司上半年营收下滑, 主要系部分在建项目尚未结算及去年普尔德合并收入中内部交易未抵消因素影响。从具体项目进度来看, 通江县人民医院、南江县人民医院、铜川市耀州区人民医院均已竣工并投入使用, 正处于审计结算阶段; 铜川市中医医院、许昌市第二人民医院处于竣工验收阶段, 预计下半年陆续进入结算阶段。若除去普尔德合并收入影响, 2016年上半年公司主业稳定增长, 医疗专业工程业务收入同比增长 44.28%, 同时毛利率增长 8.50%, 说明老项目正常完工结算; 建造工程收入同比增长 75.23%, 说明新开工项目有所增加。我们认为, **预收账款和“买方信贷”保证金可以作为公司收入的领先指标, 公司已进入订单的密集结算期, 预计今年全年医建业务收入将实现大幅增长, 医院订单结算也将带动公司耗材收入增长。**
- **看好公司 PPP 模式和全产业链布局, 顺势转型医疗服务:** 公司是国内唯一医建全产业链布局的公司, 立足于医院建设的前期咨询、设计规划、项目融资、装修施工、软件开发、设备配置以及后期维护、后勤管理等一体化服务, 品牌效应显著, 同时保证了资金的使用效率。目前国内医院整体的新建、扩建、迁建需求强烈, 但地方财政投入短缺, 公司发展 PPP 模式, 通过股权投资方式, 达到建设、投资、运营医院的目的, 并通过医疗流通、耗材和器械产销、医院后勤管理等方式盈利, 顺势转型为医疗服务集团。我们认为, 随着商丘市 30 亿订单项目落地, **公司 PPP 模式医院订单加速, 有望在 3-5 年打造三十家三级医院, 构建国内规模领先的医疗服务集团。**
- **定增加码主业, 携手上海联影:** 公司董事长梁桂秋先生在本轮定增中认购 2 亿元, 定增价格 23.47 元/股, 用于增加医院整体建设业务资金。公司董事长溢价参与定增显示了对公司未来发展的坚定信心, 也成为公司价值的安全边际。我们认为, 公司后续仍有较强的资金需求, 可能继续启动融资活动。公司与上海联影签署战略合作框架协议, 享有大型设备的战略客户专享价格, 大力推荐或共同投资区域性影像诊断中心。公司与上海联影协同效应显著, 有助于公司获取医建订单, 同时带动公司综合毛利率提高。
- **盈利预测和投资建议:** 预计公司 2016~2018 年净利润分别为 2.27 亿、3.18 亿、4.29 亿元, 对应 EPS 分别为 0.51、0.72 和 0.97, 对应 PE 分别为 45 倍、32 倍和 24 倍。公司主业进入高速增长周期, 我们看好公司 PPP 模式和全产业链布局, 未来转型医疗服务前景看好, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 合同实际执行时间和比例低于预期的风险; 买方信贷和保理业务的保证金风险; 应收账款和资金周转风险。

### 股价走势



### 市场数据

|                |               |
|----------------|---------------|
| 收盘价 (元)        | 23.10         |
| 一年最低价/最高价      | 15.32 / 34.58 |
| 市净率            | 5.88          |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 6206          |

### 基础数据

|              |       |
|--------------|-------|
| 每股净资产 (元)    | 3.35  |
| 资产负债率 (%)    | 46.51 |
| 总股本 (百万股)    | 444   |
| 流通 A 股 (百万股) | 269   |

### 相关报告

- 订单获取加速, PPP 模式撬动千亿医疗资源 2016.05.09
- 积极转型新模式、平台化战略稳步推进 2015.09.09
- 携手宜华健康, 打造医疗大健康生态圈 2015.07.16
- 新模式扩张再下一城 2015.07.07

## 尚荣医疗主要财务数据

| 资产负债表 (百万元)        | 2015        | 2016E        | 2017E        | 2018E        | 利润表 (百万元)        | 2015        | 2016E        | 2017E        | 2018E        |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>        | <b>2060</b> | <b>2200</b>  | <b>2876</b>  | <b>3279</b>  | <b>营业收入</b>      | <b>1666</b> | <b>2183</b>  | <b>2935</b>  | <b>3905</b>  |
| 现金                 | 386         | 400          | 480          | 520          | 营业成本             | 1216        | 1573         | 2104         | 2786         |
| 应收款项               | 974         | 1202         | 1603         | 1805         | 营业税金及附加          | 27          | 35           | 47           | 62           |
| 存货                 | 299         | 383          | 519          | 630          | 营业费用             | 59          | 70           | 104          | 151          |
| 其他                 | 401         | 215          | 274          | 324          | 管理费用             | 152         | 180          | 239          | 322          |
| <b>非流动资产</b>       | <b>855</b>  | <b>918</b>   | <b>987</b>   | <b>1106</b>  | 财务费用             | 5           | 8            | 9            | 10           |
| 长期股权投资             | 8           | 8            | 8            | 8            | 投资净收益            | 7           | 5            | 5            | 5            |
| 固定资产               | 391         | 459          | 534          | 640          | 其他               | 32          | 20           | 20           | 27           |
| 无形资产               | 163         | 158          | 152          | 165          | <b>营业利润</b>      | <b>182</b>  | <b>292</b>   | <b>408</b>   | <b>542</b>   |
| 其他                 | 293         | 293          | 293          | 293          | 营业外净收支           | 5           | 2            | 2            | 2            |
| <b>资产总计</b>        | <b>2915</b> | <b>3118</b>  | <b>3863</b>  | <b>4385</b>  | <b>利润总额</b>      | <b>186</b>  | <b>294</b>   | <b>406</b>   | <b>550</b>   |
| <b>流动负债</b>        | <b>1184</b> | <b>1241</b>  | <b>1785</b>  | <b>2189</b>  | 所得税费用            | 31          | 48           | 66           | 88           |
| 短期借款               | 250         | 146          | 317          | 380          | 少数股东损益           | 19          | 19           | 22           | 33           |
| 应付账款               | 579         | 732          | 981          | 1210         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>136</b>  | <b>228</b>   | <b>318</b>   | <b>429</b>   |
| 其他                 | 356         | 363          | 487          | 599          | EBIT             | 212         | 325          | 431          | 552          |
| <b>非流动负债</b>       | <b>171</b>  | <b>171</b>   | <b>171</b>   | <b>180</b>   | EBITDA           | 239         | 367          | 491          | 622          |
| 长期借款               | 61          | 61           | 61           | 70           |                  |             |              |              |              |
| 其他                 | 110         | 110          | 110          | 110          | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2015</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> |
| <b>负债总计</b>        | <b>1356</b> | <b>1412</b>  | <b>1956</b>  | <b>2369</b>  | 每股收益(元)          | 0.31        | 0.51         | 0.72         | 0.97         |
| 少数股东权益             | 102         | 114          | 130          | 163          | 每股净资产(元)         | 3.35        | 3.65         | 4.08         | 4.97         |
| 归属母公司股东权益          | 1457        | 1592         | 1777         | 2206         | 发行在外股份(百万股)      | 436         | 444          | 444          | 444          |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>2915</b> | <b>3118</b>  | <b>3863</b>  | <b>4385</b>  | ROIC(%)          | 10.7%       | 14.8%        | 17.7%        | 19.6%        |
|                    |             |              |              |              | ROE(%)           | 9.3%        | 14.3%        | 17.9%        | 19.4%        |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2015</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | <b>2018E</b> | 毛利率(%)           | 27.0%       | 27.9%        | 28.3%        | 28.7%        |
| 经营活动现金流            | 218         | 318          | 191          | 260          | EBIT Margin(%)   | 12.7%       | 14.9%        | 14.7%        | 14.1%        |
| 投资活动现金流            | -447        | -117         | -169         | -180         | 销售净利率(%)         | 8.2%        | 10.4%        | 10.8%        | 11.0%        |
| 筹资活动现金流            | 43          | -187         | 58           | 70           | 资产负债率(%)         | 46.5%       | 45.3%        | 50.6%        | 54.0%        |
| 现金净增加额             | -188        | 14           | 80           | 150          | 收入增长率(%)         | 42.8%       | 31.0%        | 34.5%        | 33.0%        |
| 折旧和摊销              | 13          | 24           | 38           | 52           | 净利润增长率(%)        | 26.4%       | 67.3%        | 39.8%        | 34.8%        |
| 资本开支               | -197        | 23           | -101         | -50          | P/E              | 75.7        | 45.2         | 32.4         | 24.0         |
| 营运资本变动             | -144        | -157         | -249         | -230         | P/B              | 7.3         | 6.3          | 5.6          | 4.6          |
| 企业自由现金流            | -234        | 43           | -137         | -110         | EV/EBITDA        | 90.9        | 78.4         | 57.9         | 60           |

数据来源: 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>

