

尚荣医疗 (002551)

业绩增速回升，医建订单持续丰富

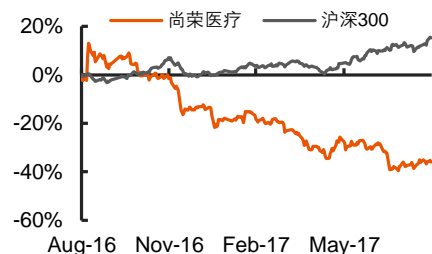
推荐 (首次)

现价: 9.74 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.glory-medical.com.cn
大股东/持股	梁桂秋/42.01%
实际控制人/持股	梁桂秋/41.91%
总股本(百万股)	665
流通 A 股(百万股)	408
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	64.78
流通 A 股市值(亿元)	39.70
每股净资产(元)	2.73
资产负债率(%)	44.80

行情走势图



证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@PINGAN.COM.CN

研究助理

韩盟盟 一般从业资格编号
S1060117050129
021-20600641
HANMENG MENG005@PINGAN.CO
M.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

公司发布2017年半年报，实现营收10.16亿元，同比增长19.46%；归母净利润9530万元，同比增长14.52%；扣非后归母净利润9207万元，同比增长9.79%，EPS为0.14元。

Q2单季实现营收4.18亿元，同比增长21.45%；归母净利润4218万元，同比增长16.62%；扣非后归母净利润4069万元，同比增长13.56%，EPS为0.06元。公司业绩符合预期。

平安观点:

- **公司业绩走出低谷，重回稳定增长：**2016 年公司业绩受建设项目进度拖延和应收账款大幅增加影响不达预期。2017 年上半年公司实现营收 10.16 亿元，同比增长 19.46%；归母净利润 9530 万元，同比增长 14.52%。相对于 1 季度 18.27%和 12.90%的营收和净利润增长率来说，公司业绩增速呈逐步回升态势。分产品来看，医疗设备销售实现收入 1.02 亿元，同比增长 146.51%；设计服务实现收入 1286 万元，同比增长 359.94%；建筑工程收入 2.90 亿元，同比增长 330.72%。医药耗材销售和建筑工程收入分别占到总收入的 39%和 31%，未来公司有望依靠工程建设收入、医疗设备和耗材销售实现稳定快速发展。
- **医建大单不断，PPP 和买方信贷助力：**公司频频获得医建大单，如兰州新区公共卫生服务平台建设项目、商丘公共卫生服务平台建设项目和渭南市临渭区中医医院整体迁建融资建设项目，中标金额分别为 25 亿、30 亿和 6.5 亿元，截至 2017 年 6 月 30 日公司共有在手订单 64.37 亿元。2016 年以来包括协议、中标、合同各阶段的医建项目金额数达 113 亿元左右，极大支撑了公司未来的业绩增长。同时公司积极通过 PPP 和买方信贷的方式持续扩展医疗服务资源，用少量资金带动大规模医建项目，为后续提供产品和服务奠定基础。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1666	1,946	2,428	2,995	3,662
YoY(%)	42.8	16.8	24.8	23.3	22.3
净利润(百万元)	136.1	114	133	150	184
YoY(%)	33.2	-16.1	16.5	12.9	22.4
毛利率(%)	27.0	24.4	23.6	23.6	23.8
净利率(%)	8.2	5.9	5.5	5.0	5.0
ROE(%)	9.9	6.3	7.0	7.4	8.5
EPS(摊薄/元)	0.20	0.17	0.20	0.23	0.28
P/E(倍)	47.6	56.7	48.7	43.1	35.3
P/B(倍)	4.45	3.7	3.5	3.3	3.1

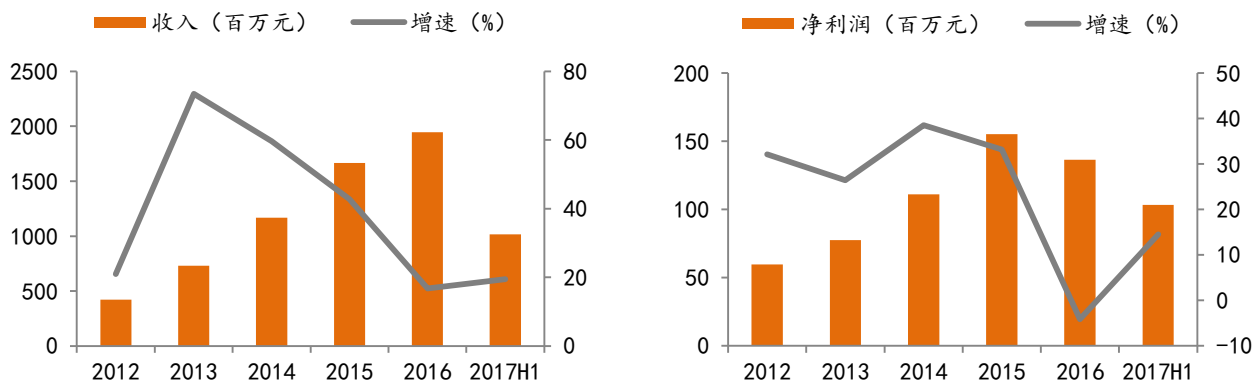
- **积极扩展产业链，打造医疗服务平台：**公司通过大量医建项目构建起覆盖医院建筑工程、医疗专业工程、医用软件开发、医疗设备销售、医用耗材销售、医院后勤托管、医院建设及投资的全产业链条。同时积极进行外延并购，先后收购锦洲医械 66.21%的股权、普尔德 100%的股权、台湾康源 52%的股权等，不断丰富产品线。公司分别出资 2 亿和 2.87 亿元成立尚荣高盈医疗产业并购基金和尚荣平安医疗并购基金，旨在加快整合医疗产业资源。我们看好公司旗下各项业务之间的相互协同，公司医疗服务平台初步建成。
- **盈利预测和评级：**我们看好公司大量医建订单支撑下未来业绩增长以及医疗服务平台上各项业务之间的协同，我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.20、0.23 和 0.28 元，对应 PE 分别为 48.7、43.1 和 35.3 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**医建项目进度不及预期；应收账款回收风险；买方信贷风险；外延并购不及预期。

一、公司业绩走出低谷，重回稳定增长

2016 年公司实现营收 19.46 亿元，同比增长 16.79%；归母净利润 1.14 亿元，同比下降 4.12%；扣非归母净利润 1.03 亿元，同比下降 10.60%。公司去年业绩不达预期的原因主要有两个，一是部分医院建设项目进度不达预期导致不能及时结算项目收益；二是应收账款大幅增加导致 2016 年计提的坏账准备达 6155 万元，较 2015 年大幅增加 3007 万元，增幅 95.54%。

2017 年上半年公司实现营收 10.16 亿元，同比增长 19.46%；归母净利润 9530 万元，同比增长 14.52%。相对于 1 季度 18.27%和 12.90%的营收和净利润增长率来说，公司业绩增速呈逐步回升态势。

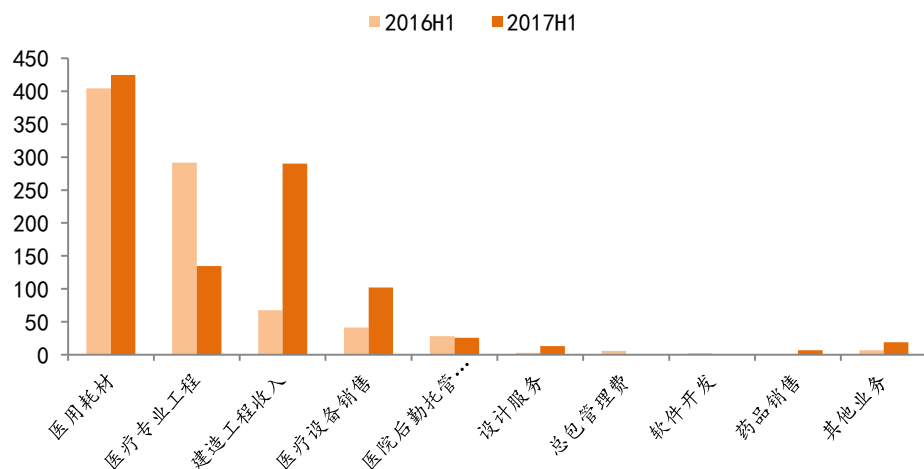
图表1 公司营业收入和净利润情况



资料来源：公司公告、平安证券研究所

分产品来看，医疗设备销售实现收入 1.02 亿元，同比增长 146.51%；设计服务实现收入 1286 万元，同比增长 359.94%；建筑工程收入 2.90 亿元，同比增长 330.72%。医药耗材销售和建筑工程收入分别占到总收入的 39%和 31%，未来公司有望依靠工程建设收入、医疗设备和耗材销售实现稳定快速发展。

图表2 2016 和 2017 上半年各产品销售收入对比 (百万元)



资料来源：公司公告、平安证券研究所

二、 医建大单不断，PPP 和买方信贷助力

公司频频获得医建大单，其中具有代表性的有 2016 年 3 月中标兰州新区公共卫生服务平台建设项目，项目总投资达 25 亿元；2016 年 4 月获得商丘公共卫生服务平台建设项目，计划投资总额约 30 亿元；2017 年 8 月中标渭南市临渭区中医医院整体迁建融资建设项目，中标金额 6.5 亿元，截至 2017 年 6 月 30 日公司共有在手订单 64.37 亿元。此外，根据公司公告 2016 年以来包括协议、中标、合同各阶段的医建项目金额数达 113 亿元左右，极大支撑了公司未来的业绩增长。

图表3 2016 年以来医建项目情况统计

公告时间	项目名称	项目金额 (亿元)	建设周期 (年)	阶段
2016 年 2 月 23 日	陕西省澄城县中医医院（澄城 县人民医院）整体迁建项目融资建设合同	3	2	合同
2016 年 3 月 22 日	兰州新区公共卫生服务平台建设项目	25	5	协议
2016 年 3 月 24 日	绥阳县人民医院新城院区建设项目投资合作协议	4.5	2	协议
2016 年 3 月 31 日	独山县人民医院及中医院迁建项目 PPP【建设、拥有、运营（BOO）】模式合作伙伴	7	2	中标
2016 年 4 月 14 日	商丘市公共卫生服务平台建设项目	30	6	协议
2016 年 4 月 18 日	河南省夏邑县中医院及红十字医院整体迁建项目的整体建设及医疗设备的配置	6	3	协议
2016 年 5 月 7 日	河南省宁陵县妇幼保健院建设项目融资建设合同	2.5	2	合同
2016 年 10 月 19 日	嘉祥县人民医院新院区建设项目	2.33	-	协议
2016 年 12 月 17 日	陕西省澄城县医院整体迁建融资建设项目	6	3	合同
2016 年 12 月 17 日	兰州新区中医医院建设项目设计施工总承包	4.57	2	合同
2017 年 2 月 14 日	金寨县人民医院建设项目	5.5	2	协议
2017 年 5 月 16 日	获嘉县中医院搬迁工程门诊楼、医技楼、住院楼建设项目（第 1 标段）	1.33	-	中标
2017 年 5 月 26 日	鹤山市人民医院新院区建设项目勘察、设计、施工总承包	3.76	-	中标
2017 年 6 月 15 日	宁陵县人民医院内 科病房楼建设工程施工总承包	1.06	-	中标
2017 年 8 月 17 日	渭南市临渭区中医医院整体迁建融资建设项目	6.5	2	中标
2017 年 8 月 26 日	南丰县人民医院整体迁建（新区医院二期）工程设计、采购、施工总承包（EPC）	4	-	中标
	总计	113.05		

资料来源：公司公告、平安证券研究所

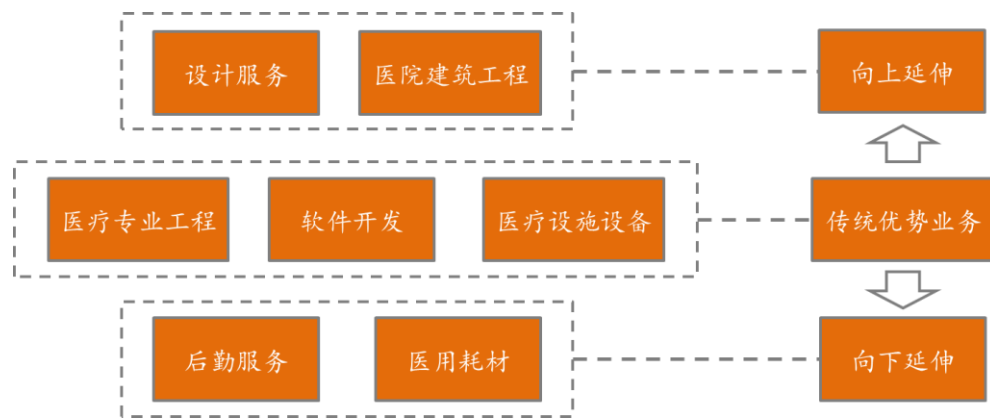
除了传统的承接医建订单的方式之外，公司积极通过 PPP 和买方信贷的方式持续扩展医疗服务资源。PPP 的基本模式是：由公司全资子公司尚荣投资与地方政府和医院共同成立一家医院管理公司，地方政府和医院以医院自身净资产入股，尚荣处于控股地位。由医院管理公司来负责日常运营和管理，但不控股医院，通常引进外部财务投资者。公司在医院管理中拥有绝对的主导权，从而获得持续的医疗扩张能力。公司已于独山、秦皇岛等项目签订 PPP 协议。而买方信贷业务则是指通过为经营良好、资金紧缺的医院提供专项贷款或贷款担保，但该专项贷款仅供购买公司的产品或服务。

两种业务均可以通过较少的资金撬动较大规模的项目，并为公司带来持续的医疗资源，为后续提供产品和服务奠定基础。

三、积极扩展产业链，打造医疗服务平台

公司传统业务以医疗专业工程、软件开发和医疗设施设备为主，公司依托通过医院整体建设业务为客户提供医院建筑工程的管理、医疗专业工程的实施和医疗器械的配置等服务的优势，运用并购投资手段，构建起覆盖医院建筑工程、医疗专业工程、医用软件开发、医疗设备销售、医用耗材销售、医院后勤托管、医院建设及投资全产业链条。

图表4 公司医疗平台产业模式



资料来源：公司公告、平安证券研究所

公司积极进行外延并购，先后收购锦州医械 66.21%的股权、普尔德 100%的股权、台湾康源 52%的股权等，不断丰富产品线。同时公司分别出资 2 亿和 2.87 亿元成立尚荣高盈医疗产业并购基金和尚荣平安医疗并购基金，旨在加快整合医疗产业资源。我们看好公司旗下各项业务之间的相互协同，公司医疗服务平台初步建成。

四、盈利预测与投资评级

我们看好公司大量医建订单支撑下未来业绩增长以及医疗服务平台上各项业务之间的协同，我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.20、0.23 和 0.28 元，对应 PE 分别为 48.7、43.1 和 35.3 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

五、风险提示

1. 医建项目进度不及预期；
2. 应收账款回收风险；
3. 买方信贷风险；
4. 外延并购不及预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2348	3259	3887	4775
现金	524	964	1189	1454
应收账款	1234	1469	1865	2213
其他应收款	44	59	69	88
预付账款	29	112	61	151
存货	327	463	512	677
其他流动资产	190	192	191	194
非流动资产	1710	1881	2070	2257
长期投资	8	8	9	9
固定资产	225	369	509	641
无形资产	242	282	331	379
其他非流动资产	1235	1222	1222	1228
资产总计	4058	5140	5957	7032
流动负债	1550	2527	3224	4135
短期借款	206	1025	1273	1940
应付账款	789	914	1187	1374
其他流动负债	556	589	764	820
非流动负债	337	327	318	308
长期借款	85	75	66	56
其他非流动负债	253	253	253	253
负债合计	1887	2855	3543	4443
少数股东权益	407	433	462	497
股本	444	665	665	665
资本公积	815	594	594	594
留存收益	529	643	777	945
归属母公司股东权益	1764	1853	1953	2091
负债和股东权益	4058	5140	5957	7032

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	281	-120	304	-49
净利润	136	159	179	219
折旧摊销	32	29	42	56
财务费用	19	22	44	63
投资损失	-6	-6	-6	-6
营运资金变动	30	-324	44	-382
其他经营现金流	70	0	0	0
投资活动现金流	-489	-194	-226	-236
资本支出	142	171	189	186
长期投资	-387	-0	-0	-0
其他投资现金流	-734	-23	-37	-51
筹资活动现金流	319	-66	-101	-117
短期借款	-37	0	0	0
长期借款	24	-10	-9	-10
普通股增加	9	221	0	0
资本公积增加	186	-221	0	0
其他筹资现金流	138	-56	-92	-106
现金净增加额	115	-379	-23	-402

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1946	2428	2995	3662
营业成本	1471	1856	2289	2792
营业税金及附加	26	35	44	52
营业费用	68	85	105	129
管理费用	151	189	233	284
财务费用	19	22	44	63
资产减值损失	62	62	76	92
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	6	6	6
营业利润	154	185	209	256
营业外收入	8	6	5	6
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	162	190	214	262
所得税	26	31	35	43
净利润	136	159	179	219
少数股东损益	22	26	29	36
归属母公司净利润	114	133	150	184
EBITDA	196	236	296	378
EPS(元)	0.17	0.20	0.23	0.28

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	16.8	24.8	23.3	22.3
营业利润(%)	-14.9	19.7	13.3	22.4
归属于母公司净利润(%)	-16.1	16.5	12.9	22.4
获利能力				
毛利率(%)	24.4	23.6	23.6	23.8
净利率(%)	5.9	5.5	5.0	5.0
ROE(%)	6.3	7.0	7.4	8.5
ROIC(%)	6.0	5.4	6.0	6.2
偿债能力				
资产负债率(%)	46.5	55.5	59.5	63.2
净负债比率(%)	-10.4	6.8	7.1	21.9
流动比率	1.5	1.3	1.2	1.2
速动比率	1.3	1.1	1.0	1.0
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	1.8	1.8	1.8	1.8
应付账款周转率	2.2	2.2	2.2	2.2
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.20	0.23	0.28
每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	-0.18	0.46	-0.07
每股净资产(最新摊薄)	2.65	2.79	2.94	3.14
估值比率				
P/E	56.7	48.7	43.1	35.3
P/B	3.7	3.5	3.3	3.1
EV/EBITDA	35.1	30.9	24.8	20.6

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033