



医药生物：尚荣医疗（002551）业绩点评

2017年9月4日

业绩有望触底回升，内生外延完善医疗全产业链

推荐（首次）

⑤ 事件

近期，公司发布2017年业绩中报，上半年年实现营业收入10.16亿元，同比增长19.46%，归属母公司净利润9,530万元，同比增长14.52%。同时，公司公布2017年1-9月业绩预告，预计实现归母净利润为1.43亿元-1.82亿元，同比增长10%-40%。

⑤ 买方信贷、PPP等推动公司订单持续增长，业绩有望触底回升

公司是国内医疗专业工程领域最大的服务商之一，通过买方信贷、PPP模式加速布局医疗产业链，达到建设、投资、运营医院的目的，打造成为国内大型的综合医疗服务提供商。2016年底已签订合同额超过64亿元，其中多个项目已逐步开工，未来业绩有望触底回升。公司还签署了多个合作框架协议，预计公司后续仍将会有大量的新增订单，从而对公司未来业绩形成强有力的保障。

⑤ 内生外延不断完善医疗平台全产业链模式

公司的目标是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，在此目标上，公司依托通过医院整体建设业构建医疗物流、耗材产销、器械产销、医院投资等四大产业平台，通过外延并购普尔德医疗、锦州医械等进入医疗器械产业，并成立多个医疗基金，预计未来在在医疗器械等多个领域仍有外延发展预期，实现各业务协同效应的结果，推动公司长远发展。

⑤ 投资策略

我们预计公司17-19年归属母公司净利润1.74亿元、2.13亿元、2.61亿元，同比增长49.2%、23.3%、22.3%，对应EPS为0.26、0.32、0.39元，对应PE为37倍、30倍和25倍，首次给予“推荐”评级。

⑤ 风险提示

订单不及预期，工程进度不及预期，买方信贷业务风险，业务整合风险。

市场表现 截至2017.9.3



市场数据 2017-9-3	
A股收盘价(元)	9.82
一年内最高价(元)	17.75
一年内最低价(元)	8.92
上证指数	3,367.12
市净率	3.6
总股本(万股)	66,511
实际流通A股(万股)	40,759
限售流通A股(万股)	25,752
流通A股市值(亿元)	40.0

联系人：祝琳琪
执业证书号：S1490516090004
电话：010-85556198
邮箱：zhulingqi@hrsec.com.cn

图表：财务数据及估值

会计年度	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	1,666.3	1,946.0	2,297.6	2,700.7	3,209.7
同比增长(+/-%)	42.8%	16.8%	18.1%	17.5%	18.8%
归属净利润(百万元)	136.1	114.2	174.3	212.5	261.4
同比增长(+/-%)	33.2%	-16.1%	52.7%	21.9%	23.0%
每股收益(元)	0.20	0.17	0.26	0.32	0.39
PE	48.00	57.22	37.46	30.74	24.98
PB	2.93	2.47	3.43	3.15	2.86

证券研究报告

目录

一、买方信贷、PPP 等模式推动公司订单持续增长，业绩有望触底回升.....	4
二、内生外延不断完善医疗平台全产业链模式.....	6
三、定增发行提升公司核心竞争力.....	7
四、投资策略.....	7
五、风险提示.....	8

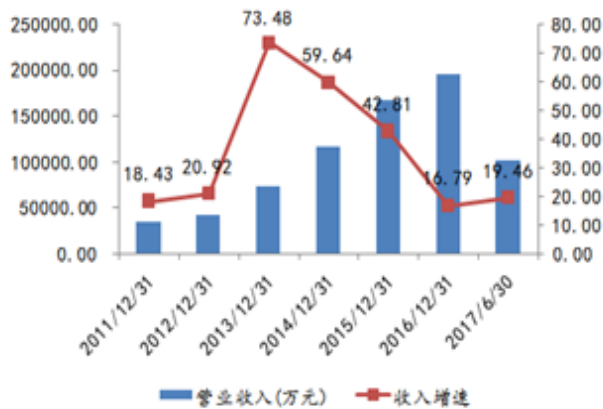
图表目录

图表 1、公司营业收入及增速（2011-2017H）	4
图表 2、公司净利润及增速（2011-2017H）	4
图表 3、公司在手订单项目	4
图表 4、公司签署合作框架项目	6
图表 5、公司“医疗平台”产业模式	7
图表 6、定增募集资金用途	7

一、买方信贷、PPP 等模式推动公司订单持续增长，业绩有望触底回升

公司作为中国医院建设及医疗专业工程行业的领先者，主要立足于医院建设的规划设计、装饰施工、软件开发、医疗设备及特种医疗设施的研发和生产，并提供前期咨询、项目融资，及后期维护、后勤管理等一体化服务，迅速成为国内医疗专业工程领域最大的服务商之一。随着人民健康意识的提高以及分级诊疗的推行，未来我国医院势必通过新建、改建、扩建的方式，增加医院卫生资源的供应，缓解医院卫生资源供给低于医疗服务需求之间的矛盾。公司通过特色的买方信贷服务以及 PPP 项目等，将持续享受医疗建设市场成长的红利，推动公司收入和业绩的稳定增长。

图表 1、公司营业收入及增速（2011-2017H）



数据来源：Wind，华融证券整理

图表 2、公司净利润及增速（2011-2017H）



数据来源：Wind，华融证券整理

截止至 2016 年 12 月 31 日，公司已签订合同额超过 64 亿元，其中多个项目已逐步开工，随着项目土建工程的逐步开工以及未来医疗专业工程的开工，未来有望推动收入高速增长，业绩逐步触底回升。

图表 3、公司在手订单项目

序号	合同名称	合同签署期	合同价 (万元)	合同工期	项目进度 (截止至 2017. 6. 30)
1	《黑龙江省双鸭山市人民医院整体项目融资建设合同》	2013. 12. 21	20,000	12 个月	医用工程及设备安装阶段。
2	《陕西省渭南市第二人民医院住院综合楼建设项目融资建设合同》	2015. 6. 3	30,000	24 个月	装饰安装阶段。
3	《陕西省丹凤县中医医院整体迁建项目融资建设合同》	2016. 2. 22	36,000	36 个月	二次结构施工中。
4	《河南省宁陵县人民医院病房综合楼新建项目融资建设合同》	2016. 5. 6	15,000	24 个月	主体施工中

5	《河南省宁陵县妇幼保健院建设项目融资建设合同》	2016. 5. 6	10,000	24 个月	主体施工中
6	《陕西省澄城县医院整体迁建项目融资建设合同》	2016. 12. 16	60,000	36 个月	主体施工中
7	《安龙县人民医院整体迁建项目后续装饰、安装工程及设备采购融资合同》		7,000	6 个月	医用工程完工, 市政工程施工中
8	《陕西省渭南市临渭区中医院整体迁建项目融资建设合同》		39,000	24 个月	主体施工中。已于 2017 年 7 月 30 日收到中标通知书
9	《独山县中医院整体迁建项目融资建设合同》	2017. 7. 25	20,000	36 个月	主体施工中。
10	《独山县人民医院整体迁建项目融资建设合同》	2017. 7. 25	50,000	36 个月	土方开挖。
11	《秦皇岛市第二医院投资迁建合作协议书》	2015. 5	90,000	36 个月	科教楼主体施工中。
12	《获嘉县中医院整体迁建项目获嘉县招商引资建设项目合作框架协议》	2017. 5. 30	13,300	620 天	主体施工中。已于 2017 年 5 月 12 日收到中标通知书。
13	《鹤山市人民医院新院区建设项目勘察、设计、施工总承包合同》	2017. 6. 16	37,611.19	920 天	设计阶段。已于 2017 年 5 月 19 日收到中标通知书。
14	《南丰县人民医院整体迁建项目融资建设合同》		40,000	24 个月	正在办理项目前期准备工作。已于 2017 年 8 月收到中标通知书
15	《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. 7. 13	21,800	1037 天	尚未开工。
16	《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. 7. 31	14,000	793 天	尚未开工。
17	《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. 7. 31	90,000	862 天	正在办理项目开工等施工前期准备工作。
18	《山东省曹县人民医院新区三期建设项目融资建设合同》	2013. 4. 23	50,000	30 个月	尚未开工。

数据来源：公司公告，华融证券整理

除了已签订单外，公司还签署了多个合作框架协议，由于公司在医疗建设领域积累了丰富的行业经验以及优秀的品牌管理，预计公司后续仍将会有大量的新增订单，从而保障公司业绩持续稳定增长。

图表 4、公司签署合作框架项目

序号	合同名称	合同签署期	合同价 (万元)	项目进度 (截止至 2017. 6. 30)
1	陕西省眉县中医医院整体迁建招商引资建设项目合作协议书	2013. 4. 27	25, 000	公司已中标该项目, 现正与相关单位商议合同具体条款, 尚未签订正式合同。
2	印江县人民医院整体迁建招商引资建设项目合作协议书	2015. 12. 9	45, 000	
3	绥阳县人民医院新城院区建设项目投资合作协议	2016. 3. 23	45, 000	
4	河南省夏邑县中医院及红十字医院建设项目合作协议书	2016. 4. 18	60, 000	
5	嘉祥县人民医院新院区建设项目 PPP 投资合作框架协议	2016. 10. 19	70, 000	项目公司仍在跟进中
6	兰州新区管理委员会深圳市尚荣医疗股份有限公司战略合作框架协议	2016. 8. 31	200, 000-250, 000	正与交易对方洽谈相关合作细节事宜
7	商丘市人民政府深圳市尚荣医疗股份有限公司战略合作框架协议	2016. 4. 14	300, 000	正与交易对方洽谈相关合作细节事宜
8	金寨县人民政府与深圳市尚荣医疗投资有限公司合作框架协议书	2017. 2. 14	55, 000	正与交易对方洽谈相关合作细节事宜

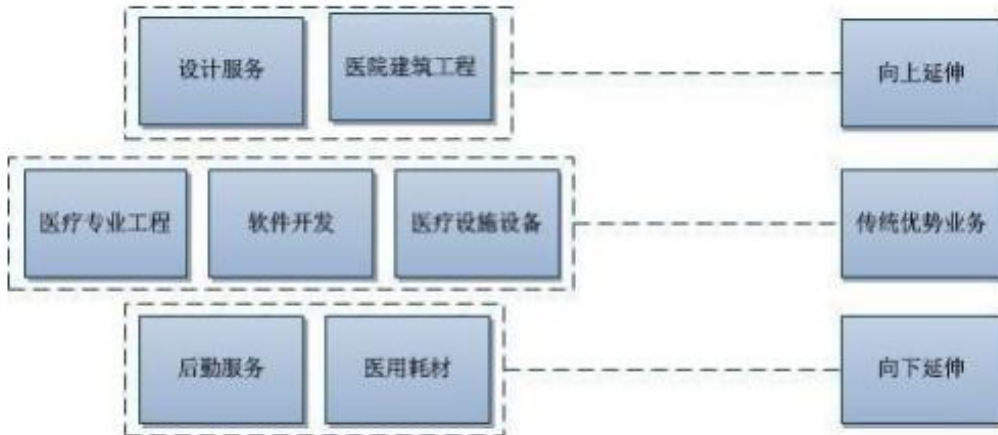
数据来源: 公司公告, 华融证券整理

二、内生外延不断完善医疗平台全产业链模式

公司为了进一步完善和丰富产品体系和产业链条, 在继续保持公司医建主业健康稳定发展的基础上, 通过收购兼并等方式, 不断完善公司搭建医用耗材产销平台战略目标, 在 2013 年公司通过收购普尔德医疗, 获得非织造布一次性 (或称用即弃) 手术衣、防护服及手术包等医疗防护产品, 与公司原有洁净手术部为核心的医疗专业工程协同发展。在 2015 年收购张家港市锦州医械切入骨科等高值耗材领域。2016 年公司耗材实现营业收入 10.23 亿元, 同比增长约 27%, 我们预计在器械行业稳定增长的红利下, 公司未来医疗耗材板块能将保持 15% 左右的速度稳定增长。

公司的目标是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, 在此目标上, 公司依托通过医院整体建设业构建医疗物流、耗材产销、器械产销、医院投资等四大产业平台, 预计未来在医疗器械等多个领域仍有外延发展预期。随着公司在全产业链的不断打通和成熟, 将实现各业务协同效应的结果, 使公司具有全产业链核心优势, 在激烈的市场竞争中处于领先地位, 实现公司的长远发展。

图表 5、公司“医疗平台”产业模式



数据来源：公司公告，华融证券整理

三、定增发行提升公司核心竞争力

公司的非公开发行股票预案在 2017 年 7 月 21 日获证监会批文，此次定增公司拟募集资金不超过 84,000 万元，募集资金扣除发行费用后的募集资金净额拟用于医院手术部、ICU 产品产业化项目和增加医院整体建设业务资金。随着定增的顺利实施，公司资金瓶颈的影响将逐步消除，公司医院建设业务和医疗器械业务发展将逐步加速，进一步推动公司医院建设核心业务的发展，并抓住医疗器械国产化替代趋势下快速发展的行业机遇。

图表 6、定增募集资金用途

序号	项目名称	项目投资额	募集资金拟投入额
1	医院手术部、ICU 产品产业化项目	73,231.74	59,000.00
2	增加医院整体建设业务资金	46,876.67	25,000.00
合计		120,108.41	84,000.00

数据来源：华融证券整理

四、投资策略

我们预计公司 17-19 年收入 22.52 亿元、25.78 亿元和 30.09 亿元，同比增长 15.7%、14.5%、16.7%，归属母公司净利润 1.75 亿元、2.10 亿元、2.52 亿元，同比增长 49.8%、21.7%、19.1%。不考虑增发摊薄下，17-19 年对应 EPS 为 0.26、0.32、0.38 元，对应 PE 为 37 倍、31 倍和 26 倍。公司在手订单推动公司稳定发展，在订单总金额不断增加以及项目逐步开工下，业绩有望触底回升，公司逐步进入医院管理与医疗服务领域，不断完善医疗平台全产业链布局，我们首次给予“推荐”评级。

五、风险提示

订单不及预期,工程进度不及预期,买方信贷业务风险,业务整合风险。

附表：
资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,060.0	2,348.3	2,927.6	3,380.3	3,963.4
现金	385.9	523.9	689.3	810.2	962.9
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	2.5	1.7	1.8	2.9	2.9
应收款项	932.8	1,234.2	1,457.6	1,713.3	2,036.2
其他应收款	38.8	44.3	54.3	62.8	74.5
存货	299.1	327.0	422.2	495.1	587.2
其他	400.8	217.0	302.3	296.0	299.6
非流动资产	854.9	1,709.9	1,756.0	1,785.7	1,823.9
长期股权投资	8.0	8.1	8.1	8.1	8.1
固定资产	234.2	225.2	210.4	191.2	167.6
无形资产	163.0	241.7	299.0	345.5	403.9
其他	449.6	1,234.9	1,238.4	1,240.8	1,244.2
资产总计	2,914.9	4,058.2	4,683.6	5,166.0	5,787.3
流动负债	1,184.4	1,550.1	2,007.1	2,281.3	2,648.1
短期负债	242.8	205.8	569.9	554.0	613.6
应付账款	560.8	788.8	879.9	1,070.1	1,246.3
预收账款	105.4	178.3	177.9	228.3	260.0
其他	275.4	377.3	379.3	428.8	528.3
长期负债	84.4	252.7	336.9	336.9	336.9
长期借款	61.0	84.6	84.6	84.6	84.6
其他	23.3	168.1	252.3	252.3	252.3
负债合计	1,268.7	1,802.8	2,344.0	2,618.2	2,985.0
股本	435.5	444.1	665.1	665.1	665.1
资本公积金	628.9	814.6	814.6	814.6	814.6
留存收益	431.8	528.9	446.4	616.3	825.5
少数股东权益	101.8	406.8	435.8	474.0	519.3
母公司所有者权益	1,457.4	1,764.2	1,903.8	2,073.8	2,282.9
负债及权益合计	2,914.9	4,058.2	4,683.6	5,166.0	5,787.3

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	217.6	281.4	-76.6	261.0	238.7
净利润	155.1	136.3	203.3	250.7	306.7
折旧摊销	29.6	31.8	25.6	31.1	36.4
财务费用	14.2	17.8	12.8	18.2	16.5
投资收益	-6.4	-5.5	-4.1	-5.3	-5.0
营运资金变动	-57.0	29.7	-334.0	-48.2	-131.5
其他	50.7	9.8	19.6	14.6	15.5
投资活动现金流	-447.4	-488.6	-74.5	-63.5	-76.8
资本支出	-378.3	195.2	-78.6	-68.8	-81.8
其他投资	-69.1	-683.8	4.1	5.3	5.0
筹资活动现金流	43.2	319.2	316.5	-76.6	-9.2
借款变动	189.4	-13.5	364.1	-15.9	59.6
普通股增加	72.8	8.5	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	-40.4	185.7	0.0	0.0	0.0
股利分配	-36.3	0.0	-34.9	-42.5	-52.3
其他	14.2	167.8	-12.8	-18.2	-16.5

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,666.3	1,946.0	2,297.6	2,700.7	3,209.7
营业成本	1,215.9	1,471.1	1,764.3	2,068.0	2,452.9
营业税金及附加	27.2	26.2	29.9	35.1	41.7
营业费用	59.3	67.8	68.9	81.0	96.3
管理费用	152.3	151.1	160.8	189.0	224.7
财务费用	5.1	19.5	12.8	18.2	16.5
资产减值损失	31.5	61.5	27.6	21.9	23.5
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	6.5	5.5	4.1	5.3	5.0
营业利润	181.5	154.4	237.3	292.9	359.1
营业外收入	4.9	8.4	5.4	6.2	6.6
营业外支出	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
利润总额	186.0	162.2	242.1	298.5	365.1
所得税	30.9	25.8	38.7	47.8	58.4
净利润	155.1	136.3	203.3	250.7	306.7
少数股东权益	19.0	22.2	29.0	38.3	45.3
归属母公司所有者净利润	136.1	114.2	174.3	212.5	261.4
EPS (元)	0.20	0.17	0.26	0.32	0.39

主要财务比率

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
同比增长率					
营业收入	42.8%	16.8%	18.1%	17.5%	18.8%
营业利润	38.3%	-14.9%	53.7%	23.4%	22.6%
净利润	39.7%	-12.1%	49.2%	23.3%	22.3%
盈利能力					
毛利率	27.0%	24.4%	23.2%	23.4%	23.6%
净利率	9.3%	7.0%	8.8%	9.3%	9.6%
ROE	9.3%	6.5%	9.2%	10.2%	11.5%
ROIC	10.2%	7.4%	8.5%	9.9%	10.9%
偿债能力					
资产负债率	46.5%	46.5%	50.0%	50.7%	51.6%
流动比率	1.74	1.51	1.46	1.48	1.50
速动比率	1.22	1.18	1.12	1.17	1.19
营运能力					
资产周转率	0.57	0.48	0.49	0.52	0.55
存货周转率	4.07	4.50	4.18	4.18	4.18
应收账款周转率	1.78	1.57	1.57	1.57	1.57
每股资料 (元)					
每股收益	0.20	0.17	0.26	0.32	0.39
每股经营现金	0.50	0.63	-0.12	0.39	0.36
每股净资产	3.35	3.97	2.86	3.12	3.43
每股股利	0.15	0.00	0.15	0.15	0.16
估值比率					
PE	48.00	57.22	37.46	30.74	24.98
PB	2.93	2.47	3.43	3.15	2.86

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15% 以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5% 以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5% 到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5% 到 5% 内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5% 以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15% 以上		

免责声明

祝琳琪，在此声明，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等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号 15 层 (100020)

传真：010-85556173 网址：www.hrsec.com.cn