



医建需求长期旺盛，买方信贷+PPP 力助公司业绩高增长

2017.11.05

唐爱金(分析师) 冯俊曦(研究助理)
电话: 020-88836115 020-88836115
邮箱: tangajj@gzgzhs.com.cn Fengjx@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310516100001

● **医疗资源短缺+地方财政紧张+产业政策推动，医建和 PPP 项目需求长期旺盛：**我国 2.8 万家医院当中，一半以上的医院已经使用超过 25 年，改建、扩建、新建的需求长期旺盛。但政府财政收入增速从 2011 年的高位近 30% 下降到 2015 年的 10% 以下，收支矛盾突出，难以承担巨额的医疗建设投入。为缓解财政收支压力，政府持续颁布一系列产业政策推动 PPP 项目发展，引入社会资本参与公共项目的投资、融资和建设。结合“医疗资源”、“地方财政”、“产业政策”三大维度，我们认为：在医疗资源短缺和地方财政紧张的现状下，医院建设的长期需求旺盛，医院 PPP 项目在产业政策支持下有望快速发展。

● **买方信贷的医建模式力助公司“小资金撬动大订单”，已签订的买信建设合同 48.72 亿，项目收入有望近年逐步确认，助业绩高增长：**

公司为综合性公立医院提供买方信贷额度和贷款保证担保，银行放款专项用于经营状况良好、资金紧缺的医院购买尚荣医疗的产品或服务(包括医院建设、医疗工程、设备配套等费用)，买方信贷力助公司以小资金撬动大订单。当前公司实际担保余额为 6.48 亿元，占净资产的比例为 35.66%，近三年的实际担保余额比例较为稳定，且各担保对象经营正常，公司潜在承担担保责任的风险较小。目前公司已签订的买信建设合同为 48.72 亿元，其中绝大部分订单都处于已开工或施工前准备阶段，近期项目收入有望逐步确认，助公司业绩高增长。

● **尚荣独创 PPP 模式“医建切入+杠杆融资+BOO 运营”，打造医院管理品牌，长期成长性可观：**

公司的 PPP 模式是以医院整体建设为切入口，帮助地方政府投资、融资建设医院，从而实现对医院的控制，涉入医院经营管理业务，通过药械供应配送、后勤托管、提取管理费等方式获得持续收入。目前 PPP 项目共 7 个，总投资额达 42.5 亿元，公司目标 3-5 年内获得 30 家公立医院的经营管理权，形成自己的医院管理品牌。按照 30 家医院收入规模达 100 亿元以上(预计平均每家医院超过 3 亿)、净利润率 15%、5-8% 管理费用进行估算，在耗材配送业务上，公司的业务拓展空间高达 20 亿元营收；在医院管理业务上，30 家医院每年有望贡献超 1 亿元利润。

● **布局器械耗材产销业务，合理延伸产业链，医用耗材业务迅速扩张，与医院管理有效协同：**

公司结合医疗专业工程主业优势，合理往下游延伸产业链，通过收购方式布局器械耗材产销业务。其中，主要的器械耗材产销布局包括收购普尔德医疗(持有 55% 股权)和锦洲医疗(持有 66.21% 股权)。目前，医用耗材产销业务的营业收入从 2013 年的 1.35 亿元增长到 2016 年的 10.23 亿元。

● **盈利预测与估值：**

根据公司现有业务情况，我们测算公司 17-19 年 EPS 分别为 0.26、0.32、0.39 元，对应 38、31、25 倍 PE，给予“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**订单确认不达预期、应收账款回款风险、买方信贷风险等

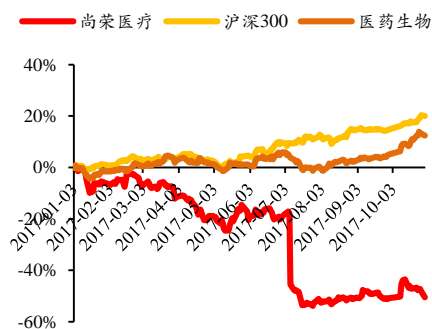
主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1946.05	2430.05	3002.95	3629.00
同比(%)	16.79%	24.87%	23.58%	20.85%
归属母公司净利润	114.15	174.92	213.53	258.35
同比(%)	-16.10%	53.23%	22.07%	20.99%
每股收益(元)	0.17	0.26	0.32	0.39
P/E	38.32	37.54	30.75	25.41
P/B	2.48	3.42	3.40	3.33
EV/EBITDA	29.46	23.86	19.65	16.40

强烈推荐

现价: 9.85
目标价: 12.00
股价空间: 22.00%

医药生物行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
尚荣医疗	0.72	1.34	-39.01
沪深 300	4.52	7.27	16.57
医药生物	7.06	12.12	10.72

基本资料

总市值(亿元)	64.38
总股本(亿股)	6.65
流通股比例	61.35%
资产负债率	42.51%
大股东	梁桂秋
大股东持股比例	42.01%

相关报告

广证恒生-点评报告-新增合同订单 10.57 亿元，医建项目落地加速-20161218

广证恒生-点评报告-兰州卫生项目中标 3.69 亿元，利好业绩放量-20161017



目录

目录	2
图表目录	3
1. 尚荣医疗：医疗建设整体服务专业提供商	4
1.1 起步于洁净手术部，加速推进医疗全产业链布局	4
1.2 公司持股比例集中，是典型的民营家族企业	5
1.3 依靠医用耗材销售建设合同订单，公司业绩实现高速增长	5
2. 医疗资源短缺+地方财政紧张+产业政策推动，医院建设和 PPP 项目需求长期旺盛	7
2.1 我国医疗资源短缺，医院建设需求持续旺盛	7
2.2 政府财政收支紧张，需积极引进社会资本办医	8
2.3 政府持续颁布一系列政策推动 PPP 项目发展	9
3. 买方信贷的医建模式：业务竞争优势明显，项目风险可控，收入持续确认可期	10
3.1 公司提供“设计+施工+产品+服务”一站式医疗工程建设服务	10
3.2 “买方信贷”力助公司小资金撬动大订单，风险可控、优势明显	10
3.2.1 政府、公司、银行三方协力，严格把控买方信贷项目风险	11
3.2.2 公司开展买信业务优势明显：产业链齐全+医建资质完备+融资平台强大	12
3.2.3 公司担保余额比例稳定，承担担保责任风险较小	12
3.3 买信建设合同储备丰富，有望陆续确认收入，显著增厚业绩	13
4. 医院 PPP 模式具备竞争优势，长期成长可观	14
4.1 医疗 PPP 模式主要分为外包、特许经营、私有化三大类	14
4.2 尚荣医疗 PPP 模式：医建切入+杠杆融资+BOO 运营	14
4.3 尚荣医疗的 PPP 模式具备多方面优势	15
4.4 PPP 项目进展顺利，3-5 年内有望管理 30 家公立医院	16
5. 布局器械耗材产销业务，合理延伸产业链	17
6. 风险提示	19



图表目录

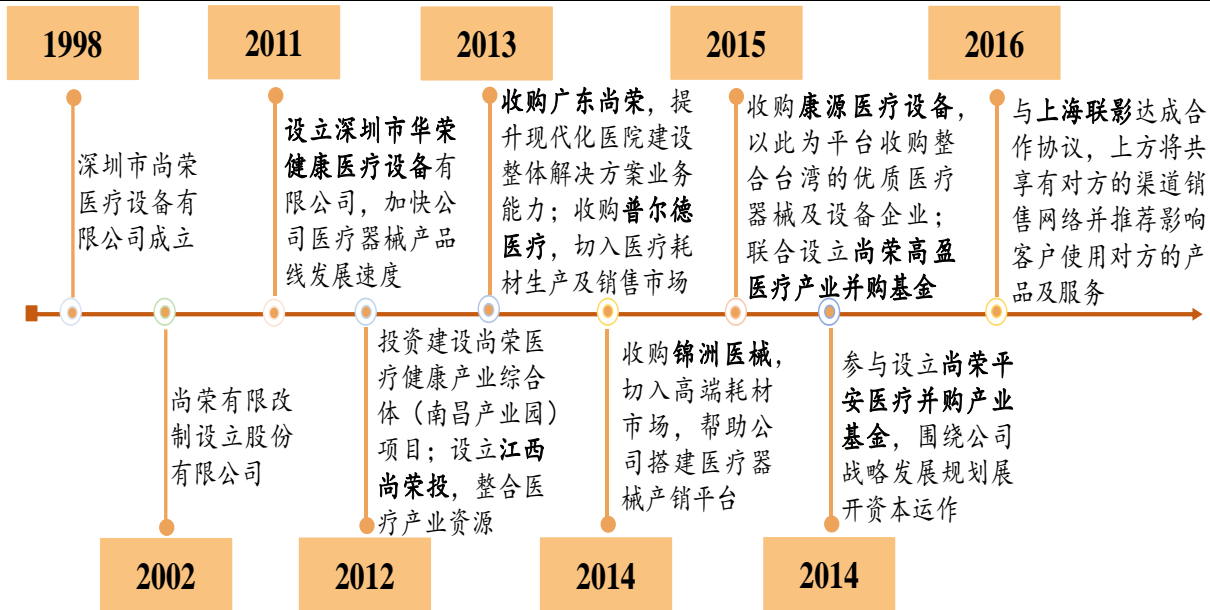
图表 1.	起步于洁净手术部，加速推进医疗全产业链布局.....	4
图表 2.	目前业务涵盖医院整体建设、医疗器械产销和医院后勤管理服务三大业务板块.....	4
图表 3.	公司股权集中，梁桂秋、梁桂添、梁桂忠三兄弟合计持有 52.66% 股权.....	5
图表 4.	尚荣医疗 17 年 Q3 营收同比增长 10.73%	6
图表 5.	尚荣医疗 17 年 Q3 利润同比增长 11.18%.....	6
图表 6.	17 年 H1 医疗专业工程、医用耗材和建造合同收入的营收占比分别为 13%、42%、29%	6
图表 7.	2017 年 H1 医疗专业工程、医用耗材和建造合同收入毛利率分别为 27%、31%、17%	7
图表 8.	我国现有医院数量超过 2.8 万家，存量基数大.....	7
图表 9.	一半以上的医院已经使用超过 25 年.....	8
图表 10.	地方财政收支矛盾突出	8
图表 11.	土地收入减少将导致地方财政吃紧.....	8
图表 12.	地方财政收入呈现“马太效应”，中西部财政收支矛盾更突出	9
图表 13.	政府颁布一系列政策推动 PPP 项目的发展.....	9
图表 14.	提供“设计+施工+产品+服务”式的一站式医疗工程建设服务	10
图表 15.	“买方信贷”力助公司利用小资金撬动大订单	11
图表 16.	公司制定多维评估标准，严格筛选出优质医院客户.....	11
图表 17.	产业链布局+医建资质+融资平台，公司买信业务优势明显	12
图表 18.	公司近 3 年实际担保金额比例稳定，承担担保责任风险较小.....	13
图表 19.	目前已签订的买信建设合同高达近 50 亿元，有望陆续确认收入.....	13
图表 20.	三种常见医疗 PPP 模式的梳理.....	14
图表 21.	尚荣医疗的医疗 PPP 模式图解.....	15
图表 22.	尚荣医疗的医疗 PPP 具备多方面优势.....	15
图表 23.	上市公司医疗 PPP 布局情况梳理（尚荣模式以 BOO 模式参与 PPP，其他企业以 BOT 模式为主）	16
图表 24.	目前 PPP 订单高达 42.5 亿元，有望陆续确认收入.....	17
图表 25.	尚荣医疗 PPP 项目的长期收益测算.....	17
图表 26.	医用耗材产销业务从 2013 年的 1.35 亿元增长到 2016 年的 10.23 亿元.....	17
图表 27.	2011-16 年普尔德营收年复合增长 27%	18
图表 28.	2011-16 年普尔德利润年复合增长 38%	18
图表 29.	收购锦州医疗切入骨科高值耗材领域.....	18

1. 尚荣医疗：医疗建设整体服务专业提供商

1.1 起步于洁净手术部，加速推进医疗全产业链布局

尚荣医疗成立于 1998 年，主要提供以洁净手术部为核心的医疗专业工程整体解决方案。公司在保持医疗专业工程主业优势的基础上，适时拓展上下游产业链，致力于配套开展医院建设规划设计、医疗专业工程、医疗设备配置、医疗信息系统、医院后勤管理及医用耗材产销等业务，现已形成完整全产业链布局。

图表1. 起步于洁净手术部，加速推进医疗全产业链布局



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

随着产业链的逐步完善，公司完成了从一家单一的医疗建设工程企业向现代化医院建设整体服务提供商的转型，其业务涵盖医院整体建设、医疗器械产销和医院后勤管理服务三大业务板块。

图表2. 目前业务涵盖医院整体建设、医疗器械产销和医院后勤管理服务三大业务板块

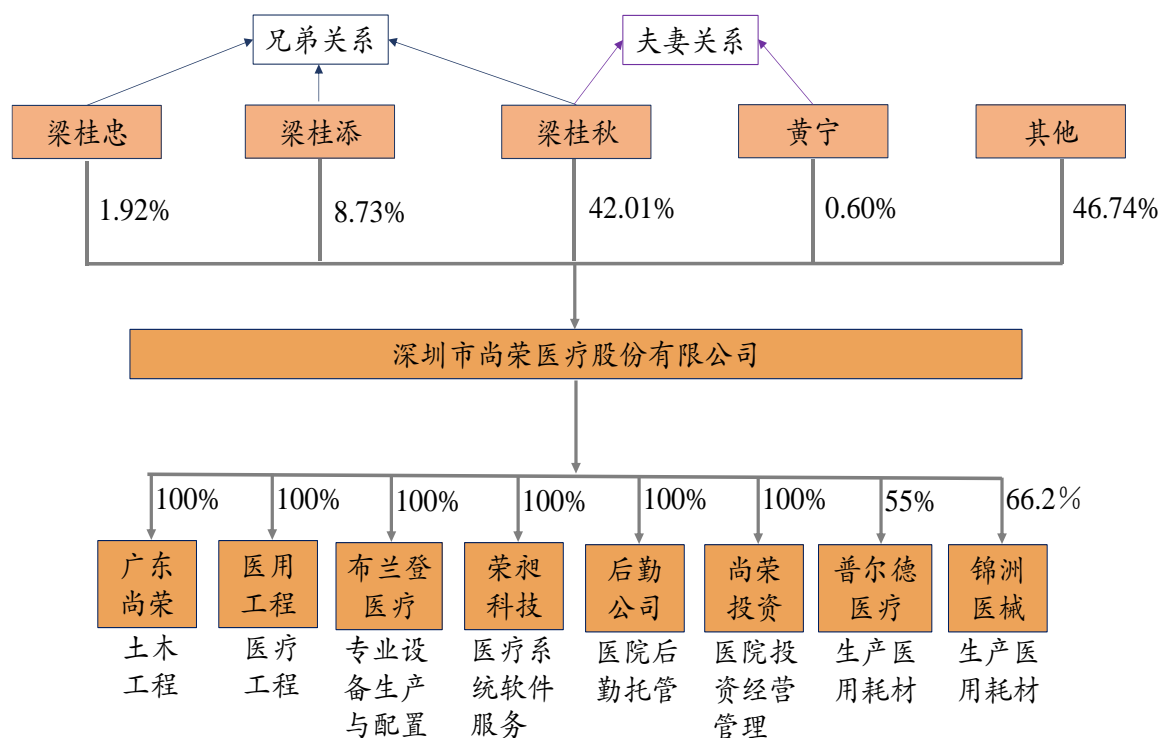


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

1.2 公司持股比例集中，是典型的民营家族企业

公司的实际控制人为梁桂秋、梁桂添、梁桂忠三兄弟分别持有公司 42.01%、8.73%、1.92% 股权，合计持有 52.66% 股权，是典型的民营家族企业。旗下控股的子公司和孙公司超 20 家，主要包括：深圳尚荣（医疗工程）、江西尚荣（实业投资）、广东尚荣（土建）、香港尚荣（对外贸易及股权投资）、尚荣医院后勤物管公司（医院后勤托管）、布兰登医疗科技（医疗系统软件开发）、锦州医械（生产骨科耗材）、合肥普尔德（生产一次性医用耗材等）。

图表3. 公司股权集中，梁桂秋、梁桂添、梁桂忠三兄弟合计持有 52.66% 股权



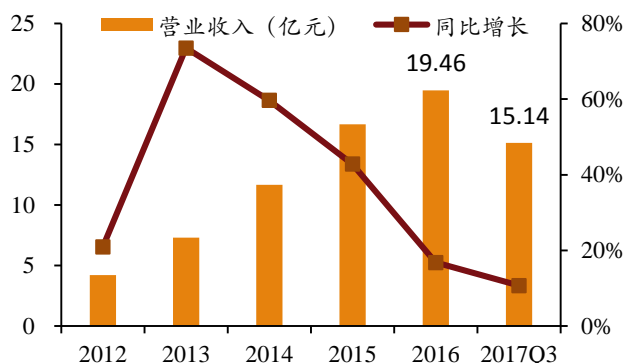
资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

1.3 依靠医用耗材销售建设合同订单，公司业绩实现高速增长

经营业绩分析，公司营业收入从 2012 年的 4.21 亿元增长到 2016 年 19.46 亿元，年复合增长约 46.63%；归母净利润从 2012 年的 0.58 亿元增长到 2016 年的 1.14 亿元，年复合增长约为 18.44%。其中，2017 年 Q3 营业收入和归母净利润分别实现 15.14 亿元和 1.45 亿元，同比增长分别为 10.73% 和 11.18%。

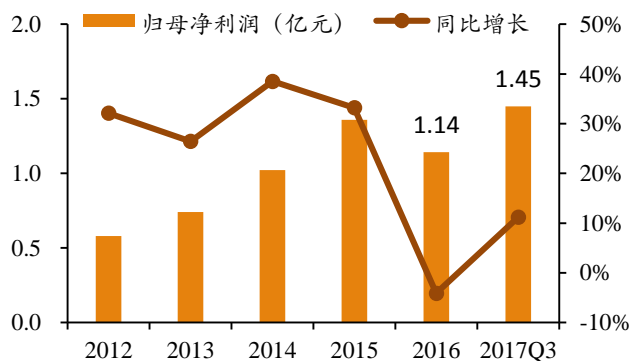
2016 年公司业绩不达预期（归母净利润同比下降 4.12%）主要原因是：1）部分医院建设项目未能按时结算；2）应收账款增多导致计提坏账准备较多。2017 年前三季度公司已实现归母净利润 1.45 亿元，同比增长 11.18%，资产减值损失-4365 万元，同比下降 266.98%，说明公司订单逐步开始兑现收入，并顺利回收前期应收账款，业绩恢复的态势良好。

图表4. 尚荣医疗 17 年 Q3 营收同比增长 10.73%



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

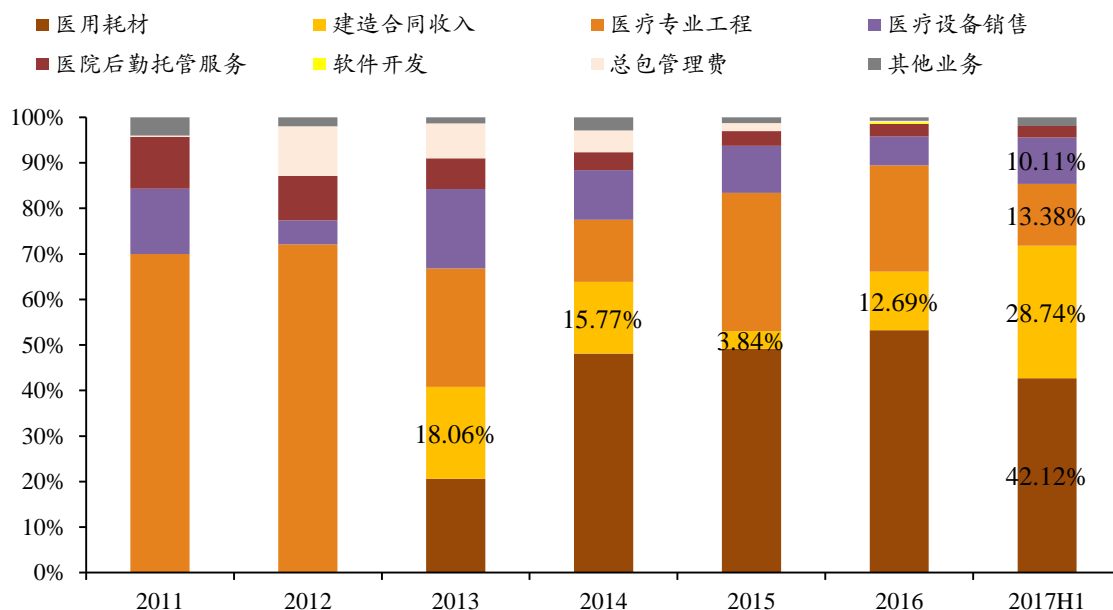
图表5. 尚荣医疗 17 年 Q3 利润同比增长 11.18%



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

营收构成分析，公司收入来源主要以医疗专业工程、医用耗材和建造合同收入为主。其中 2017 年 H1 医用耗材、建造合同收入、医疗专业工程、和医疗设备销售的营收占比分别为 42.12%、28.74%、13.38%、10.11%。

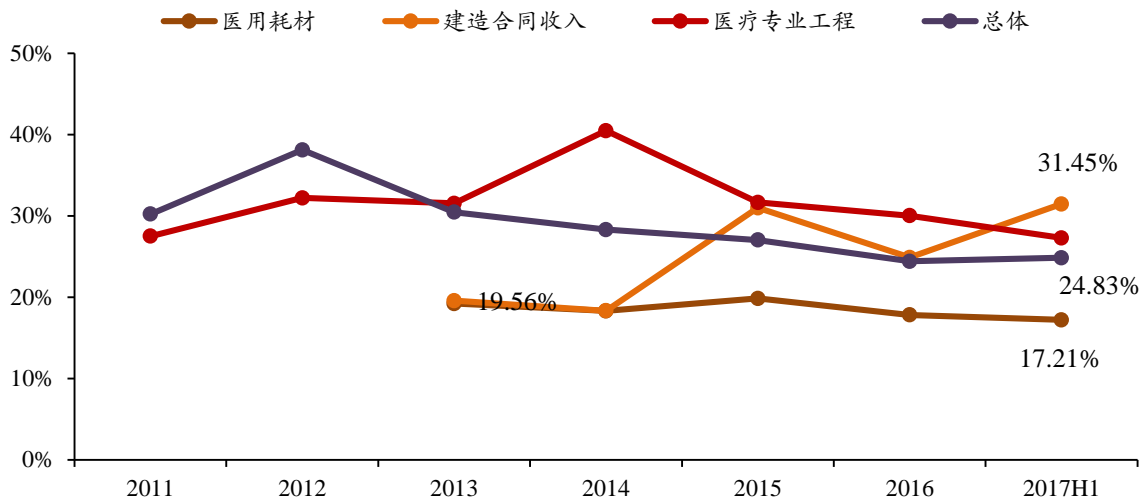
图表6. 17 年 H1 医疗专业工程、医用耗材和建造合同收入的营收占比分别为 13%、42%、29%



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

盈利能力分析，公司主要收入来源医疗专业工程、医用耗材和建造合同收入 2017 年 H1 的毛利率分别为 27.28%、31.45%、17.21%。从 2011 年至 2016 年，医疗专业工程和医用耗材的毛利率保持在相对稳定的水平，而建造合同收入则有逐年上升的趋势，从 2013 年的 19.53% 提升至 2017H1 的 31.45%。

图表7. 2017年H1 医疗专业工程、医用耗材和建造合同收入毛利率分别为 27%、31%、17%



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

2. 医疗资源短缺+地方财政紧张+产业政策推动，医院建设和 PPP 项目需求长期旺盛

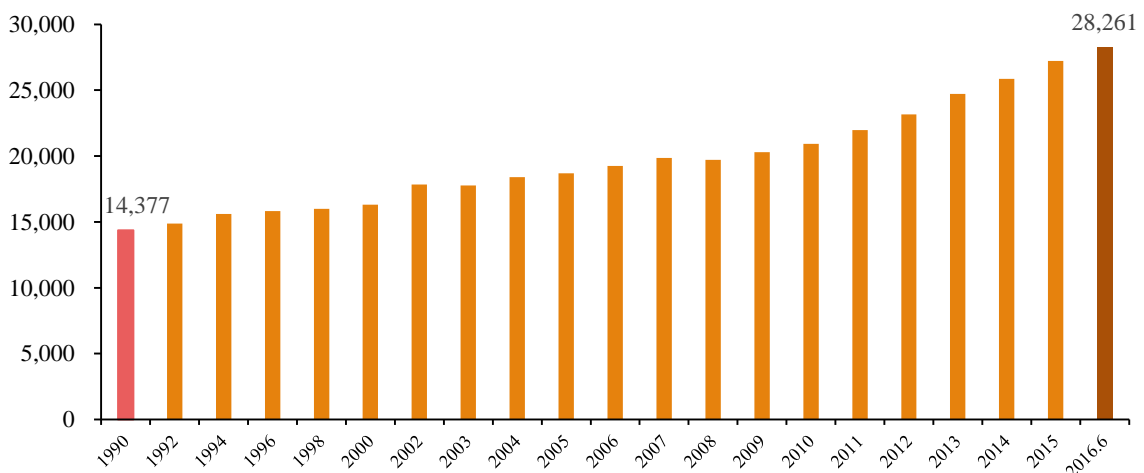
从“医疗资源”、“地方财政”、“产业政策”三个维度进行分析，我们认为：在医疗资源短缺和地方财政紧张的现状下，医院建设的长期需求旺盛，医院 PPP 项目在产业政策支持下有望得到快速发展。

2.1 我国医疗资源短缺，医院建设需求持续旺盛

基于“老旧医院存量基数大”、“大部分地区医疗资源紧缺”等因素，我们认为医院建设需求长期旺盛。

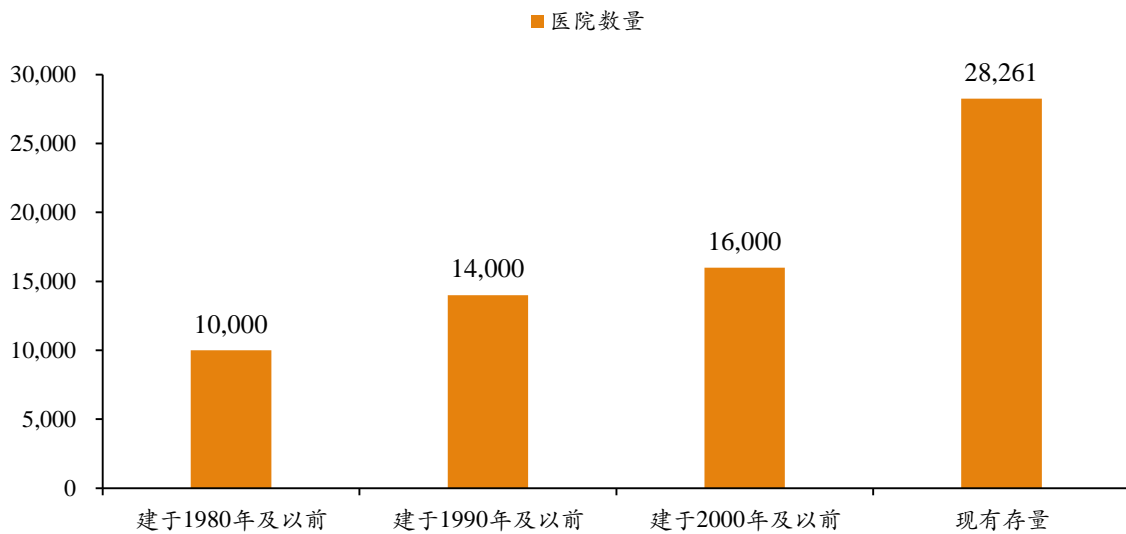
- **老旧医院的存量基数大，存在较大改建、扩建、新建需求：**根据国家卫计委统计数据显示：截止 2016 年 6 月底，我国共有医院 2.8 万家，其中有 1.6 万家建于 2000 年及以前，有 1.4 万家建于 1990 年及以前，有近 1 万家医院建于 1980 年及以前，因此有一半以上的医院已经使用超过 25 年了，存在改建、扩建、新建的需求。

图表8. 我国现有医院数量超过 2.8 万家，存量基数大



资料来源：统计局、广证恒生

图表9. 一半以上的医院已经使用超过 25 年



资料来源：统计局、广证恒生

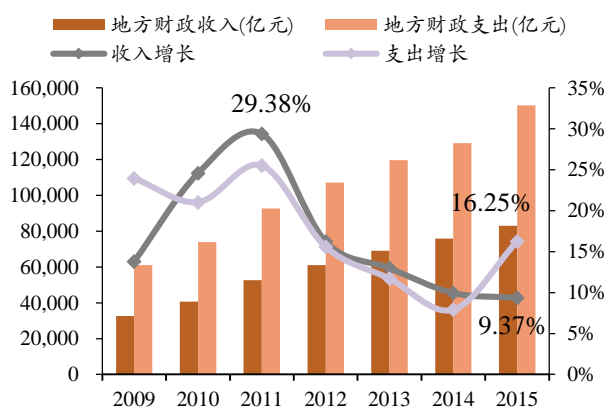
- **国内大部分地区医疗资源紧缺，需要更多医疗资源建设：**目前我国 80% 的医疗资源集中在 20% 的大城市，老百姓看病集中在大医院，导致看病等待时间长，住院床位紧缺，各类医院床位利用率达 90.10%，政府办医院床位利用率更高达 96.4%。同时，由于在医疗设备、医疗检查等环节的管理与对接存在严重浪费，使本来就紧缺的医疗资源更加捉襟见肘。因此，为了实现医疗资源的合理分配，政府推行分级诊疗，投入更多的资源建设基层医院，提高当地的医疗服务水平。

2.2 政府财政收支紧张，需积极引进社会资本办医

当前我国财政收入增速出现下滑，收支矛盾突出，地方政府倾向于引入社会资本参与公共项目的投资、融资和建设，一方面能节省财政支出，缓解费用压力，另一方面有助于引入市场化的管理机制，提高项目的运营效率。

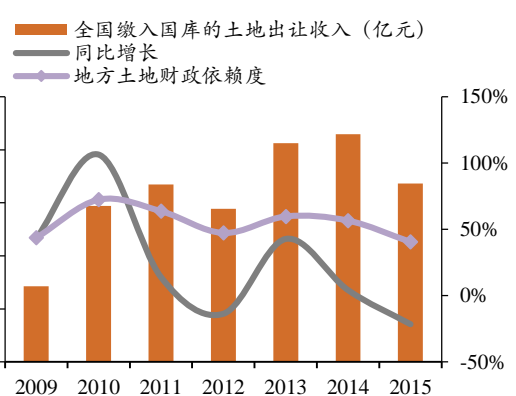
- **当前我国财政收入增速出现下滑，从 2011 年的高位近 30% 下降到 2015 年的 10% 以下，土地转让收入减少导致地方财政吃紧，地方财政收支矛盾突出。**

图表10. 地方财政收支矛盾突出



资料来源：财政部、广证恒生

图表11. 土地收入减少将导致地方财政吃紧



资料来源：财政部、广证恒生

- **财政收入增速整体下行的大环境下，地区分化明显，东部发达省份财政收入优势明显，与中西部省份的差距拉大。**上海、北京、广东、江苏四省 2015 年地方一般公共预算收入可比增速分别为 13.3%、12.3%、12%、11%，而中西部省份多数已经回落到个位数增长，如河南、云南、内蒙古 2015 年地方一般公共预算收入增速 9.9%、6.5%、6.5%，中西部财政收支矛盾更为突出。



图表12. 地方财政收入呈现“马太效应”，中西部财政收支矛盾更突出

省份	2015年地方一般公共预算收入 (亿元)	可比增速 (%)
广东	9365	12
江苏	8029	11
山东	5529	10
上海	5520	13.3
浙江	4810	7.8
北京	4724	12.3
河南	3010	9.9
湖北	3005	17
天津	2667	11.6
河北	2649	8.3
福建	2544	7.7
湖南	2513	11.1
陕西	2060	12.1
内蒙古	1964	6.5
云南	1808	6.5
广西	1515	6.5
新疆	1331	3.8
吉林	1229	2.2
甘肃	744	10.6
宁夏	374	9.97
青海	267	6.1

资料来源：财政部、广证恒生

2.3 政府持续颁布一系列政策推动 PPP 项目发展

近年，政府持续颁布一些列政策推动 PPP 项目的发展。自 2015 年以来国家发改委先后三次发布大批 PPP 推荐项目，总投资额分别达 1.97 万亿元、2.26 万亿元、1.17 万亿元。在产业政策持续推动下，PPP 模式有望迎爆发机遇。

图表13. 政府颁布一系列政策推动 PPP 项目的发展

颁布日期	相关部门	相关政策	核心内容
2014.10	发改委	《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》	合理确定政府和社会资本合作的项目范围及模式等。
2015.02	发改委、财政部等	《关于鼓励民间资本参与养老服务业发展的实施意见》	支持采取股份制、股份合作制、PPP（政府和民间资本合作）等模式建设或发展养老机构。
2015.05	财政部、发改委等	《关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式的指导意见》	受关注的 PPP 关键性推动文件，提出广泛采用政府和社会资本合作模式提供公共服务。
2015.05	发改委	发改委发布第一批 PPP 推介项目	共 1043 个项目，涵盖市政、交通、医疗、体育、学校等公共服务领域，总投资 1.97 万亿元。
2015.11	财政部、发改委等	《关于推进医疗卫生与养老服务相结合指导意见的通知》	对于医养结合的保障如完善投融资和财税价格政策方面，通知提出“拓宽市场化融资渠道，探索政府和社会资本合作（PPP）投融资模式”。
2015.12	发改委	发改委发布第二批 PPP 推介项目	共 1488 个项目，涵盖养老院、医疗设施、教育设施等多个领域，总投资高达 2.26 万亿元
2016.10	发改委	发改委发布第三批 PPP 推介项目	共 516 个项目，涵盖交通运输、市政工程、城镇综合开发、生态建设、环境保护和医院建设，总投资金额 1.17 万亿元。

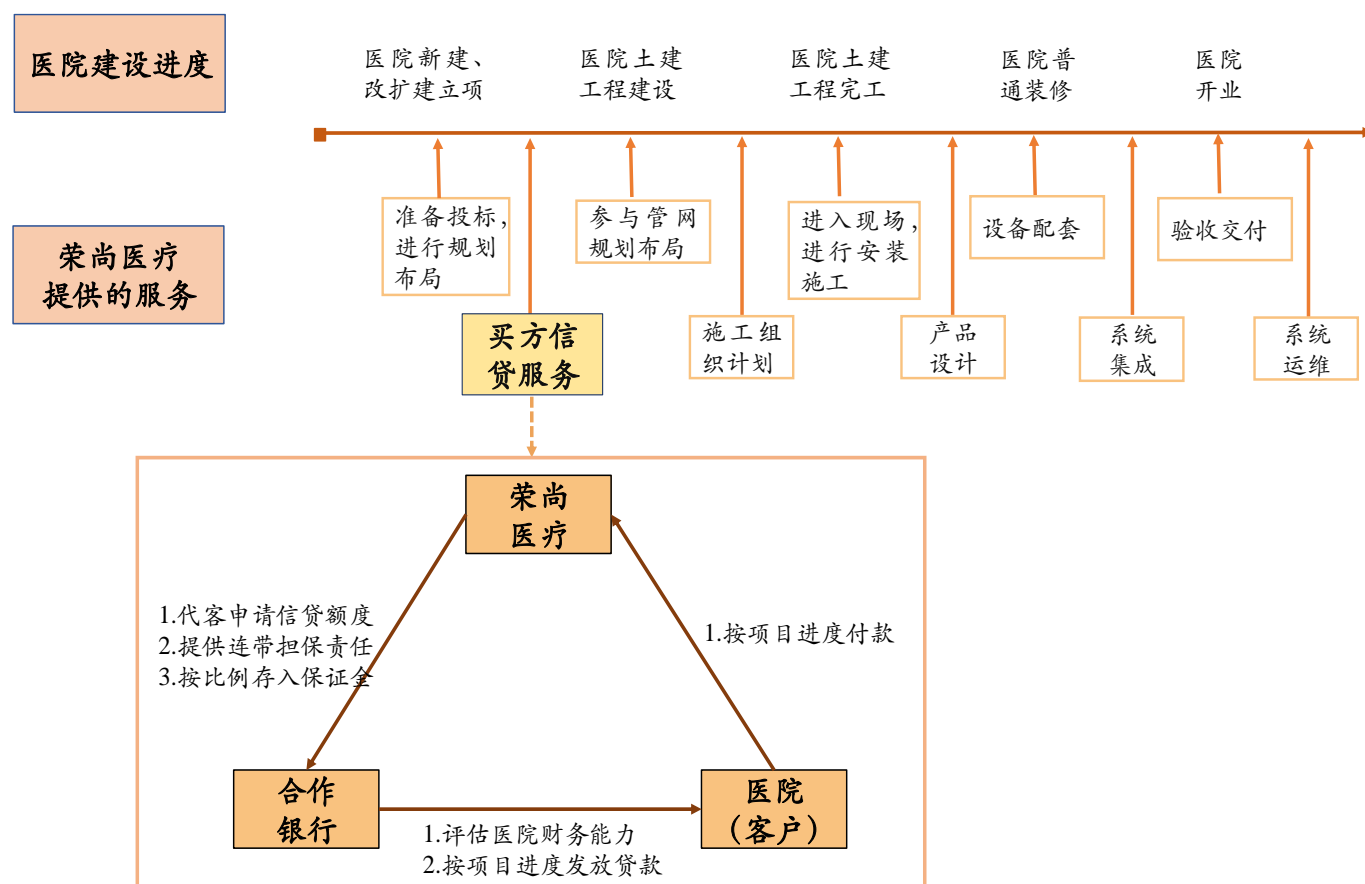
资料来源：发改委、财政部、民政部、人力资源社会保障部、国土资源部、广证恒生

3. 买方信贷的医建模式：业务竞争优势明显，项目风险可控，收入持续确认可期

3.1 公司提供“设计+施工+产品+服务”一站式医疗工程建设服务

公司的医疗专业工程建设提供“设计+施工+产品+服务”一站式服务，其中包括医疗工程设计、买方信贷、气体管道布线规划、施工组织设计、装饰施工、产品设计、设备配套等全方位专业化服务，实现医疗专业工程的“交钥匙”工程。

图表14. 提供“设计+施工+产品+服务”式的一站式医疗工程建设服务

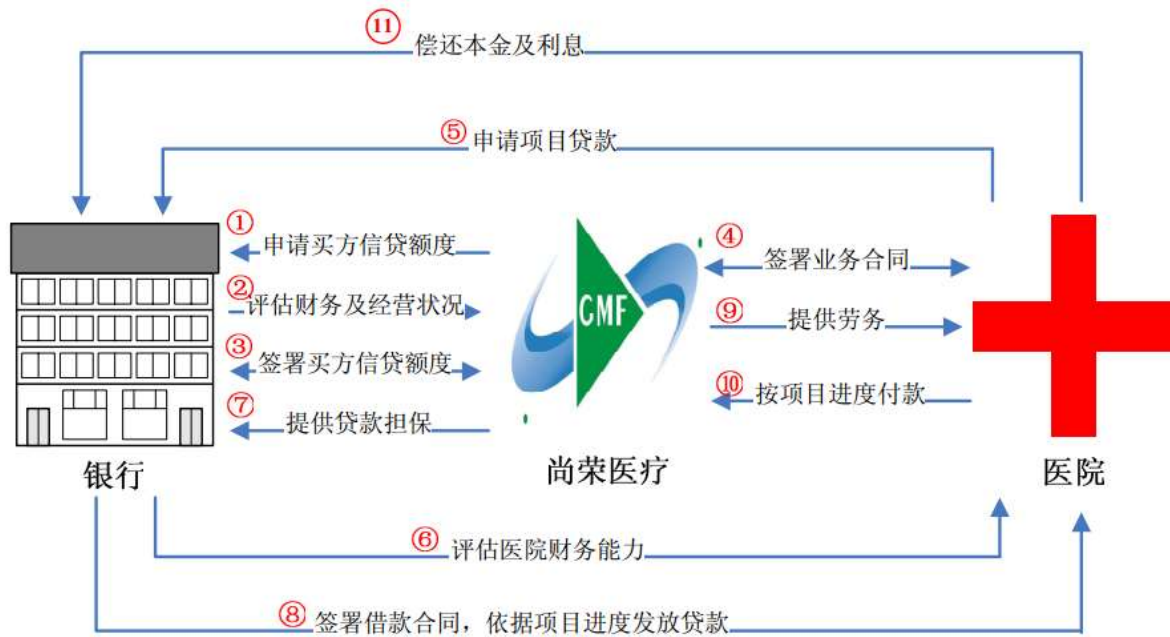


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

3.2 “买方信贷”力助公司小资金撬动大订单，风险可控、优势明显

买方信贷是公司的特色服务之一，由公司为综合性公立医院提供买方信贷额度和贷款保证担保，银行放款专项用于经营状况良好、资金紧缺的医院购买尚荣的产品或服务（包括医院建设、医疗工程、设备配套等费用）。一般情况下，贷款总额不超过项目总额的70%，公司的质押保证金则不超过贷款总额的15%，医院只需要支付项目总额的30%，从而大大缓解地方财政压力。因此，对于资金紧张、医疗卫生服务发展相对滞后的区域很有吸引力，同时有利于公司以较低的资金成本撬动大额医建订单。

图表15. “买方信贷”力助公司利用小资金撬动大订单



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

3.2.1 政府、公司、银行三方协力，严格把控买方信贷项目风险

公司自 2003 年开展买方信贷服务至今，未发生因医院不能偿还银行贷款而带来的担保风险，政府、公司、银行三方协力，多方面把控项目风险，为项目的安全实施保驾护航。

- **政府层面：**我国推行公立医院补偿机制，政府负责公立医院基本建设和大型设备购置，随着财政投入的逐步到位，医院的资金来源有保障，而且部分地方政府还会把医建项目的融资还款列入未来的财政支出预算；
- **公司层面：**为降低“买方信贷”的业务风险，公司通过医院性质、收入规模、诊疗能力、门诊量等多维标准，严格筛选出优质医院客户。

图表16. 公司制定多维评估标准，严格筛选出优质医院客户

标准一	客户必须为公立综合性医院
标准二	必须为所在区域综合实力排名前五位的医院，具有全面的诊疗能力，或者在某些学科具有领先的诊疗能力
标准三	医院床位紧张，需进一步提高诊疗能力，且迁建或改扩建工程获得相关行政主管部门批准
标准四	所在地域人口一般要40-50万以上，门诊量较大，现金流充足，偿债能力较强

资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

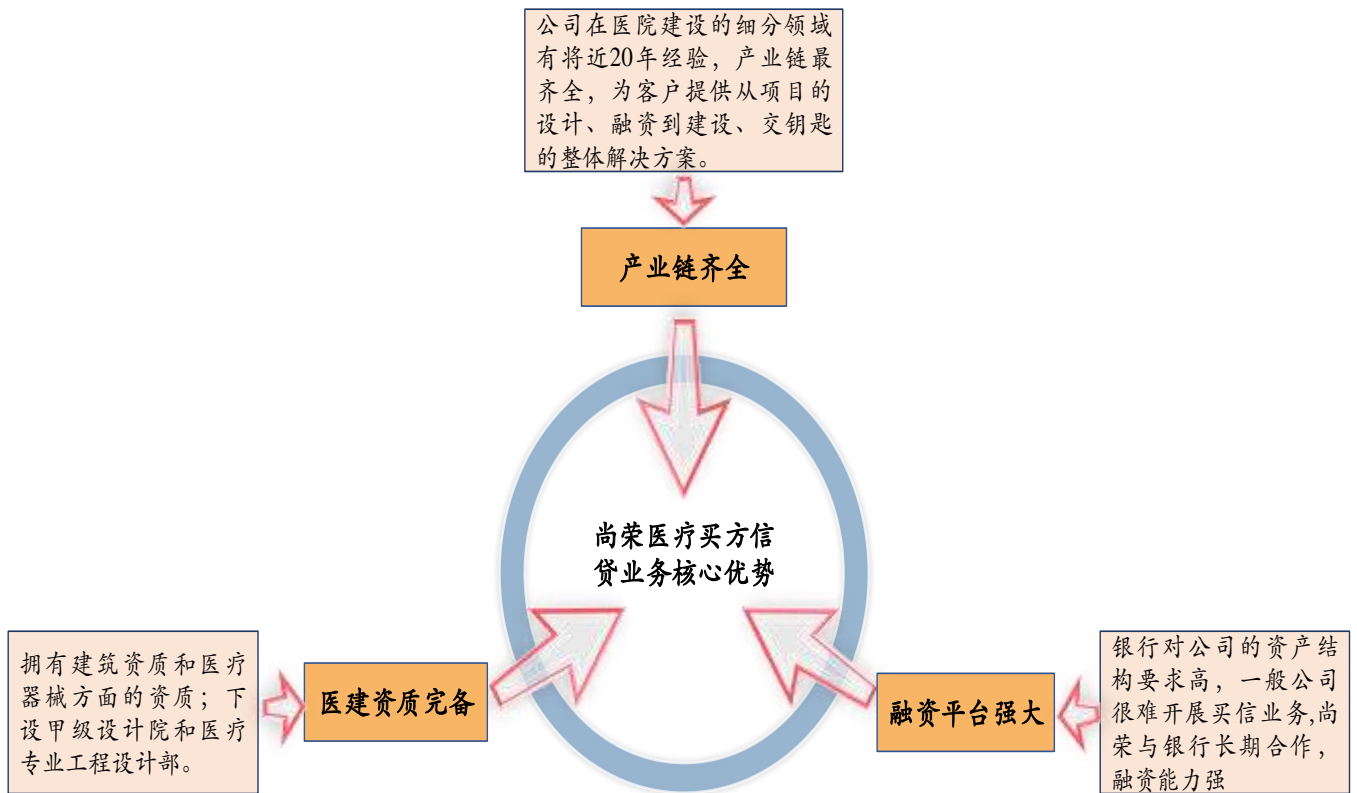
- **银行层面：**在提供买方信贷服务之前，公司及银行均会对医院的经营状况、财务状况进行系统分析，在确认其具有充足的还款能力后才会办理买方信贷服务。同时银行对贷款资金实行流程控制，保证专款专用。

3.2.2 公司开展买信业务优势明显：产业链齐全+医建资质完备+融资平台强大

结合产业链布局、医建资质、融资平台等三大维度，我们认为尚荣医疗在开展买方信贷业务上具备较强的竞争优势。

- **产业链布局优势：**公司在医院建设的细分领域有将近 20 年经验，产业链布局齐全，能为客户提供从项目的设计、融资到建设、交钥匙的医建专业化整体解决方案；
- **医建资质优势：**公司具有包括建筑资质和医疗器械等方面的完备的医院建设资质；
- **融资平台优势：**由于买方信贷涉及到担保、异地放款，银行对公司的资产结构、资金规模、历史信用等多方面要求严格，与中途切入医院整体建设项目的企业相比，公司与银行等金融机构有长期合作的关系，在银行融资方面具备明显优势。

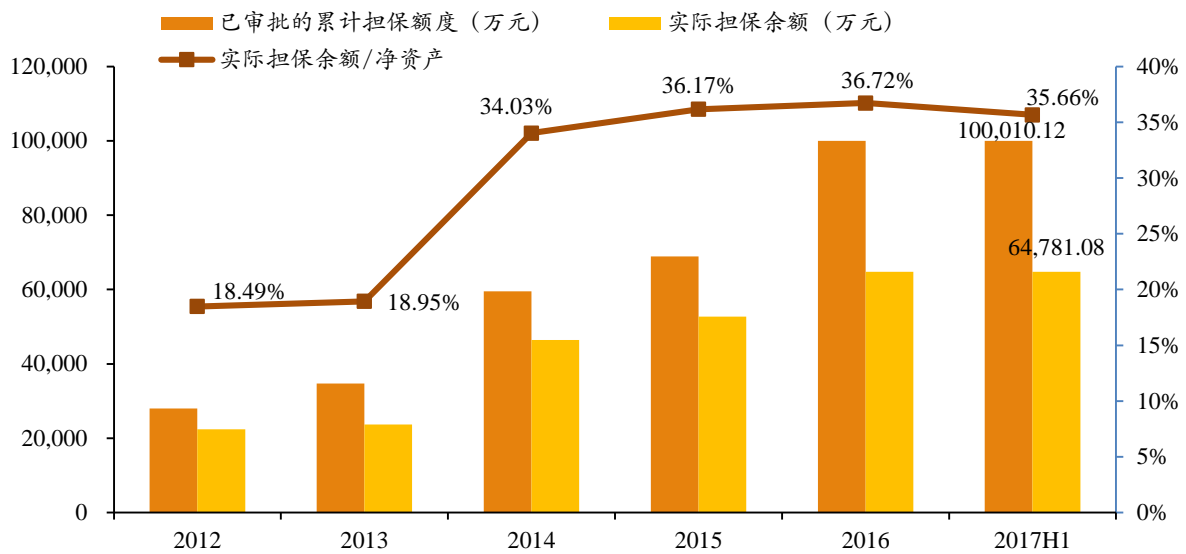
图表17. 产业链布局+医建资质+融资平台，公司买信业务优势明显



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

3.2.3 公司担保余额比例稳定，承担担保责任风险较小

截至 2017 年 6 月 31 日，公司已审批的担保额度（买信担保+对子公司担保+子公司之间的担保）为 10 亿元，与 2016 年担保额度相同，实际担保余额为 6.48 亿元，占净资产的比例为 35.66%。近三年的实际担保余额比例较为稳定，且各担保对象经营正常，财务状况良好，均按期还款，公司潜在承担的担保责任的风险较小。

图表18. 公司近3年实际担保金额比例稳定，承担担保责任风险较小


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

3.3 买信建设合同储备丰富，有望陆续确认收入，显著增厚业绩

根据我们的统计，公司目前已签订的买信建设合同为 48.72 亿元，其中绝大部分订单都处于已开工或施工前准备阶段，项目实施进度较快，建设期限 2-3 年，储备订单丰富，未来有望陆续确认收入，为公司业绩持续成长奠定基础。

图表19. 目前已签订的买信建设合同高达近 50 亿元，有望陆续确认收入

项目医院	所在省份	覆盖人口 (万人)	签署日期	合同价 (亿元)	建设周期	床位数 (张)	医院级别	项目进度
巴中市巴州区人民医院	四川省	>332.21	2012.7	2.18	1037 天	1708	三甲	未开工
阿荣旗人民医院	内蒙古	>33	2012.7	1.4	793 天	500	二级	未开工
齐齐哈尔市第一医院	黑龙江	570	2012.7	9	862 天	3530	三甲	准备中
曹县人民医院	山东省	>167	2013.4	5	30 个月	2000	三乙	未开工
双鸭山市人民医院	黑龙江省	146.26	2013.12	2	1 年	922	三甲	施工中
渭南市第二医院	陕西省	>58	2015.6	3	2 年	200	二级	施工中
宁陵县妇幼保健院	河南省	65.12	2015.12	1	2 年	/	二级	施工中
丹凤县中医医院	陕西省	30.2	2016.2	3.6	3 年	260	二甲	施工中
宁陵县人民医院	河南省	51.08	2016.5	1.5	2 年	248	二甲	施工中
澄城县医院	陕西省	39.24	2016.12	6	3 年	700	二甲	施工中
安龙县人民医院	贵州省	>46.7	/	1.05	0.5 年	/	/	施工中
临渭区中医医院	陕西省	>94	/	3.9	2 年	200	二级	施工中
获嘉县中医院	河南省	43	2017.5	1.33	620 天	330	二甲	施工中
鹤山市人民医院	广东省	>40.58	2017.6	3.76	920 天	800	三甲	设计中
南丰县人民医院	江西省	>28.8	/	4	2 年	220	二甲	施工中
合计	--	--	--	48.72	--	--	--	--

资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

4. 医院 PPP 模式具备竞争优势，长期成长可观

4.1 医疗 PPP 模式主要分为外包、特许经营、私有化三大类

PPP 模式是在基础设施及公共服务领域建立的一种政府和社会资本长期合作关系，通常模式是：由社会资本承担设计、建设、运营、维护基础设施的大部分工作，并通过“使用者付费”及必要的“政府付费”获得合理投资回报；政府部门负责基础设施及公共服务价格和质量监管，以保证公共利益最大化。目前常见的医疗 PPP 模式主要有**外包、特许经营、私有化**三大类。

图表20. 三种常见医疗 PPP 模式的梳理

类型	概述	案例
外包类	一般是由政府投资，私人部门承包整个项目中的一项或几项职能，并通过政府付费实现收益。	香港大学深圳医院(滨海医院)管理外包
特许经营类 (BOT 模式)	公立医院在品牌、技术、医师等方面对社会资本提供许可和支持，社会资本在特许经营期内只有经营权，特许期满后将该基础设施无偿或有偿移交给政府部门。	和佳股份、阳普医疗、必康股份等 PPP 模式
私有化类 (BOO 模式)	项目需要私人部门负责项目的全部投资，在政府的监管下，通过向用户收费收回投资实现利润。	尚荣医疗的 PPP 模式

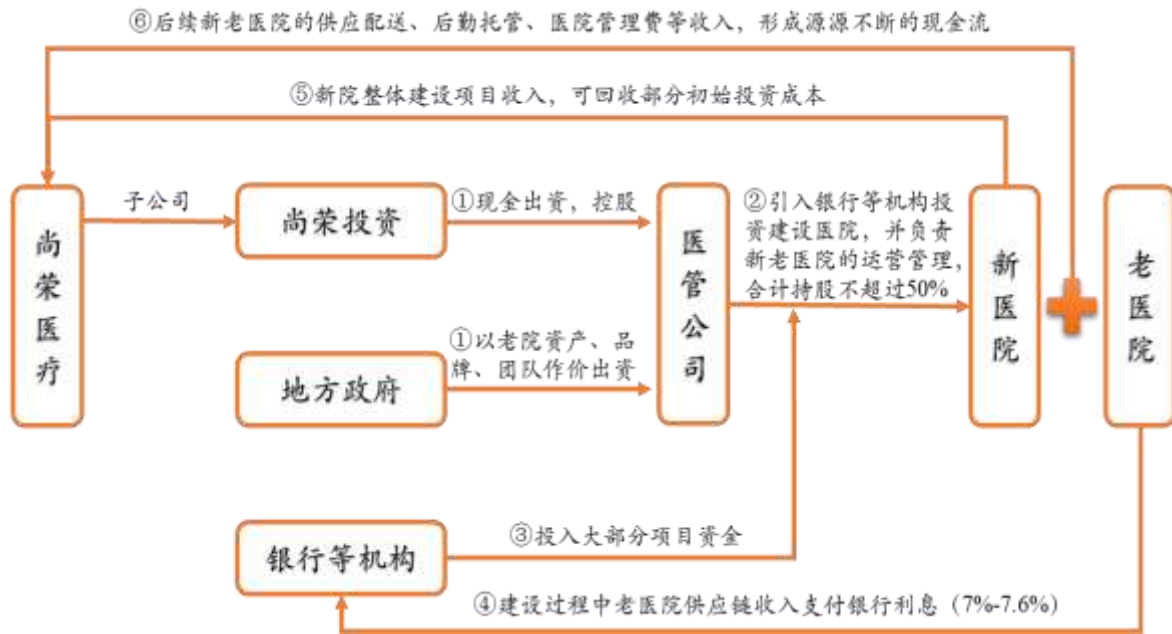
资料来源：CNKI 数据库、广证恒生

4.2 尚荣医疗 PPP 模式：医建切入+杠杆融资+BOO 运营

公司凭借自身积累的产业优势，以医院整体建设为切入口，帮助地方政府投资、融资建设医院，从而实现了对医院的控制，涉入医院经营管理业务，通过药械供应配送、后勤托管、提取管理费等方式获得持续收入，最终实现政府-企业的双赢。其 PPP 运作模式如下：

- 1) 由子公司尚荣投资和地方政府合资成立一家医院管理公司，公司以现金出资占 51% 的股权，政府一般以老医院的净资产、医院品牌、技术团队、特许经营权以及新医院的土地使用权等出资入股；
- 2) 双方首次出资完成后，医管公司即拥有对新老医院的资产及管理权、人事管理权、日常经营管理权，并负责新医院的投资、融资和建设；
- 3) 公司引入银行等金融机构，以新医院的部分股权融资获得医院建设的后续资金，公司与其他金融机构在新院的持股比例不超过 50%，其公立性质不变（医院员工采取“旧人旧办法，新人新办法”），银行利息 7%-7.6%，5 年退出，即明股实债的形式；
- 4) 新院建设期间，老院照常运营，银行利息可以通过老院的供应链等收入支付，不占用公司资金，另外新院建设项目按工程进度逐步确认为公司的收入；
- 5) 新院建成后，公司通过药品、耗材、器械及医疗设备的配送供应，以及后勤管理、提取管理费（一般在经营一两年之后）等业务获得持续收入。
- 6) 银行资金到期后，会通过股权转让的形式退出，由公司或其他财务投资机构受让该部分股权。

图表21. 尚荣医疗的医疗 PPP 模式图解

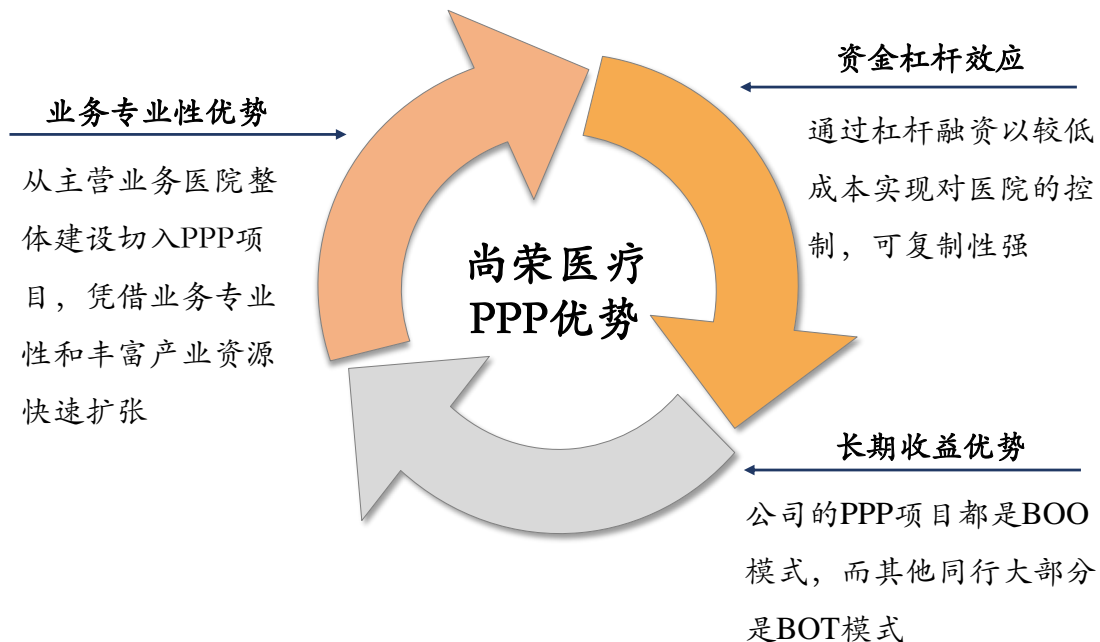


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

4.3 尚荣医疗的 PPP 模式具备多方面优势

通过对各家上市公司的医疗 PPP 布局模式进行详尽比对，我们认为：尚荣医疗的医疗 PPP 模式在“业务专业性”、“资金杠杆”、“长期盈利能力”等多个维度上具备较大优势。

图表22. 尚荣医疗的医疗 PPP 具备多方面优势



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

- **业务专业性：**尚荣医疗从主营业务医院整体建设切入 PPP 项目，凭借丰富的产业资源快速扩张，比从事其他非医院整体建设的上市公司更具业务专业性和产业资源。
- **资金杠杆优势：**预计尚荣医疗的资金投入大概占一个 PPP 项目的 20%-30%，当建设项目完成时



公司便可以回收大部分初始投入，其余建设资金通过股权融资的形式引入银行等财务投资机构补足。例如：富平中医院项目总投资额2个亿，公司出资5000万，另外1.5亿由银行出资，医院整体建设的净利润为3000万左右，医院整体建设项目即可保证回收大部分投资成本。而且，新院建设期间的银行利息可以通过老院的供应链收入支付，不占用公司资金。与其他布局医疗PPP的公司相比，尚荣医疗的资金压力较小，有利于实现项目的快速扩张。

- **长期盈利能力：**公司的PPP项目都是BOO模式（建设-拥有-运营），而其他同行大部分是BOT模式（建设-经营-转让）。二者的区别在于：BOO模式中社会资本拥有公共项目的部分股权和永久经营权，能最大程度上实现对项目的控制或管理；而BOT项目中不涉及股权转让，对公共项目的经营权仅限于合同期内，业务开展也仅限于授权的特许经营范围。与BOT模式相比，BOO模式的盈利能力更具有持续性。

图表23. 上市公司医疗PPP布局情况梳理（尚荣模式独以BOO模式参与PPP，其他企业以BOT模式为主）

PPP模式	相关企业	主营业务	实际案例			盈利模式
			建设期	运营期	资金投入	
私有化	尚荣医疗	医院整体建设	向银行借款融资，投资建设富平中西医结合医院，建设周期约1.5年，拥有永久运营权			医建项目+耗材配送+管理费用
特许经营	凤凰医疗集团	综合医疗服务、医院管理咨询服务等	1) 向门头沟妇幼保健院投资1500万元，换取约15年管理运营期 2) 向燕化医院投资1.5亿元，协议管理运营期限约47年			医院管理费用+药品、器械和耗材供应
	和佳股份	医学影像、常规诊疗等医疗设备	永顺县人民医院整体搬迁PPP项目合作期限为13年，其中建设期3年，运营期10年；成立医疗产业基金			医建项目+医疗设备供应+管理费用
	阳普医疗	真空采血系统	向宜章县中医医院搬迁项目投资2亿元，换取新医院30年管理运营权，供应链经营权			医院管理费+医用药品、器械耗材配送
	必康股份	原料药、中成药、化药等	向如东县中医院一期医疗中心项目投资7.1亿元，获取19年医院非医疗设备供应权、非核心药品及医用耗材的供应权			非医疗设备供应收益+非核心药品医用耗材供应收益
	神州长城	房地产开发	向吴川市人民医院搬迁项目投资1085万，换取30年特许经营期+3年医疗设备采购权			医建项目收益+医疗设备采购收益
	达实智能	智慧城市建设	向洪泽区人民医院异地新建工程项目投资3.3亿元，换取三年的医疗设备采购权+7年的非医疗部分运营维护权			医疗设备采购收益+医疗数据运营管理费
其它	天士力	现代中药、化药等	以自有资金投入2.2亿元，占股51%，湘雅博爱康复作为运营方占股49%			医院运营收益；政府财政支持
	康美药业	以中药饮片生产主	以自有资金5亿元整体收购梅河口市妇幼保健院、友谊医院、中医院			延伸公司产业链，通过药品销售获利；地方政府专项资金扶持

资料来源：CNKI数据库、WIND、公司公告、广证恒生

4.4 PPP项目进展顺利，3-5年内有望管理30家公立医院

公司自2014年起准备涉足PPP项目，2015年开始跟地方政府的洽谈工作，2016年初开始动工，目前PPP项目共7个，涉及8个医院（3-5年内有望发展成为三级医院），总投资额达42.5亿元。其中富平中医院已经开业，独山中医院、独山县人民医院、秦皇岛广济医院等正在施工中，当前PPP项目进展顺利。



图表24. 目前 PPP 订单高达 42.5 亿元，有望陆续确认收入

项目医院	所在省份	覆盖人口 (万人)	签署日期	合同价(亿元)	建设周期	床位数 (张)	医院级别	项目进度
独山县中医院	贵州省	>40	2015.2	2	3 年	>500	三甲	施工中
独山县人民医院				5		>1000		
淮南市第二人民医院	安徽省	>237.5	2015.7	5	3 年	>1000	三级	前期尽调
三都水族自治县人民医院	贵州省	约 40	2015.9	7	3 年	>1100	三级	前期尽调
秦皇岛市广济医院	河北省	307	2016.1	9	3 年	>1100	三甲	施工中
富平中西医结合医院	陕西省	81	2016.4	2	1.5 年	500	三级	已开业
嘉祥人民医院	山东省	78	2016.8	7	/	1500	/	合作协议
金寨县人民医院	安徽省	68	2017.2	5.5	2 年	>800	三级	准备中
合计	--	--	--	42.5	--	--	--	--

资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

公司为目标 3-5 年内获得 30 家公立医院的经营管理权，形成自己的医院管理品牌，通过发展医院配送业务和收取医院管理费用获得长期收益。按照 30 家医院收入规模达 100 亿元以上（预计平均每家医院超过 3 亿）、净利润率 15% 进行估算，在耗材配送业务上，公司的业务拓展空间高达 20 亿元；在医院管理业务上，按提取 5-8% 管理费用测算，30 家医院每年有望贡献超 1 亿元利润。

图表25. 尚荣医疗 PPP 项目的长期收益测算

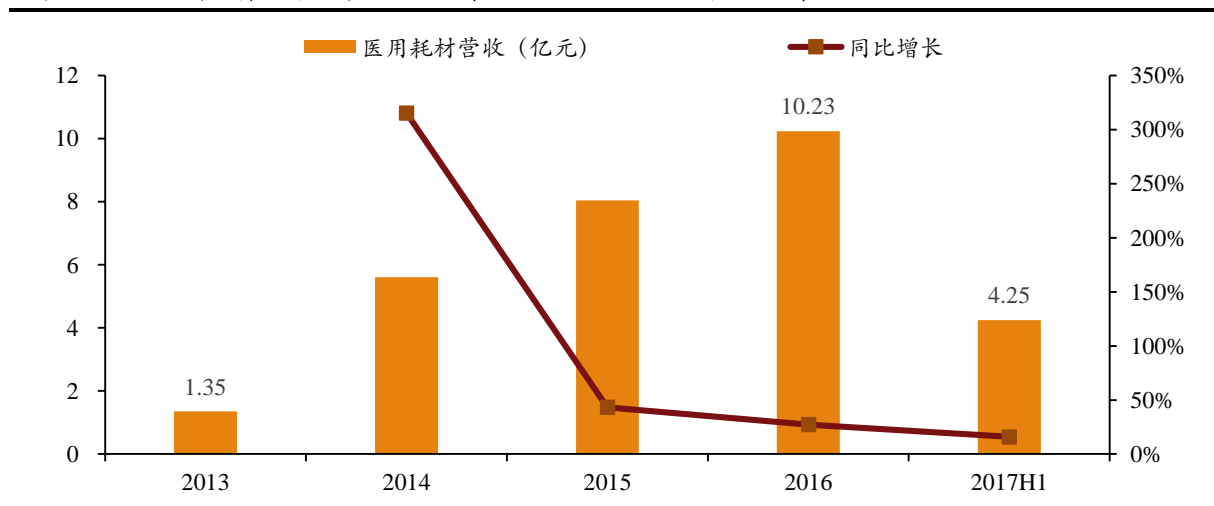
收入来源	相关假设	预计收益
耗材配送	每家医院超过 3 亿元营收，耗材占比 20%	贡献营业收入 20 亿元
药品配送	每家医院超过 3 亿元营收，药品占比 30%	贡献营业收入 30 亿元
医院管理	每家医院超过 3 亿元营收，医院净利率 15%，管理费 8%	贡献净利润超 1 亿元

资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

5. 布局器械耗材产销业务，合理延伸产业链

公司结合医疗专业工程主业优势，合理往下游延伸产业链，通过收购方式布局器械耗材产销业务。其中，主要的器械耗材产销布局包括收购普尔德医疗（持有 55% 股权）和锦洲医疗（持有 66.21% 股权）。目前，医用耗材产销业务的营业收入从 2013 年的 1.35 亿元增长到 2016 年的 10.23 亿元（2017 年 H1 营收约为 4.25 亿元），年复合增长高达 96.42%。

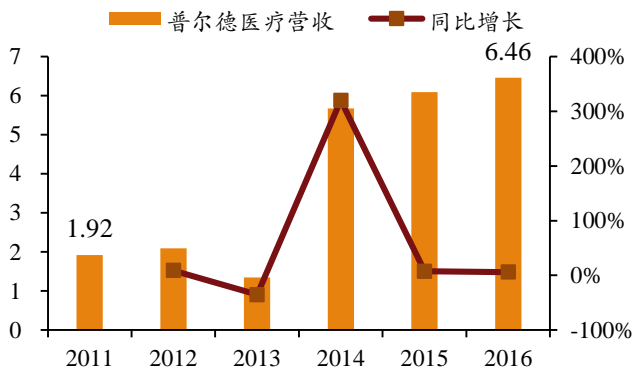
图表26. 医用耗材产销业务从 2013 年的 1.35 亿元增长到 2016 年的 10.23 亿元



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

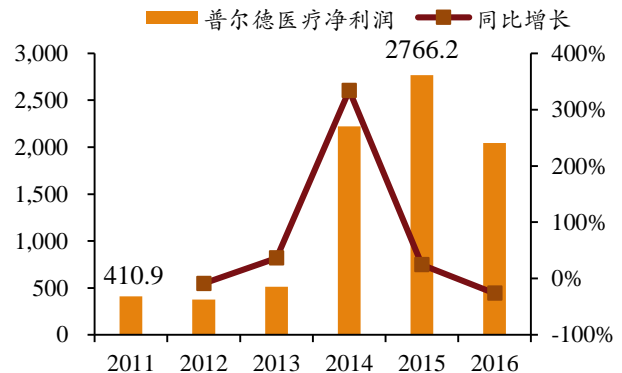
- **普尔德医疗:**2013年8月,公司使用9000万元募集资金通过增资及股权转让方式收购普尔德医疗55%的股权,其主营业务是生产非织造布一次性(或称用即弃)手术衣、防护服及手术包等医疗防护产品。其营业收入从2011年的1.92亿元到2016年的6.46亿元,净利润从2011年的410万元增长到2016年的2766万元,年复合增长分别为27.46%和37.84%。

图表27. 2011-16年普尔德营收年复合增长27%



资料来源:公司公告、WIND、广证恒生

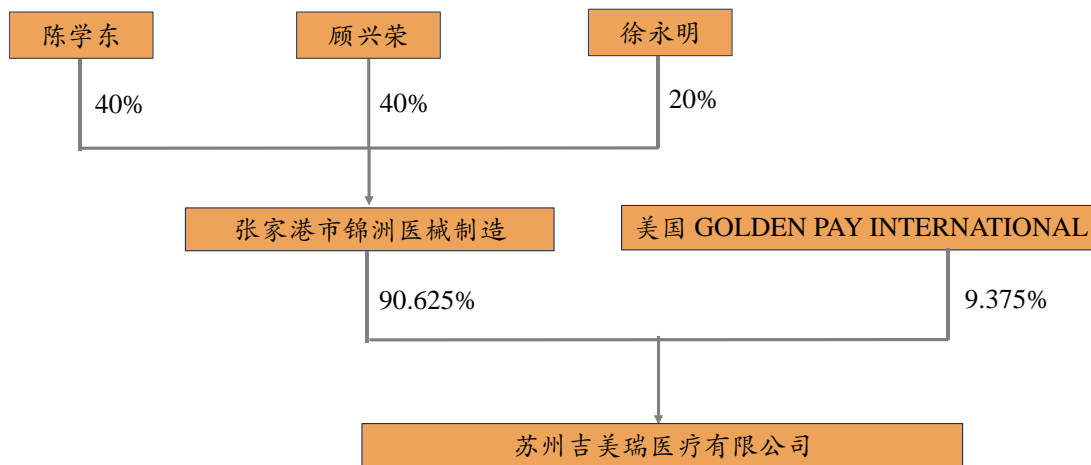
图表28. 2011-16年普尔德利润年复合增长38%



资料来源:公司公告、WIND、广证恒生

- **锦州医疗:**2014年9月,公司收购锦州医械66.21%的股权,以此切入高端植入器械。锦州医械公司不直接从事生产经营业务,主要是通过其持股90.625%的子公司吉美瑞医疗切入骨科高端耗材领域。**2016年其营业收入和净利润分别为3480.33万元和1461.15万元。**

图表29. 收购锦州医疗切入骨科高值耗材领域



资料来源:公司公告、WIND、公司官网、广证恒生

6.风险提示

- 医院建设订单确认不达预期
- 应收账款回款风险
- 买方信贷风险
- 行业政策风险



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2348.26	2885.79	3238.91	3756.64	营业收入	1946.05	2430.05	3002.95	3629.00
现金	523.93	591.88	489.42	472.17	营业成本	1471.06	1909.29	2339.05	2822.90
应收账款	1234.24	1450.80	1848.70	2200.36	营业税金及附加	26.16	35.21	44.31	51.64
其它应收款	44.32	55.98	68.79	83.37	营业费用	67.81	79.71	98.50	119.03
预付账款	28.55	84.63	74.54	107.55	管理费用	151.14	177.39	219.22	264.92
存货	327.03	447.05	533.83	652.61	财务费用	19.45	9.07	15.34	27.58
其他	190.20	255.45	223.63	240.58	资产减值损失	61.55	-24.30	0.00	0.00
非流动资产	1709.92	1498.48	1830.09	1902.92	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	8.13	8.09	8.11	8.10	投资净收益	5.51	0.00	0.00	0.00
固定资产	225.17	409.69	545.64	657.57	营业利润	154.38	243.68	286.54	342.92
无形资产	241.71	291.02	353.55	420.49	营业外收入	8.37	2.00	15.00	20.00
其他	1234.92	789.68	922.79	816.77	营业外支出	0.60	3.00	1.80	2.40
资产总计	4058.19	4384.27	5069.00	5659.56	利润总额	162.15	242.68	299.74	360.52
流动负债	1550.14	1784.30	2367.83	2893.07	所得税	25.83	38.65	47.74	57.43
短期借款	205.75	224.29	405.75	602.54	净利润	136.32	204.02	251.99	303.10
应付账款	788.83	952.18	1210.39	1434.28	少数股东损益	22.17	29.10	38.46	44.74
其他	555.56	607.83	751.69	856.25	归属母公司净利润	114.15	174.92	213.53	258.35
非流动负债	337.12	246.07	295.70	275.06	EBITDA	202.63	285.00	364.48	451.27
长期借款	84.60	84.69	84.79	84.88	EPS (摊薄)	0.17	0.26	0.32	0.39
其他	252.52	161.38	210.92	190.18					
负债合计	1887.26	2030.37	2663.53	3168.12	主要财务比率				
少数股东权益	406.77	435.87	474.33	519.07	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	444.07	666.60	666.60	666.60	成长能力				
资本公积	814.63	592.10	425.07	258.05	营业收入增长率	16.79%	24.87%	23.58%	20.85%
留存收益	528.92	659.34	839.47	1047.72	营业利润增长率	-14.94%	57.84%	17.59%	19.68%
归属母公司股东权益	1764.33	1918.03	1931.14	1972.37	归属于母公司净利润增长率	-16.10%	53.23%	22.07%	20.99%
负债和股东权益	4058.19	4384.27	5069.00	5659.56	获利能力				
					毛利率	24.41%	21.43%	22.11%	22.21%
现金流量表					净利率	7.01%	8.40%	8.39%	8.35%
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	ROE	6.12%	7.73%	8.97%	10.55%
经营活动现金流	283.47	-90.13	309.48	168.86	ROIC	6.49%	9.16%	10.42%	11.82%
净利润	136.32	174.92	213.53	258.35	偿债能力				
折旧摊销	31.85	33.25	49.41	63.16	资产负债率	46.51%	46.31%	52.55%	55.98%
财务费用	19.45	9.07	15.34	27.58	净负债比率	15.81%	15.58%	18.70%	21.93%
投资损失	-5.51	0.00	0.00	0.00	流动比率	151.49%	161.73%	136.79%	129.85%
营运资金变动	29.68	-325.44	-16.83	-224.22	速动比率	130.39%	136.68%	114.24%	107.29%
其它	71.68	18.06	48.03	43.99	营运能力				
投资活动现金流	-488.58	175.69	-380.70	-136.79	总资产周转率	55.82%	57.57%	63.53%	67.65%
资本支出	-141.83	-115.44	-137.62	-149.81	应收账款周转率	179.60%	181.01%	182.02%	179.25%
长期投资	387.17	325.04	-162.52	81.26	应付账款周转率	218.00%	219.33%	216.32%	213.48%
其他	-733.92	-33.90	-80.55	-68.24	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	319.16	-17.61	-31.23	-49.32	每股收益 (最新摊薄)	17.12%	26.24%	32.03%	38.76%
短期借款	-37.07	18.53	181.46	196.79	每股经营现金流 (最新摊薄)	63.84%	-13.52%	46.43%	25.33%
长期借款	23.55	0.09	0.10	0.09	每股净资产 (最新摊薄)	397.31%	287.74%	289.70%	295.89%
普通股本增加	8.52	222.53	0.00	0.00	估值比率				
资本公积金增加	185.71	-222.53	-167.02	-167.02	P/E	38.32	37.54	30.75	25.41
其他	138.45	-36.24	-45.77	-79.18	P/B	2.48	3.42	3.40	3.33
现金净增加额	114.06	67.95	-102.45	-17.25	EV/EBITDA	29.46	23.86	19.65	16.40

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼
电 话：020-88836132，020-88836133
邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。