

## 医疗器械企业，打新收益有限 ——尚荣转债申购价值分析

### 基本结论

- **事件：**2月11日晚，深圳市尚荣医疗股份有限公司发布公告，将于2019年2月14日发行7.5亿元可转债，此次募集资金拟用于高端医疗耗材产业化项目。对此我们进行简要分析，结论如下：
- **债底为86.18元，YTM为2.45%。**尚荣转债期限为6年，债项评级为AA，票面面值为100元，票面利率从第一年到第六年分别为0.4%、0.6%、1.0%、1.5%、1.8%和2.0%。到期赎回价格为票面面值的110%，按照中债6年期AA企业债到期收益率贴现，债底价值为86.18元，纯债对应的YTM为2.45%，债底保护性一般。
- **平价为97.77元，下修条款较易触发。**转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日，初始转股价为4.94元/股，尚荣医疗2月11日的收盘价为4.83元，对应转债平价为97.77元。尚荣转债的下修条款为：15/30，90%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款较易触发，其他条款并无看点。
- **预计尚荣转债上市首日价格在100~106元之间。**截至2月11日，尚荣转债平价为97.77元。参照平价可比标的和规模可比标的，我们预计其上市首日的转股溢价率在3%~8%左右，则上市首日价格在100~106元区间。
- **预计配售比例在5%左右。**尚荣医疗的控股股东和实际控制人为梁桂秋先生，其持有公司股票占公司股本总额的比例为39.58%。公司前十大股东持股比例达56.78%。截至目前没有股东承诺配售，预计配售积极性一般。
- **预计网下中签率为0.15%~0.2%。**尚荣转债评级不高，发行规模较小，与近期发行的冰轮转债和联泰转债较为类似。冰轮转债和联泰转债的网上中签率均为0.13%，两个转债均有股东承诺配售，考虑到尚荣转债的配售积极性一般，预计网上中签率略高，约为0.15%~0.2%。考虑到正股公司盈利状况较为一般，打新收益空间有限，建议谨慎参与申购。
- **风险提示：**股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

周岳 分析师 SAC 执业编号：S1130518120001  
zhouyue1@gjzq.com.cn

2月11日晚，深圳市尚荣医疗股份有限公司（以下简称“尚荣医疗”）发布公告，将于2019年2月14日发行7.5亿元可转债，本次募集资金拟用于高端医疗耗材产业化项目（拟投入募集资金7.5亿元）。以下我们对尚荣转债的申购价值进行简要分析，供投资者参考。

### 1、尚荣转债基本要素分析

债底为86.18元，YTM为2.45%。尚荣转债期限为6年，债项评级为AA，票面面值为100元，票面利率第一年0.4%、第二年0.6%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%。到期赎回价格为票面面值的110%（含最后一期年度利息），按照中债6年期AA企业债到期收益率（2019/2/11）5.07%作为贴现率估算，债底价值为86.18元，纯债对应的YTM为2.45%，债底保护性一般。

平价为97.77元，下修条款较易触发。转股期为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日至转债到期日，初始转股价格为4.94元/股，尚荣医疗（002551.SZ）2月11日的收盘价为4.83元，对应转债平价为97.77元。尚荣转债的下修条款为：15/30，90%，有条件赎回条款为：15/30，130%，有条件回售条款为：30，70%，下修条款较易触发，其他条款并无看点。

图表 1：尚荣转债基本信息梳理

	具体内容	
转债信息	转债名称/代码	尚荣转债/002551.SZ
	发行规模	7.5亿元
	发行方式	原股东优先配售和网上向社会公众投资者发售
	票面利率	第一年0.4%、第二年0.6%、第三年1.0%、第四年1.5%、第五年1.8%、第六年2.0%
	到期赎回价格	票面面值的110%（含最后一期年度利息）
	存续期	自发行之日起6年
	转股期	自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日~转债到期日
	主体/债项评级/担保	AA/AA/无担保
	初始转股价格	4.94元/股
	募集资金用途	用于高端医疗耗材产业化项目。
重要条款	下修条款	本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。 在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含130%），或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足3,000万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。
	有条件赎回条款	本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。
	有条件回售条款	

来源：Wind，国金证券研究所

总股本稀释率为21.51%。若按尚荣医疗（002551.SZ）初始转股价4.94元/股进行转股，转债发行对总股本的稀释度和流通盘的稀释度分别为21.51%和34.22%，具有一定的摊薄压力。

图表 2：尚荣转债发行申购日期表

日期	交易日	发行事项安排
2019-2-12	T-2	刊登募集说明书及其摘要、《发行公告》、《网上路演公告》
2019-2-13	T-1	网上路演、原股东优先配售股权登记日
2019-2-14	T	刊登《发行提示性公告》、原股东优先配售认购日、网上申购日、确定网上申购摇号中签率
2019-2-15	T+1	刊登《网上中签率及优先配售结果公告》、进行网上申购的摇号抽签

日期	交易日	发行事项安排
2019-2-18	T+2	刊登《网上中签结果公告》、网上中签投资者足额缴纳认购款
2019-2-19	T+3	保荐机构根据网上资金到账情况确定最终配售结果和包销金额
2019-2-20	T+4	刊登《发行结果公告》

来源：Wind，国金证券研究所

## 2、投资申购建议

**预计尚荣转债上市首日价格在 100~106 元之间。**截至 2 月 11 日，尚荣转债平价为 97.77 元。参照平价可比标的有万顺转债和台华转债，其平价分别为 97.06 元和 96.89 元，当前转股溢价率分别为 2.97%和 9.58%。尚荣转债发行规模为 7.5 亿元，参照规模可比标的有长久转债和广电转债，其规模分别为 7 亿元和 8 亿元，当前转股溢价率分别为 14.06%和 7.53%。考虑到尚荣医疗基本面较为一般，我们预计尚荣转债上市首日的转股溢价率将在 3%~8%左右，预计上市首日价格在 100~106 元区间。

**预计配售比例在 5%左右。**尚荣医疗的控股股东和实际控制人为梁桂秋先生，其持有公司股票占公司股本总额的比例为 39.58%。公司前十大股东持股比例达 56.78%。截至目前没有股东承诺配售，预计配售积极性一般，预计留给网上投资者的规模为 7 亿元左右。

**预计网下中签率为 0.15%~0.2%。**尚荣转债总申购金额为 7.5 亿元，预计配售比例在 5%，那么可供网上投资者申购的金额为 7 亿元左右。尚荣转债评级不高，发行规模较小，与近期发行的冰轮转债和联泰转债较为类似。冰轮转债和联泰转债的网上中签率均为 0.13%，两个转债均有股东承诺配售，考虑到尚荣转债的配售积极性一般，预计网上中签率略高，约为 0.15%~0.2%

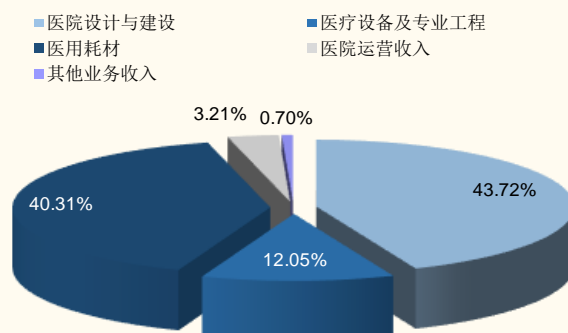
考虑到正股公司盈利状况一般，打新收益空间有限，建议谨慎参与申购。

## 3、正股基本面分析

深圳市尚荣医疗股份有限公司的主营是为现代化医院建设提供解决方案，具体的业务板块包括医院整体建设、医疗器械产销、医院后勤管理服务和医院投资管理四块。公司在实现全产业链布局，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，提出了“设计服务、建筑工程、医疗工程、信息系统、设备配置、后勤服务、耗材产销”的医疗平台产业模式。

截至 2018H1 公司营业收入为 10.71 亿元，同比增长 5.51%。其中医院设计与建设收入为 4.68 亿元，占比 43.72%；医疗设备及专业工程收入为 1.29 亿元，占比 12.05%；医用耗材收入为 4.32 亿元，占比 40.31%；医院运营收入为 0.34 亿元，占比 3.21%；其他业务收入为 0.07 亿元，占比 0.70%。

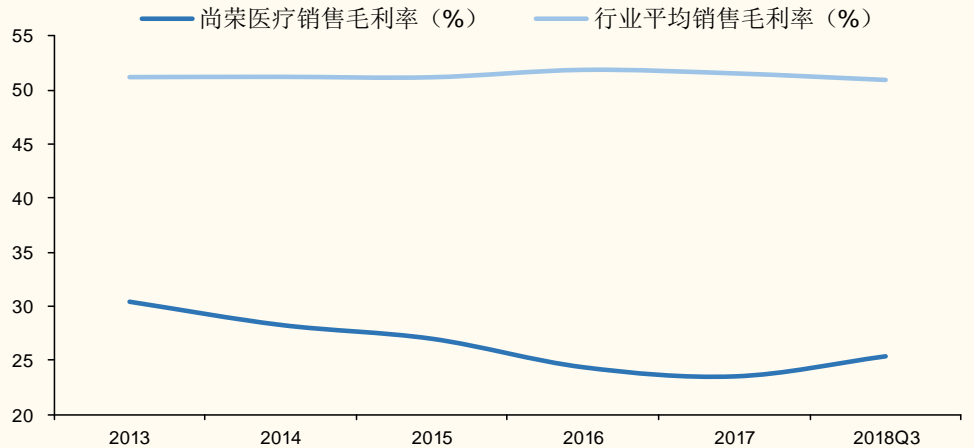
图表 3：各主营业务收入占比



来源：Wind，国金证券研究所

销售毛利率有所下降，远低于行业平均水平。近五年中，尚荣医疗的销售毛利率有所下降，其中2017年达到最低，为23.56%。截至2018Q3，销售毛利率稍有上升，为25.41%。但远低于50%左右的行业平均水平，这与公司的主营业务结构也有较大的关系。

图表4：尚荣医疗及行业销售毛利率

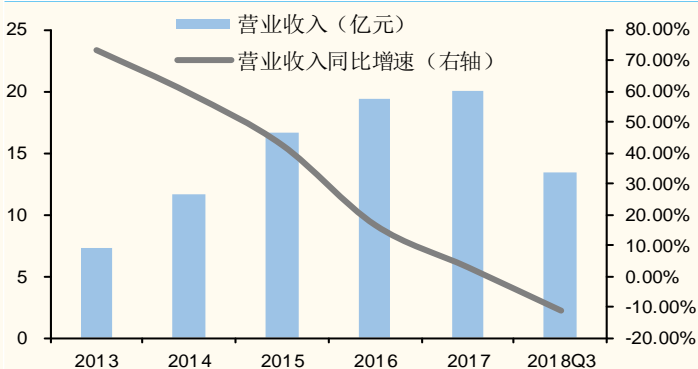


来源：Wind，国金证券研究所

公司盈利状况表现不理想，截至18Q3营业收入和净利润增速均为负。近五年公司营业收入虽都有增长，但是同比增速急剧下降，截至18Q3营业收入同比下降10.96%。净利润增长具有较大波动性，在16年净利润下降后17年有较大的回升，18Q3又急剧下降，总体来说近三年公司净利润增速并不理想。截至18Q3净利润为1.17亿元，同比下降25%，2017年全年净利润为1.89亿元，预计2018年全年净利润同比增速仍为负。

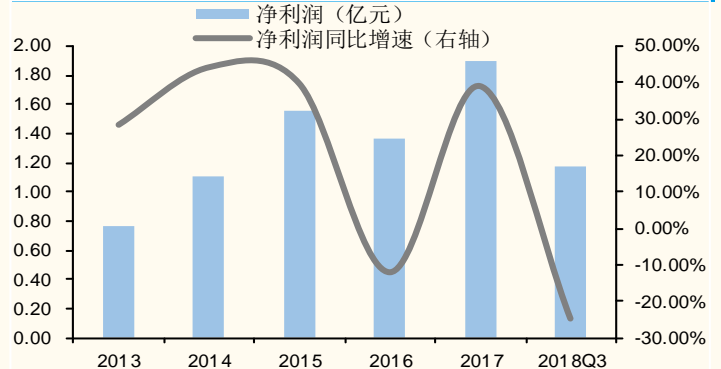
从整体市场行情来看，我国现阶段医疗资源紧缺，对医疗器材的需求量较大。虽然公司每年保持在1亿元以上的净利润，但是净利润增长表现较为一般。

图表5：尚荣医疗营业收入及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

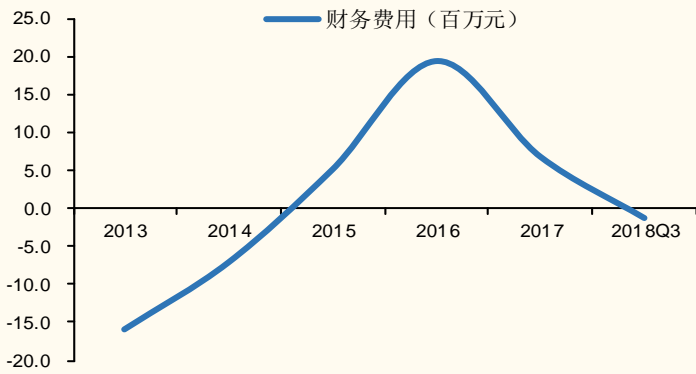
图表6：尚荣医疗净利润及同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

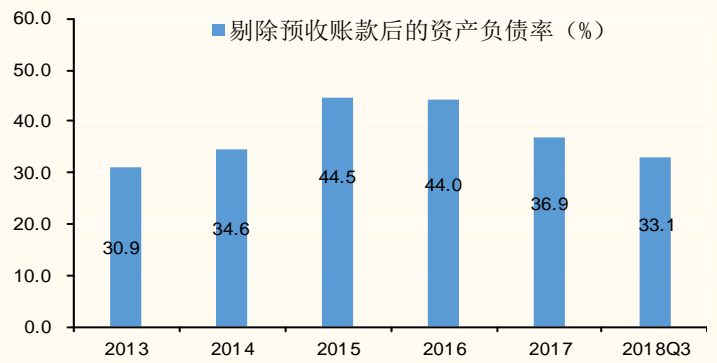
资本结构合理稳定，财务压力较小。公司剔除预收账款后的资产负债率维持在30%-45%，资本结构较为合理，且近五年无大幅变化。除16年因增加银行贷款支付利息导致财务费用有较大提升以外，公司财务费用一直保持在较低水平，近几年公司的财务压力较小，偿债能力较强。

图表 7: 尚荣医疗的财务费用情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 尚荣医疗的资产负债率



来源: Wind, 国金证券研究所

#### 4、风险提示

股市波动带来风险、正股业绩不及预期等。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH