

尚荣医疗 (002551) 医疗器械

领先的医疗专业工程整体服务商

投资评级 公司评级 收盘价

投资要点:

1. 公司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, 具体包括医疗专业工程(如手术室、ICU、实验室、化验室、医用气体工程等)的规划设计、装饰施工、器具配置、系统运维等一体化服务; 以及由此业务衍生的医疗设备销售以及医院后勤托管服务业务;
2. 公司主营业务与医院建设发展紧密相关, 在新医改背景下, 医院新建、改建、扩建将迎来高速发展期, 对洁净手术室的需求将出现井喷行情。预计 2014 年新增洁净手术室市场规模超过 90 亿元, 未来 10 年改建、更新的规模达 660 亿元。
3. 公司作为少数能为医疗机构提供医疗专业工程规划设计、装饰施工、部件生产、系统维护于一体的服务商, 在长期的经营发展中积累了自己的核心技术, 成为行业的领军者之一。
4. 公司募集资金主要用于增加产能和拓展营销网络, 以及加强研发, 提升自主创新能力。
5. 我们预计 10-12 年 EPS 分别为 0.64、1.00 和 1.64 元, 11 年医疗器械行业平均 PE 为 38 倍, 给予公司 11 年 35-40 倍 PE, 公司合理股价为 35-40 元。

风险提示:

1. 市场销售风险: 公司未来募投项目投产后, 产能大幅增加, 如果未来市场环境发生变化或公司市场开拓未能达到预期, 公司将存在市场销售的风险。
2. 原材料大幅涨价的风险: 原材料成本占公司营业成本的 70% 左右, 价格大幅变动将直接影响公司业绩。

重要财务指标		单位: 百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	209	304	486	826	
同比 (%)	51%	46%	60%	70%	
归属母公司净利润	40	52	82	135	
同比 (%)	65%	31%	57%	64%	
毛利率 (%)	41.4%	40.0%	39.3%	38.3%	
ROE (%)	17.4%	18.6%	22.6%	27.0%	
摊薄后每股收益 (元)	0.49	0.64	1.00	1.64	

2011 年 2 月 10 日

基础数据

流通股(百万股)	40
总股本(百万股)	160
流通市值(百万元)	
总市值(百万元)	
每股净资产(元)	
净资产负债率	

股东信息

大股东名称	王耀方
持股比例	22.81%

52 周行情图

相关研究报告

联系方式

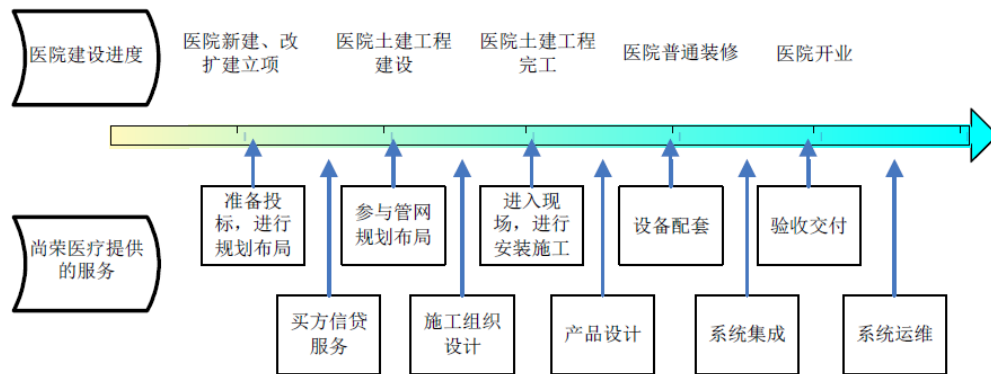
研究员:	王广军/刘斌
执业证书编号:	S0020207080709
电 话:	021-51097188-1815
电 邮:	wanguangjun@gyzq.com.cn
联系人:	赵喜娟
电 话:	(86-21) 51097188-1952
电 邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址:	中国安徽省合肥市寿春路 179 号 (230001)

第 1 部分 公司简介

1.1 公司主营业务

深圳市尚荣医疗股份有限公司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，具体包括医疗专业工程(如手术室、ICU、实验室、化验室、医用气体工程等)的规划设计、装饰施工、器具配置、系统运维等一体化服务；以及由此业务衍生的医疗设备销售以及医院后勤托管服务业务；公司是国内医疗专业工程领域的领军企业之一。

图 1. 尚荣医疗核心产品：“设计+施工+产品+服务”的一站式服务



数据来源：招股书；国元证券研究中心

图 2. 尚荣医疗医院后勤托管服务的主要内容

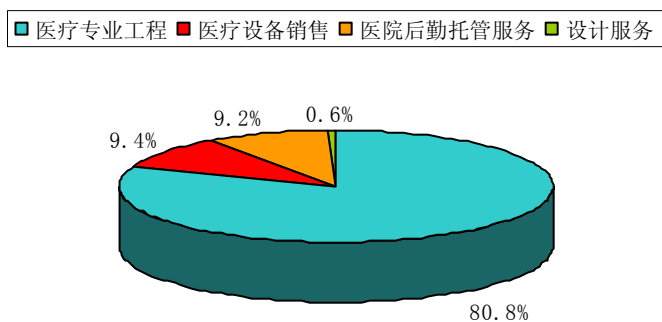
序号	服务	服务具体内容
1	医疗设备设施的维修保养	医院大楼建筑本体共用部位(楼盖、房顶、梁、柱、内外墙和基础等重结构部位、外墙面、楼梯间、走廊通道、门厅、电梯、设备机房等)的维修、养护和管理 医院大楼建筑本体共用设施设备(给排水系统、照明系统、锅炉、水泵系统、高低压配电系统、消防设施设备及报警系统、制冷系统、弱电系统、监控系统等)维修、养护、管理和运行服务 医院规划红线内属物业管理范围的市政公用设施(道路、室外上下水管道、绿化、路灯等)维修、养护和管理
2	环境管理服务	医院院区、各病区、各科室等场所卫生清洁、绿化养护服务
3	安全管理服务	医院院区门禁、安全、巡查、监控及处理所有突发事件
4	医护服务	专业护工、导医服务及管理，包括护工导医的招聘、登记、服务工作的安排与考核

数据来源：招股书；国元证券研究中心

10年中期医疗专业工程占公司收入80.8%，贡献了84.5%的毛利；其次分别为医疗设备销售和医院后勤托管服务，收入占比为9.4%和9.2%，毛利占比为7.4%和7.8%。医疗专业工程一直是公司的主营业务，07年以来收入占比保持在75%以上，该业务的毛利率一直稳定在40%以上；公司医疗

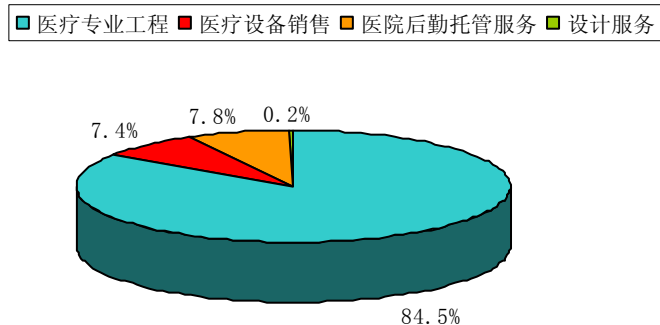
设备销售也不断增加，毛利率稳定；后勤托管服务毛利率快速增长。

图 3. 2010 年中期公司主营收入占比



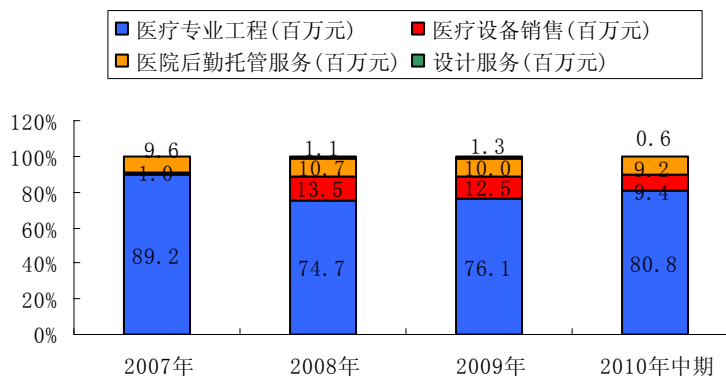
数据来源：招股书，国元证券研究中心

图 4. 2010 年中期公司毛利占比



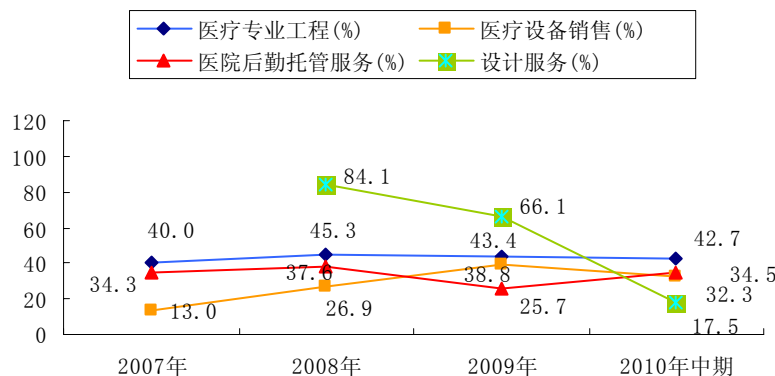
数据来源：招股书，国元证券研究中心

图 5. 公司收入构成变化



数据来源：wind，国元证券研究中心

图 6. 公司各产品毛利率变化

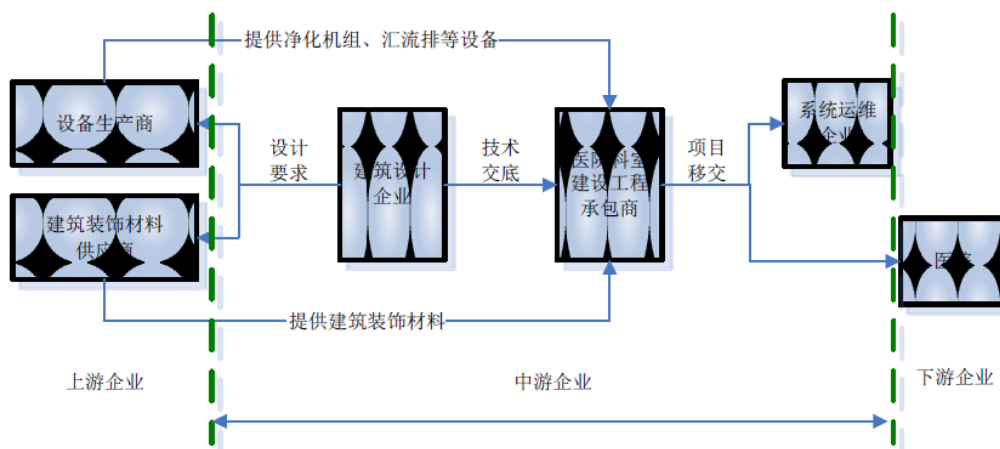


数据来源：wind，国元证券研究中心

1.2 公司所处行业上下游

设备制造商及建筑装饰材料供应商根据工程设计要求，提供医疗专业工程所需的净化机组、汇流排等专业设备及建筑装饰材料，专有设备制造业及建筑装饰材料行业为医疗专业工程行业的上游行业；本公司服务的客户主要是各综合医院、中医医院、专科医院，医院为医疗专业工程行业的下游行业。行业价值链中，各企业的关系如下图所示：

图 7. 公司所处行业上下游

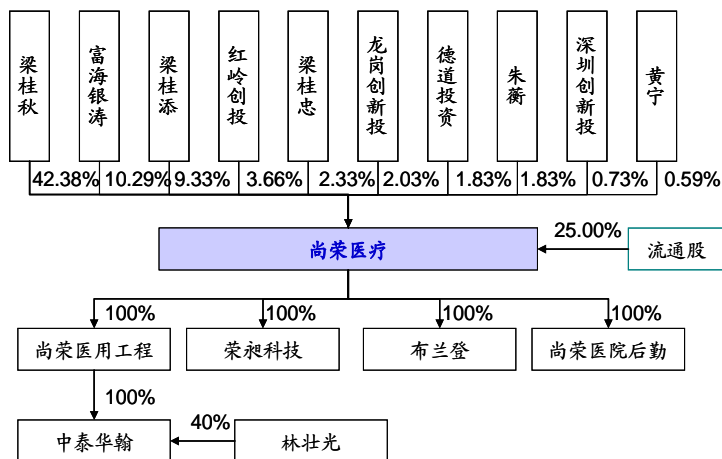


数据来源：招股书；国元证券研究中心

1.3 公司股权结构

公司发行前总股本 6150 万股，本次发行 2050 万股，占总股本 25%，发行后总股本 8200 万股。公司创始人、董事长、总经理梁桂秋，他及其妻子、兄弟合计持有 54.04% 股份，为公司实际控制人。

图 8. 尚荣医疗发行后股权结构



数据来源：招股书；国元证券研究中心

第 2 部分 公司所处行业分析

本公司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，服务的客户是各综合、专科医院等医疗机构，公司的经营业绩与医院建设发展密切相关。

2.1 我国医院新建、改建、扩建是必然趋势

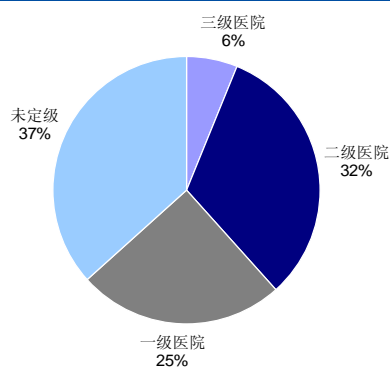
我国医院按照功能及所承担的任务不同可以划分为一级医院、二级医院、三级医院及其他。2008年末，我国一、二、三级医院数量分别为4989、6780和1192家。近年来我国医院建设发展速度不断加快，但是仍不能满足日益增长的医疗服务需求。

1、医疗资源紧缺。我国80%医疗资源集中在20%大城市，老百姓看病难的问题短期内仍难解决。

2、旧医院设计规划不合理。以前建设的医院，由于当时条件限制，不能满足现代医学及医院发展的需要，已经不能适应人民群众的就医需求。

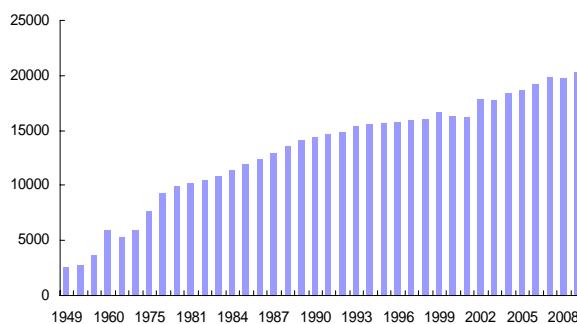
因此，改扩建医院成为一种客观趋势，随着医药卫生体制改革的深入，中央和地方政府加大对基层卫生医疗机构建设的投资，全面提升卫生医疗机构的现代化水平。

图 9. 09 年我国各级医院数量占比



数据来源：卫生年鉴，国元证券研究中心

图 10. 1949-2008 年我国医院数量逐步增长



数据来源：卫生年鉴，国元证券研究中心

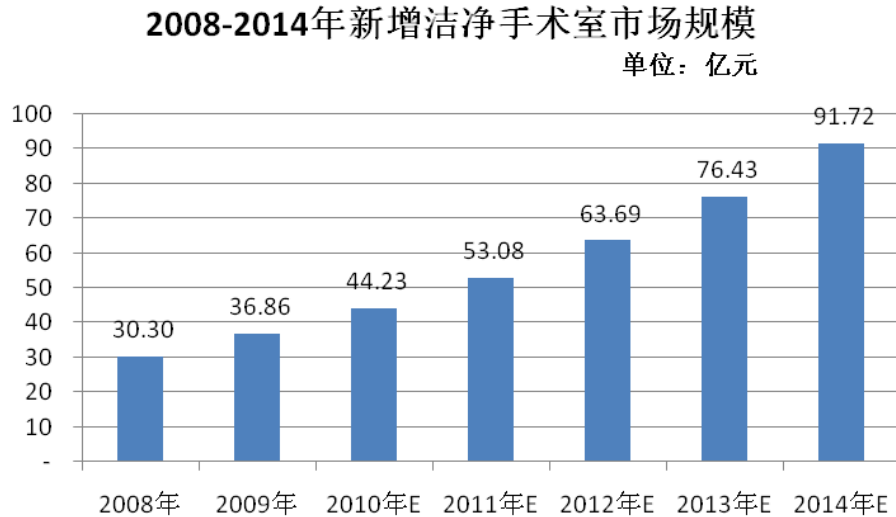
2.2 洁净手术室市场空间广阔

随着国家《医院洁净手术部建设标准》和《医院洁净手术部建筑技术规范》的相继出台，以及受 2003 年“非典”疫情的影响，洁净手术室受到了医院及社会各界的高度重视，新建和改扩建高标准洁净手术室已成为医院发展建设中的重点之一。“非典”疫情爆发后，我国发达地区医院及三级医院率先开展洁净手术室的建设和，欠发达地区三级医院及其他医院也相继开展洁净手术室的建设工作。截至目前，洁净手术室在大多数发达地区三级医院中已基本普及，欠发达地区三级医院以及其他级别医院正在逐步开始洁净手术室的建设和。

1、新建洁净手术室市场规模

新增洁净手术室主要源于医院的新建及扩建带来的增量，由于洁净手术室能够有效除去空气中的尘埃和微生物，减少外源性院内感染，提高手术成功率，得到了卫生部门、医院和社会的认可，近年来新建手术室中洁净手术室的比例较高，且呈逐年上升趋势。

图 11. 2008-2014 年新增洁净手术市场规模（亿元）



数据来源：公司资料；国元证券研究中心

2、改建的洁净手术室

目前，我国有超过 80% 的医院建设于 2000 年及以前。早期建成相关手术室存在布局不合理、所用材料不符合规范要求、手术室内的细菌含量较高、控制系统落后、清洁时间长等弊病，不能满足现代医院发展的需求。早期建成的相关手术室存在的主要问题如下：

第一，手术室所用材料不合新规范要求。早期手术室的消毒理念主要是对手术前室内及各类器械进行了严格的消毒灭菌，并没有充分考虑手术室内空气、设备材质对手术的影响。早期建成的手术室所用材料材质大多不符合新规范中所要求的“建筑装饰应不产尘、不积尘、耐腐蚀、防潮防霉、容易清洁和符合防火要求”的原则。比如，早期建设的手术部大多采用平开木门、木框，不能自动延时关闭，保证不了手术时的密闭性，不耐腐蚀，易滋生霉菌。根据新的规范要求，手术室宜采用电动悬挂式自动推拉门，并应有自动延时关闭装置，且新规范明确要求，洁净手术部内与空气直接接触的外露材料，不得使用木材和石膏。

第二，手术室无净化系统，手术室内的细菌含量较高。早期建成的手术室中的空调系统多为调节温度所用，缺乏加湿和精确温度控制装置，更不能对室内空气进行有效的净化，无法对室内悬浮污染物进行有效控制，无法降低室内空气中悬浮的细菌量，不能有效降低手术感染。

第三，手术室控制系统落后，无法灵活独立地控制手术室内的温度、湿度、风速、细菌浓度等各项参数。随着手术量和手术难度的增加，对手术室内各项参数的控制要求也相应提高了。而早期建成的手术室，由于设计理念及设备的落后，无法实现对手术室参数的调节，甚至连基本的温、湿度控制都无法实现，已不能满足手术开展的需要。

2002 年 11 月，我国颁布了《医院洁净手术部建筑技术规范》，规定了医院洁净手术部在设计、施工和验收方面的标准，推动了国内洁净手术室的发展建设。2003 年，“非典”疫

情爆发暴露了我国医疗设施基础薄弱、技术装备较差的问题，医院开始进行改扩建，目前仍有一大部分的手术室需要改扩建。

3、更新的洁净手术室

洁净手术室的更新是指基于设备设施的使用年限及医学、医疗设备等学科进步的推动，对原有洁净手术室从设计、装修装饰、设备配置等方面进行的大规模更新换代。手术室内空气的洁净度、设备的先进性直接关系到病人的生命健康，为保证各项设备设施的正常运行，并受医学及医疗设备等学科发展的推动，洁净手术室平均每 10 年需要更新一次。

4、改建及更新的洁净手术室规模

目前，发达国家的手术室几乎全部为洁净手术室。根据我国社会经济及医学的发展趋势判断，洁净手术室在未来 10 年将逐步取代现有普通手术室，而手术室的平均使用寿命约为 10 年，则 2009 年底我国各类医院现有的 11 万间手术室将在未来 10 年间至少进行一次改建或更新，每间手术室改建或更新的费用约为 60 万元，未来 10 年现有手术室改建及更新的规模达 660 亿元。

随着医院的建设发展，医院洁净手术室、ICU、医用气体工程等医疗专业工程市场前景广阔。且随着乡镇卫生院的逐步发展，洁净手术室、ICU、医用气体工程等医疗专业工程也将在乡镇中逐步开始普及。在这样的背景下，本公司所处行业的市场空间巨大，公司将迎来良好的发展机会。

第3部分 公司竞争优势

公司在激烈的市场竞争中形成了自己的技术优势和创新的商业模式。

3.1 技术优势

公司是国内最早将洁净技术引入医院手术部的企业之一，经过十几年的发展，公司已积累了多项运用于洁净手术室的专利技术，以及空气洁净、环境参数实时监测、多参数综合平衡控制、智能 PID 控制、集散控制、多系统集成与中央管理等多项国内领先的专有技术；公司拥有领先的研究团队。

3.2 创新的商业模式

公司为医疗专业工程建设提供专业化整体解决方案，具体包括医疗专业工程专业化设计、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、系统集成、系统运维等全方位专业化服务，实现医院科室建设的“交钥匙”工程。

医院只需提出使用需求，公司即可完成系统方案设计、实施以及运维服务的一站式服务，减少了医院人力、物力、精力的投入。同时，公司拥有丰富的行业经验、领先的技术水平、完善产品供销系统以及完善的系统运维，使医疗专业工程建设更具专业化、低成本化。本公司“一站式”服务的商业模式，将公司与客户紧密联系在一起，形成了双赢的业务系统。

第 4 部分 募投项目

未来我国医院将迎来新建、扩建、改建的高峰，公司将募集资金用于投资智能自控手术室技术改造项目、研发中心建设及营销网络建设项目，实现现有业务的升级，增强公司核心竞争力和服务能力，提升公司的行业地位和市场占有率。

表 1. 募投项目一览

序号	项目名称	投资总额	建设周期
1	智能自控手术室技术改造项目	13537 万元	三年
2	研发中心建设项目	6290 万元	二年
3	营销网络建设项目	4878 万元	一年
4	其他与主营业务相关的营运资金项目		

数据来源：招股书；国元证券研究中心

第 5 部分 估值与投资建议

我们预计 10-12 年 EPS（摊薄）分别为 0.64、1.00、1.64 元，我们选取医疗器械公司相比较，预计 11 年整个医疗器械行业平均 PE 为 38，给予公司 10 年 35-40 倍 PE，公司合理股价为 35-40 元。

表 2 医疗器械企业估值一览（按 2 月 10 日收盘价）

		EPS			PE		
		10E	11E	12E	10E	11E	12E
002223.SZ	鱼跃医疗	0.65	0.97	1.33	60	40	29
002432.SZ	九安医疗	0.34	0.68	1.01	80	40	27
300003.SZ	乐普医疗	0.51	0.69	0.93	50	37	27
300030.SZ	阳普医疗	0.38	0.62	0.89	83	51	35
600055.SH	万东医疗	0.27	0.33	0.40	55	45	37
600079.SH	人福医药	0.51	0.64	0.82	43	35	27
600529.SH	山东药玻	0.75	0.91	1.12	21	17	14
600587.SH	新华医疗	0.45	0.66	0.93	53	36	25
平均值					56	38	28

数据来源：wind；国元证券研究中心

风险提示：

- 1.市场销售风险：公司未来募投项目投产后，产能大幅增加，如果未来市场环境发生变化或公司市场开拓未能达到预期，公司将存在市场销售的风险。
- 2.原材料大幅涨价的风险：原材料成本占公司营业成本的 70%左右，价格大幅变动将直接影响公司业绩。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	198	309	498	820	营业收入	209	304	486	826
现金	63	79	131	206	营业成本	122	182	295	510
应收账款	59	106	168	278	营业税金及附加	6	9	14	25
其它应收款	21	49	73	121	营业费用	11	16	26	44
预付账款	22	22	39	70	管理费用	22	32	51	87
存货	32	53	86	145	财务费用	1	3	2	2
其他	0	-0	-0	-0	资产减值损失	-1	1	0	0
非流动资产	205	199	192	183	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	127	145	150	148	营业利润	47	61	97	158
无形资产	13	13	13	13	营业外收入	1	1	1	1
其他	65	41	29	22	营业外支出	1	0	1	1
资产总计	403	508	690	1003	利润总额	47	62	97	158
流动负债	127	179	278	457	所得税	8	9	15	24
短期借款	0	0	0	0	净利润	40	53	82	135
应付账款	32	47	79	135	少数股东损益	-0	0	0	0
其他	94	132	200	322	归属母公司净利润	40	52	82	135
非流动负债	47	47	47	47	EBITDA	48	71	107	169
长期借款	41	41	41	41	EPS (元)	0.49	0.64	1.00	1.64
其他	6	6	6	6					
负债合计	174	226	325	504	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	1	1	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	62	62	82	82	成长能力				
资本公积	55	55	34	34	营业收入	51.0%	45.8%	59.9%	70.0%
留存收益	113	165	247	382	营业利润	62.5%	31.5%	57.1%	63.8%
归属母公司股东权益					归属于母公司净利润				
益	229	281	363	498	润	65.3%	31.4%	56.8%	63.8%
负债和股东权益	403	508	690	1003	获利能力				
					毛利率	41.4%	40.0%	39.3%	38.3%
					净利率	19.1%	17.2%	16.9%	16.3%
					ROE	17.4%	18.6%	22.6%	27.0%
					ROIC	22.6%	25.3%	35.1%	46.8%
					偿债能力				
					资产负债率	43.1%	44.5%	47.2%	50.3%
					净负债比率	24.91%	20.32%	13.99%	8.99%
					流动比率	1.56	1.73	1.79	1.79
					速动比率	1.31	1.43	1.48	1.48
					营运能力				
					总资产周转率	0.58	0.67	0.81	0.98
					应收账款周转率	3	3	3	3
					应付账款周转率	4.38	4.57	4.67	4.77
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊)	0.49	0.64	1.00	1.64

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	58	15	55	77
净利润	40	53	82	135
折旧摊销	0	7	8	8
财务费用	1	3	2	2
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-54	-46	-84
其它	17	7	8	15
投资活动现金流	-84	1	0	0
资本支出	82	0	0	0
长期投资	-4	0	0	0
其他	-6	1	0	0
筹资活动现金流	15	0	-3	-2

					薄)				
					每股经营现金流(最				
短期借款	0	0	0	0	新摊薄)	0.95	0.25	0.89	1.25
					每股净资产(最新摊				
长期借款	4	0	0	0	薄)	3.72	4.57	5.91	8.10
普通股增加	22	0	21	0	估值比率				
资本公积增加	-3	0	-21	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-8	0	-3	-2	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	-11	16	52	75	EV/EBITDA	-0	-0	-0	-0

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 ±5%” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn