

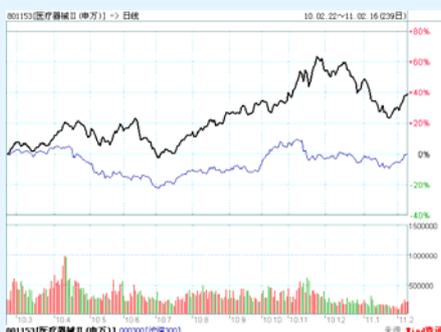
## 尚荣医疗（002551）新股推介会纪要

### ——医药专业工程领军者

#### 发行数据 2011-2-16

发行前总股本	6150 万股
拟发行股份	2050 万股
发行价格	46 元

#### 申万医疗器械板块一年走势：



研究员：李权兵

SAC 执业证书编号：S0270510120001

联系人：李守峰

电话：020-37865195

EMAIL：lisf@wlzq.com.cn

报告日期：2011-2-16

#### 投资要点：

- **公司是医疗专业工程的行业领军者：**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，经过十几年的发展，公司已经成为国内医疗专业工程的行业领军者。公司专注主业，以洁净手术部为核心的医疗专业工程是公司营业收入和营业利润的主要来源。
- **我国医院卫生资源紧缺，新、改、扩建是必然趋势：**我国医院卫生资源已不能满足日益增长的医疗服务需求，主要表现在医疗资源紧缺、老旧医院规划不合理、不能满足医院现代化管理的需要。
- **我国洁净手术室市场空间广阔：**发达国家手术室几乎全部为洁净手术室，我国洁净手术室起步较晚，市场空间广阔。未来市场主要来自于不断增长的新建手术室以及 09 年以前间的 11 万间手术室的改建与更新。
- **公司竞争优势明显**
  - **公司是最早的市场开拓者，具有丰富的行业经验和技術沉淀优势**
  - **公司资金优势明显：**公司提供的买方信贷解决了医院的资金需求，同时也有利于公司开展业务。
- **募投项目加速公司做大做强：**公司募投资金将用于智能自控手术室的技改项目、研发中心建设项目、营销网络建设项目以及其它与主营业务相关的项目，募投项目将加速公司做大做强。
- **募投项目有利于提升公司的服务能力：**募集资金投资项目完成后，公司的设计能力、生产能力、服务能力将在现有基础上实现质和量的飞跃，有利于提升公司的市场占有率。
- **募投项目将大幅提升公司的研发能力：**公司将重点进行医用气体监控、数字动态病例管理、手术导航系统、医学影像及移动手术洁净与数字智能控制的研究，有利于全面提升公司的自主创新能力，持续保持公司的技术领先优势。
- **拓展其它与主营业务相关的业务，增加新的业绩增长点：**预计超募资金将投向技术已经成型的 PSA 中心制氧系统以及手术监护型救护车生产线的建设，将为公司带来新的业绩增长点。
- **盈利预测及估值：**我们预计公司产能瓶颈解决后，公司将进入加速成长期，不考虑制氧机及监护型救护车等衍生收入，预计 2010-2012 年的每股收益分别为 0.85、1.18、1.59 元，公司是医疗专业工程的龙头公司，今后将持续受益于洁净手术室建设广阔的市场空间。按照 2011 年 35-40 倍的市盈率，公司的合理定价区间在 41-47 元。

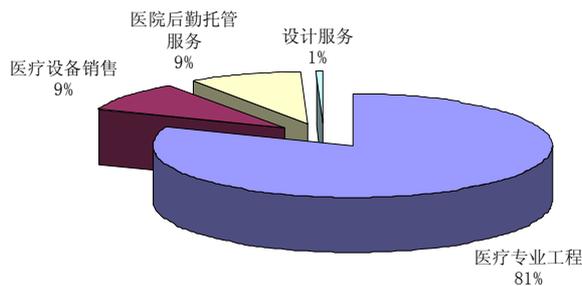
## 一、 公司概况

深圳市尚荣医疗股份有限公司前身为尚荣有限，2002年变更为股份有限公司，本次发行后公司董事长梁桂秋先生持有公司42.38%的股权，为公司的实际控制人。

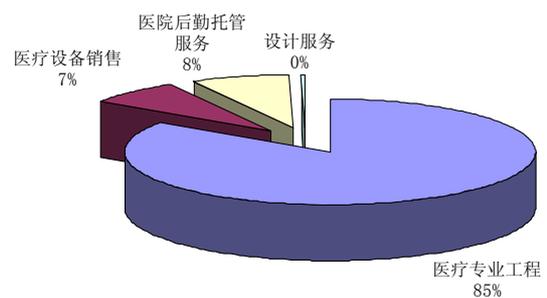
公司主要提供以洁净手术部为核心的医疗专业工程整体解决方案，具体包括医疗专业工程（如手术室、ICU、实验室、化验室、医用气体工程等）的规划设计、装饰施工、器具配置、系统运维等一体化服务。公司经过十几年的发展，已经成为医疗专业工程的行业领军者之一。

从10年上半年的收入来看，以洁净手术部为核心的医疗专业工程是公司营业收入和营业利润的主要来源，公司还有一部分收入是来自医疗专业工程衍生出的医院后勤托管服务及医疗设备销售。

图一、公司 10 年上半年营业收入构成



图二、公司 10 年上半年营业利润构成



资料来源：公司公告；万联证券

## 二、 我国医院卫生资源紧缺，新、改、扩建是必然趋势

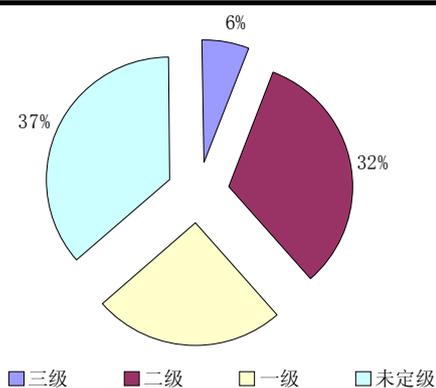
近年来，我国医院建设发展较快，但相对于医疗服务市场迅速发展而言，我国医院卫生资源已不能满足日益增长的医疗服务需求，主要表现在以下几个方面：

- 医疗资源紧缺。目前我国80%的医疗资源集中在20%的大城市，老百姓看病都集中在大医院，导致看病等待时间长，住院床位紧缺。同时，由于在医疗设备、医疗检查等环节的管理和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。
- 老旧医院的规划设计不合理。老旧医院在早期建设过程中缺少总体规划与发展构想，医院建设一直处于见缝插针的状态，在其后的运营过程老旧医院的建筑环境与功能布局逐渐不能满足人民群众看病就

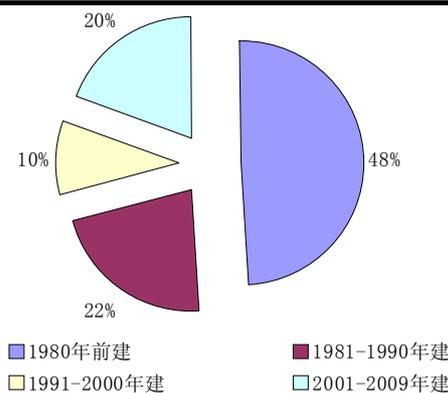
医的需要，表现为规划不合理、建筑陈旧、功能匮乏、环境杂乱、用地紧张、建筑密度高等诸多问题。因此，改扩建医院是一种必然趋势。

- 老旧医院不能满足医学及医院管理的发展。我国82.78%的医院建于上个世纪，超过半数以上的医院建于上世纪80年代以前，已经不能满足现代医学与医院现代化管理发展的需要，严重制约了医疗服务的品质和医院的工作效率。

图三、2009年我国医院分级数量构成



图四、我国医院建设年代构成



资料来源：卫生统计年鉴 2010；万联证券

由于存在以上问题，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。统计结果显示，我国80%的医院存在改扩建问题，20%需要重建。

医院的新建、改建、扩建也迎来了政府政策的支持。《2009-2011年深化医药卫生体制改革实施方案》提出三年间，各级政府预计投入8500亿元用于医疗改革；同时提出要加强基层卫生医疗机构的建设，三年内中央重点支持2000所左右县级亿元(含中医院)建设，使每个县至少有1所县级医院基本达到标准化水平。

### 三、 洁净手术室建设市场空间广阔

手术室承载了以手术治疗治疗危重病人的功能，是医院医疗技术水平的集中体现。自19世纪中叶自今，手术室的发展经历了分散性手术室（第一代手术室）、集中型手术室（第二代手术室）、洁净手术室（第三代手术室），并朝向数字一体化手术室（第四代手术室）发展。

洁净手术室采用现代空气洁净技术，组织科学的气流形式，对手术室内的空气进行循环过滤，除去空气中

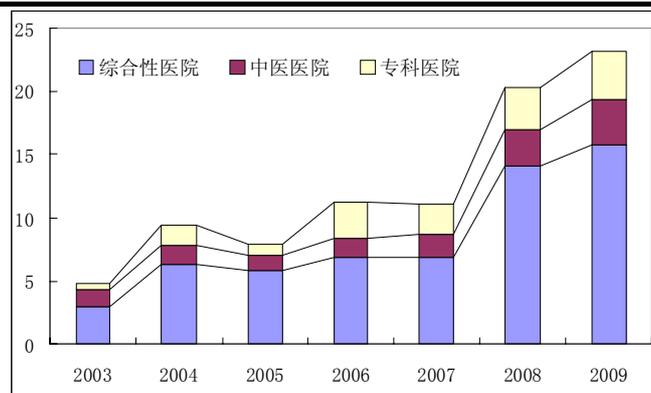
的尘埃和微生物，为手术部位提供了洁净的环境。现代空气洁净技术的使用明显降低了术后感染率，提高了手术质量，且其操作简便，消毒灭菌时间较短，提高了手术室利用率，是手术室消毒灭菌技术的一项革新。洁净手术室的出现是医学技术同工程技术相结合的一项成果，是手术室发展过程中的一次重大进步。

洁净手术室在发达国家已经普及，我国洁净手术室的发展从90年代开始。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，新建和改扩建高标准洁净室已成为医院发展建设中的重点之一。截止目前，洁净手术室在大多数发达地区三级医院已经普及，未来增长点主要来自欠发达地区三级医院以及其它级别医院正在逐步开始的洁净手术室的建设和。

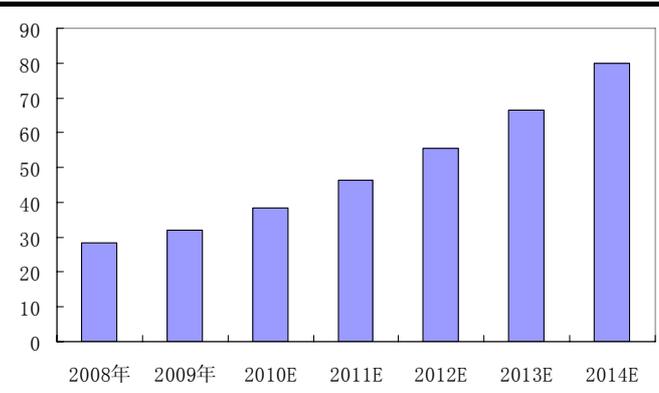
### 1. 新建洁净手术室的市场规模估算

近几年我国各类医院床位数不断增加，按照《中华人民共和国卫生部综合医院建筑设计规范》要求，医院手术室间数按外科病床计算，每25-30张床设置一间手术室；教学医院和以外科为重点的医院，每20-25床宜设置一间手术室。根据经验，中医医院及专科医院每30-40床设置一间手术室。按照综合性医院30床设置一间手术室，中医院及专科医院每40间设置一间手术室，其中洁净手术室比例约为75%、每间洁净手术室造价60万元估算，我国2007-2009年年新建洁净手术室约为3330、6274、7134间，市场规模分别为15、28、32亿元。2003-2009年新增洁净手术室市场规模的复合增长率为30%，随着医疗改革的不断深入，预计今后几年仍将保持20%的增速。

图五、近几年我国各类医院新增床位情况（万张）



图六、我们新增洁净手术室市场规模估算



资料来源：卫生统计年鉴 2010；万联证券

### 2. 改建及更新的洁净手术室的规模

我国有超过80%的医院建设于2000年以前，这部分医院手术室均为普通手术室，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，这部分手术室亟待改建。

目前，发达国家的手术室几乎全部为洁净手术室。我国洁净手术室建设起步较晚，洁净手术室在未来10年将逐步取代现有普通手术室，而手术室的平均寿命约为10年，则2009年底我国各类手术室现有的11万间手术室将在未来10年间进行一次改建或更新，每件手术室改建或更新的费用约为60万元，未来10年间现有手术室改建及更新的规模达660亿元。

#### 四、 公司为行业领军者之一，竞争优势明显

公司自成立以来，陆续承接了近200家医院超过1000间洁净手术室建设工程，市场范围基本覆盖全国。在长期的经营发展中，公司在洁净手术部建设领域积累了具有自主知识产权的核心技术，已经成为行业领军者之一。

图七、公司业务范围覆盖全国



资料来源：公司网站；万联证券

公司的竞争优势主要体现在以下几点：

- 公司是最早的市场开拓者，具有丰富的行业经验和技術沉淀优势：公司成立之初就致力于医疗专业工程服务行业研发、业务承接、建设，经过十余年的发展，公司的业务已遍布全国各省市。公司服务过的大型综合医院已近200家，建造手术室数量超过1000家，积累了丰富的行业经验。在不断的摸索过程中，公司已积累了多项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技术。

- **资金实力优势：**医院项目建设在资金需求上要求较高，一是项目资金需求量大，结算周期较长，现金流分布不均；二是部分地区财政收入下拨进度与医院的资金需求进度不匹配。公司提供的买方信贷资金解决了医院因上述原因造成的项目进展缓慢问题，保障了项目的顺利进展。买方信贷业务也有利于公司业务的开展。

## 五、募投项目加速公司做大做强

公司募投项目主要用于以下项目：

单位：万元

序号	项目名称	项目总投资	项目用途
1	智能自控手术室技改项目	13537	三年内增加 430 套手术室部件加工生产线
2	研发中心建设项目	6290	增强手术室产品的核心竞争力
3	营销网络建设项目	4878	健全营销服务网络、扩大销售范围
4	其它与主营业务相关项目	-	开拓新的业绩增长点

资料来源：公司公告

- **募投项目有利于提升公司的服务能力**

募集资金投资项目完成后，公司的设计能力、生产能力、服务能力将在现有基础上实现质和量的飞跃，有利于提升公司的市场占有率。公司产能将逐步由原有的170万套提升到600万套/年，以满足市场的需求。同时，公司将设置北京、昆明、南昌、西安、武汉、沈阳六个区域办事处，由其向二三级城市辐射，扩大公司产品的市场开拓能力以及售后服务能力，全面提升公司及时获取市场信息、快速响应客户需求的能力。

- **募投项目有助于提升公司的研发能力**

募投项目完成后，公司研发能力及技术水平将大幅提升。公司将重点进行医用气体监控、数字动态病例管理、手术导航系统、手术导航系统、医学影像及移动手术洁净与数字智能的研发，有利于全面提升公司的自主创新能力，持续保持公司的技术领先优势。

- **其它与主营业务相关的业务将为公司开拓新的业绩增长点**

公司其它与主营业务相关项目包括医用PSA中心制氧系统以及手术监护型救护车生产线的建设。目前这两种产品在国内处于空白阶段，公司技术已经成熟，投产后将借助公司现有销售网络放量，为公司带来新的业绩增长点。

## 六、 盈利预测与估值

我们预计公司产能瓶颈解决后，公司将进入加速成长期，不考虑制氧机及监护型救护车等衍生收入，预计2010-2012年的每股收益分别为0.85、1.18、1.59元，公司是医疗专业工程的龙头公司，今后将持续受益于洁净手术室建设广阔的市场空间。按照2011年35-40倍的市盈率，公司的合理定价区间在41-47元。

表2：公司分产品盈利预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
医疗专业工程	10384	10317	15870	20631	37136	64988
同比增长	-	-0.65%	53.82%	30.00%	80.00%	75.00%
毛利率	40.00%	45.28%	43.40%	42.00%	41.00%	40.00%
医疗设备销售	120	1869	2606	5473	8210	11493
同比增长	-	1454.92%	39.45%	110.04%	50.00%	40.00%
毛利率	13.00%	26.90%	38.85%	38.00%	35.00%	35.00%
医院后勤托管服务	1122	1472	2095	2619	3274	4092
同比增长	-	31.17%	42.31%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	34.35%	37.60%	25.72%	37.00%	35.00%	35.00%
其它（主要是软件销售）	10	149	280	1680	2520	3528
同比增长	-	1328.21%	88.17%	499.36%	50.00%	40.00%
毛利率	100.00%	84.00%	50.00%	50.00%	50.00%	0.50%
合计	11637	13807	20851	30400	51139	84101
同比增长	-	0.186440132	0.510203843	0.457959808	0.682206	0.644558
毛利率	39.23%	42.39%	41.14%	41.30%	40.10%	37.42%

## 七、 风险提示

- 公司为客户提供买方信贷，存在医院客户违约而使公司承担连带责任的风险。
- 公司业务扩张存在设计人员和工程管理人才不能满足发展需求的风险。

证券研究报告投资评级说明：

公司投资评级：

买入	预计6 个月内，股价表现优于市场指数30%以上
强烈推荐	预计6 个月内，股价表现优于市场指数15%~30%之间
推荐	预计6 个月内，股价表现优于市场指数5%~15%之间
中性	预计6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计6 个月内，股价表现弱于市场指数5%以上

行业投资评级：

强于大市	报告日后6 个月内，行业指数表现优于市场指数5%以上
中性	报告日后6 个月内，行业指数表现介于市场指数-5%~5%之间
弱于大市	报告日后6 个月内，行业指数表现弱于市场指数5%以上

风险提示：

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深 300 指数

免责条款：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

万联证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或或类似的金融服务。

本报告版权归本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络万联证券研究所客户服务部，并需注明出处为万联证券研发中心，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

万联证券研究发展中心

地址：广州市中山二路 18 号电信广场 36 层

邮编：510081

公司客户服务热线：400-8888-133