

医药/必需消费

尚荣医疗 (002551)

收购普尔德控股, 助力开拓海外耗材市场

	屠炜颖 (分析师)	胡博新 (分析师)	丁丹 (分析师)
	021-38675860	0755-23976766	0755-23976735
	tuweiying@gtjas.com	huboxin@gtjas.com	dingdan@gtjas.com
证书编号	S0880514090002	S0880514030007	S0880514030001

本报告导读:

公司公告子公司香港尚荣收购普尔德控股 55% 股权, 从而持股合肥普尔德由 55% 增至 79.75%, 有利于解决关联交易, 进一步整合渠道, 夯实耗材领域扩张。

投资要点:

- **进一步开拓海外市场, 上调至增持评级。** 公司依托医疗工程优势搭建医院渠道, 通过外延布局医疗设备、耗材领域, 迅速形成协同效应, 实现盈利模式转型, 保持快速增长。此次收购解决合肥普尔德与参股公司普尔德控股 (主要为海外客户) 之间的关联交易问题, 同时利于开拓海外耗材市场。我们预计 2014-2016 年 EPS 0.28/0.37/0.49 元, 同比增长 37%、33%、32%, 维持目标价 28.1 元, 上调至增持评级。
- **解决关联交易, 开拓国际市场。** 普尔德控股是合肥普尔德的主要海外经销商, 以贸易和投资业务为主, 销售市场为美国、欧洲、南美洲和日本, 公司实现对其控股有望进一步开拓海外耗材销售市场。同时也有利于解决关联交易问题, 2013 年关联采购 4492 万元、关联销售 7662 万元, 分别占同类业务 41% 和 57%。
- **业绩承诺+激励, 整合提升业绩。** 为加速双方业绩整合, 并购协议附带业绩承诺与激励。2014~2016 年每年模拟并表之实际扣非净利润超过 4000 万元, 不足补偿, 超出部分按照 30% 对经营层进行激励。目前转让价格 9825 万, 并购 PE 不足 5X, 整合带来业绩显著提升。
- **借助医院渠道优势实现模式转型, 外延扩张步伐或加速。** 公司依靠医疗工程优势建设医院渠道, 启动外延收购医疗设备及耗材, 实现模式转型, 以医院为核心形成协同效应, 提升盈利能力。我们预计公司有望加快外延收购, 构建完善的医院建设服务平台。
- **风险提示:** 订单执行进度低于预期; 医疗领域反腐风险。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	421	731	1,161	1,670	2,187
(+/-)%	21%	73%	59%	44%	31%
经营利润 (EBIT)	71	95	156	213	273
(+/-)%	90%	35%	66%	36%	27%
净利润	58	74	101	135	178
(+/-)%	32%	26%	37%	33%	32%
每股净收益 (元)	0.16	0.21	0.28	0.37	0.49
每股股利 (元)	0.15	0.15	0.03	0.04	0.06

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	16.8%	13.1%	13.7%	12.9%	12.6%
净资产收益率 (%)	4.8%	5.9%	7.5%	9.2%	11.0%
投入资本回报率 (%)	4.8%	5.9%	7.6%	8.4%	9.9%
EV/EBITDA	116.1	88.5	52.2	39.4	31.6
市盈率	164.7	130.2	95.0	71.3	54.1
股息率 (%)	0.6%	0.6%	0.1%	0.2%	0.2%

评级: **增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **28.10**

上次预测: 28.10

当前价格: 23.15

2015.01.13

交易数据

52 周内股价区间 (元)	19.40-45.65
总市值 (百万元)	8,397
总股本/流通 A 股 (百万股)	363/219
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	60%
日均成交量 (百万股)	5.34
日均成交额 (百万元)	137.83

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,309
每股净资产	3.61
市净率	6.4
净负债率	-34.23%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.06	0.07
Q2	0.05	0.07
Q3	0.07	0.10
Q4	0.03	0.04
全年	0.21	0.28

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-7%	-17%	0%
相对指数	-19%	-55%	-48%

相关报告

《行业潜力空间大, 政策放开加速发展》
2014.11.17

《志存高远的洁净手术室装修专家》
2011.02.11

模型更新时间: 2015.01.13

股票研究

必需消费
医药

尚荣医疗 (002551)

评级: 增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 28.10

上次预测: 28.10

当前价格: 23.15

公司网址

www.glory-medical.com.cn

公司简介

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。

公司坚持“以人为本,用科技关爱生命”的宗旨,秉承“以德为尚、以质为荣”企业经营理念,为医院打造洁净、无菌、智能的手术环境及就医环境。

52 周价格范围 19.40-45.65

市值 (百万) 8,397

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	421	731	1,161	1,670	2,187
营业成本	261	508	813	1,196	1,583
税金及附加	16	16	26	37	49
销售费用	26	35	46	62	77
管理费用	49	76	119	161	206
EBIT	71	95	156	213	273
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	14	16	-3	-16	-19
营业利润	69	89	131	175	231
所得税	13	18	25	33	44
少数股东损益	1	4	5	7	9
净利润	58	74	101	135	178
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	891	669	1,018	1,018	1,018
其他流动资产	426	809	1,280	1,861	2,449
长期投资	0	8	8	8	8
固定资产合计	142	341	405	440	469
无形及其他资产	65	193	190	188	186
资产合计	1,523	2,019	2,901	3,515	4,130
流动负债	279	642	1,433	1,924	2,379
非流动负债	25	42	42	42	42
股东权益	1,213	1,250	1,339	1,458	1,614
投入资本(IC)	1,226	1,386	1,961	2,161	2,357
现金流量表					
NOPLAT	58	78	127	174	223
折旧与摊销	12	13	36	44	50
流动资金增量	27	38	-319	89	134
资本支出	14	197	100	100	100
自由现金流	111	326	-57	407	507
经营现金流	75	-33	-22	38	86
投资现金流	-14	-223	-100	-100	-100
融资现金流	-51	15	472	62	14
现金流净增加额	11	-240	350	0	0
财务指标					
成长性					
收入增长率	20.9%	73.5%	58.8%	43.9%	30.9%
EBIT 增长率	89.9%	35.3%	65.6%	35.9%	27.4%
净利润增长率	32.1%	26.4%	37.1%	33.2%	31.9%
利润率					
毛利率	34.4%	28.2%	27.7%	26.1%	25.4%
EBIT 率	16.8%	13.1%	13.7%	12.9%	12.6%
净利润率	13.8%	10.1%	8.7%	8.1%	8.1%
收益率					
净资产收益率(ROE)	4.8%	5.9%	7.5%	9.2%	11.0%
总资产收益率(ROA)	3.8%	3.7%	3.5%	3.8%	4.3%
投入资本回报率(ROIC)	4.8%	5.9%	7.6%	8.4%	9.9%
运营能力					
存货周转天数	91	208	205	206	206
应收账款周转天数	174	240	237	238	239
总资产周转天数	1302	995	900	758	680
净利润现金含量	1.32	-0.47	-0.23	0.30	0.51
资本支出/收入	3.2%	26.9%	8.6%	6.0%	4.6%
偿债能力					
资产负债率	19.9%	33.9%	50.8%	55.9%	58.6%
净负债率	-72.9%	-45.9%	-32.8%	-24.8%	-20.2%
估值比率					
PE	164.7	130.2	95.0	71.3	54.1
PB	7.9	7.7	7.2	6.6	6.0
EV/EBITDA	116.1	88.5	52.2	39.4	31.6
P/S	22.8	13.1	8.3	5.8	4.4
股息率	0.6%	0.6%	0.1%	0.2%	0.2%

绝对价格回报 (%)

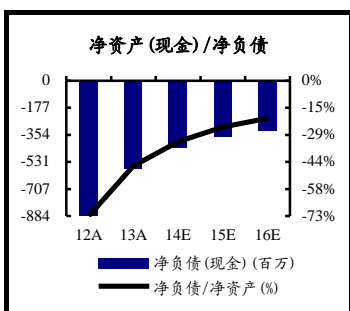
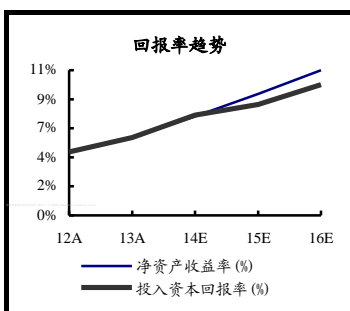
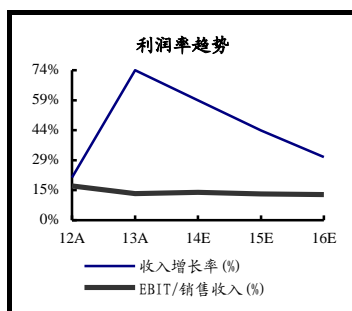
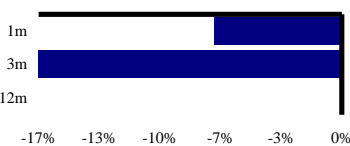
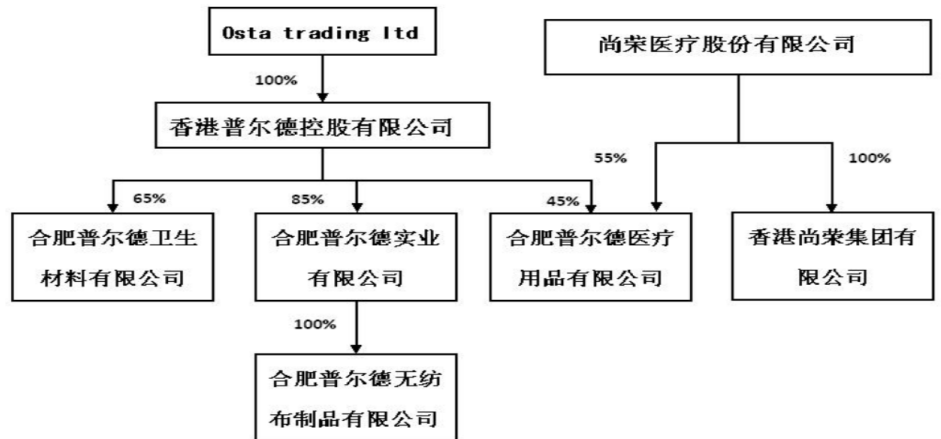
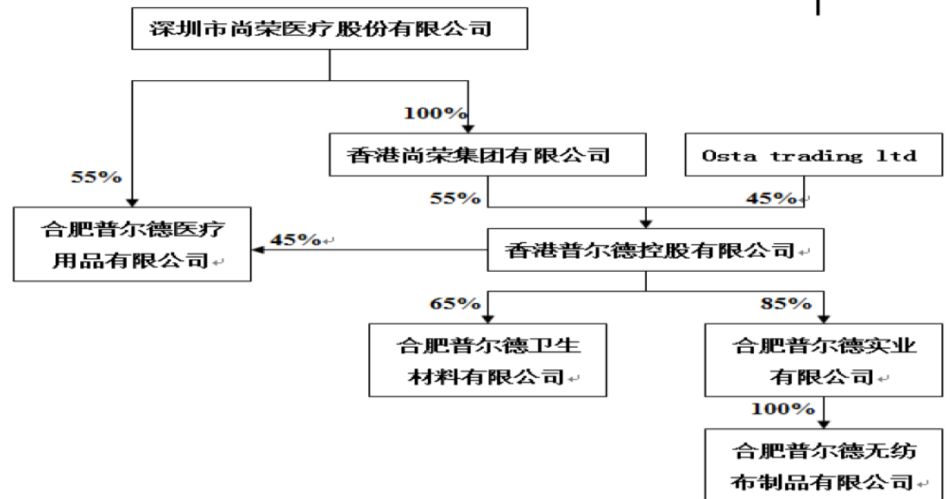


图 1: 此次交易完成前普尔德控股的股权结构图



数据来源: 公司公告

图 2: 此次交易完成后普尔德控股的股权结构图



数据来源: 公司公告

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会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，也可能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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		