

医药生物

2014年12月12日

尚荣医疗 (002551)

——订单逐步落地，看好未来医疗服务大平台构筑，维持“买入”

报告原因：有信息公布需要点评

买入

维持

市场数据：2014年12月11日

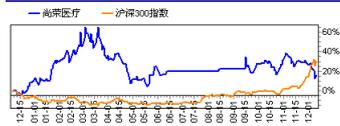
收盘价(元)	24.68
一年内最高/最低(元)	45.65/23.6
上证指数/深证成指	2926/10479
市净率	6.8
息率(分红/股价)	0.41
流通A股市值(百万元)	5396

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年09月30日

每股净资产(元)	3.64
资产负债率%	35.75
总股本/流通A股(百万)	363/219
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《尚荣医疗(002551)深度报告——尚荣模式：依托医建+托管，打造医院整体服务大平台，维持“买入”评级》 2014/11/10

《尚荣医疗(002551)2014年三季度业绩回顾：耗材业务爆发式增长，看好未来医疗服务大平台打造》 2014/10/30

证券分析师

钱正昊 A0230513050005
qianzh@swsresearch.com

联系人

周子露
(8621)23297818 × 7456
zhouzi@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	731	74	74	27	0.27	30.5	5.9	109	91
14Q1-3	826	100	86	35	0.24	27.8	6.6		
2014E	1,295	77.2	105	42.3	0.29	26.9	7.8	99.4	71.6
2015E	1,967	51.8	164	55.9	0.45	28.3	10.8	63.8	47.2
2016E	2,661	35.3	247	51.2	0.69	28.9	14.1	42.2	30.8

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点：

- **医建订单逐步落地，预计15年订单规模将大幅提升。**公司近期公告了新乡县人民医院医疗系统设备采购项目中标情况，公司排名第一，中标金额为6128万元。这是公司14年内第二个中标公告（第一个为5月公告的陕西省耀州市人民医院订单约1.2亿元），至此，公司14年公告的签署订单总量约为1.8亿元，远低于前两年。我们认为其主要原因在于地方政府以及医院领导换届导致订单的签署时间略有推后，并且部分招投标公示节奏也随之放缓，但是我们认为公司在医建订单的获取以及开拓上步伐和实际进度并没有放慢，反而正在随着医建订单高峰期的兑现不断加快，预计换届影响过去后，15年整体规模将大幅提升，订单的逐步落地是15年爆发的开始。
- **双安全边际提供较高价值投资机会。**短期看，公司目前在手订单约为45亿元，大多将于15-17年集中兑现。同时，公司手术室业务也将保持平稳增长，再加上大市场、小品种、高毛利的耗材以及医院经营领域的突破或将成为公司爆发增长的主力，我们认为业绩上提供了较好的安全边际。同时，考虑到公司增发价格(22.24元)较当前股价折价并不高，也提供了较好的安全边际，我们认为，公司目前业绩及增发价格提供了较好的价值投资机会。
- **坚定看好尚荣模式：依托医建+托管，打造医疗服务闭环大平台。**我们认为，公司最主要的优势在于：医院渠道扩张的自身可复制性以及排他性。自身可复制性——医建盛宴仍未结束，托管业务覆盖或将扩大，公司医院渠道资源积累拓展将不断被复制；排他性——对于其他器械企业而言，缺乏医建资质以及经验为渠道快速扩张设立了一定难度。我们认为，公司在过去的几年中的铺垫，使其对于医院经营(管理、采购、人事等)的参与度逐步增强，医疗服务大平台已经缓慢成型，耗材+设备+医疗服务大平台逐步形成闭环。
- **平台搭建稳步推进，业务结构转型在即，看好后续业绩持续高增长，维持14-16年EPS为0.29/0.45/0.69元，维持“买入”评级。**我们认为公司目前医院服务平台雏形已经显现，后续新业务预计将在14-16年期间爆发式增长，业绩增长也将提速。维持14-16年EPS为0.29/0.45/0.69元，并维持“买入”评级。

表 1. 关键假设

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
医疗专业工程										
销售量 (间)	104	102	169	197	233	287	300	360	410	480
单价 (万元/间)	100	101	94	92	90	90	58	58	58	58
增长率			-7.16%	-2.03%	-2.17%	0.00%	-36.00%	0.00%	0.00%	0.00%
销售收入 (百万元)	104	103	159	182	210	258	173	207	236	276
毛利率	40.00%	45.28%	43.40%	40.22%	27.05%	32.30%	32.00%	32.00%	35.00%	35.00%
销售成本 (百万元)	62	56	90	109	153	175	118	141	154	180
医疗设备销售										
销售收入 (百万元)	1	19	26	50	43	19	114	136	164	196
增长率			39.45%	93.75%	-14.00%	-57.12%	510.00%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	13.00%	26.90%	38.85%	34.99%	42.55%	29.82%	34.08%	33.00%	34.00%	34.00%
成本 (百万元)	1	14	16	33	25	13	75	91	108	130
医院后勤托管										
销售收入 (百万元)	11	15	21	27	34	35	44	65	91	128
增长率		31.17%	42.31%	28.32%	27.70%	1.40%	25.00%	50.00%	40.00%	40.00%
毛利率	34.35%	37.60%	25.72%	29.02%	25.00%	24.97%	28.11%	25.00%	25.00%	25.00%
成本 (百万元)	7	9	16	19	26	26	31	49	69	96
设计服务										
销售收入 (百万元)		1	3	5	47	63	77	92	111	133
增长率			88.17%	76.20%	857.11%	33.49%	22.00%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率		84.08%	66.10%	63.65%	25.24%	30.16%	19.04%	19.00%	20.00%	20.00%
成本 (百万元)		0	1	2	35	44	62	75	89	106
建筑工程										
销售收入 (百万元)							132	330	561	813
增长率								150.00%	70.00%	45.00%
毛利率							20.00%	18.00%	20.00%	20.00%
成本 (百万元)							106	271	449	651
总包服务费										
销售收入 (百万元)					1	39	50	65	91	118
增长率						2921.59%	28.00%	30.00%	40.00%	30.00%
毛利率						100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
成本 (百万元)					1	0	0	0	0	0
医用耗材										
销售收入 (百万元)							135	392	705	987
增长率								190.00%	80.00%	40.00%
毛利率							19.20%	20.00%	24.00%	27.00%

成本（百万元）								109	313	536	720
---------	--	--	--	--	--	--	--	-----	-----	-----	-----

其他业务收入

销售收入（百万元）								6	12	7	7	8	8	9
增长率									105.00%	-41.36%	0.00%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率									66.52%	65.47%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
成本（百万元）									4	3	6	7	8	8

合计

总收入	116	138	209	270	348	421	731	1295	1967	2661
总成本	71	80	122	162	244	261	507	947	1411	1891
综合毛利率	39%	42%	41%	40%	30%	38%	31%	27%	28%	29%

资料来源：申万研究

表 2. 利润表

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	270	348	421	731	1,295	1,967	2,661
二、营业总成本	213	298	352	642	1,165	1,761	2,348
其中：营业成本	163	243	261	508	947	1,411	1,891
营业税金及附加	8	12	16	16	28	43	59
销售费用	14	19	26	35	57	79	112
管理费用	28	37	49	76	117	177	240
财务费用	0	(18)	(14)	(16)	(10)	(5)	4
资产减值损失	1	5	15	23	26	57	43
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	(0)	(0)	0	0	0
三、营业利润	57	50	69	89	130	206	313
加：营业外收入	1	2	3	7	5	5	5
减：营业外支出	0	1	0	0	0	0	0
四、利润总额	58	52	73	96	135	210	318
减：所得税	11	8	13	18	26	40	60
五、净利润	47	44	60	77	109	170	258
少数股东损益	0	0	1	4	4	7	10
归属于母公司所有者的净利润	46	44	58	74	105	164	247
六、基本每股收益	0.75	0.37	0.32	0.27	0.29	0.45	0.69
全面摊薄每股收益	0.13	0.12	0.16	0.21	0.29	0.45	0.69

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。