

分析师：涂羚波  
执业证书编号：S0050208010103  
Tel：010-59355910  
Email：tulb@chinans.com.cn  
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



### 医药生物

合理估值区间(元) 45.15-51.6

### 发行上市资料

|            |                     |
|------------|---------------------|
| 发行价格(元)    | 46.00               |
| 发行市盈率(倍)   | 95.83               |
| 发行股数(万股)   | 2050                |
| 发行后总股本(万股) | 8200                |
| 发行日期       | 2011/2/16           |
| 发行方式       | 网下向询价对象配售和网上定价发行相结合 |
| 主承销商       | 国信证券                |
| 上市日期       |                     |

### 基础数据(发行前)

|              |        |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元)     | 3.72   |
| 总股本/流通A股(万股) | 6150/0 |
| 流通B股/H股(万股)  | 0/0    |
| 2010年6月30日   |        |

### 相关研究

## 尚荣医疗(002551.SZ)

### 医疗工程专业龙头企业

#### 投资要点

● **洁净手术室建设行业处于快速成长期。**洁净手术室建设市场来源于新建和改建更新手术室。新建规模主要是医院的新建及扩建带来的增量，随着我国医院建设的快速发展和洁净手术室的逐步普及，预计未来5年不低于20%的增速；改建更新规模来源于洁净手术室逐步取代现有的普通手术室，预计未来10年市场规模达到660亿。

● **医疗工程行业的龙头企业。**公司业务是为医院手术部、ICU、化验室、医用气体工程等医疗专业工程建设提供“设计+施工+产品+服务”式的一站式整体解决方案，并由该项业务衍生的医疗设备销售及医院后勤托管服务。曾为国内近200家大型综合医院建造手术室超过1000间，客户包括北京大学深圳医院、南京鼓楼医院、阜外心血管医院等，在细分行业具有品牌和技术优势。

● **募投项目用于扩张产能，提升研发和营销实力。**募集资金主要用于智能自控手术室技术改造项目、研发中心建设项目、营销网络建设项目及补充营运资金等。项目达产后，手术室配套能力将由目前的170套/年达到600套/年，全部达产预计4年；营销网络的不断健全保证消化新增产能；研发实力的增强提升公司产品的核心竞争力。

● **合理价位45.15-51.6元。**预计公司2010、2011、2012年实现净利润0.61亿元、1.06亿元、1.76亿元，同比增长52%、74%、66%，每股收益0.74元、1.29元、2.14元。给予公司2011年35-40倍PE估值，合理估值45.15-51.6元。

#### 盈利预测

| 项目        | 2008A  | 2009A  | 2010E | 2011E  | 2012E  |
|-----------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 营业收入(百万)  | 138.07 | 208.51 | 304   | 533    | 911    |
| 增长率(%)    | 18.64  | 51.02  | 45.81 | 75.42  | 70.77  |
| 净利润(百万)   | 24.12  | 39.88  | 60.74 | 105.77 | 175.76 |
| 增长率(%)    | 9.57   | 65.34  | 52    | 74     | 66     |
| EPS(元)    | 0.43   | 0.66   | 0.74  | 1.29   | 2.14   |
| 毛利率(%)    | 42.39  | 41.36  | 41    | 40     | 39     |
| 净资产收益率(%) | 14.19  | 17.42  | 5     | 8      | 12     |

#### 财务指标

|       | 流动比率 | 速动比率 | 资产负债率 | 应收账款周转率 | 存货周转率 |
|-------|------|------|-------|---------|-------|
| 2007A | 1.56 | 1.35 | 60.58 | 0.00    | 0.00  |
| 2008A | 1.68 | 1.41 | 45.86 | 2.74    | 3.49  |
| 2009A | 1.56 | 1.31 | 43.12 | 3.39    | 4.08  |

来源：招股说明书、民族证券

表 1：公司收入和毛利预测

| 单位：万元         | 2009         | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>医疗专业工程</b> | <b>15870</b> | <b>20631</b> | <b>39199</b> | <b>70558</b> |
| 增长率 (%)       | 53.82%       | 30.00%       | 90.00%       | 80.00%       |
| 毛利率 (%)       | 43.40%       | 42.00%       | 41.00%       | 40.00%       |
| <b>医疗设备销售</b> | <b>2606</b>  | <b>5473</b>  | <b>8209</b>  | <b>12313</b> |
| 增长率 (%)       | 39.45%       | 110.00%      | 50.00%       | 50.00%       |
| 毛利率 (%)       | 38.85%       | 38.00%       | 35.00%       | 35.00%       |
| <b>医院后勤托管</b> | <b>2095</b>  | <b>2619</b>  | <b>3404</b>  | <b>4426</b>  |
| 增长率 (%)       | 42.31%       | 25.00%       | 30.00%       | 30.00%       |
| 毛利率 (%)       | 25.72%       | 37.00%       | 35.00%       | 35.00%       |
| <b>其他</b>     | <b>280</b>   | <b>1680</b>  | <b>2520</b>  | <b>3780</b>  |
| 增长率 (%)       | 88.17%       | 500.00%      | 50.00%       | 50.00%       |
| 毛利率 (%)       | 66.00%       | 50.00%       | 50.00%       | 50.00%       |
| <b>总收入</b>    | <b>20851</b> | <b>30402</b> | <b>53332</b> | <b>91077</b> |
| 增长率 (%)       | 51.02%       | 45.81%       | 75.42%       | 70.77%       |
| 营业成本率         | 58.64%       | 58.71%       | 59.88%       | 60.50%       |
| 毛利率 (%)       | 41.36%       | 41.29%       | 40.12%       | 39.50%       |

资料来源：民族证券

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

|                |      |       |       |       |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位：百万元         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| <b>流动资产</b>    | 198  | 1265  | 1530  | 1965  |
| 现金及等价物         | 63   | 1069  | 1183  | 1372  |
| 应收帐款           | 59   | 86    | 151   | 258   |
| 存货             | 32   | 47    | 83    | 144   |
| 其它流动资产         | 44   | 64    | 112   | 191   |
| <b>非流动资产</b>   | 205  | 141   | 201   | 294   |
| 长期股权投资         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产及其他        | 177  | 116   | 171   | 255   |
| 投资性房地产         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 13   | 10    | 15    | 24    |
| 其它非流动资产        | 15   | 15    | 15    | 15    |
| <b>资产总计</b>    | 403  | 1406  | 1730  | 2259  |
| <b>流动负债</b>    | 127  | 182   | 326   | 562   |
| 短期借款           | 2    | 0     | 0     | 0     |
| 应付帐款           | 32   | 47    | 85    | 146   |
| 其它流动负债         | 92   | 135   | 241   | 416   |
| <b>非流动负债</b>   | 47   | -8    | 68    | 186   |
| 长期借款           | 41   | -17   | 52    | 159   |
| 其它非流动负债        | 6    | 9     | 15    | 27    |
| <b>负债合计</b>    | 174  | 174   | 393   | 747   |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | -1    | -3    |
| 归属于母公司所有者权益    | 229  | 1233  | 1338  | 1514  |
| <b>负债和股东权益</b> | 403  | 1406  | 1730  | 2259  |

**现金流量表**

|                |      |       |       |       |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位：百万元         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| <b>经营活动现金流</b> | 66   | 64    | 105   | 173   |
| 净利润            | 40   | 60    | 105   | 174   |
| 资产减值准备         | -1   | 0     | 0     | 0     |
| 折旧和摊销          | 4    | 6     | 9     | 14    |
| 公允价值变动损失       | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 财物费用           | 1    | 2     | -3    | -5    |
| 营运资本变动         | 23   | -4    | -6    | -10   |
| 投资收益           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资活动现金流</b> | -63  | 58    | -69   | -107  |
| 资本支出           | -72  | 58    | -69   | -107  |
| 其它             | 9    | 0     | 0     | 0     |
| <b>融资活动现金流</b> | 15   | 884   | 78    | 123   |
| 权益性融资          | 18   | 943   | 0     | 0     |
| 负债净变化          | -2   | -57   | 76    | 118   |
| 财务费用           | -1   | -2    | 3     | 5     |
| <b>现金净增加额</b>  | 17   | 1005  | 115   | 189   |
| 期初现金余额         | 46   | 63    | 1069  | 1183  |
| 期末现金余额         | 63   | 1069  | 1183  | 1372  |

资料来源：公司报表、民族证券

**利润表**

|                |      |       |       |       |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位：百万元         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| <b>营业收入</b>    | 209  | 304   | 533   | 911   |
| 营业成本           | 122  | 178   | 319   | 551   |
| 营业税金及附加        | 6    | 9     | 16    | 27    |
| 销售费用           | 11   | 15    | 27    | 46    |
| 管理费用           | 22   | 29    | 51    | 87    |
| 财务费用           | 1    | 2     | -3    | -5    |
| 资产减值损失         | -1   | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动净        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>    | 47   | 71    | 123   | 205   |
| 营业外收入          | 1    | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出          | 1    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>    | 47   | 71    | 123   | 205   |
| 所得税            | 8    | 11    | 18    | 31    |
| <b>净利润</b>     | 40   | 60    | 105   | 174   |
| 少数股东损益         | 0    | -1    | -1    | -2    |
| <b>归属于母公司所</b> | 40   | 61    | 106   | 176   |
| <b>EBITDA</b>  | 47   | 72    | 121   | 200   |
| <b>EPS（元）</b>  | 0.65 | 0.74  | 1.29  | 2.14  |

**主要财务比率**

|                |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
|                | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
| <b>成长能力</b>    |       |       |       |       |
| 营业收入           | 51.0% | 45.8% | 75.4% | 70.8% |
| 营业利润           | 62.5% | 51.5% | 74.1% | 66.2% |
| 归属母公司净利        | 65.3% | 52.3% | 74.1% | 66.2% |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |
| 毛利率            | 41.4% | 41.3% | 40.1% | 39.5% |
| 净利率            | 19.1% | 20.0% | 19.8% | 19.3% |
| ROE            | 17.4% | 4.9%  | 7.9%  | 11.6% |
| ROIC           | 12.9% | 5.0%  | 7.3%  | 10.0% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 43.1% | 12.4% | 22.7% | 33.1% |
| 流动比率           | 1.6   | 7.0   | 4.7   | 3.5   |
| 速动比率           | 1.3   | 6.7   | 4.4   | 3.2   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.5   | 0.2   | 0.3   | 0.4   |
| 应收帐款周转率        | 3.5   | 3.5   | 3.5   | 3.5   |
| 应付帐款周转率        | 3.8   | 3.8   | 3.8   | 3.8   |
| <b>每股指标(元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.65  | 0.74  | 1.29  | 2.14  |
| 每股经营现金         | 1.07  | 0.77  | 1.28  | 2.11  |
| 每股净资产          | 3.72  | 15.03 | 16.32 | 18.47 |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |
| P/E            | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| P/B            | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| EV/EBITDA      | 207.3 | 133.4 | 80.0  | 48.2  |

## 分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备 8 年医药行业的从业经验，以及 8 年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

| 类 别    | 级 别  | 定 义                             |
|--------|------|---------------------------------|
| 行业投资评级 | 推 荐  | 未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上         |
|        | 中 性  | 未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动     |
|        | 回 避  | 未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上         |
| 股票投资评级 | 推 荐  | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上       |
|        | 谨慎推荐 | 未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间 |
|        | 中 性  | 未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间   |
|        | 回 避  | 未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上        |

## 免责声明

本报告中的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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

| 姓 名 | 电 话          | 手 机         | 邮 箱                      |
|-----|--------------|-------------|--------------------------|
| 袁 泉 | 010—59355995 | 13671072405 | yuanquan@chinans.com.cn  |
| 赵 玲 | 010—59355762 | 13426225346 | zhaoling@chinans.com.cn  |
| 曾 荣 | 010—59355412 | 15801398822 | zengr@chinans.com.cn     |
| 赵玉洁 | 010—59355897 | 13701002591 | zhaoyujie@chinans.com.cn |
| 姚 丽 | 010—59355950 | 13911571192 | yaol@chinans.com.cn      |