

快速发展的洁净手术室行业领跑者

——尚荣医疗（002551）公司深度研究报告

要点:

- **洁净手术室行业进入黄金发展期:** 2008、2009 年我国新建手术室中洁净手术室的市场规模分别为 30.30 亿元、36.86 亿元, 增速 21.65%。预计未来五年我国新建洁净手术室将保持不低于 20% 的增长速度。2009 年我国改建及更新的洁净手术室规模约为 29 亿元, 到 2010 年规模将达 330 亿元, 年复合增长率 25.4%。2012 年后, 我国每年需更新的洁净手术室数量将不断增加, 加上新建洁净手术室的不断普及, 市场总规模不断增大。未来 5 年总体市场规模增速达到 22% 以上, 进入高速发展期。
- **行业龙头成长性和盈利能力突出:** 公司目前在手订单超过 6 亿元, 预计 2011 年在手订单将超过 11 亿元, 而我们预计的公司 2010 年总收入为 2.9 亿元, 在手订单充裕。随着募集资金到位, 公司订单规模和项目承接能力将有显著提高, 预计 2011 年和 2012 年公司净利润和收入增长率将超过 90%, 成长性突出。医疗专业工程技术标准严格, 对工程服务商的在专业领域的技术水平和经验要求提出很高的要求; 同时, 工程所需产品和部品部件均需专业化定制加工, 公司提供设计-配置-运维-买方信贷等一体化业务模式, 使盈利能力大大增强, 公司毛利率和销售净利率均远高于装修装饰行业。
- **经营模式创新等因素提升核心竞争力:** 1、公司顺应了医院建设需求变化, 在行业内率先提出了整体解决方案, 即“一体化”概念, 并提供买方信贷服务, 解决了医疗专业工程院方资金紧张、专业知识缺乏等问题, 形成了双赢的业务系统; 2、技术不断创新: 公司将建立研发中心, 加强医用气体监控、数字动态病历管理、移动手术室洁净与数字智能控制的研究, 逐步完善数字一体化手术室相关模块的开发, 全面提升手术室产品的核心竞争力; 3、项目承接经验丰富: 公司成立以来共承接了全国近 200 家医院超过 1,000 间洁净手术室建设工程, 赢得良好声誉, 公司继续加大建设营销网络, 项目承接能力和市场响应能力将得到进一步提升。
- **投资建议:** 我们预计公司 2010-2012 年将实现净利润 0.55、1.15、2.22 亿元, 实现每股收益 0.90、1.40、2.71 元, 对应 2012 年 PE25 倍。公司作为洁净手术室行业龙头, 竞争优势明显, 市场份额有望进一步提升, 未来 2-3 年公司将充分受益行业发展, 进入高速扩张时期, 给予公司 12 年 30 倍 PE, 12 个月目标价 81 元, 首次给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 买方信贷风险、原材料价格波动风险、设计和管理人才不足风险。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

报告日期: 2011 年 3 月 28 日

分析师

联系人

张霖

李龙

☎010-88366060-8752

☎0755-83516194

✉ zhangl@cgws.com

✉ lil@cgws.com

PCN: S1070209040317

SAC: S1070110030004

投资评级: 推荐 (首次)

股本及行情数据

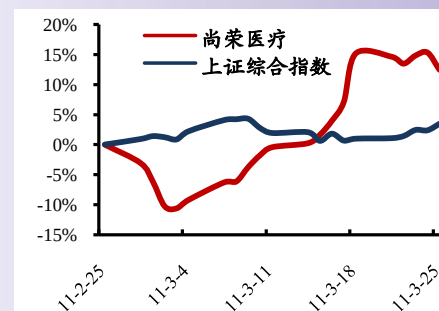
当前价格: 67.48 元

总市值 (百万元)	5,533.36
流通市值 (百万元)	1,113.42
总股本 (百万股)	82.00
流通股本 (百万股)	16.50
12 个月最高/最低 (元)	52/70.97
十大股东占总股本比	75.02%
控股股东	梁桂秋

公司盈利预测

	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	290	588	1,134
(+/- %)	39.3%	102.4%	92.9%
净利润(百万元)	55	115	222
(+/- %)	39.1%	106.9%	93.8%
摊薄 EPS(元)	0.90	1.40	2.71
市盈率 (倍)	75	48	25

公司股价表现图



相关报告



目 录

一、公司概况：领跑洁净手术室市场，甘蔗品到甘蔗最甜一段	3
1.1 重积累：十二年专注洁净手术室行业，技术、经验业内首屈一指	3
1.2 逢时机：乘新医改之风，洁净室迎来春天，尚荣品到甘蔗最甜一段	3
1.3 懂发展：主营业务清晰，步步升级夯实未来发展	4
二、洁净手术室行业发展：洁净手术室是 21 世纪的选择	4
2.1 手术室技术向洁净手术室升级	4
2.2 我国手术室发展情况：上世纪 80 年代引入，洁净手术室方兴未艾	5
三、洁净手术室进入黄金发展期	6
3.1 我国医疗服务市场：政府投入、消费水平提高等促进市场快速发展	6
3.1.1 全国卫生总费用及其占 GDP 比重持续增长	6
3.1.2 我国入院人数和诊疗人次逐年攀升	6
3.1.3 城镇人均医疗保健支出及其占消费性支出的比例不断提高	7
3.2 我国医院发展现状：非营利性医疗机构为主体，新建医院较少	7
3.3 矛盾：医院建设速度较慢使我国医疗资源结构性紧缺	8
3.4 洁净手术室进入黄金发展期：2015 年市场容量 208 亿元，行业龙头充分受益	8
3.4.1 新建洁净手术室的市场规模	9
3.4.2 改建及更新的洁净手术室的规模	10
3.4.3 医院其他医疗专业工程市场规模	11
3.4.4 乡镇卫生院医疗专业工程市场前景	11
四、公司竞争优势	11
4.1 公司主要竞争对手	11
4.2 公司核心竞争优势	11
五、募投项目分析	12
六、财务分析	13
七、盈利预测和投资评级	15

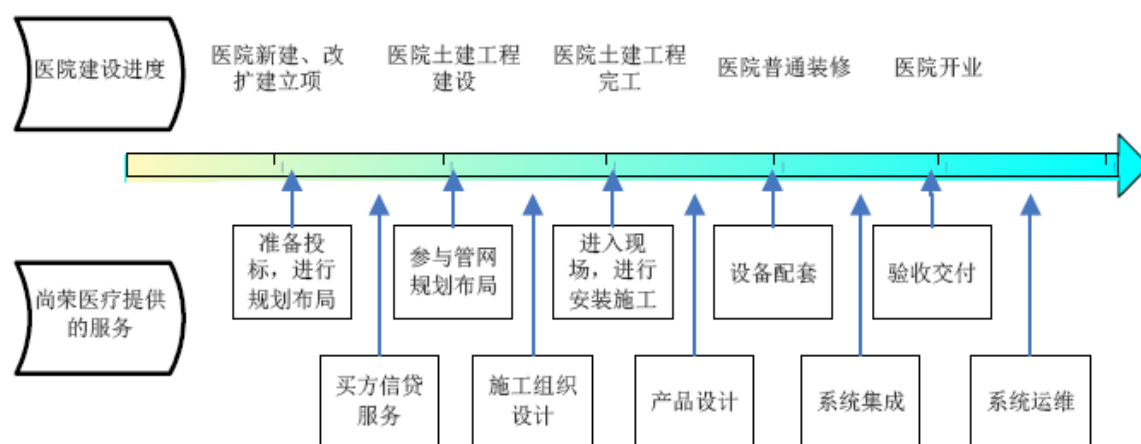


一、公司概况：领跑洁净手术室市场，甘蔗品到最甜一段

1.1 重积累：十二年专注洁净手术室行业，技术、经验业内首屈一指

尚荣医疗（简称“公司”）成立于 1998 年，专业从事以洁净手术部为核心，具体包括医疗专业工程（如洁净手术室、ICU、实验室、化验室等）的规划设计、装饰施工、器具配置、系统运维等一体化服务，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，实现医疗专业工程的“交钥匙”工程。

图 1：公司业务流程



数据来源：招股说明书 长城证券研究所

公司是国内医疗专业工程领域最大的整体解决方案服务商，下游客户是各综合、专科医院等医疗机构。医疗工业较高的技术附加值、工程定制化生产以及十二年行业内品牌积累，使其毛利率远高于同等建筑建材行业水平。

公司在各个业务环节均具有较强的业务水平，近年来陆续承接了中国人民解放军白求恩国际和平医院等近 200 家医院超过 1,000 间洁净手术室建设工程。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。

1.2 逢时机：乘新医改之风，洁净室迎来春天，品到甘蔗最甜一段

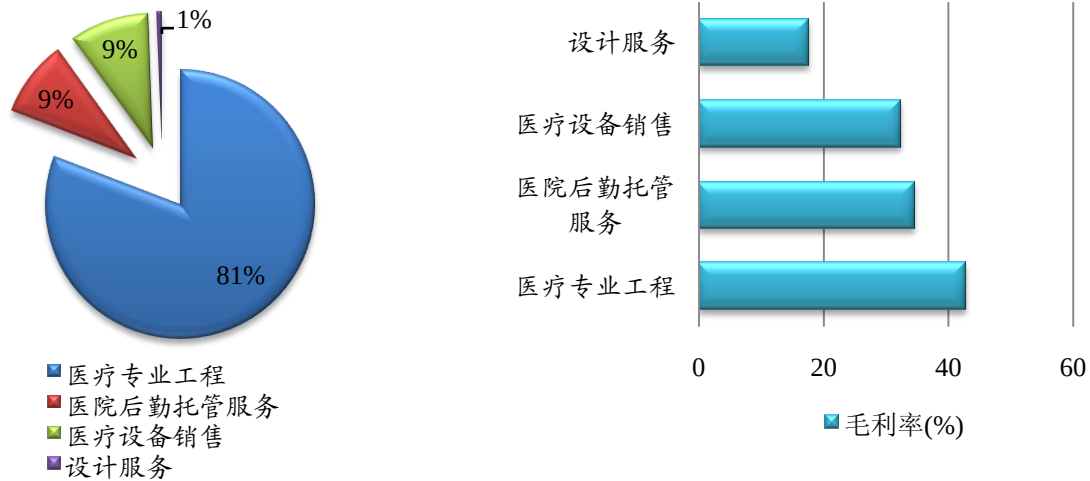
新医改大背景下，医院新、改、扩建将迎来高速发展期，洁净手术室随作为医院的配套设施，需求大幅增长。需求的推动不仅依靠新建的各省、地市级、县、乡医院，可包括超过 80% 建设与 2000 年前的改建医院。而公司服务的医院主要为地市级及以上的综合医院及专科医院等高端的医院整体建设项目，这些医院的规模较大，基础设施建设、医疗设备配置与就医环境较好，均为当地医疗、科研、预防、保健和康复的中心。单个工程项目数额大，毛利率较高。



1.3 懂发展：主营业务清晰，步步升级夯实未来发展

公司主营业务收入为以下四部分：医疗专业工程、医疗设备销售、医院后勤托管服务、其他（设计服务和租赁收入）。其中占营业收入 80%以上的为毛利率最高医疗专业工程，2010 年中报的毛利率达 42.72%。

图 2：营业收入构成和毛利率



数据来源：WIND 长城证券研究所

二、洁净手术室行业发展：洁净手术室是 21 世纪的选择

2.1 手术室技术向洁净手术室升级

手术室是医院医疗技术水平的集中体现，承载了以手术治疗危重病人的功能。自 19 世纪中叶至今，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。公司立足于洁净手术室，不断研发升级，在迈向数字一体化手术室过程也处于国内领先地位。

目前，公司在洁净手术部的基础上，研制开发了智能自控手术室，可以实现对手术室内含菌量、温度、湿度、新风量、风压、风速、二氧化碳含量、麻醉废气排放等环境参数以及血压、脉搏等病人生理体征实施实时集中监测，并将相应参数输入到数字控制器，发出数字信号操作各动作元器件，如气动阀，传动开关、电磁开关、数码显示屏等，使各种参数控制在所允许的范围之内，确保手术室达到最符合抢救病人的要求。

表 1: 手术室发展阶段

发展阶段	时间	特点
第一代手术室	1846 年至 20 世纪中叶	手术室分散于各专科
第二代手术室	20 世纪中叶	各专科手术室都集中在手术部内
第三代手术室 (洁净手术室)	20 世纪 80 年代	代空气洁净技术, 控制外源性的感染, 消毒灭菌时间较短, 提高了手术室利用率
第四代手术室 (数字一体化手术室)	21 世纪	数字化功能使功能最优化

数据来源: 招股说明书 长城证券研究所

2.2 我国手术室发展情况: 上世纪 80 年代引入, 洁净手术室方兴未艾

20 世纪 80 年代初, 我国医药行业根据联合国世界卫生组织提出的《药品优良生产的常规规范》(GMP), 制定了《药品生产管理规范》。该规范对药品的生产条件和生产环境做出了严格的规定, 还对于一些特殊药品做了特殊要求。20 世纪 80 年代到 90 年代, 国家对大输液生产进行了强制检查, 贯彻实施 GMP, 全国各地医院对大输液生产进行了改造, 对生产环境进行空气净化处理, 从而把空气净化的观念、净化技术, 引入我国医药卫生行业, 特别是引入到医院的建设之中, 这为我国洁净手术部的建设工作奠定思想和技术基础。

1986 年中国人民解放军总医院率先在国内建立了两间层流洁净手术室, 并投入了临床应用。1996 年南京军区总医院在门诊大楼的加层扩建中, 组建了垂直层流眼科手术室, 在连续 2,500 位病例手术中, 无一病例感染, 充分显示了洁净手术室在降低手术感染中的有效性。

2002 年 11 月国家卫生部参照有关国际标准及国外技术标准, 并结合我国国情的基础上, 编制了《医院洁净手术部建筑技术规范》, 规定了洁净手术部由洁净手术室和辅助用房组成, 洁净手术部的洁净度分为四个等级; 各用房的具体技术指标; 对建筑环境、平面和装饰的原则要求; 洁净手术室必须配置的基本装备及其安装要求; 对作为规范核心内容的空气调节与空气净化部分, 则详尽地规定了气流组织、系统构成及系统部件和材料的选择方案、构造和设计方法; 还规定了适用于洁净手术部的医用气体、给水排水、配电和消防设施配置的原则; 最后对施工、验收和检测的原则、制度、方法做了必要的规定。

洁净手术室能有效降低院内感染率及无菌手术切口感染率, 提高手术成功率, 同时院内感染率、无菌手术切口感染率是综合医院评级的重要指标, 因此洁净手术室受到社会、医院、卫生部门的大力推广。

三、洁净手术室进入黄金发展期

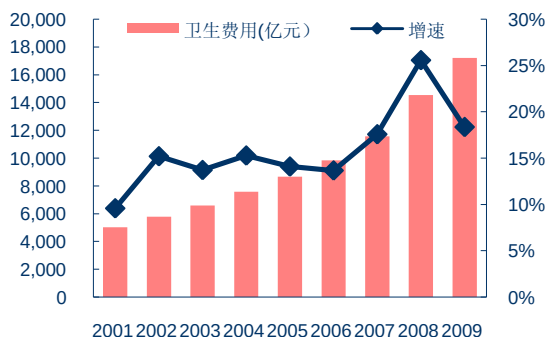
3.1 我国医疗服务市场：政府投入、消费水平提高等促进市场快速发展

3.1.1 全国卫生总费用及其占 GDP 比重持续增长

2007 年我国卫生总费用首次突破一万亿元，2009 年达到 17,204.81 亿元，而在 1980 年我国卫生总费用为 143 亿元。1980-2009 年间，我国卫生总费用增长了 119.31 倍。

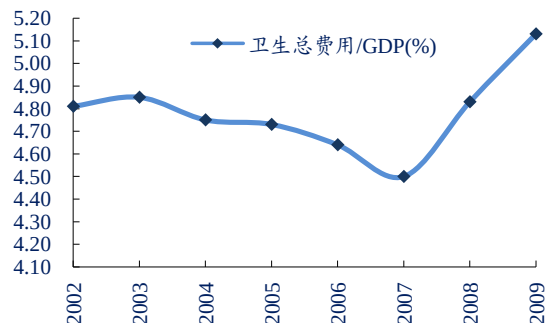
我国医疗卫生总费用占 GDP 的比重从 1985 年的 3.09% 增加到 2009 年的 5.13%。创历史最高水平，由此可知随着我国 GDP 的增长，医疗卫生费用支出将维持在较高水平，保持基本上升趋势。

图 3：我国历年卫生总费用



数据来源：中国卫生统计年鉴 长城证券研究所

图 4：我国医疗卫生费用占 GDP 比重

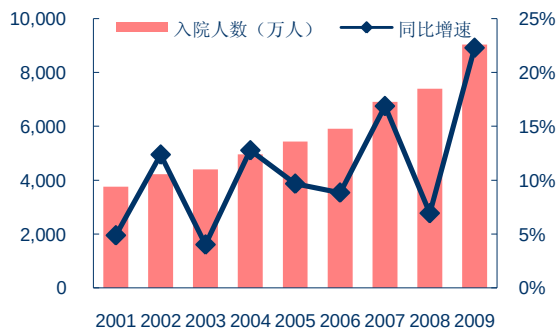


数据来源：中国卫生统计年鉴 长城证券研究所

3.1.2 我国入院人数和诊疗人次逐年攀升

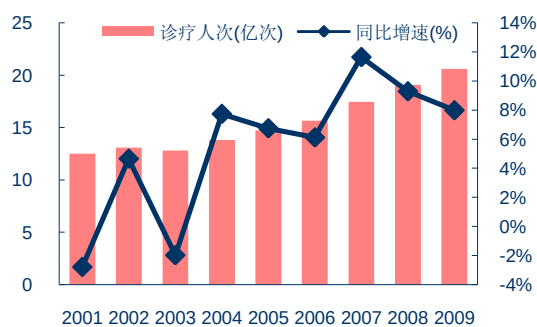
根据《2010 年中国卫生统计年鉴》，008 年我国医院入院人数达 9,039 万人，较 2008 年大幅增长 22.27%；2009 年全国医院诊疗人次达 20.60 亿次，较 2008 年增长 7.97%；

图 5：我国历年入院人数



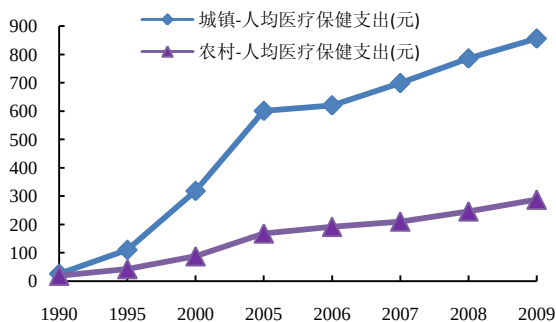
数据来源：中国卫生统计年鉴 长城证券研究所

图 6：我国历年诊疗人次



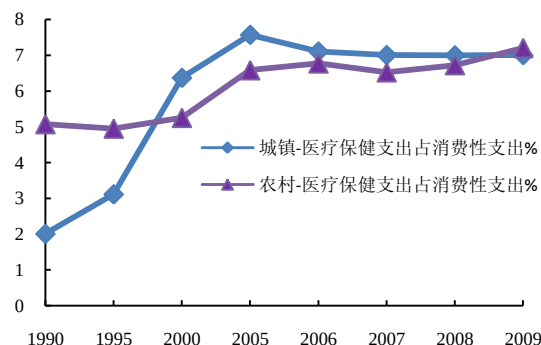
数据来源：中国卫生统计年鉴 长城证券研究所

图 7: 我国人均医疗保健支出



数据来源: 中国卫生统计年鉴 长城证券研究所

图 8: 我国历年医疗保健支出占消费性支出比重



数据来源: 中国卫生统计年鉴 长城证券研究所

3.1.3 城镇人均医疗保健支出及其占消费性支出的比例不断提高

2009 年我国的城镇人均医疗保健支出达到 856.4 亿元, 从 1990 年到 2009 年, 医疗保健支出年均复合增长率为 20.27%, 占消费性支出的比例从 2.0% 提高到 7.0%。2009 年我国的农村人均医疗保健支出达到 287.5 亿元, 从 1990 年到 2009 年, 医疗保健支出年均复合增长率为 15.37%, 占消费性支出的比例从 5.1% 提高到 7.2%。

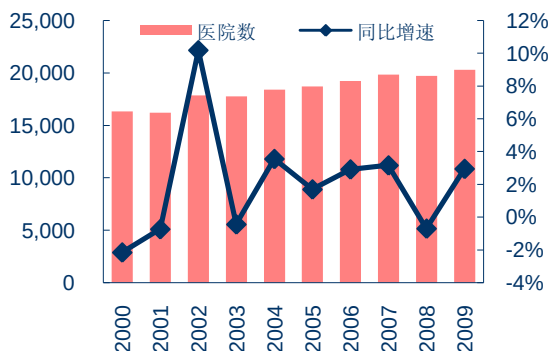
从城镇居民和农村居民的消费来看, 居民收入水平较高, 其医疗保健支出比重更高。随着我国人们生活水平不断提高, 健康意识不断增强, 城镇化深入和老龄化到来, 这些因素给医疗服务市场提供了广阔的发展空间。

3.2 我国医院发展现状: 非营利性医疗机构为主体, 新建医院较少

据国家卫生部《2010 年中国卫生统计年鉴》数据显示: 2009 年末我国共有医院 20,291 家, 其中有 16,318 家建于 2000 年以前, 有 9,902 家医院建于 1980 年及以前。

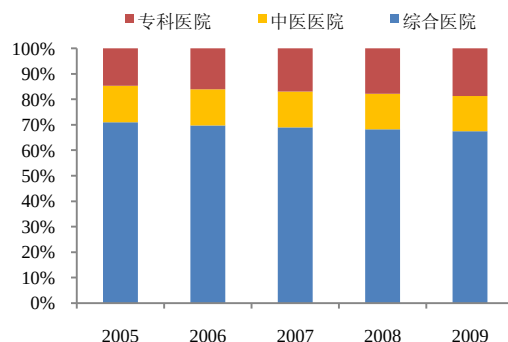
医院按其业务性质可以划分为综合医院、中医院、中西医结合医院、专科医院、妇幼保健院以及专科疾病防治院。2009 年末, 我国拥有综合医院 13,364 家, 占医院总数的 65.86%, 专科医院 3,716 家, 占医院总数的 18.31%, 中医院 2,728 家, 占医院总数的 13.44%, 各类型医院的数量如下图所示

图 9: 我国医院数量



数据来源: 中国卫生统计年鉴 长城证券研究所

图 10: 我国医院分类



数据来源: 中国卫生统计年鉴 长城证券研究所



目前,我国坚持以非营利性医疗机构为主体、营利性医疗机构为补充,公立医疗机构为主导、非公立医疗机构共同发展的办院原则。政府负责公立医院的基本建设和大型设备的采购,对公立医院承担的公共卫生任务给予专项补助。目前公立医院的规模都比较大,基础设施建设、医疗设备配置与就医环境都比较好,一般都是当地医疗、科研、预防、保健和康复的中心。

3.3 矛盾: 医院建设速度较慢使我国医疗资源结构性紧缺

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,目前我国医院卫生资源不能满足日益增长的医疗服务需求,主要表现在以下方面:

第一,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。2008 年,我国各类医院床位利用率达 81.5%,政府办医院床位利用率达 87.5%。同时,由于在医疗设备、医疗检查等环节的管理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。

第二,老旧医院的规划设计不合理。老旧医院由于早期建设的观念所限,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,在长远发展运营过程,不断地暴露出如规划设计不合理、建筑陈旧、功能匮乏、环境杂乱、用地紧张、建筑密度高等诸多实际性问题,因此,当老旧医院的建筑环境与功能布局不能满足人民群众看病就医的需要时,改扩建医院就成为一种客观趋势。

第三,老旧医院不能满足医学及医院管理的发展。我国 82.78%的医院建于上世纪,超过半数以上的医院建于上世纪 80 年代以前,老旧医院在在规划设计、设备配置等方面已不能满足现代医学及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。

3.4 洁净手术室进入黄金发展期: 2015 年市场容量 208 亿元,行业龙头充分受益

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。

3.4.1 新建洁净手术室的市场规模

新增洁净手术室主要来源于医院的新建及扩建带来的增量。《2009-2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》明确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 2,000 所左右县级医院(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。同时,为缓解医疗资源不足与人民群众日益增长的医疗服务需求之间的矛盾,各地政府都在加快医院新建、扩建工作。

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重较高,且呈逐年上升趋势。根据公司多年的运营经验估算:2008 年新建手术室中洁净手术室的比重约为 70%,2009 年这一比例达 75%。据此,我们推算 2008、

2009 年我国各类医院新建洁净手术室市场规模如下表:

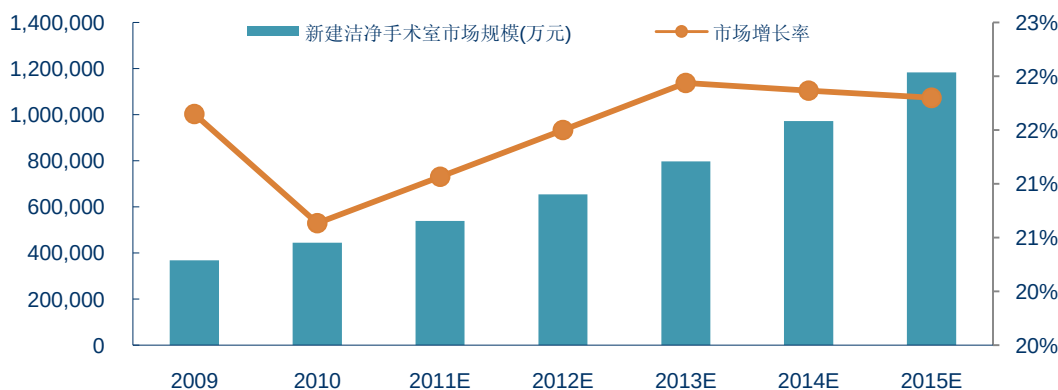
表 2: 洁净手术室市场规模测算

项目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
新增手术室数量(间)	7,214	8,192	9,626	11,358	13,459	16,017	19,060	22,681
洁净手术室占比	70%	75%	77%	79%	81%	83%	85%	87%
洁净手术室数量(间)	5,050	6,144	7,412	8,973	10,902	13,294	16,201	19,733
洁净手术室建造费用(万元)	60	60	60	60	60	60	60	60
洁净手术室市场规模(万元)	302,988	368,640	444,703	538,379	654,131	797,635	972,058	1,183,967
市场增长率	-	21.65%	20.63%	21.06%	21.50%	21.94%	21.87%	21.80%

数据来源: 卫生部 招股说明书 长城证券研究所

由上表可知, 2008、2009 年我国新建手术室中洁净手术室的规模分别为 30.30 亿元、36.86 亿元, 市场增长率为 21.65%。随着我国医院建设的快速发展和洁净手术室的逐步普及, 未来五年内, 我国新建洁净手术室将保持不低于 20% 的增长速度。以上述数据为基础, 则未来五年, 我国新建洁净手术室的测算如下:

图 11: 新建洁净手术室市场规模及增长率



数据来源: 招股说明书 长城证券研究所

3.4.2 改建及更新的洁净手术室的规模

(1) 改建洁净手术室

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; 第二, 手术室无净化系统, 手术室内的细菌含量较高; 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。

(2) 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

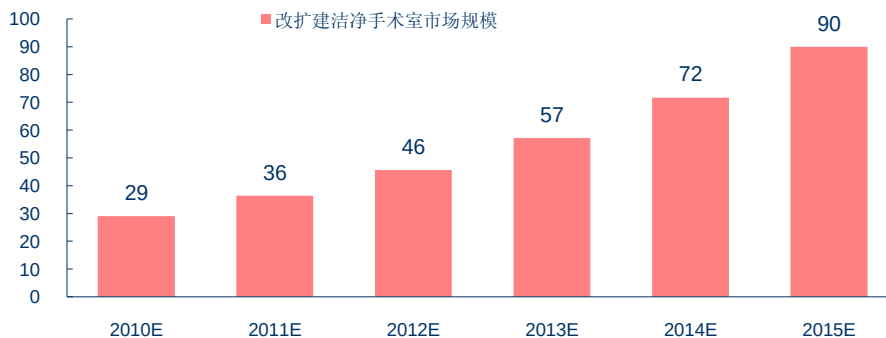


备设施的正常运行，并受医学及医疗设备等学科发展的推动，洁净手术室平均每 10 年需要更新一次。

(3) 改建及更新的洁净手术室的规模

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 年间现有手术室改建及更新的规模达 660 亿元。2009 年我国改建及更新的洁净手术室规模约为 29 亿元，到 2010 年规模将达 330 亿元，年复合增长率 25.4%。

图 12: 改扩建洁净手术室市场规模及增长率



数据来源：招股说明书 长城证券研究所

2002 年，我国颁布了《医院洁净手术部建筑技术规范》，极大的推动了国内洁净手术室的发展建设。我国洁净手术室多建于 2003 年及以后，现阶段我国每年需要更新建设的洁净手术室数量较少。2012 年后，我国每年需更新的洁净手术室数量将不断增加，加上新建洁净手术室的不断普及，市场总规模不断增大。未来 5 年市场规模增速达到 22% 以上，进入高速发展期。

表 3: 洁净手术室市场总规模测算

项目	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
新建洁净手术室市场规模(万元)	444,703	538,379	654,131	797,635	972,058	1,183,967
改扩建洁净手术室市场规模	290,000	363,660	456,030	571,861	717,114	899,261
洁净手术室总规模	734,703	902,039	1,110,160	1,369,497	1,689,172	2,083,228
增长率 (%)		22.78%	23.07%	28.75%	28.80%	28.77%

数据来源：卫生部 招股说明书 长城证券研究所

3.4.3 医院其他医疗专业工程市场规模

根据《中国重症加强治疗病房(ICU)建设与管理指南(2006)》，我国三级和有条件的二级医院均应设立重症医学科，ICU 服务病床数量根据医院等级和实际收治患者的需要，一般以该 ICU 服务病床数占医院病床总数的 2%-8% 为宜，可根据实际需要适当增加；医用气体工程主要用于维系危重病人生命，促进病人康复，具有非常重要的作用，



广泛应用于医院的手术室、ICU、病房等科室；化验室是综合医院必不可少的科室，主要用于临床医学检验。根据我国医院建设的相关标准以及发行人多年的运营经验，上述各种医疗专业工程每年的市场规模将超过 20 亿元，且随着医院建设的发展，该市场规模在未来将保持较快增长速度。

3.4.4 乡镇卫生院医疗专业工程市场前景

根据《2010 中国卫生统计年鉴》，截至 2009 年底，我国拥有 38,475 家乡镇卫生院，拥有 93.34 万张床位。根据国务院 2009 年 3 月 18 日下发的《医药卫生体制改革近期重点实施方案(2009 - 2011 年)》的通知要求，我国将加强基层医疗卫生机构建设资金投入，完善基层医疗服务体系。2009 年开始全面完成中央规划支持的 2.9 万所乡镇卫生院建设任务，再支持改扩建 5,000 所中心乡镇卫生院，每个县 1-3 所。近年来，一些发达地区的乡镇卫生院已经逐步开始进行洁净手术室及 ICU 等医疗专业工程建设。未来，随着我国经济发展以及中央财政不断向基层医疗卫生机构建设倾斜，乡镇卫生院的医疗专业工程市场具有一定的发展空间。

四、公司竞争优势

4.1 公司主要竞争对手

目前，在全国范围内开展医院建筑装备业务的公司主要有海南灵镜净化工程有限公司、江苏久信医用净化工程有限公司、德国 Maquet 公司、北京三医特空气净化工程有限公司等公司。

表 4: 公司主要竞争对手

序号	公司名称	主营产品	市场区域	经营特点
1	海南灵镜净化工程有限公司	洁净手术室、ICU、供应室等净化工程项目	全国	较早进入净化工程领域，经验丰富
2	江苏久信医用净化工程有限公司	洁净手术部、ICU、CCU 病房、血液病房、隔离病房等净化工程项目；	以江苏市场为主，业务覆盖全国	在江苏设有生产加工基地，在相关部品部件生产方面拥有一定优势
3	德国 Maquet 公司	为手术室及 ICU 提供解决方案，系统集成供应商	业务覆盖全国	设计理念新颖，产品价格较高
4	北京三医特空气净化工程有限公司	医院洁净手术部、ICU、血液病房、医用中心供气系统	以台湾市场、北方市场、华东及华南部分区域为主要销售区域	台资企业，在境外承接业务有优势；在华东地区设有生产加工基地

数据来源：公司资料 长城证券研究所

4.2 公司核心竞争优势

(1) 领先的行业地位：2007 年-2009 年及 2010 年 1-6 月，公司实现营业收入分别为 1.16 亿元、1.38 亿元、2.09 亿元和 1.31 亿元，居国内同行业领先地位。经过十余



年的发展，公司已积累了行业内领先的行业知识、专业人才、核心技术、应用软件、行业解决方案和成功案例。公司已在医疗服务领域树立了“以德为尚，以质为荣”的“尚荣医疗”品牌。

(2) 创新的商业模式：公司提供的专业化整体解决方案，实现了医疗专业工程建设的“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。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。

(3) 丰富的行业经验：成立之初，公司就致力于医疗专业工程服务行业研发、业务承接、建设，经过十多年的发展，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 1,000 间，积累了丰富的行业经验。

(4) 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。公司的智能自控手术室产品荣获国家科技部、商务部、质量监督总局及环保总局颁发的国家重点新产品荣誉，荣获深圳市人民政府颁发的科学技术进步二等奖，荣获深圳市科技和信息局颁发的高新技术项目。公司是国家级高新技术企业、深圳市自主创新行业领军企业之一、深圳市高新技术企业、深圳市知识产权优势企业。

五、募投项目分析

公司本次发行 2050 万股，发行后总股本为 8200 万股。本次发行完成后，第一大股东仍为公司创始人、董事长、总经理梁桂秋，与妻子黄宁及兄弟梁桂添、梁桂忠和合计持有 54.04%，富海银涛持有 10.29%，为公司第二大股东。本次发行新股占总股本的 25%。

表 5：募投资金主要从事以下三个项目建设

单位：万元

	项目名称	项目总投资	第一年	第二年	第三年
1	智能自控手术室技术改造项目	13,537.00	8,124.00	2,708.00	2,705.00
2	研发中心建设项目	6,290.00	4,686.00	1,604.00	-
3	营销网络建设项目	4,878.00	4,878.00	-	-

数据来源：招股说明书 长城证券研究所

(1) 智能自控手术室技术改造项目：主要为厂房建设与改造、购置先进的数字一体化手术室产品生产检测设备，实现现有智能包括自控手术室产品的升级换代和新增年产 430 套的手术室部品部件，达到年产 600 套手术室部品部件的生产能力。

(2) 研发中心建设项目：研发中心近期将重点进行手术室智能自控系统、医用气体监控系统、数字动态病历管理系统、手术导航系、医院数字化控制系统等技术的研发，提高手术室的信息化、智能化，降低手术室的成本，推动国内数字一体化手术室的发展。远期目标则是进行软件技术、节能环保技术、系统集成技术等研发，有利于



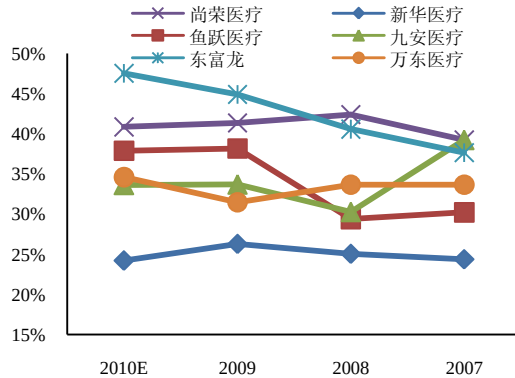
全面提升公司的自主创新能力，持续保持公司的技术领先优势。

(3) 营销服务网络建设项目：本项目是对公司现有营销服务网络的改造与升级，在东北、华北、华中、华东、西北、西南、华南建立 7 个区域营销中心，并在各区域主要城市建立办事处，形成以区域营销中心为核心，以各地办事处为补充的覆盖全国的营销服务网络。公司将建设 CRM 营销网络系统项目，使企业营销理念从“以产品为中心”的模式向“以客户为中心”的模式转移，建立现代信息技术与营销相结合的体系，打造集品牌传播与管理、产品设计研发、供应链整合、市场信息反馈、客户响应与服务、电子商务 ERP 系统于一体的营销服务体系。

六、财务分析

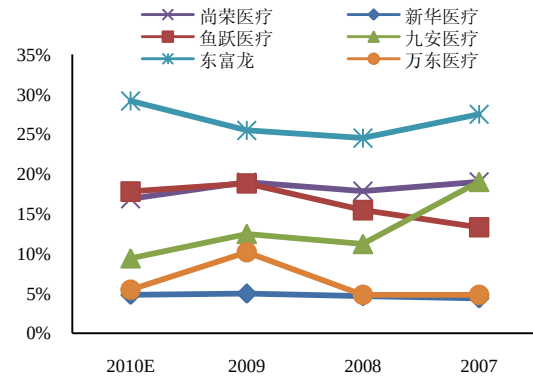
公司主营业务横跨装饰装修和医疗器械行业，属于专业性很强的综合行业。从盈利能力的指标来看，公司毛利率和净利率都位于医疗器械类公司前列，但与装饰装修类公司比较优势凸显，公司最近 4 年平均毛利率可达到 40%，净利率也达 20%，专业化特征优势明显。应收账款周转率和装饰装修类公司与医疗器械类公司比较接近，存货周转率与装饰装修类公司相比较低，主要原因是医院项目一般由政府主导，款项回收期一般较长。

图 13: 医疗器械公司毛利率比较



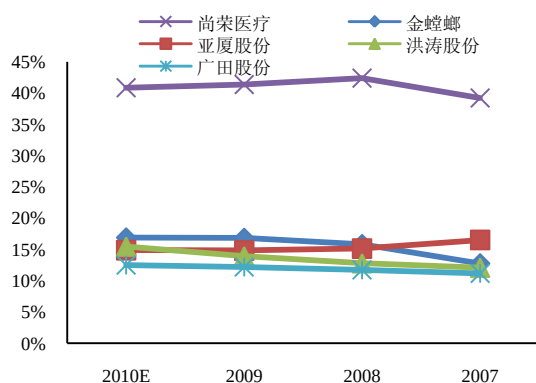
数据来源: WIND 长城证券研究所

图 14: 医疗器械公司净利率比较



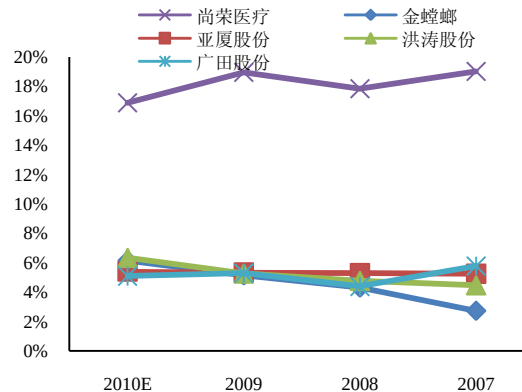
数据来源: WIND 长城证券研究所

图 15: 建筑装饰毛利率比较



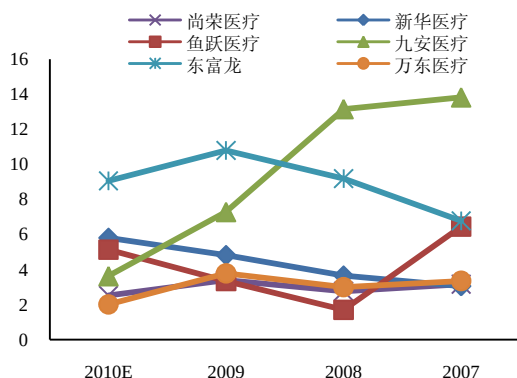
数据来源: WIND 长城证券研究所

图 16: 建筑装饰净利率比较



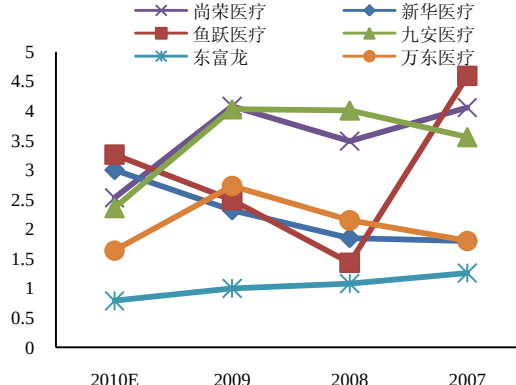
数据来源: WIND 长城证券研究所

图 17: 医疗器械公司应收账款周转率比较



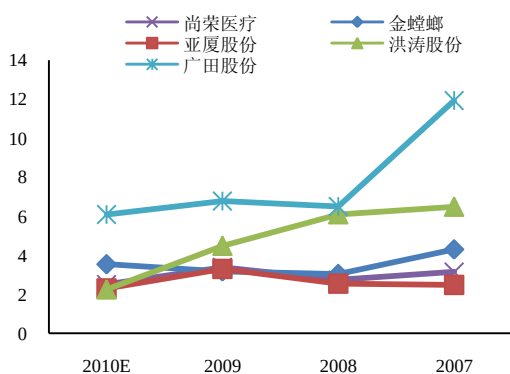
数据来源: WIND 长城证券研究所

图 18: 医疗器械公司存货周转率比较



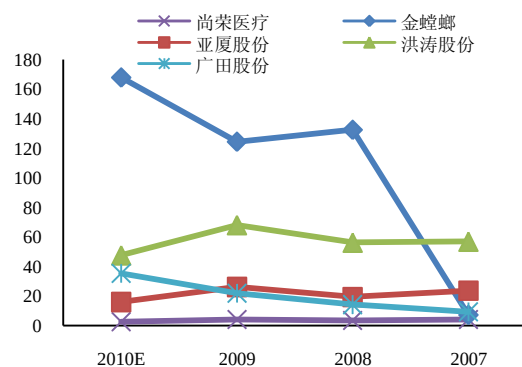
数据来源: WIND 长城证券研究所

图 19: 建筑装饰应收账款周转率比较



数据来源: WIND 长城证券研究所

图 20: 建筑装饰存款周转率比较



数据来源: WIND 长城证券研究所

七、盈利预测及投资评级

我们预计公司 2010-2012 年将实现净利润 0.55、1.15、2.22 亿元，实现每股收益 0.90、1.40、2.71 元，对应 2012 年 PE25 倍。公司作为洁净手术室行业龙头，竞争优势明显，市场份额有望进一步提升，未来 2-3 年公司将充分受益行业发展，进入高速扩张时期，给予公司 12 年 30 倍 PE，12 个月目标价 81 元，首次给予“推荐”评级。

表 6: 分业务收入及毛利率预测								
		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
医疗专业工程(百万元)	营业收入	103.84	103.17	158.7	206.31	453.88	885.07	1681.63
	增速		-0.65%	53.82%	30%	120%	95%	90%
	营业成本	62.31	56.45	89.82	122.16	262.63	499.00	953.10
	增速		-9.40%	59.11%	36%	115%	90%	91%
	毛利率	39.99%	45.28%	43.40%	40.79%	42.14%	43.62%	43.32%
医疗设备销售(百万元)	营业收入	1.2	18.69	26.06	39.09	72.32	162.71	341.70
	增速		1457.50%	39.43%	50%	85%	125%	110%
	营业成本	1.05	13.66	15.93	24.21	43.58	100.24	208.51
	增速		1200.95%	16.62%	52%	80%	130%	108%
	毛利率	12.99%	26.89%	38.84%	38.06%	39.73%	38.39%	38.98%
医院后勤托管服务(百万元)	营业收入	11.22	14.72	20.95	26.82	36.20	50.68	73.49
	增速		31.19%	42.32%	28%	35%	40%	45%
	营业成本	7.37	9.19	15.56	19.45	26.45	37.03	53.70
	增速		24.69%	69.31%	25%	36%	40%	45%
	毛利率	34.34%	37.60%	25.72%	27.47%	26.93%	26.93%	26.93%
设计服务(百万元)	营业收入		1.49	2.8	18.20	25.48	35.67	46.37
	增速		-	87.92%	550%	40%	40%	30%
	营业成本		0.24	0.95	5.70	7.92	10.70	13.90
	增速			295.83%	500%	39%	35%	30%
	毛利率	0.00%	84.07%	66.09%	68.68%	68.91%	70.02%	70.02%
合计(百万元)	营业收入	116.26	138.07	208.51	290.42	587.88	1134.14	2143.19
	增速		15.80%	33.78%	28.20%	50.60%	48.16%	47.08%
	营业成本	70.73	79.54	122.26	171.52	340.59	646.98	1229.21
	增速		11.08%	34.94%	28.72%	49.64%	47.36%	47.37%
	毛利率	39.16%	42.39%	41.36%	40.94%	42.06%	42.95%	42.65%

数据来源: WIND 长城证券研究所

表 7: 可比上市公司估值比较

		当前股价	EPS			PE		
装修装饰板块		2011-3-25	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
002081	金螳螂	69.88	1.20	2.14	3.13	58	33	22
002375	亚厦股份	81.11	1.31	2.49	3.78	62	33	21
002325	洪涛股份	36.20	0.74	1.09	1.47	49	33	25
002482	广田股份	71.74	1.28	2.18	3.07	56	33	23
医疗器械板块								
600587	新华医疗	27.39	0.45	0.70	0.99	60	39	28
002223	鱼跃医疗	38.88	0.65	0.98	1.35	60	40	29
002432	九安医疗	27.58	0.34	0.66	0.98	82	42	28
300171	东富龙	89.84	1.76	2.63	3.43	51	34	26
600055	万东医疗	15.81	0.27	0.33	0.40	59	48	39

数据来源: WIND 长城证券研究所



盈利预测及估值

利润表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	20,851	29,042	58,788	113,414	成长性				
营业总成本	16,177	22,439	45,005	86,629	营业收入增长	51.0%	39.3%	102.4%	92.9%
营业成本	12,227	17,152	34,059	64,698	营业成本增长	53.7%	40.3%	98.6%	90.0%
财务费用	124	87	176	227	营业利润增长	62.5%	41.3%	108.7%	94.3%
销售费用	1,091	1,510	2,998	5,671	利润总额增长	65.2%	41.1%	107.9%	93.8%
管理费用	2,242	2,904	5,879	12,475	净利润增长	65.3%	39.1%	106.9%	93.8%
投资净收益	0	0	0	0	盈利能力				
营业利润	4,674	6,603	13,783	26,784	毛利率	41.4%	40.9%	42.1%	43.0%
营业外收支	48	60	70	60	销售净利率	19.1%	19.1%	19.5%	19.6%
利润总额	4,722	6,663	13,853	26,844	ROE	17.4%	19.5%	28.6%	35.6%
所得税	771	1,086	2,258	4,376	ROIC	18.1%	23.1%	-109.5%	-63.8%
少数股东损益	-36	28	116	225	营运效率				
净利润	3,988	5,549	11,479	22,244	销售费用/营业收入	5.2%	5.2%	5.1%	5.0%
资产负债表 (万元)					管理费用/营业收入	10.8%	10.0%	10.0%	11.0%
货币资金	6,324	13,662	98,398	109,883	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	5,906	8,712	19,400	39,695	所得税/利润总额	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%
应收票据	0	0	0	0	应收帐款周转率	3.39	3.97	4.18	3.84
存货	3,188	4,803	9,537	18,115	存货周转率	4.08	4.29	4.75	4.68
流动资产合计	19,800	32,732	138,821	189,692	流动资产周转率	1.13	1.11	0.69	0.69
固定资产	17,737	13,897	9,158	5,371	总资产周转率	0.58	0.65	0.59	0.65
资产总计	40,305	49,372	150,921	197,979	偿债能力				
短期借款	0	225	225	225	资产负债率	43.1%	42.3%	22.4%	29.5%
应付款项	3,243	4,803	9,537	18,115	流动比率	1.56	2.00	4.76	3.56
流动负债合计	12,689	16,379	29,134	53,323	速动比率	1.31	1.71	4.44	3.22
长期借款	4,106	3,906	4,156	4,556	每股指标 (元)				
负债合计	17,383	20,873	33,878	58,467	摊薄 EPS	0.65	0.90	1.40	2.71
股本	6,150	6,150	8,200	8,200	每股净资产	3.73	4.63	4.89	7.63
留存收益	16,740	22,288	33,767	56,011	每股经营现金流	0.95	0.65	0.42	0.92
少数股东权益	32	60	176	401	每股经营现金/EPS	1.5	0.7	0.3	0.3
权益合计	22,922	28,499	40,093	62,562	估值	2009A	2010E	2011E	2012E
负债和股东权益总计	40,305	49,372	73,971	121,029	PE	104.1	74.8	48.2	24.9
现金流量表 (万元)					PEG	1.35	0.75	0.51	-
经营活动现金流	5,814	3,977	3,404	7,558	PB	18.1	14.6	13.8	8.8
其中营运资本减少	1,581	-2,129	-8,599	-15,196	EV/EBITDA	83.60	58.96	38.59	20.39
投资活动现金流	-8,403	3,336	4,132	3,527	EV/SALES	20.13	14.45	9.50	4.93
其中资本支出	-8,249	-	-	-	EV/IC	17.33	17.77	-12.38	-21.43
融资活动现金流	1,484	25	77,200	400	ROIC/WACC	1.81	2.31	-10.97	-6.39
净现金总变化	-1,109	7,338	84,736	11,485	REP	9.57	7.69	1.13	3.36

数据来源: WIND 长城证券研究所 注: 表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍:

李 龙: 上海交通大学建筑与土木工程专业学士、美国约翰霍普金斯大学应用数学与金融系硕士，09 年加入长城证券。

张 霖: 金融学博士生，2007 年加入长城证券，任电力新能源行业研究员。

研究员承诺:

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 从业资格证书编号: S1070108071121, 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com

北京联系人

韩 骁: 从业资格证书编号: S0080108081160, 010-88366060-8836, 13910076517, hanxiao@cgws.com

杨 洁: 从业资格证书编号: S0630110060053, 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com

上海联系人

王维昌: 从业资格证书编号: S1070109111501, 021-61680347, 13321976702, wwc@cgws.com

谢彦蔚: 从业资格证书编号: S1070111030008, 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准:

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%;

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间;

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间;

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证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他人作出邀请。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，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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券有限责任公司
GREATWALL SECURITIES CO.,LTD

长城证券研究所

地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层

邮编：518034

传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686

网址：<http://www.cgws.com>