

医疗服务 II
通策医疗 (600763. SH) / 9.98 元
中报预增 50% 以上，高速增长有望持续
事 项

公司发布中报业绩预增，预计公司 2010 年半年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比增长 50% 以上，即中报净利润在 1709 万元以上，对应 EPS 为 0.11 元；公司上半年业绩符合预期，我们维持 10-12 年 EPS 分别为 0.22、0.34 和 0.48 元的盈利预测，维持“推荐”评级。

主要观点

一、口腔医疗业务快速增长。2010 年上半年公司围绕年度业务发展规划和经营目标，加强业务的拓展和管理力度。目前下属医疗机构已经发展到 8 个医院片区，10 多家分院及门诊部，拥有 1000 多名医生，700 多张牙椅，09 年营业收入 1.89 亿，净利润 2223 万，同比增长 44%；10 年一季度营业收入 4958 万，净利润 962 万，同比增长 54%。

二、下属口腔医院增长趋势良好，内生增长可持续。杭州口腔医院是公司的核心优质资产，09 年销售收入 1.6 亿，占公司全部销售收入的 80% 以上，杭州片区的门诊部主要集中在上城区和西湖区，未来仍有较大发展空间。宁波市人口与杭州接近，但宁波口腔医院 09 年销售收入仅为 1400 万，有潜力成为新的利润增长点。沧州、北京、黄石等口腔医院经营也正持续改善。

三、高附加值项目不断提振盈利能力。以牙齿修复为例，烤瓷牙的价格视材料不同每颗为几百元至几千元不等，价格最高的二氧化锆烤瓷牙约为 4000 元/颗；而种植牙价格约为 10000 元/颗，目前被公认为牙齿缺失的首选修复手段。公司 09 年成立了种植中心，全年种植牙达到 1800 颗，贡献营收约 2000 万元。

四、积极参与公立医院改革，构建新的外延式增长点。卫生部今年 2 月发布了《公立医院改革试点的指导意见》，提出鼓励、支持和引导社会资本进入医疗服务领域。公司是国内第一家专注于医疗服务行业投资管理的上市公司，目前 16 个试点城市的项目都有参与，公立医院改革将为公司带来大量的收购机会，在做好口腔医疗主业的同时，公司还将寻求收购其它专科领域和综合性医院的机会。

五、盈利预测和投资建议。公司所处的口腔医疗服务行业前景广阔，“中心旗舰+周边辐射”的扩张模式符合行业发展规律，高速增长有望持续。维持 10-12 年 EPS 分别为 0.22、0.34 和 0.48 元，当前股价对应 10-12 年 PE 分别为 46 X、29X 和 21X，维持“推荐”评级。

六、风险提示。公立医院改革推进速度对并购进程的影响；收购其它专科领域或综合性医院后的管理输入能力和盈利能力。

研究员：高利

联系人：廖万国 陈海刚

Tel: 0755-82027533

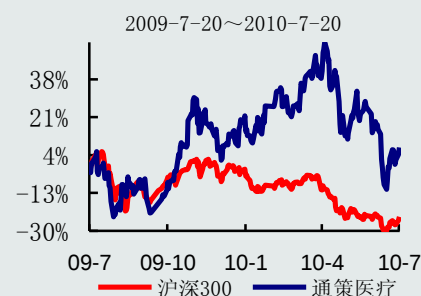
Email: chenhaigang@hczq.com

投资评级

投资评级:	推荐
评级变动:	维持

公司基本数据

总股本(万股)	16032
流通 A 股/B 股(万股)	16032/0
资产负债率(%)	11.35
每股净资产(元)	1.30
市盈率(倍)	71.97
市净率(倍)	7.69
12 个月内最高/最低价	14.68/6.96

市场表现对比图(近 12 个月)


资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《通策模式引领口腔医疗业务快速增长》
2010-07-12

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	105	121	153	202
现金	87	102	134	183
应收账款	3	2	2	2
其它应收款	1	3	4	3
预付账款	8	10	9	9
存货	5	3	4	4
其他	0	0	0	0
非流动资产	136	154	175	203
长期投资	0	0	0	0
固定资产	44	45	41	38
无形资产	16	19	20	21
其他	77	91	114	144
资产总计	241	275	329	405
流动负债	27	26	26	26
短期借款	0	0	0	0
应付账款	4	4	4	4
其他	23	23	22	22
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	27	26	26	26
少数股东权益	6	6	5	5
股本	160	160	160	160
资本公积金	197	197	197	197
留存收益	-150	-115	-60	17
归属母公司股东权益	208	243	298	375
负债和股东权益	241	275	329	405

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	44	19	39	53
净利润	22	34	55	76
折旧摊销	11	7	8	7
财务费用	-0	-2	-2	-3
投资损失	1	2	2	2
营运资金变动	4	-6	-5	-0
其它	7	-16	-18	-29
投资活动现金流	-14	-6	-9	-7
资本支出	14	0	0	0
长期投资	-1	0	0	0
其他	-2	-6	-9	-7
筹资活动现金流	2	2	2	3
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-1	0	0	0
其他	3	2	2	3
现金净增加额	33	15	32	49

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	189	246	327	442
营业成本	108	140	187	252
营业税金及附加	0	1	1	1
营业费用	3	3	4	6
管理费用	35	46	61	82
财务费用	-0	-2	-2	-3
资产减值损失	6	4	5	5
公允价值变动收益	-0	10	20	30
投资净收益	-1	-2	-2	-2
营业利润	35	62	90	127
营业外收入	0	2	2	1
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	34	63	91	128
所得税	12	29	37	51
净利润	22	34	55	76
少数股东损益	-1	-0	-1	-0
归属母公司净利润	22	35	55	77
EBITDA	46	67	96	132
EPS（元）	0.14	0.22	0.34	0.48

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	36.0%	30.0%	33.0%	35.0%
营业利润	72.2%	75.7%	45.3%	41.6%
归属母公司净利润	44.3%	56.8%	58.1%	39.2%
获利能力				
毛利率	42.8%	43.0%	43.0%	43.0%
净利率	11.7%	14.2%	16.8%	17.4%
ROE	10.7%	14.4%	18.5%	20.5%
ROIC	18.3%	23.5%	36.1%	52.0%
偿债能力				
资产负债率	11.4%	9.6%	7.8%	6.4%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.84	4.60	5.98	7.84
速动比率	3.65	4.48	5.83	7.68
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.95	1.08	1.20
应收账款周转率	72	98	143	179
应付账款周转率	25.21	36.06	49.38	63.14
每股指标(元)				
每股收益	0.14	0.22	0.34	0.48
每股经营现金	0.28	0.12	0.24	0.33
每股净资产	1.30	1.51	1.86	2.34
估值比率				
P/E	71.97	45.91	29.05	20.87
P/B	7.69	6.59	5.37	4.27
EV/EBITDA	33	22	16	11

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

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询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801