

公立医院改革契机，口腔医疗快速增长

通策医疗 (600763)

评级: 增持 (维持)

股价: 11.04 元 目标价: 12.65 元

跟踪报告

2010 年 8 月 2 日 星期一

东海医药研究小组

屈昫、袁舰波

执业证书编号: S0630208010053

执业证书编号: S0630208010052

021-50586660-8643

qy@longone.com.cn

医药生物行业/医疗服务

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	1.60
流通股本(亿股)	1.60
总市值(亿元)	17.92
流通市值(亿元)	17.92

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	6.07	1.62
3 个月	-18.04	-9.34
6 个月	8.12	19.54

个股相对上证综指走势图



投资要点

- **公司所处口腔医疗行业市场前景广阔:** 口腔医疗及保健属于消费升级产品, 随着国民经济发展和个人就诊意识的提升, 市场快速扩大, 目前我国每牙医的平均服务人群远超过发达国家, 未来的增长潜力巨大。
- **公司口腔医疗业务内生性增速加快:** 公司是上市公司中唯一的以口腔医疗及保健为主营业务的公司, 是口腔医疗市场扩容进程中最早受益的公司。从公司旗下 8 个医院片区经营状况来看, 杭州口腔医院仍是核心盈利来源, 09 年销售收入 1.6 亿元, 占比超过 80%, 预计今年仍将保持平稳增长; 位列第 2 的宁波口腔医院 09 年收入 1400 万元, 基数较小但增速较快, 今年预计将保持较快增长; 其他 6 个片区医院也存在较大的盈利提速及减亏扭亏预期。总的来说, 公司的口腔医疗业务将保持较快速的增长。
- **公立医院改革将成公司外延式扩张契机:** 目前公司整体口腔医疗业务的规模还比较小, 新开张门诊部或者收购医院将对明显推动公司业绩。今年 2 月卫生部发布了《公立医院改革试点指导意见》, 鼓励、支持和引导社会资本进入医疗服务领域。我们认为公立医院的改革进程中蕴涵着大量的改制和并购机会, 公司作为唯一的口腔医疗上市公司, 具有明显的先发优势。目前公司正在 16 个试点城市中寻找合适的并购机会, 我们认为随着公司扩张步伐的加快, 公司的规模优势也将越来越明显, 随着销售收入的快速增长, 公司的销售净利率将呈现明显的上升趋势。
- **公司具有最核心的品牌+模式优势:** 从品牌建设上看, 民营连锁医院主要依靠口碑式营销模式进行推广, 公司是口腔医疗领域唯一的上市公司, 品牌优势显著。此外, 公司的经营模式比较独特, 采用“总院+分院(门诊部)”的战略, 既体现了公司在牙科方面的专营品牌, 又绕开了公众对私人医院的信任危机。
- **盈利预测与估值:** 我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.23 元、0.33 元和 0.44 元, 目前公司估值水平不低, 但考虑到公司所处口腔医疗行业的长期市场空间广阔以及公立医院改革给公司带来的历史性扩张机遇, 我们给予公司 6 个月目标价为 12.65 元, 给予公司“增持”评级。

附表：三大表预测

资产负债表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	7827	5489	8747	10467	13352	19219
应收款项	306	874	416	974	1307	1390
存货净额	143	297	519	577	743	985
其他流动资产	1308	837	763	2006	1912	2461
流动资产合计	9584	7548	10493	14025	17314	24055
固定资产	3192	4591	4376	7040	9008	10673
无形资产及其他	1313	1610	1571	1519	1466	1414
投资性房地产	6072	7914	7690	7690	7690	7690
长期股权投资	0	0	0	0	0	0
资产总计	20160	21662	24130	30273	35478	43832
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	0
应付款项	196	433	426	683	839	1019
其他流动负债	2570	2063	2304	4544	4476	5802
流动负债合计	2766	2497	2730	5228	5315	6821
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	5	9	12	16	20
长期负债合计	0	5	9	12	16	20
负债合计	2766	2502	2739	5240	5331	6841
少数股东权益	167	528	595	511	393	235
股东权益	17228	18633	20796	24522	29754	36755
负债和股东权益总计	20160	21662	24130	30273	35478	43832
利润表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	9139	13913	18924	24712	31572	40547
营业成本	3800	7858	10831	14580	18312	23517
营业税金及附加	40	32	47	62	79	101
销售费用	18	144	260	371	474	608
管理费用	2657	3466	3500	4201	5051	6082
财务费用	(60)	(49)	(14)	(53)	(65)	(93)
投资收益	(171)	(171)	(145)	(162)	(159)	(156)
资产减值及公允价值变动	22	245	622	297	388	436
其他收入	(45)	(489)	(1249)	0	0	0
营业利润	2492	2048	3527	5686	7950	10611
营业外净收支	126	381	(165)	(82)	(82)	(82)
利润总额	2618	2429	3362	5603	7868	10529
所得税费用	1603	962	1190	1961	2754	3685
少数股东损益	5	(74)	(50)	(84)	(118)	(158)
归属于母公司净利润	1010	1540	2223	3726	5232	7001
增长率	781.2%	52.5%	44.3%	67.6%	40.4%	33.8%
现金流量表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1010	1540	2223	3726	5232	7001
资产减值准备	(6)	222	380	(624)	0	0
折旧摊销	312	496	636	595	791	1052

公允价值变动损失	(22)	(245)	(622)	(297)	(388)	(436)
财务费用	(60)	(49)	(14)	(53)	(65)	(93)
营运资本变动	6122	(2135)	1152	16	(313)	636
其它	11	(296)	(430)	540	(118)	(158)
经营活动现金流	7426	(418)	3338	3957	5204	8097
资本开支	(799)	(2323)	(1374)	(2285)	(2319)	(2229)
其它投资现金流	0	(50)	2	48	0	0
投资活动现金流	(799)	(2373)	(1372)	(2238)	(2319)	(2229)
权益性融资	0	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0	0
支付股利、利息	0	0	0	0	0	0
其它融资现金流	(531)	453	1292	0	0	0
融资活动现金流	(531)	453	1292	0	0	0
现金净变动	6096	(2338)	3258	1720	2885	5867
货币资金的期初余额	1731	7827	5489	8747	10467	13352
货币资金的期末余额	7827	5489	8747	10467	13352	19219
企业自由现金流	0	(1315)	5309	2093	3388	6397
权益自由现金流	0	0	6601	2127	3430	6458
关键财务与估值指标	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.06	0.10	0.14	0.23	0.33	0.44
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	1.07	1.16	1.30	1.53	1.86	2.29
ROS	11%	11%	12%	15%	17%	17%
ROE	6%	8%	11%	15%	18%	19%
毛利率	58%	44%	43%	41%	42%	42%
EBIT Margin	29%	19%	26%	23%	25%	26%
EBITDA Margin	32%	23%	29%	26%	28%	29%
收入增长	292%	52%	36%	31%	28%	28%
净利润增长	781%	52%	44%	68%	40%	34%
资产负债率	15%	14%	14%	19%	16%	16%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	203.1	54.2	75.9	48.1	34.3	25.6
P/B	11.9	4.5	8.1	7.3	6.0	4.9
EV/EBITDA	69.4	26.6	30.6	28.9	20.9	15.9

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122