

口腔医疗发展良好，公司业绩快速增长

通策医疗 (600763)

评级：中性

当前股价：13.48 元

半年报点评

2010 年 8 月 19 日 星期四

东海医药研究小组

屈昶、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

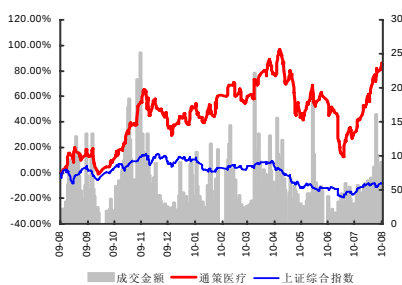
重要数据

总股本(亿股)	1.60
流通股本(亿股)	1.60
总市值(亿元)	21.61
流通市值(亿元)	21.61

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	42.49	32.51
3 个月	28.87	26.12
6 个月	15.12	26.77

个股相对上证综指走势图



投资要点

□ 2010 年上半年公司业绩快速增长

公司 2010 年上半年实现销售收入 1.02 亿元，同比增长 23.41%，实现归属上市公司股东净利润 2039 万元，同比增长 79.07%，每股收益 0.127 元，每股经营净现金流 0.11 元。

□ 口腔医疗服务业务增长良好，毛利率稳中有升

报告期内公司最核心的口腔医疗服务业务收入 1.02 亿元，同比增长 23.67%，是公司业绩增长的主要原因。我们预计杭州口腔医院收入保持了平稳增长，宁波口腔医院则是增速最快的医院片区。
公司在收入增长的同时，保持了毛利率提升和期间费用率下降的良好态势，使公司净利润增速远远快于收入的增长，规模效应渐显。报告期内公司毛利率为 44.75%，比去年同期提升 1.36 个百分点。同时期间费用率为 19.98%，同比下降 1.87 个百分点。

□ 内生与外延双重增长将推动公司长远发展

从公司目前旗下 8 个医院片区经营状况看，杭州口腔医院仍是核心盈利来源，预计今年仍将保持平稳增长；位列第 2 的宁波口腔医院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。

另外，公司目前正在 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。

此外，公司“总院+分院（门诊部）”的经营模式比较独特，既体现了公司在口腔医疗领域的专营品牌，又绕开了公众对私人医院的信任危机。

□ 盈利预测

鉴于公司业绩增速较快，我们略调高盈利预测，不考虑并购机会的情况下，预测 2010 年-2012 年的 EPS 分别为 0.26 元、0.36 元和 0.49 元。公司目前估值偏高，但长期成长性良好，我们给予公司短期“中性”、长期“增持”评级。

附：三大表预测

利润表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2011E
营业收入	9139	13913	18924	23890	30276	38434
营业成本	3800	7858	10831	13379	16652	20754
营业税金及附加	40	32	47	60	76	96
销售费用	18	144	260	287	333	384
管理费用	2657	3466	3500	4061	4844	5765
财务费用	(60)	(49)	(14)	(53)	(68)	(98)
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	6291	8667	11812
营业外净收支	126	381	(165)	(82)	(82)	(82)
利润总额	2618	2429	3362	6209	8585	11730
所得税费用	1603	962	1190	2173	3005	4105
少数股东损益	5	(74)	(50)	(93)	(129)	(176)
归属于母公司净利润	1010	1540	2223	4129	5709	7800
现金流量表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2011E
净利润	1010	1540	2223	4129	5709	7800
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)	(68)	(98)
营运资本变动	6122	(2135)	1152	(243)	(321)	442
其它	11	(296)	(430)	531	(129)	(176)
经营活动现金流	7426	(418)	3338	4092	5662	8683
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	1855	3343	6454
货币资金的期初余额	1731	7827	5489	8747	10601	13945
货币资金的期末余额	7827	5489	8747	10601	13945	20399
企业自由现金流	0	(1315)	5309	2228	3845	6980
权益自由现金流	0	0	6601	2262	3888	7044
资产负债表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2011E
现金及现金等价物	7827	5489	8747	10601	13945	20399
应收款项	306	874	416	942	1254	1317
存货净额	143	297	519	528	673	865
其他流动资产	1308	837	763	1940	1834	2333

流动资产合计	9584	7548	10493	14011	17705	24913
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	30259	35869	44690
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	625	759	894
其他流动负债	2570	2063	2304	4195	4086	5145
流动负债合计	2766	2497	2730	4820	4846	6039
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	4832	4862	6059
少数股东权益	167	528	595	502	373	198
股东权益	17228	18633	20796	24925	30634	38434
负债和股东权益总计	20160	21662	24130	30259	35869	44690

关键财务与估值指标	2007	2008	2009	2010E	2011E	2011E
每股收益	0.06	0.10	0.14	0.26	0.36	0.49
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	1.55	1.91	2.40
ROS	11%	11%	12%	17%	19%	20%
ROE	6%	8%	11%	17%	19%	20%
毛利率	58%	44%	43%	44%	45%	46%
EBIT Margin	29%	19%	26%	27%	29%	31%
EBITDA Margin	32%	23%	29%	29%	32%	34%
收入增长	292%	52%	36%	26%	27%	27%
净利润增长	781%	52%	44%	86%	38%	37%
资产负债率	15%	14%	14%	18%	15%	14%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	203.1	54.2	75.9	52.3	37.9	27.7
P/B	11.9	4.5	8.1	8.7	7.1	5.6
EV/EBITDA	69.4	26.6	30.6	31.6	23.1	17.2

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