

**医疗服务 II**
**通策医疗 (600763. SH) / 18.82 元**
**参股昆明市口腔医院, 口腔医疗版图有望再下一城**
**事 项**

公司公告, 2010 年 11 月 9 日全资子公司通泰投资与昆明市医疗投资有限公司 (昆明医投) 签署了《昆明市口腔医院改制暨增资扩股协议》。通泰投资将出资 25,389,048.00 元认购昆口本次发行的占增资扩股后 58.59% 的股份。

**主要观点**

**一、积极参与公立医院改革, 版图扩张终有回报。**今年 2 月卫生部、国家发改委等五部门联合发布的《公立医院改革试点指导意见》标志着我国公立医院改革正式启动, 根据指导意见, 我国选出 16 个城市作为国家联系指导的公立医院改革试点地区, 公司积极把握公立医院改革带来的收购良机, 16 个试点城市的项目都有参与。

此次旗下全资子公司浙江通泰投资全程参与昆明市口腔医院改制进程, 积极认购昆口改制后发行的新股, 将与昆明医投共同注册成立有限责任公司制医院, 可自行选择营利性或非营利性经营性质, 成为自主经营、自主管理、自我发展、自负盈亏的独立法人, 口腔医疗版图有望再下一城。

**二、昆明市口腔医院有潜力再现杭口辉煌。**昆明市口腔医院成立于 1991 年 9 月, 是云南省成立最早的口腔专科医院, 我们认为其具备了发展成为第二个杭口的潜质。

- **医疗技术全省领先。**昆口编制 100 人, 现有主任医师 7 人, 副主任医师 11 人, 主治医师 17 人, 内设口腔内科、口腔颌面外科、口腔修复科、口腔正畸科、口腔儿科和口腔预防保健科, 拥有市级重点学科 1 个 (口腔内科)、中心 3 个 (昆明市牙病防治中心、昆明市口腔种植修复中心、昆明市口腔正畸中心)。在根管治疗、口腔种植修复、牙颌畸形矫正、窝沟封闭、微创充填等方面处于全省领先水平, 年门诊量 33000 人次。
- **高附加值项目提升盈利能力。**昆口为昆明市卫生局直属的非营利性口腔专科医院, 改制后的昆明市口腔医院不仅为普通民众提供基本口腔医疗服务, 也为对医疗服务有着较高层次需求的人群提供高附加值的口腔医疗及保健服务, 借助通策成功运营杭口种植中心和正畸中心的经验, 昆口的高端业务有望加速发展。

研究员: 廖万国

联系人: 陈海刚

Tel: 010-59370822

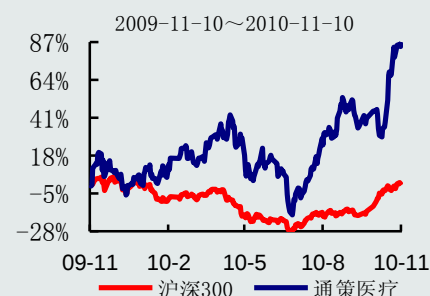
Email: chenhaigang@hczq.com

**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)         | 135.73     |
| 市净率(倍)         | 14.51      |
| 12 个月内最高/最低价   | 19.98/8.02 |

**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**

|                          |            |
|--------------------------|------------|
| 《业绩维持高速增长, 产业基金助力公司做大做强》 | 2010-10-25 |
| 《口腔医疗高速增长, 积极把握公立医院改革契机》 | 2010-08-19 |
| 《中报业绩预增 50% 以上, 符合预期》    | 2010-07-20 |
| 《通策模式引领口腔医疗业务快速增长》       | 2010-07-12 |

- **昆明市口腔医疗市场空间广阔。**杭州市人口约为 683 万，昆明市人口约为 625 万，口腔医疗市场容量不逊于前者。
- **优惠政策保驾护航。**根据本次协议，改制后的昆口享有国家、云南省委省政府及昆明市政府关于支持医疗机构发展的一切优惠政策。

**三、内生式与外延式增长齐头并进，高速增长有望持续。**公司下属口腔医院为业绩内生增长提供了强力支撑，今年前三季度实现营业收入 1.78 亿元，同比增长 27.11%；净利润 4123 万元，同比增长 65.35%。本次参与昆明市口腔医院改制，公司在卫生、保健、护理领域的经营管理能力获得了当地政府的认可，实现外延式增长的同时，也进一步丰富了参与公立医院改革的经验，为今后进一步外延式扩张积累了成功范本。

**四、投资建议：推荐（维持）。**我们维持对公司 2010-2012 年 EPS 0.31、0.41 和 0.55 元的盈利预测，对应 PE 分别为 61X、46X 和 34X。我们认为，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，外延式增长进入快速发展阶段，高速增长有望持续，维持“推荐”评级。

**五、风险提示：**本协议尚未得到昆明市政府的最终批准，协议尚未生效。

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>    | 105  | 175   | 209   | 299   |
| 现金             | 87   | 139   | 169   | 250   |
| 应收账款           | 3    | 4     | 5     | 6     |
| 其它应收款          | 1    | 6     | 8     | 8     |
| 预付账款           | 8    | 20    | 19    | 25    |
| 存货             | 5    | 5     | 7     | 9     |
| 其他             | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>非流动资产</b>   | 136  | 144   | 145   | 143   |
| 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   | 81    | 84    | 84    |
| <b>资产总计</b>    | 241  | 319   | 354   | 442   |
| <b>流动负债</b>    | 27   | 56    | 26    | 26    |
| 短期借款           | 0    | 29    | 0     | 0     |
| 应付账款           | 4    | 4     | 4     | 4     |
| 其他             | 23   | 23    | 22    | 22    |
| <b>非流动负债</b>   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 27   | 56    | 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 | -100  | -34   | 54    |
| 归属母公司股东权益      | 208  | 257   | 323   | 412   |
| <b>负债和股东权益</b> | 241  | 319   | 354   | 442   |

现金流量表

| 单位：百万元         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 44   | 26    | 63    | 82    |
| 净利润            | 22   | 49    | 65    | 88    |
| 折旧摊销           | 11   | 7     | 8     | 7     |
| 财务费用           | -0   | -1    | -2    | -4    |
| 投资损失           | 1    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | 4    | -22   | -9    | -10   |
| 其它             | 7    | -6    | 2     | 1     |
| <b>投资活动现金流</b> | -14  | -5    | -7    | -5    |
| 资本支出           | 14   | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | -1   | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | -2   | -5    | -7    | -5    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 2    | 31    | -27   | 4     |
| 短期借款           | 0    | 29    | -29   | 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    | 1     | 2     | 4     |
| <b>现金净增加额</b>  | 33   | 52    | 29    | 81    |

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

| 单位：百万元          | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 189  | 244   | 318   | 413   |
| 营业成本            | 108  | 129   | 165   | 211   |
| 营业税金及附加         | 0    | 1     | 1     | 1     |
| 营业费用            | 3    | 2     | 3     | 4     |
| 管理费用            | 35   | 39    | 51    | 66    |
| 财务费用            | -0   | -1    | -2    | -4    |
| 资产减值损失          | 6    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益        | -0   | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | -1   | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 35   | 74    | 100   | 135   |
| 营业外收入           | 0    | 3     | 3     | 2     |
| 营业外支出           | 2    | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 34   | 76    | 101   | 136   |
| 所得税             | 12   | 27    | 36    | 48    |
| <b>净利润</b>      | 22   | 49    | 65    | 88    |
| 少数股东损益          | -1   | -0    | -1    | -0    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 22   | 50    | 66    | 88    |
| EBITDA          | 46   | 79    | 105   | 139   |
| EPS（元）          | 0.14 | 0.31  | 0.41  | 0.55  |

主要财务比率

|                | 2009   | 2010E  | 2011E | 2012E |
|----------------|--------|--------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |       |       |
| 营业收入           | 36.0%  | 29.1%  | 30.0% | 30.0% |
| 营业利润           | 72.2%  | 109.9% | 34.8% | 35.4% |
| 归属母公司净利润       | 44.3%  | 122.8% | 33.1% | 33.7% |
| <b>获利能力</b>    |        |        |       |       |
| 毛利率            | 42.8%  | 47.0%  | 48.0% | 49.0% |
| 净利率            | 11.7%  | 20.3%  | 20.8% | 21.4% |
| ROE            | 10.7%  | 19.2%  | 20.4% | 21.4% |
| ROIC           | 18.3%  | 29.9%  | 37.8% | 48.7% |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |       |       |
| 资产负债率          | 11.4%  | 17.4%  | 7.3%  | 5.8%  |
| 净负债比率          | 0.00%  | 52.70% | 0.00% | 0.00% |
| 流动比率           | 3.84   | 3.14   | 8.14  | 11.60 |
| 速动比率           | 3.65   | 3.05   | 7.87  | 11.24 |
| <b>营运能力</b>    |        |        |       |       |
| 总资产周转率         | 0.83   | 0.87   | 0.94  | 1.04  |
| 应收帐款周转率        | 72     | 75     | 74    | 73    |
| 应付帐款周转率        | 25.21  | 33.29  | 43.72 | 52.80 |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |       |       |
| 每股收益           | 0.14   | 0.31   | 0.41  | 0.55  |
| 每股经营现金         | 0.28   | 0.16   | 0.40  | 0.51  |
| 每股净资产          | 1.30   | 1.61   | 2.02  | 2.57  |
| <b>估值比率</b>    |        |        |       |       |
| P/E            | 135.73 | 60.91  | 45.77 | 34.23 |
| P/B            | 14.51  | 11.72  | 9.33  | 7.33  |
| EV/EBITDA      | 64     | 37     | 28    | 21    |

## 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