

医疗服务III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6-12个月目标价: 30.00元

当前股价: 18.18元

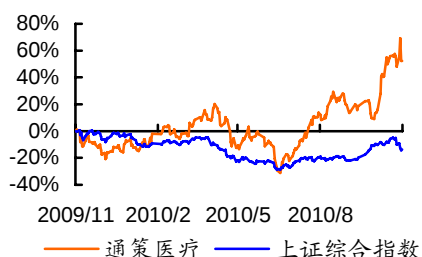
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2838.86
总股本(百万)	160
流通股本(百万)	160
流通市值(亿)	29
EPS (TTM)	0.24
每股净资产(元)	1.33
资产负债率	11.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
通策医疗	39.74	34.87	73.80
上证综合指数	-4.45	6.25	10.90



相关报告

《通策医疗-收购昆明口腔医院, 外延式扩张进程加快》2010-11-11

《通策医疗-三季报大幅超预期, 政策刺激下未来有望加速成长》2010-10-25

通策医疗

600763

推荐

定位于医疗服务投资公司, 政策助力未来有望快速发展

事件: 我们组织了通策医疗联合调研, 与实际控制人吕建明、总经理张弘、董事会秘书黄浴华进行了交流。点评如下:

■ 公司定位于医疗服务投资管理公司而非仅仅是医疗服务提供商, 未来发展路径可能类似于国外大型医疗集团。

➢ 公司在做大大口腔主业的基础上, 不排除通过投资基金收购其他非口腔医院的可能。对这部分资产, 培育早期将收取管理费的形式获得收益, 成熟期后可能注入上市公司。公司的远景目标不仅是成为口腔医疗集团, 还要成为医院管理公司。

➢ 根据我们对国外同行业的研究, 不少大型医院集团早期是自建或收购专业医院做大, 一定规模后涉足医疗服务管理。美国最大的医院集团 HCA 成立于 1968 年, 成立之初只有 11 家医院, 通过收购 1969 年底拥有 26 家医院。至 1987 年, HCA 拥有 255 家医院, 管理 208 家医院。在公司快速发展的 1975-1983 年间, 股价上涨了 14 倍。

➢ 我们认为, 公司若能借助政策东风短期内拿到优质医疗资源, 在扩张力和控制力可达到平衡的情况下, 未来 3 年有可能实现快速发展。

■ 对于口腔业务, 公司已摒弃了收购或自建诊所的扩张路径, 未来主要将采取收购的方式进入新的市场, 仍然采取“总院+分院”模式。

➢ 2006-2010 年杭州口腔医院的成功经营为公司奠定了扩张基础。杭州口腔医院 07、09 年收入为 8631 万、1.59 亿, 07、09 年利润为 1015 万、3636 万, 复合增长率分别达到 36%、79%, 实现了高速增长。

➢ 昆明口腔医院的成功收购体现了公司在参与公立医院改制方面的能力, 有望成为样本。昆明作为公立医院改革进展最快的城市, 08 年 2 月就已公布《加快推进医疗卫生事业改革与发展和进一步加快民营医院发展》两个重要文件。公司在 08 年介入项目商谈, 最终收购成功。昆明口腔有可能成为其他公立医院改革城市的样本, 为公司下一步收购起到示范作用。昆明口腔将会采取差异化定位的方式, 辐射于西南地区乃至东南亚的基础及高端医疗。

■ 我们预测公司 10-12 年的 EPS 为 0.32、0.44 和 0.61 元, 维持推荐的投资评级。

■ 风险提示: 医院收购进展无法准确预测、公司扩展过程中的管控力。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	189	250	330	432
同比(%)	36%	32%	32%	31%
归属母公司净利润(百万元)	22	51	70	97
同比(%)	44%	131%	36%	39%
毛利率(%)	42.8%	46.5%	47.0%	47.5%
ROE(%)	10.7%	19.8%	21.3%	22.8%
每股收益(元)	0.14	0.32	0.44	0.61
P/E	131.11	56.80	41.62	30.03
P/B	14.02	11.24	8.85	6.84
EV/EBITDA	62	42	31	23

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	105	161	233	333	营业收入	189	250	330	432
现金	87	139	205	296	营业成本	108	134	175	227
应收账款	3	4	5	7	营业税金及附加	0	1	1	1
其它应收款	1	2	2	3	营业费用	3	3	4	5
预付账款	8	9	12	16	管理费用	35	44	56	71
存货	5	6	8	11	财务费用	-0	-5	-7	-10
其他	0	0	0	0	资产减值损失	6	3	4	4
非流动资产	136	122	120	117	公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-1	-2	-2	-2
固定资产	44	41	39	36	营业利润	35	69	96	133
无形资产	16	16	16	16	营业外收入	0	2	1	2
其他	77	65	65	65	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	241	283	353	451	利润总额	34	70	96	133
流动负债	27	19	20	23	所得税	12	20	27	38
短期借款	0	0	0	0	净利润	22	50	69	95
应付账款	4	5	7	9	少数股东损益	-1	-1	-1	-2
其他	23	14	14	14	归属母公司净利润	22	51	70	97
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	46	68	92	125
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.14	0.32	0.44	0.61
其他	0	0	0	0					
负债合计	27	19	20	23	主要财务比率				
少数股东权益	6	5	3	1	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	160	160	160	160	成长能力				
资本公积	197	197	197	197	营业收入	36.0%	32.1%	32.0%	31.0%
留存收益	-150	-98	-28	69	营业利润	72.2%	96.2%	39.0%	37.8%
归属母公司股东权益	208	259	329	426	归属于母公司净利润	44.3%	130.8%	36.5%	38.6%
负债和股东权益	241	283	353	451	获利能力				
					毛利率	42.8%	46.5%	47.0%	47.5%
					净利率	11.7%	20.5%	21.2%	22.5%
					ROE	10.7%	19.8%	21.3%	22.8%
					ROIC	18.3%	34.1%	46.1%	61.2%
					偿债能力				
					资产负债率	11.4%	6.6%	5.8%	5.1%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.84	8.55	11.39	14.64
					速动比率	3.65	8.21	10.98	14.16
					营运能力				
					总资产周转率	0.83	0.95	1.04	1.08
					应收账款周转率	60	62	62	62
					应付账款周转率	25.21	28.10	28.82	28.72
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.14	0.32	0.44	0.61
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.30	0.38	0.51
					每股净资产(最新摊薄)	1.30	1.62	2.05	2.66
					估值比率				
					P/E	131.11	56.80	41.62	30.03
					P/B	14.02	11.24	8.85	6.84
					EV/EBITDA	62	42	31	23

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

周锐，中投证券研究所医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，2006 年、2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围；“2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名，2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名；

余方升，医药行业研究助理，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，负责中药行业研究；

余文心，医药行业研究助理，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药及医药政策研究；

江琦，医药行业研究助理，上海交大生物工程学士，经济学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药行业研究；

王威，医药行业研究助理，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械行业研究。

管猛，医药品牌销售经理，复旦大学硕士，2008 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434