

医疗服务 II
通策医疗 (600763. SH) / 20.11 元
2010 年业绩预增 100% 以上，符合预期
事 项

公司公告，预计公司 2010 年度净利润比上年同期增长 100% 以上。我们测算，对应净利润 4446 万元以上，EPS 0.28 元以上，符合预期。

主要观点

一、口腔医疗业务收入实现较快增长。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。受益于口腔护理理念的普及和高附加值业务的进一步推广，公司 2010 年主营业务收入实现较快增长，预计净利润比上年同期增长 100% 以上。

二、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。

三、积极参与公立医院改革，口腔医疗版图有望再下一城。公司积极把握公立医院改革带来的收购良机，2010 年 11 月与昆明市医疗投资有限公司签署了《昆明市口腔医院改制暨增资扩股协议》。昆口是云南省成立最早的口腔专科医院，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，我们认为其具备了发展成为第二个杭口的潜质。

四、社会办医环境更加健康，优势非公立医疗机构大有可为。2010 年 12 月五部委联合发布《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》，要求优先选择具有办医经验、社会信誉好的非公立医疗机构参与公立医院改制；鼓励社会资本举办和发展具有一定规模、有特色的医疗机构，引导有条件的医疗机构向高水平、高技术含量的大型医疗集团发展。在 2011 年全国卫生工作会议上，卫生部长陈竺指出，2011 年要突出抓好公立医院改革试点，深入探索公立医院改革和鼓励社会办医的重大体制机制问题。作为国内第一家专注于医疗服务行业投资管理的上市公司，公立医院改革将为公司带来大量的收购机会。

五、盈利预测和投资建议。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 65X、49X 和 37X。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。

六、风险提示。1) 公立医院改革推进速度对并购进程的影响；2) 收购其它医院后的管理输入能力和盈利能力；3) 参股昆明市口腔医院协议尚未得到昆明市政府的最终批准，协议尚未生效。

证券分析师：廖万国

执业编号：S0360210100002

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)	145.03
市净率(倍)	15.50
12 个月内最高/最低价	23.1/8.02

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

《参股昆明市口腔医院，口腔医疗版图有望再下一城》	2010-11-11
《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

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	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
非流动资产	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
资产总计	241	319	354	442
流动负债	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
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	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
负债和股东权益	241	319	354	442

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	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
现金净增加额	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
营业收入	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
营业利润	35	74	100	135
营业外收入	0	3	3	2
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	34	76	101	136
所得税	12	27	36	48
净利润	22	49	65	88
少数股东损益	-1	-0	-1	-0
归属母公司净利润	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
成长能力				
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%
获利能力				
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%
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标(元)				
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
估值比率				
P/E	145.03	65.08	48.91	36.58
P/B	15.50	12.52	9.97	7.83
EV/EBITDA	68	39	30	23

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。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司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,并不构成对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预期收入可能会波动。

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,未经本公司事先书面许可,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。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

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