

通策医疗（600763）

推荐（维持）

内生增长与外延式扩张并举

市场数据

报告日期	2011-4-17
收盘价(元)	18.66
总股本(百万股)	160.32
流通股本(百万股)	160.32
总市值(百万元)	2991.57
流通市值(百万元)	2991.57
净资产(百万元)	257.29
总资产(百万元)	302.25
每股净资产	1.60

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	243	328	433	571
同比增长(%)	28.2%	35.0%	32.2%	31.9%
净利润(百万元)	49	68	94	128
同比增长(%)	121.8%	37.3%	38.5%	36.9%
毛利率(%)	46.5%	46.5%	47.0%	47.2%
净利率(%)	20.3%	20.7%	21.6%	22.5%
净资产收益率(%)	19.2%	20.8%	22.4%	23.5%
每股收益(元)	0.31	0.42	0.58	0.80
每股经营现金流(元)	0.46	0.67	0.58	0.90

相关报告

《大行业中的小市值公司，值得长期看好》2011-3-4

投资要点

事件：

通策医疗发布年报，2010 年实现营业收入 242,59 万元，同比增长 28.19%；归属上市公司股东的净利润 4,931 万元，同比增长 121.81%；每股收益 0.31 元。

点评：

公司的业绩符合我们的预期。

- **杭州口腔仍然是收入的主要来源。**报告期间，公司的营业收入为 2.43 亿元，同比增长 28.19%，基本都是医疗服务业务的贡献。分医院来看，杭州口腔医院的收入为 1.66 亿元，同比增长 16.56%，占公司收入的比重高达 68.3%；杭州城西口腔医院的收入为 2,993 万元，同比增长 137.73%；宁波口腔医院的收入为 1,664 万元，同比增长 18.37%；其他各个口腔医院都保持了较快的收入增速。
- **毛利率大幅提升。**2010 年公司的综合毛利率为 46.49%，大幅提升 3.7 个百分点，其中医疗服务的毛利率为 46.13%，上升 3.77 个百分点。公司口腔医疗服务毛利率的提升，主要得益于业务的结构升级，中高端的口腔治疗业务比重逐渐加大。
- **期间费用率持续下降。**报告期间公司的净利润增速大大高于营业收入的增长，一方面受益于毛利率的提升，另一方面源于期间费用率的下降，其中销售费用率为 0.79%，下降 0.6 个百分点；管理费用率为 16.97%，

分析师 王晔

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

SAC:S0190200010075

联系人：项军

021-38565838

xiangjun@xyzq.com.cn

下降 1.5 个百分点。公司期间费用率的下降，显示了良好的成本控制能力，费用的增长明显慢于营业收入的增速。同时，公司的每股经营性现金流明显高于每股收益，表明收益的质量较高。

- **杭口之外的医院盈利空间值得期待。**2010 年杭州口腔医院贡献的净利润为 4,380 万元，占公司利润的比重接近 90%，其他医院的盈利能力都较低。展望未来，宁波口腔和新收购的昆明口腔值得期待：宁波地区经济发展水平较高，只是由于当地政策的一些限制（区域医疗网点布局尚须等待卫生部门的规划和审批），还没有开始复制杭口总院+分院的模式，假以时日宁波口腔潜力很大；昆明口腔是公司新近收购的医院，由公立医院改制而来，各方面的基础较好，如果整合得当，有望在较短时期内逐步释放盈利。
- **长期致力于成为大型医院管理集团。**近日公司发布公告，与昆明市妇幼保健医院签订协议，共同出资成立“昆明市妇幼保健医院呈贡医院有限公司”，其中公司出资 3 亿元占有其 80% 的股权。公司此次对外投资，进军口腔之外的医疗服务业，显示了公司致力于成为大型医院管理集团的决心。此外，公司在年报中明确提出，2011 年对外扩张计划为预计在一年之内并购大型医疗服务企业 2-3 家，以将其培育成相当于公司旗下杭州口腔医院的大型医院。
- **盈利预测。**暂不考虑未来并购的影响，我们预估公司 2011-2013 年的 ESP 分别为：0.42、0.58 和 0.80 元，杭口之外的医院有望成为内生增长的动力，而外延式并购将打开长期的成长空间，我们维持“推荐”评级，建议逢低配置。
- **股价表现催化剂。**公布收购新的大型医疗服务企业。
- **风险提示。**异地医院释放盈利的时间点难以把握；收购医院存在一定的不确定性。

表 1、通策医疗分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	10-1Q	10-2Q	10-3Q	10-4Q	QOQ	2009	2010	YOY		说明
营业收入	50	53	75	65	-14.0%	189	243	28.2%		
营业成本	26	31	38	35	-5.6%	108	130	19.8%		
毛利	23	23	38	29	-22.4%	81	113	39.4%		
销售费用	0	0	1	1	-11.7%	3	2	-25.9%		
管理费用	10	10	9	12	44.5%	35	41	17.6%		
财务费用	-0	-0	-0	-0	29.3%	-0	-1	375.2%		
资产减值	0	0	0	0	#####	6	0	-95.3%		
公允价值	0	-0	0	0	33.6%	-0	-0	-97.5%		
投资收益	-0	-0	0	-1	-644.8%	-1	-2	16.8%		
营业利润	13	12	29	15	-47.8%	35	68	92.4%		
利润总额	13	15	28	13	-53.8%	34	69	105.1%		
净利润	10	11	21	8	-61.2%	22	49	121.8%		毛利率提升，费用率下降
EPS	0.060	0.067	0.130	0.050	-61.2%	0.139	0.308	121.8%		
销售费用率	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.0%	1.4%	0.8%	-0.6%		
管理费用率	19.7%	19.2%	11.5%	19.3%	7.8%	18.5%	17.0%	-1.5%		
财务费用率	-0.4%	0.0%	-0.2%	-0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.2%		
所得税率	24.2%	28.4%	25.7%	35.0%	9.3%	35.4%	27.8%	-7.6%		
毛利率	47.1%	42.6%	50.0%	45.1%	-4.9%	42.8%	46.5%	3.7%		
净利润率	19.4%	20.2%	27.7%	12.5%	-15.2%	11.7%	20.3%	8.6%		

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	165	238	299	418
货币资金	121	178	221	316
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	4	5	7	9
其他应收款	1	2	2	3
存货	4	6	8	10
非流动资产	137	175	185	203
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	50	78	103	124
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	15	14	14	13
资产总计	302	413	484	621
流动负债	39	81	58	66
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	6	8	10	13
其他	33	73	47	52
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	39	81	58	66
股本	160	160	160	160
资本公积	197	197	197	197
未分配利润	-102	-34	59	188
少数股东权益	6	7	8	8
股东权益合计	264	332	426	555
负债及权益合计	302	413	484	621

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	49	68	94	128
折旧和摊销	13	12	16	20
资产减值准备	-1	5	6	4
无形资产摊销	6	6	6	6
公允价值变动损失	-0	0	0	0
财务费用	-1	-1	-1	-1
投资损失	2	1	1	1
少数股东损益	1	1	1	1
营运资金的变动	10	-36	32	7
经营活动产生现金流量	53	107	93	144
投资活动产生现金流量	-13	-51	-51	-51
融资活动产生现金流量	1	1	1	1
现金净变动	41	57	43	94
现金的期初余额	87	121	178	221
现金的期末余额	128	178	221	316

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	243	328	433	571
营业成本	130	175	230	302
营业税金及附加	0	1	1	1
销售费用	2	2	3	4
管理费用	41	53	70	91
财务费用	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	0	3	3	2
公允价值变动	-0	0	0	0
投资收益	-2	-1	-1	-1
营业利润	68	93	126	171
营业外收入	4	2	2	2
营业外支出	3	1	1	1
利润总额	69	94	127	172
所得税	19	25	33	43
净利润	50	68	94	129
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	49	68	94	128
EPS (元)	0.31	0.42	0.58	0.80

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	28.2%	35.0%	32.2%	31.9%
营业利润增长率	92.4%	36.4%	36.7%	35.1%
净利润增长率	121.8	37.3%	38.5%	36.9%
盈利能力(%)				
毛利率	46.5%	46.5%	47.0%	47.2%
净利率	20.3%	20.7%	21.6%	22.5%
ROE	19.2%	20.8%	22.4%	23.5%

偿债能力(%)

资产负债率	12.8%	19.5%	11.9%	10.6%
流动比率	4.29	2.95	5.20	6.35
速动比率	4.18	2.87	5.06	6.20

营运能力(次)

资产周转率	0.89	0.92	0.97	1.03
应收帐款周转率	67.74	75.14	74.46	74.39

每股资料(元)

每股收益	0.31	0.42	0.58	0.80
每股经营现金	0.46	0.67	0.58	0.90
每股净资产	1.60	2.03	2.61	3.41

估值比率(倍)

PE	60.67	44.20	31.92	23.32
PB	11.63	9.21	7.15	5.47

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。