

通策医疗 600763.SH

杭口快速增长 宁口发展提速

事件: 公司公布 2011 年中报, 上半年实现收入 1.33 亿元, 同比增长 29.41%; 实现净利润 3094 万元, 同比增长 51.68%, 每股收益 0.193 元。

研究结论

杭口快速增长 宁口发展提速。公司的中报增长与预增公告相符, 其增长主要来自于口腔医疗服务收入的高速增长。其中主力医院片区在较大的基数下仍然实现了 25% 以上的快速增长, 其中以 VIP 业务为主的城西片区实现了 30% 以上的快速增长, 显示口腔医疗服务行业强劲的内生增长趋势。宁波口腔上半年收入增速明显加快, 通过一季度开始的管理和业务调整, 宁波口腔实现收入 1133 万元, 利润 267 万元, 同比增速分别为 58.42% 和 63.55%; 考虑到宁口变革效果从今年一季度开始逐步体现, 营业面积扩增也在有望下半年进行, 旺季亦集中在三季度, 因此我们预计宁口增长有望在下半年进一步提高, 宁口将很有希望成为杭口外的又一重要利润支柱。昆明口腔在完成收购改制后处于磨合期, 实现利润 2 万元, 并未拖累业绩, 但考虑到磨合期, 其贡献显著的利润增长尚需时日。公司费用控制良好也是利润快速增长的原因之一, 上半年管理费用和销售费用分别较上一年度下降 276 万元和 16.5 万元。

继续看好医疗服务行业内生增长前景。我们认为, 医疗服务行业未来几年将有持续性强的内生增长。一方面是因为诊疗需求和患者支付能力及意愿的提高所带来的诊疗人数的稳定增长, 另一方面即来自于医疗服务的产品升级。比如种植牙业务。公司中报中也披露, 高附加值业务盈利能力的持续增强是保证其业绩快速增长的重要原因; 我们认为正畸、种植牙的高附加值业务在国内很多市场普及度尚不高, 产品服务升级所带来的服务单价提高有望在未来几年持续带动公司收入实现较快的内生增长。

稳步进军其他医疗领域。2010 年出台的公立医院改革政策和进一步鼓励民营资本进入医疗服务行业领域的政策是对民营医疗服务企业的重大利好, 其实质性的作用是对民营医院对外扩张做出了肯定性的政策性的指导(通过鼓励参与公立医院改制、优先考虑民营资本建设医院等政策, 虽然在具体操作落实中还要视地方情况具体观察) 通策医疗在中报中亦表述以口腔医疗为基石, 积极筹备成立 PE 基金, 稳步拓展医疗产业链, 其外延拓展进度值得期待。

盈利预测:

三季度是口腔医疗旺季, 是决定公司业绩增速的关键季度, 我们维持对公司 2011-2012 年的业绩至 0.45 元和 0.62 元的业绩预测。我们对口腔医疗市场长期看好, 同时通策医疗对非口腔领域外延式扩张也将打开更大的成长空间, 公司发展仍有超我们预期的可能, 因此我们维持公司买入的投资评级。

风险因素: 医院改革进度、管理输出能力、管理层稳定性、医疗事故风险。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

庄琰

医药行业分析师

8621-63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860210030004

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860208110154

投资评级 **买入 增持 中性 减持 (维持)**

股价 (2011 年 8 月 17 日) 20.23 元

目标价格 25.00 元

总股本/A 股 (亿股) 1.6

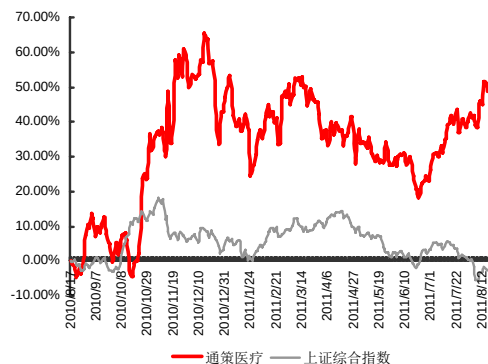
A 股市值 (亿元) 32

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 8 月 18 日

股价表现



资料来源: WIND

财务预测		单位: 百万元			
主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	
营业收入	189	243	310	397	
同比(%)	36%	28%	28%	28%	
净利润	22	50	73	101	
同比(%)	48%	129%	47%	38%	
毛利率(%)	42.8%	46.5%	47.3%	48.2%	
ROE(%)	10.2%	18.9%	21.8%	23.1%	
每股收益(元)	0.14	0.31	0.45	0.62	
P/E (倍)	145.89	65.77	44.64	32.38	
P/B (倍)	15.16	12.30	9.62	7.40	

相关报告

时间

业务升级与管理加强带动主业快速增长 2011-7-19

战略规划清晰可行 管理体系逐渐完善 2011-6-1

表. 主要医院片区收入与利润情况

控股比例	子公司	销售收入	2006	2007	2008	2009	2010	1H2011
100.0%	杭州口腔 (含义乌)	重组2006+后续新建门诊	19,696,457	86,307,776	116,852,098	158,834,527	204,181,311	109,937,464
100.0%	宁波口腔	收购2007		8,120,000	11,437,088	14,056,077	16,638,824	11,326,086
100.0%	衢州口腔	新建2007			1,359,342	n.m	4,202,953	1,901,110
70.0%	沧州口腔医院	收购2007-2008			4,311,125	6,258,265	8,097,481	4,328,522
91.8%	北京京朝口腔	收购2007-2008			1,234,422	n.m	3,972,657	2,005,397
100.0%	黄石现代口腔医院	收购2008			3,814,167	4,767,443	5,014,685	2,261,136
58.6%	昆明口腔	收购2011						3,019,690
	总销售收入			91,392,829	139,130,769	189,244,216	242,585,129	133,213,112
控股比例	子公司	净利润	2006	2007	2008	2009	2010	1H2011
100.0%	杭州口腔 (含义乌)	重组2006+后续新建门诊	2,228,510	10,150,000	n.m	36,360,969	52,353,323	31,337,339
100.0%	宁波口腔	收购2007		280,000	863,128	2,419,904	4,080,832	2,686,084
100.0%	衢州口腔	新建2007			n.m	n.m	(184,646)	6
70.0%	沧州口腔医院	收购2007-2008			(77,981)	1,198,833	187,705	586,232
91.8%	北京京朝口腔	收购2007-2008			(1,964,539)	n.m	(1,971,751)	(468,741)
100.0%	黄石现代口腔医院	收购2008			237,439	459,412	850,188	419,930
58.6%	昆明口腔	收购2011						20,240
	总净利润			10,101,817	15,402,788	22,230,205	49,309,169	30,938,361

资料来源：公司公告，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	105	165	233	328	营业收入	189	243	310	397
现金	87	121	179	259	营业成本	108	130	164	206
应收账款	3	4	5	6	营业税金及附加	0	0	1	1
其它应收款	1	1	2	3	营业费用	3	2	2	3
预付账款	8	34	43	53	管理费用	35	41	45	52
存货	5	4	5	7	财务费用	-0	-1	-1	-2
其他	0	0	0	0	资产减值损失	6	0	0	0
非流动资产	136	137	139	150	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	50	62	72	营业利润	35	68	98	135
无形资产	16	15	15	15	营业外收入	0	4	2	0
其他	77	72	62	62	营业外支出	2	3	2	0
资产总计	241	302	372	478	利润总额	34	69	98	135
流动负债	27	39	35	39	所得税	12	19	24	34
短期借款	0	0	0	0	净利润	22	50	73	101
应付账款	4	6	7	9	少数股东损益	-1	1	1	1
其他	23	33	28	30	归属于母公司净利润	22	49	73	100
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	41	75	105	143
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.14	0.31	0.45	0.62
其他	0	0	0	0					
负债合计	27	39	35	39					
少数股东权益	6	6	7	8					
股本	160	160	160	160					
资本公积	197	197	197	197					
留存收益	-151	-102	-29	71					
归属母公司股东权益	208	257	330	430					
负债和股东权益	241	302	372	478					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
经营活动现金流	44	74	65	97	成长能力				
净利润	22	50	73	101	营业收入	36.0%	28.2%	28.0%	27.8%
折旧摊销	6	7	7	9	营业利润	72.2%	92.4%	44.2%	37.8%
财务费用	-0	-1	-1	-2	净利润	48.2%	129.3%	47.3%	37.8%
公允价值变动损益	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	5	-15	-14	-10	毛利率	42.8%	46.5%	47.3%	48.2%
其它	11	32	0	0	净利率	11.5%	20.5%	23.6%	25.5%
投资活动现金流	-14	-40	-9	-19	ROE	10.2%	18.9%	21.8%	23.1%
资本支出	14	14	-19	-19	ROA	9.0%	16.5%	19.7%	21.2%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他	-28	-54	10	0	资产负债率	11.4%	12.8%	9.4%	8.3%
筹资活动现金流	2	0	1	2	净负债比率				
短期借款	0	0	0	0	流动比率	3.84	4.29	6.64	8.31
长期借款	0	0	0	0	速动比率	3.65	4.18	6.48	8.13
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-1	0	0	0	总资产周转率	0.78	0.80	0.83	0.83
其他	3	-0	1	2	应收账款周转率	-	-	-	-
现金净增加额	33	34	58	80	应付账款周转率	25.43	22.60	22.73	22.73

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.14	0.31	0.45	0.62	P/E	145.89	65.77	44.64	32.38
每股经营现金流	0.21	0.28	0.41	0.61	P/B	15.16	12.30	9.62	7.40
每股净资产	1.33	1.64	2.10	2.73					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

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：

分析师在本报告中对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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn