

证券研究报告

医疗服务Ⅲ



分析师 王晞
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn
SAC:S0190510110011

推荐 (维持)

联系人: 徐佳熹
021-38565685
xujiayi@xyzq.com.cn

通策医疗 (600763)

宁口昆口渐入佳境, 未来扩张值得期待

2012 年 1 月 17 日

投资要点

近日, 我们参加了通策医疗的临时股东大会, 与公司管理层就其医院运营状况, 未来发展策略及行业动态进行了交流。

- **昆口医院定位明确, 做大做强仍是目标:** 此次临时股东大会审议通过了其出租昆明口腔医院大楼此前闲置的 5,400 平米房屋给云南优佳装饰的议案, 2012-2015 年每年租金为 310 万元, 考虑到此前公司收购医院时出资额为 2500 余万元且其中仅有部分资金用于购买昆口大楼, 因此从财务的考量而言此次租赁价格较为合理, 且并不影响昆口的正常运作。目前昆口的地理位置靠近昆明火车站, 周边人口主要是来滇旅游人员, 考虑到口腔医疗具有很强的属地化属性, 旅游人口对业绩贡献不大, 不排除公司在现有场地基础上利用房屋租金为昆口总院另行寻觅新址的可能性。作为拥有 600 多万常住人口的西南大城市, 昆明的口腔医院市场潜力较大, 昆口在当地营业多年, 具有一定的客户基础, 只是由于体制机制问题目前收入规模依然偏小。据我们了解, 目前昆明地区口腔医院业务规模最大的是昆明医学院附属口腔医院, 年营业收入可达 4,000 万左右。如果未来公司能够理顺昆口的管理机制, 并进一步扩大营业面积, 昆口有望在未来 2-3 年中逐步成长为昆明当地最大的口腔专科医院, 为公司业绩作出显著贡献。
- **杭口稳步发展, 宁口快速成长:** 公司杭州口腔医院业务稳定增长, 上半年营收和净利润分别增长 26.42% 和 58.30%, 各下属分院和门诊部收入增速也超过了 30% (其中城西、义乌两分支机构上半年因扩大营业面积造成单独核算的利润同比下滑, 医院经营状况良好)。考虑到目前高附加值的种植、正畸等业务已占据杭口业务总量的半壁江山, 且种植业务的增速仍然较高, 我们判断未来 2 年杭口利润仍然有望保持 20-30% 的增长。除此之外, 公司宁波口腔医院也逐步步入发展的快车道, 上半年实现营业收入 1,100 万元, 营收和利润同比分别增长 58% 和 64%。考虑到第三季度学生放假期间是口腔专科业务的旺季, 预计下半年宁口的营收状况有望进一步改善, 并成为宁波地区业务量最大的口腔专科医院。2011 年 8 月 1 日, 公司和宁波粮储签署房屋租赁协议, 租赁后者 5,700 平米房屋 (其中第一批 3,500 平米房屋已经交付)。按照医院装修开业的进度, 我们预计宁口新院有望在 2012 年三季度业务旺季前开业, 届时新院将能够即使弥补宁口目前诊疗面积紧张, 业务接待能力偏小的局限, 确保宁口的持续迅速扩张。
- **呈贡新院继续推进, 生殖中心前景看好:** 公司于 2011 年 4 月与昆明市妇幼保健院签订了共建呈贡新院的协议, 后续事宜目前仍在等待有关政府部门的批复, 考虑到近期国家及各地方政府对于民营资本参与医疗服务行业政策暖风频现, 我们对协议的最终执行持乐观态度。此外, 公司与昆明妇幼保健院共建的生殖中心目前也在等待辅助生殖牌照的行政批复。现阶段中国不孕不育市场需求巨大, 而辅助生殖业务

市场主要还是由公立医院占据，受制于行政审批的壁垒和人才、设备的限制，每个省会城市一般只有 1-2 家医疗机构可以开展该项业务，市场距离充分竞争还相差很远，未来公司的生殖中心如果能够获批其发展前景也值得期待。

- **盈利预测：**我们认为，作为 A 股中比较有代表性的医疗服务企业，通策定位于医院控股集团（医疗服务投资者），区别于爱尔以眼科连锁为主的模式（医疗服务提供商），所选择的口腔业务在我国也有着巨大的潜在市场。公司在杭州地区业务已确立优势地位，未来有望继续稳健成长，而从 2012 年下半年开始宁口和昆口有望成为公司业绩进一步增长的“双引擎”。虽然在目前市场条件下其短期估值不低，但作为医疗服务这一大行业中的小市值公司，其长期成长仍然值得期待，维持公司 2011-2013 年 0.45、0.60、0.80 元 EPS 的盈利预测，维持其“推荐”的投资评级
- **股价催化剂：**成功收购新医院，现有项目获得行政审批。
- **风险因素：**异地医院释放盈利的时间点难以把握；收购改制的公立医院周期较长，而且有一定的不确定性。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	165	242	306	424
货币资金	121	185	234	332
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	4	5	6	8
其他应收款	1	2	3	4
存货	4	6	7	9
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	417	491	627
流动负债	39	80	57	64
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	6	7	9	12
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	80	57	64
股本	160	160	160	160
资本公积	197	197	197	197
未分配利润	-102	-29	67	195
少数股东权益	6	7	8	8
股东权益合计	264	337	434	563
负债及权益合计	302	417	491	627

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	49	73	97	128
折旧和摊销	13	12	16	20
资产减值准备	0	6	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	12	-38	30	3
经营活动产生现金流量	53	114	99	148
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	64	49	98
现金的期初余额	87	121	185	234
现金的期末余额	128	185	234	332

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	243	313	398	508
营业成本	130	168	211	268
营业税金及附加	0	1	1	1
销售费用	2	2	2	3
管理费用	41	41	51	63
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	99	130	171
营业外收入	4	2	2	2
营业外支出	3	1	1	1
利润总额	69	100	131	172
所得税	19	27	34	43
净利润	50	73	97	129
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	49	73	97	128
EPS (元)	0.31	0.45	0.60	0.80

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	28.2%	29.1%	27.2%	27.4%
营业利润增长率	92.4%	46.5%	31.0%	31.0%
净利润增长率	121.8%	47.5%	32.8%	32.8%
盈利能力(%)				
毛利率	46.5%	46.5%	47.0%	47.2%
净利率	20.3%	23.2%	24.2%	25.3%
ROE	19.2%	22.0%	22.6%	23.1%

偿债能力(%)

资产负债率	12.8%	19.2%	11.5%	10.2%
流动比率	4.29	3.02	5.40	6.60
速动比率	4.18	2.95	5.28	6.47

营运能力(次)

资产周转率	0.89	0.87	0.88	0.91
应收帐款周转率	62.64	63.67	63.27	63.31

每股资料(元)

每股收益	0.31	0.45	0.60	0.80
每股经营现金	0.46	0.71	0.61	0.92
每股净资产	1.60	2.06	2.66	3.46

估值比率(倍)

PE	65.55	44.44	33.48	25.21
PB	12.56	9.79	7.58	5.83

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

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

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 内幕交易防控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。