

医药：通策医疗（600763）中报点评

2014 年 7 月 28 日

扩张期成本费用增加明显

⑤ 2014 年中报业绩：收入超预期

7 月 28 日公司发布半年报业绩，实现营业收入 2.56 亿元，同比增长 27.35%，高于此前预期；归属上市公司净利润为 5,069.09 万元，同比增长 4.86%；每股收益 0.32 元。收入增长主要来自于三大口腔医院，分别是杭口同比增长 18.75%、昆口同比增长 53.17%和宁口同比增长 70.14%，尤其是宁口和昆口保持了较高增速，为中期业绩奠定了坚实基础。

⑤ 成本费用增加拖累业绩

公司中报营业成本为 1.55 亿元，同比增长 43.14%，主要是由于医护人员绩效工资增加、医疗耗材及诊所租金成本上涨所致。与此同时公司加大广告宣传费用，使得销售费用同比增长 85.95%。成本和费用增速远远高于收入增长，使得净利润仅实现个位数增速。

⑤ 新开医院：时间过半，进程过半

2014 年公司计划在浙江省内新建三到五家杭口分院，上半年已经在省内新建了海宁口腔医院有限公司和上虞口腔医院有限公司。在省外，公司公告与郑州口腔医院合作实现，并确定了昆明口腔医院新建地址，可见公司正在有条不紊的进行省内省外扩张，时间过半，进程过半。

⑤ 下半年辅助生殖有望取得营业牌照

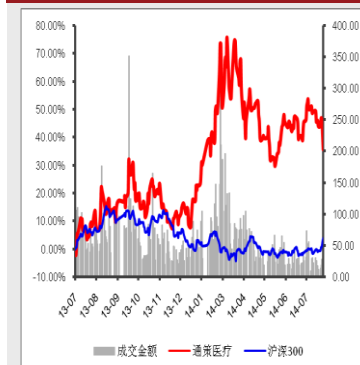
公司在下半年将稳步推进昆明和重庆两家辅助生殖中心建设，力争年底取得辅助生殖试营业牌照。同时公司也在探索其他合作模式，积极与各地公立医院及行业权威专家交流，希望能够取得实质性进展，促进辅助生殖业务发展。

⑤ 数字口腔医疗业务待发展

为了顺应全行业数字化、互联网化的大数据时代潮流，公司也在积极升级医疗服务技术，将在下半年加快数字口腔医疗服务业务。公司作为口腔医疗服务行业的领头羊，试水数字口腔是趋势，美国走在数字口腔的前列，国内竞争者寥寥无几。

⑤ 盈利预测及投资建议

我们预测 2014-2016 年公司营业收入分别为 5.74 亿元、7.12 亿元和 8.83 亿元，归属上市公司净利润分别为 1.23 亿元、1.55 亿元和 2.06 亿元，每股收益分别为 0.76 元、0.97 元和 1.28 元，对应 PE 分别为 50 倍、39 倍和 30 倍。鉴于公司处于口腔领域领先地位，且积极探索

推荐（维持）
市场表现
截至 2014.7.27

市场数据
2014-7-27

A 股收盘价 (元)	37.88
A 股一年内最高价 (元)	50.81
A 股一年内最低价 (元)	26.99
上证指数	2126.61
市净率	11.2
总股本 (万股)	16,032
实际流通 A 股 (万股)	16,032
限售的流通 A 股 (万股)	0

分析师：张科然
执业编号：S1490513050001
电话：010-58565075
邮箱：zhangkeran@hrsec.com.cn
证券研究报告

异地扩张，辅助生殖业务预计明年可以贡献收入，基于以上分析，我们给予公司“推荐”评级。

⑤ 风险提示

昆明和重庆辅助生殖试营业牌照推迟；新建和收购口腔医院业务低于预期；医疗安全事件等。

财务数据与估值

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	378.9	463.0	574.1	711.9	882.8
同比增长（+/-%）	19.9%	22.2%	24.0%	24.0%	24.0%
归属净利润（百万元）	91.0	100.4	122.6	154.9	205.6
同比增长（+/-%）	33.3%	7.2%	22.2%	26.3%	32.7%
每股收益（元）	0.57	0.63	0.76	0.97	1.28
PE	66.71	60.48	49.52	39.20	29.54
PB	14.49	11.69	10.03	8.11	6.50

附表：

资产负债表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	133.2	252.5	243.1	318.4	447.6
现金	103.8	209.5	181.4	258.0	373.7
交易性投资	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项	5.6	6.3	8.4	10.2	12.8
其他应收款	4.8	2.9	0.9	1.1	1.3
存货	7.4	15.5	13.3	16.6	21.1
其他	11.3	17.9	38.7	32.1	38.3
非流动资产	373.6	392.2	495.8	590.2	679.6
长期股权投资	21.9	9.3	9.3	9.3	9.3
固定资产	71.1	86.6	71.1	54.7	50.3
无形资产	15.4	16.7	15.9	15.8	15.4
其他	265.2	279.7	399.5	510.3	604.5
资产总计	506.8	644.8	738.9	908.6	1,127.2
流动负债	52.4	81.1	86.7	110.0	138.1
短期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	20.9	23.3	23.8	31.3	40.6
预收账款	1.8	8.4	3.8	5.6	8.2
其他	29.7	49.4	59.1	73.1	89.3
长期负债	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
负债合计	52.4	81.1	86.8	110.1	138.2
股本	160.3	160.3	160.3	160.3	160.3
资本公积金	198.2	198.2	198.2	198.2	198.2
留存收益	60.4	160.9	246.7	390.0	576.3
少数股东权益	35.4	44.3	46.8	49.9	54.1
母公司所有者权益	419.0	519.4	605.3	748.6	934.9
负债及权益合计	506.8	644.8	738.9	908.6	1,127.2

利润表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	378.9	463.0	574.1	711.9	882.8
营业成本	203.7	254.5	327.3	391.6	467.9
营业税金及附加	1.5	1.7	2.3	2.8	3.5

营业费用	2.1	3.9	4.6	5.7	7.1
管理费用	52.4	64.9	80.4	99.7	123.6
财务费用	-3.7	-1.6	-3.1	-3.5	-5.1
资产减值损失	0.3	0.1	-6.1	2.5	2.9
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	-1.4	-3.1	-2.0	-2.0	-2.1
营业利润	121.3	136.4	166.9	211.1	280.8
营业外收入	5.0	3.8	3.9	4.0	4.2
营业外支出	1.3	1.5	1.7	1.5	1.5
利润总额	125.0	138.8	169.1	213.6	283.4
所得税	29.4	36.3	44.0	55.5	73.7
净利润	95.5	102.4	125.1	158.1	209.7
少数股东权益	4.5	2.0	2.5	3.2	4.2
归属母公司所有者净利润	91.0	100.4	122.6	154.9	205.6
EPS（元）	0.57	0.63	0.76	0.97	1.28

现金流量表

单位：百万元

经营活动现金流	112.2	133.9	163.6	239.4	286.2
净利润	95.5	102.4	125.1	158.1	209.7
折旧摊销	16.4	19.7	52.5	58.4	65.0
财务费用	0.0	0.0	-3.1	-3.5	-5.1
投资收益	0.3	3.2	2.1	1.8	1.8
营运资金变动	-0.1	8.7	-6.9	22.1	11.7
其他	0.1	0.0	-6.1	2.5	2.9
投资活动现金流	-227.1	-35.2	-158.1	-154.6	-156.3
资本支出	-25.4	-46.6	-156.1	-152.8	-154.4
其他投资	-201.7	11.4	-2.1	-1.8	-1.8
筹资活动现金流	-0.1	0.0	-33.6	-8.1	-14.2
借款变动	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
普通股增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	0.0	0.0	-36.8	-11.6	-19.3
其他	-0.1	0.0	3.2	3.5	5.0

主要财务比率

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
同比增长率					

营业收入	19.9%	22.2%	24.0%	24.0%	24.0%
营业利润	25.8%	12.5%	22.3%	26.5%	33.0%
净利润	33.3%	7.2%	22.2%	26.3%	32.7%
盈利能力					
毛利率	46.2%	45.0%	43.0%	45.0%	47.0%
净利率	25.2%	22.1%	21.8%	22.2%	23.8%
ROE	21.7%	19.3%	20.3%	20.7%	22.0%
ROIC	26.7%	24.3%	25.5%	26.3%	28.1%
偿债能力					
资产负债率	10.3%	12.6%	11.8%	12.1%	12.3%
流动比率	2.54	3.11	2.80	2.89	3.24
速动比率	2.40	2.92	2.65	2.74	3.09
营运能力					
资产周转率	0.75	0.72	0.78	0.78	0.78
存货周转率	27.37	16.39	24.64	23.58	22.16
应收账款周转率	68.25	74.03	67.96	69.75	69.14
每股资料 (元)					
每股收益	0.57	0.63	0.76	0.97	1.28
每股经营现金	0.70	0.84	1.02	1.49	1.78
每股净资产	2.61	3.24	3.78	4.67	5.83
每股股利	0.00	0.00	0.23	0.07	0.10
估值比率					
PE	66.71	60.48	49.52	39.20	29.54
PB	14.49	11.69	10.03	8.11	6.50

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

张科然，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159

网址：www.hrsec.com.cn