

# 通策医疗 (600763.SH)

## 年报基本符合预期，未来利润增长有望提速

### 核心观点:

- 年报基本符合预期，租赁费用拉低利润率

公司发布年报，2014 年实现营业总收入 5.84 亿元，同比增长 26.08%，营业利润 1.46 亿元，同比增长 6.79%，净利润 1.1 亿元，同比增长 9.66%，EPS0.69 元。利润增速慢于收入增速的原因为毛利率同比下降 5 个百分点，毛利率下降主要因为 2014 年新总部的租赁费增加近 2170 万左右，对成本影响 6.3 个百分点，剔除租金影响，预计公司毛利率可达到 45.4% 左右。

- 2014 年口腔业务保持稳定增长

公司口腔业务收入同比增长 25% 左右，其中杭口、宁口及昆口的收入占了总医疗服务收入的 92%。2014 年杭口实现收入 4.22 亿元，同比增长 17%，实现稳定增长，杭口新大楼于去年 8 月份开始试运行，因为人员设备搬迁对三个老院区业务造成一定影响，今年公司将加大宣传实现新总部快速增长。宁口收入 6874 万元，同比增长 52%，保持较快增长。昆口实现收入 2569 万元，同比增长 51%，实现快速增长。此外，去年诸暨分院实现收入 1157 万元，当年实现盈利，显示浙江省口腔业务巨大市场。

- 口腔业务将加速扩张，IVF 正式开始试运行

去年公司公告了 8 个地区开设口腔分院，其中舟山分院正式开始运行，预计 2015 年其他分院将逐渐落地，今年上虞、海宁、湖州、新昌、绍兴、南京及上海的口腔医院有望正式运行。此外，公司还将利用互联网思维及连锁经营模式推进三叶儿童口腔项目的发展，致力于打造儿童口腔健康管家。公司与昆明妇幼保健院合作成立的生殖中心于今年 3 月顺利拿到辅助生殖试运行牌照，将正式开始辅助生殖业务，预计今年重庆生殖医院也有望于今年获得牌照，IVF 业务有望成为新业绩增长点。

- 盈利预测及投资评级

我们预计今年杭口新总部将加大宣传，全力扩大市场份额，舟山分院全年运行，其他分院也将在今年逐渐开业贡献收入，IVF 业务也有望逐渐成为公司新增长点，未来收入及利润增速有望加快，预计公司 2015-2017 年实现净利润 1.41/1.88/2.68 亿元，同比增长 28%/33%/43%，对应 EPS 为 0.88/1.17/1.67 元，维持买入评级。

- 风险提示

新总部及新设分院增长低于预期，毛利率下降过快。

### 盈利预测:

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	463.02	583.79	815.11	1,132.01	1,546.85
增长率(%)	22.19%	26.08%	39.62%	38.88%	36.65%
EBITDA(百万元)	157.78	165.35	208.26	281.33	394.75
净利润(百万元)	100.42	110.12	141.00	187.55	267.70
增长率(%)	10.30%	9.66%	28.04%	33.02%	42.74%
EPS(元/股)	0.626	0.687	0.879	1.170	1.670
市盈率(P/E)	51.12	69.85	81.11	60.97	42.72
市净率(P/B)	9.88	12.22	14.84	11.94	9.33
EV/EBITDA	31.21	44.98	53.30	38.90	27.03

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

71.33 元

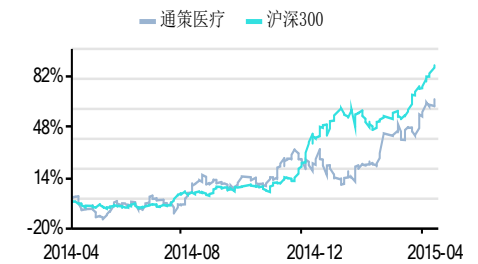
前次评级

买入

报告日期

2015-04-14

### 相对市场表现



分析师: 吴雅春 S0260514010001



020-87555888-8657



wyc2@gf.com.cn

分析师: 张其立 S0260515030001



0755-82771936



zql5@gf.com.cn

### 相关研究:

通策医疗 2013 年报点评	2014-04-11
通策医疗调研简报	2014-01-26
通策医疗(600763.sh): 口腔医疗作为支撑, 辅助生殖前景较好	2012-08-06

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	253	316	412	598	908
货币资金	209	255	336	490	764
应收及预付	27	37	52	71	97
存货	16	22	25	36	48
其他流动资产	1	1	0	0	0
<b>非流动资产</b>	392	477	563	622	658
长期股权投资	9	3	3	3	3
固定资产	87	105	182	198	207
在建工程	10	60	83	120	150
无形资产	100	124	114	120	119
其他长期资产	186	185	181	181	181
<b>资产总计</b>	645	793	975	1220	1567
<b>流动负债</b>	81	106	144	195	268
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	81	106	144	195	268
其他流动负债	0	0	0	0	0
<b>非流动负债</b>	0	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	1	0	0	0
<b>负债合计</b>	81	107	144	195	268
股本	160	160	160	160	160
资本公积	198	198	198	198	198
留存收益	161	271	412	600	867
归属母公司股东权	519	630	771	958	1226
少数股东权益	44	57	61	67	73
<b>负债和股东权益</b>	645	793	975	1220	1567

**现金流量表**

单位: 百万元

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	134	129	188	244	348
净利润	102	114	145	193	275
折旧摊销	20	25	24	35	43
营运资金变动	9	-7	22	20	36
其它	3	-4	-3	-5	-4
<b>投资活动现金流</b>	-35	-89	-107	-90	-75
资本支出	-46	-102	-110	-93	-78
投资变动	11	14	3	3	3
其他	0	-1	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	7	6	-1	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
债券融资	0	0	-1	0	0
股权融资	7	6	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	106	46	81	154	274
<b>期初现金余额</b>	104	209	255	336	490
<b>期末现金余额</b>	209	255	336	490	764

**主要财务比率**

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	22.2	26.1	39.6	38.9	36.6
营业利润增长	12.5	6.8	30.2	33.1	42.5
归属母公司净利润增长	10.3	9.7	28.0	33.0	42.7
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	45.0	39.3	37.9	37.7	38.6
净利率	22.1	19.5	17.8	17.0	17.7
ROE	19.3	17.5	18.3	19.6	21.8
ROIC	62.4	43.5	44.8	53.3	76.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	12.6	13.5	14.7	16.0	17.1
净负债比率	-0.4	-0.4	-0.4	-0.5	-0.6
流动比率	3.11	2.98	2.87	3.07	3.39
速动比率	2.71	2.53	2.45	2.62	2.97
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.80	0.81	0.92	1.03	1.11
应收账款周转率	78.43	84.67	81.43	83.02	82.21
存货周转率	22.16	18.77	20.32	19.52	19.91
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.63	0.69	0.88	1.17	1.67
每股经营现金流	0.84	0.80	1.17	1.52	2.17
每股净资产	3.24	3.93	4.81	5.98	7.65
<b>估值比率</b>					
P/E	51.1	69.9	81.1	61.0	42.7
P/B	9.9	12.2	14.8	11.9	9.3
EV/EBITDA	31.2	45.0	53.3	38.9	27.0

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	463	584	815	1132	1547
营业成本	254	354	506	705	950
营业税金及附加	2	2	2	3	5
销售费用	4	8	16	28	39
管理费用	65	79	106	149	201
财务费用	-2	-3	-2	-3	-5
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-3	3	3	3	3
<b>营业利润</b>	136	146	190	252	360
营业外收入	4	3	2	2	2
营业外支出	1	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	139	148	191	254	361
所得税	36	34	46	61	87
<b>净利润</b>	102	114	145	193	275
少数股东损益	2	4	4	5	7
<b>归属母公司净利润</b>	100	110	141	188	268
EBITDA	158	165	208	281	395
EPS(元)	0.63	0.69	0.88	1.17	1.67

## 广发医药行业研究小组

- 张其立：首席分析师，清华大学化学工程硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。  
吴雅春：资深分析师，浙江大学内科学博士，2011年进入广发证券发展研究中心。  
吴文华：研究助理，华东师范大学金融硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。  
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。  
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。  
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路183号 大都会广场5楼	深圳市福田区金田路4018 号安联大厦15楼A座 03-04	北京市西城区月坛北街2号 月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号 震旦大厦18楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。