医药生物

2017 年 04 月 21 日

通策医疗 (600763)

——一季度业绩增长超预期，口腔+生殖双业务引领高增长

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：	2017 年 04 月 20 日
收盘价（元）	24.81
一年内最高/最低（元）	36.06/24.24
市净率	9.3
息率（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	7955
上证指数/深证成指	3172.10/ 10359.09

注："息率"以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2017 年 03 月 31 日
每股净资产（元）	2.68
资产负债率%	27.96
总股本/流通 A 股(百万)	321/321
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：

相关研究

《通策医疗（600763）点评：业绩增速符合预期，双轮驱动口腔+生殖双业务发展》2017/04/05

《通策医疗（600763）点评：扣非净利润增长 27.7%，云医疗助力新业务快速推进》2016/03/03

证券分析师
杜舟 A0230514080008
duzhou@swsresearch.com
研究支持
熊超逸 A0230117010002
xiongcy@swsresearch.com
联系人
熊超逸
(8621)23297818×转
xiongcy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **2017 年一季度收入增长 38.15%，扣非净利润增长 25.04%。**公司 2017 年一季度实现收入 2.43 亿元，增长 38.15%；归母净利润 4280 万元，增长 19.38%；扣非净利润 4285 万元，增长 25.04%；EPS0.13 元，超出我们此前预期，主要由于去年新开业医院投入运营以及迁址扩建医院年初恢复高增长带动整体医疗服务业务高速发展。由于公司的口腔业务一季度业绩一般受到春节影响低于其他季度，因此一季度的超预期增速为今年的高增长奠定了良好基础。另外，公司变更 2016 年度利润分配方案，原提议拟不进行利润分配，现变更为拟向全体股东按每 10 股派发现金红利 1.2 元（含税），拟派发现金红利约 3848 万元，不送股，不以资本公积金转增股本。

- **"中心旗舰医院+分院"模式巩固口腔医疗服务领先地位，大力发展高附加值业务。**公司继续采用"中心旗舰医院+分院"模式不断加速医院网点布局，截至目前公司已设立 22 家口腔医院。16 年新建的 4 家医院今年都将投入运营；16-17 年初已开业 4 家新医院/1 家迁址扩建，今年将逐步培养成熟。同时，通策口腔医疗投资基金设立的北京、武汉、重庆存济口腔医院均已获得执照，正在建设中。17 年公司预计大力发展口腔高附加值业务，包括持续推广品牌种植活动和正畸业务等，促进各业务板块协同发展。

- **持续推进定增项目加码辅助生殖业务，高管与员工持股参与定增彰显公司发展信心。**继 15 年昆明妇幼保健生殖医学医院后，公司计划投建并于 17 年 1 月正式成立舟山波恩生殖医院，持续加码生殖业务。16 年 12 月底公司发布定增预案，拟发行不超过 6412.8 万股，募集资金不超过 12 亿元，计划全部用于投建浙江存济妇女儿童医院，一家以妇科肿瘤、孕产及生殖相关的综合医院，预计成为公司辅助生殖业务的旗舰医院。本次非公开增发对象共 4 名，其中公司实控人吕建民先生（占比 67.1%）、通策 1 号资管计划（内嵌员工持股计划，占比 4.9%）、诸暨通策（公司高管设立的合伙企业，占比 19.8%）共认购超过 90%股份，充分彰显公司高管与核心员工对公司未来在辅助生殖领域发展的信心。

- **毛利率提升 0.83 个百分点，期间费用率提升 1.89 个百分点，经营现金流转正。**公司 2017 年一季度毛利率为 44.03%，提升 0.83 个百分点；期间费用率 20.07%，上升 1.89 个百分点；其中销售费用率 1.5%，下降 0.3 个百分点；管理费用率 17.22%，上升 3.25 个百分点，主要由于新建医院增加折旧与摊销费用；财务费用率 1.36%，下降 1.05 个百分点。每股经营性现金流 0.0077 元，与去年同期相比转负为正，经营状况开始逐渐好转。

- **内生+外延双轮驱动口腔与辅助生殖双业务发展，维持增持评级。**公司是口腔医疗服务的领军企业，近年来开始进军辅助生殖业务，通过内生+外延双轮驱动，预计今年口腔与生殖业务有望回升至 20%以上增速。暂不考虑增发摊薄，我们维持 17-19 年 EPS 0.64 元、0.86 元、1.15 元，增长 51%、35%、33%，对应 PE 为 39 倍、29 倍、22 倍，维持增持评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	879	243	1,079	1,347	1,682
同比增长率（%）	15.27	38.15	22.79	24.84	24.87
净利润（百万元）	136	43	205	276	368
同比增长率（%）	9.44	19.38	50.53	34.50	33.40
每股收益（元/股）	0.42	0.13	0.64	0.86	1.15
毛利率（%）	41.4	44.0	42.9	44.0	45.0
ROE（%）	16.7	5.0	20.0	21.2	22.1
市盈率	58		39	29	22

注："市盈率"是指目前股价除以各年业绩；"净资产收益率"是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	763	879	1,079	1,347	1,682
医疗服务	452	565	748	871	1,071
装修服务	2	8	6	3	3
管理服务	5	5	5	4	4
营业总成本	594	714	827	1,008	1,229
营业成本	447	515	616	755	926
医疗服务	252	344	437	509	611
装修服务	2	8	6	3	3
管理服务	0	2	2	2	2
营业税金及附加	7	5	6	7	9
销售费用	11	17	19	22	25
管理费用	112	162	189	229	278
财务费用	16	12	(3)	(5)	(8)
资产减值损失	0	3	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	(2)	(0)	0	0	0
营业利润	168	165	252	339	453
营业外收支	5	2	0	0	0
利润总额	172	168	252	339	453
所得税	46	35	52	70	94
净利润	126	133	200	269	359
少数股东损益	2	(3)	(5)	(7)	(9)
归属于母公司所有者的净利润	124	136	205	276	368

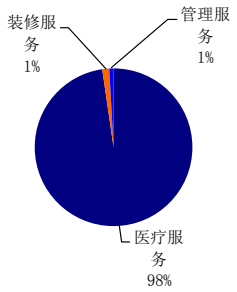
资料来源:申万宏源研究

关键假设

	2016	2017E	2018E	2019E
医疗服务增速	16%	23%	25%	25%
毛利率	41%	41%	43%	44%
销售费用率	2%	2%	2%	2%
管理费用率	18%	18%	17%	17%

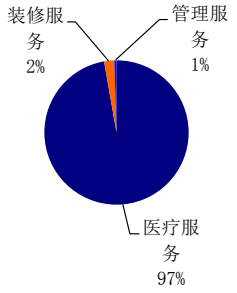
收入结构

2016年收入结构



成本结构

2016年成本结构

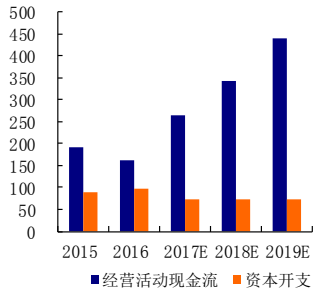


合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	126	133	200	269	359
加：折旧摊销减值	56	75	55	63	70
财务费用	21	16	(3)	(5)	(8)
非经营损失	2	(1)	0	0	0
营运资本变动	(15)	(65)	12	16	20
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	191	161	264	343	441
资本开支	89	98	72	72	72
其它投资现金流	(2)	0	0	0	0
投资活动现金流	(166)	(145)	(72)	(72)	(72)
吸收投资	20	6	0	0	0
负债净变化	(14)	(35)	(35)	(35)	(35)
支付股利、利息	21	16	(3)	(5)	(8)
其它融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	(15)	(44)	(32)	(30)	(27)
净现金流	9	(28)	160	241	341

资料来源:申万宏源研究

资本开支与经营活动现金流

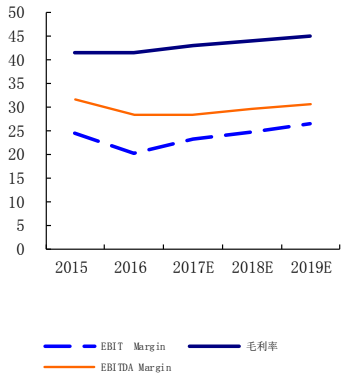


合并资产负债表

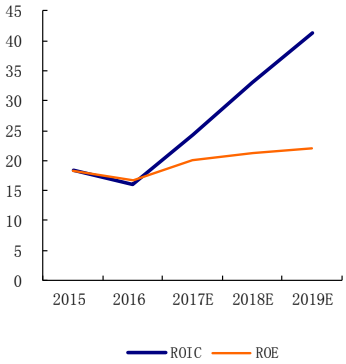
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	372	376	546	799	1,156
现金及等价物	312	283	443	684	1,025
应收款项	39	66	70	76	83
存货净额	20	26	31	38	47
其他流动资产	1	1	1	1	1
长期投资	3	68	68	68	68
固定资产	681	681	698	708	710
无形资产及其他资产	141	160	160	160	160
资产总计	1,197	1,286	1,472	1,735	2,095
流动负债	142	127	149	178	213
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	130	108	129	158	194
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	296	260	225	190	155
负债合计	438	387	374	368	368
股本	321	321	321	321	321
资本公积	0	0	0	0	0
盈余公积	9	11	14	18	23
未分配利润	352	486	688	960	1,322
少数股东权益	78	81	76	69	60
股东权益	760	899	1,099	1,368	1,726
负债和股东权益合计	1,197	1,286	1,472	1,735	2,095

资料来源:申万宏源研究

经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)

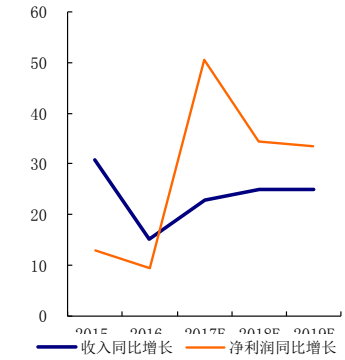


重要财务指标

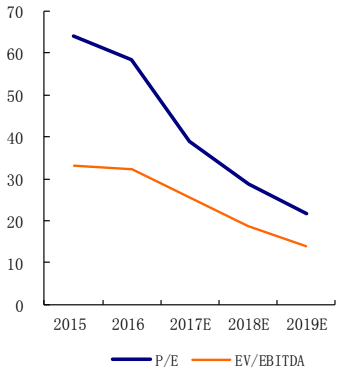
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.39	0.42	0.64	0.86	1.15
每股经营现金流	0.59	0.50	0.82	1.07	1.37
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	2.13	2.55	3.19	4.05	5.20
关键运营指标(%)					
ROIC	18.4	16.1	24.3	32.9	41.3
ROE	18.3	16.7	20.0	21.2	22.1
毛利率	41.5	41.4	42.9	44.0	45.0
EBITDA Margin	31.6	28.3	28.2	29.5	30.6
EBIT Margin	24.3	20.1	23.1	24.8	26.4
收入同比增长	30.7	15.1	22.8	24.8	24.9
净利润同比增长	13.0	9.4	50.5	34.5	33.4
资产负债率	36.6	30.1	25.4	21.2	17.6
净资产周转率	1.12	1.07	1.06	1.04	1.01
总资产周转率	0.64	0.68	0.73	0.78	0.80
有效税率	26.6	20.7	20.7	20.7	20.7
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	63.9	58.4	38.8	28.9	21.6
P/B	11.7	9.7	7.8	6.1	4.8
EV/Sale	10.5	9.1	7.2	5.5	4.2
EV/EBITDA	33.2	32.2	25.4	18.8	13.9

资料来源:申万宏源研究

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：
以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
买入（Buy） ：相对强于市场表现 20%以上；
增持（Outperform） ：相对强于市场表现 5%～20%；
中性（Neutral） ：相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
减持（Underperform） ：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：
以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：
看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；
中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight） ：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。
本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。
客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。
本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。