

医院改革提供机遇 口腔医疗稳健发展

研究结论:

- **公立医院改革提供并购契机:** 今年 2 月发布的《公立医院改革试点的指导意见》提出加快多元化办医格局,有望加快我国公立医院的改制速度。借此契机,社会资本将有望真正获得进入医疗行业的大好机会。公司作为医疗行业投资的先行者之一,在口腔医疗投资管理领域已有较丰富的经验,并在积极的寻求其他专科领域和综合性医院的收购机会,预计将在此次公立医院改制的过程中受益。
- **口腔医疗仍将保持较快发展:** 公司在 2006 年完成资产重组之后开始在口腔医疗领域进行稳步的扩张;通过三年多的发展,下属医疗机构已经发展到了 8 个医院片区,十多家分院门诊部,年净利润增长率达到 48%。我们认为,受益于口腔护理理念的普及和整体行业的发展,公司杭州口腔、宁波口腔医院的业务仍将保持较快的增长;同时在医生和管理团队不断成熟的带动下,沧州、北京、黄石等新建口腔门诊部盈利也将改善。
- **财务处理将更加稳健:** 公司在去年清理资产的过程中本着谨慎的原则进行了大额的计提,造成四季度单季度亏损。我们估计,这个影响是一次性的,今年公司的计提将大幅减少,财务上的表现将更为稳健。
- **首次给与买入的投资评级:** 从大的行业和政策机遇和长期的发展机遇上来看,公司正处于非常好的发展时期。同时,凭借口腔医疗市场的发展,公司现有业务也将提供较快的内生增长,给予一定的业绩安全边际。不考虑并购,我们预计公司 2010-2011 年的业绩为 0.28 元和 0.39 元每股,目前股价对应 10 年 PE29 倍,已经低于 08 年最低点时 PE 水平。考虑到虽然公立医院改制和收购的进程速度难于估计,但行业发展的趋势向好,公司有望获得超预期的增长,我们建议投资者可以择机买入,需要关注公司在收购医院上的进展速度和通过管理输入改善医院经营的能力。
- **风险因素:** 公立医院改制进度超预期,公司医院管理能力,管理层的稳定性。



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 (首次)

股价 (2010 年 7 月 5 日) 8.23 元

目标价格 12 元

总股本/A 股 (万股) 16032/16032

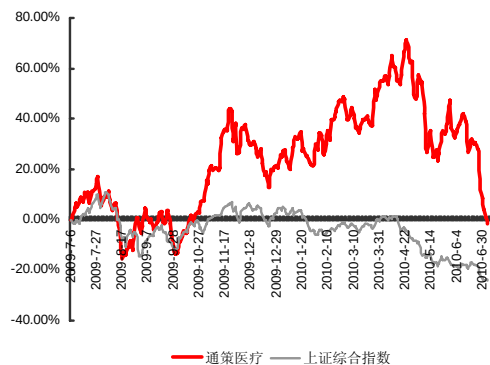
A 股市值 (百万元) 1314

国家/地区 中国

行业 医药

报告日期 2010 年 7 月 6 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-27.80%	-36.05%	-6.05%
相对表现 (%)	-19.85%	-12.08%	17.23%

资料来源: WIND

重点公司盈利预测及投资评级

主要财务指标(百万元)	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	139	189	257	346
同比(%)	52%	36%	36%	35%
净利润	15	22	45	61
同比(%)	44%	48%	106%	36%
毛利率(%)	43.5%	42.8%	41.3%	41.2%
ROE(%)	7.7%	10.2%	17.3%	19.0%
每股收益(元)	0.10	0.14	0.28	0.39
P/E (倍)	85.35	59.14	28.84	21.28
P/B (倍)	6.86	6.15	5.08	4.12

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

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。并请阅读报告最后一页的免责声明。

1. 公立医院改革提供并购契机

1.1 鼓励民营资本进入医疗市场

卫生部等五部委在今年 2 月 23 日联合发布了《关于公立医院改革试点的指导意见》。在我国选出 16 个城市作为国家联系指导的公立医院改革试点地区，积极稳妥推进公立医院改革试点工作。在指导意见中提出了 9 条主要内容，其中明确提出了要加快推进多元化办医格局，鼓励、支持和引导社会资本发展医疗卫生事业，加快形成投资主体多元化、投资方式多样化的办医体制，积极稳妥地把部分公立医院转制为非公立医院。

同时，指导意见也明确了非公立医院在医保定点、科研立项、职称评定、继续教育等方面，与公立医院享有同等待遇，在服务准入、监督管理等方面一视同仁。并将落实非营利性医院税收优惠政策，完善营利性医院税收优惠政策。

我们认为，此次指导意见的出台，一方面规划和保障了民营非公立医院的平等健康发展的前景，另一方面也将加速社会资本参与公立医院改制收购的过程。对于亟待进入医疗市场的民营资本来说是一个重要的历史机遇。

1.2 各地进度各有不同

在《指导意见》出台之后，16 个试点城市（东部 6 个，包括辽宁鞍山、上海、江苏镇江、福建厦门、山东潍坊、广东深圳；中部 6 个，包括黑龙江七台河、安徽芜湖和马鞍山、河南洛阳、湖北鄂州、湖南株洲；西部 4 个，包括贵州遵义、云南昆明、陕西宝鸡、青海西宁）根据实际情况随后制定了不同的试点实施方案和配套政策措施，对公立医院改制的支持力度各不相同。在一些支持力度较大，政策较明确的城市，其医院的改制进度可能较快。

比如昆明市政府在 6 月 1 日公布公立医院改制实施意见，将对公立医院进行改制重组，并鼓励各类社会资本，以多种方式参与公立医院改制重组。同时还明确昆明市第一人民医院、昆明市儿童医院、市口腔医院 3 家公立医院作为改制试点医院，3 家医院将在年底前基本完成改制工作，实施股份制。

北京市卫生局也明确优化调整公立医院区域布局和结构，明确行政区域内公立医院的设置数量、布局、主要功能和床位规模、大型医疗设备配置。研究探索将部分公立医院转制为非公立医疗机构。

我们认为，在一些政府支持态度明确，时间表清晰的区域，社会资本进入医疗机构的进度有望加快。

1.3 公司有一定的经验和品牌优势

公司是我国第一家专注于医疗行业投资管理的上市公司，在口腔医疗领域已经积累了较为丰富的经验和一定知名度。因此在公立医院改制的竞拍过程中，具有一定的管理和品牌优势；同时作为上市公司，也具有较强的融资优势。我们估计，公司将会大量接触到公立医院改制收购的机会，并将凭借自身的经验在此次公立医院改革中获得良好的并购机会，为公司提供外延式的增长点。

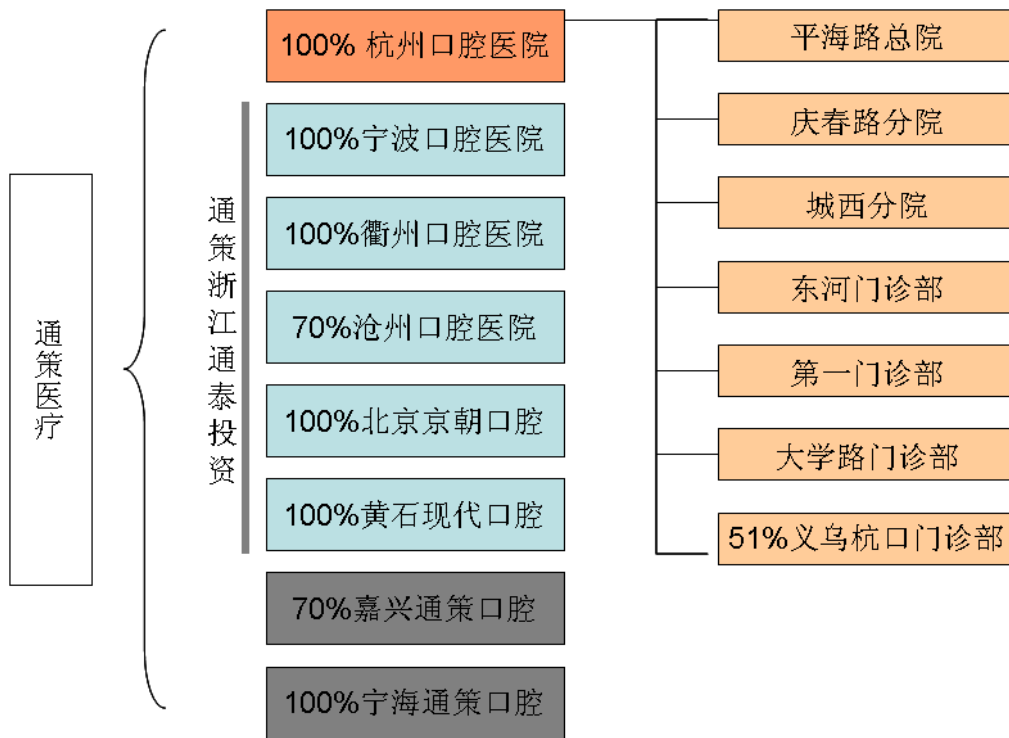
2.口腔医疗业务仍将保持快速增长

在现有的业务方面，通过多年的摸索，公司已经意识到通过新建口腔医院快速扩张的经营模式很难保证成功率和持续性；因此公司未来新建口腔医院的进度或将显著放缓。但受益于整体行业的快速发展，公司的口腔医疗业务仍有望保持快速的增长；杭州口腔医院依然会成为利润增长的主要来源。

2.1 口腔医疗业务持续快速增长

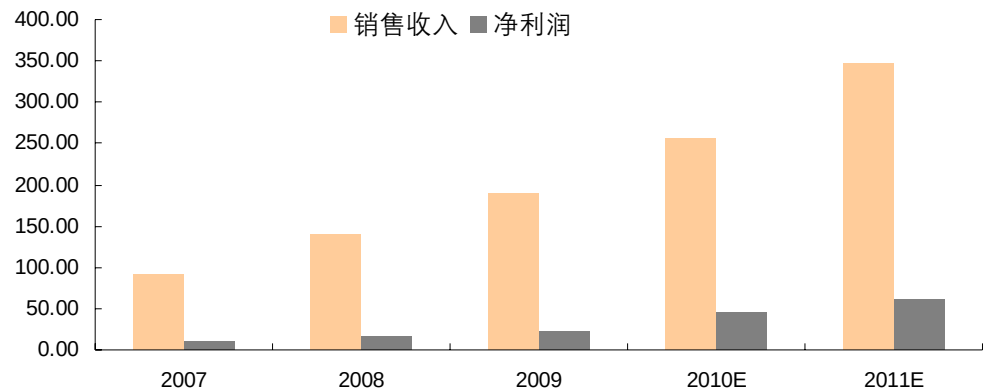
公司于 2006 年通过置换入杭口腔医院资产完成重组，由 ST 中燕变更为目前的通策医疗。经过三年多的发展、并购和建设，公司已经发展成为以杭州口腔医院为核心的，拥有 8 个医院片区的专业口腔医疗公司。

图 1. 公司主要口腔医疗子公司结构图



资料来源：东方证券研究所

公司销售收入由 2007 年的 9100 万，迅速增长为 2009 年的 1.89 亿元，三年翻倍；净利润由 1000 万元增长到了 2009 年的 2200 万元，实现了快速增长。

图 2. 公司销售收入和净利润增长 百万元


资料来源：东方证券研究所

公司的增长主要来自于杭州口腔医院的内生性增长和此后不断地对口腔医疗机构不断地收购和新建。2007 年公司收购了宁波、沧州和北京京朝口腔医院，新建了衢州口腔及杭州古翠、东河门诊部；2008 年收购了黄石现代口腔医院，并新建三家；2009 年新建一家机构。目前公司的主要利润来源于杭州口腔医院、宁波口腔医院和沧州口腔医院；而 2007-2008 年建立的口腔医院多数处于亏损状态，根据一般 2 年以后盈利的规律，我们认为公司大部分新建医疗机构盈利将在 2010 年明显改善。

由于新建口腔医院盈利较为缓慢，区域品牌的建设和对医师资源的吸引也是一个循序渐进的过程，因此我们预计公司未来将较少进行新的口腔医院的建设，而将注重于比较成熟医院的收购和分院门诊的建设。

2.2 杭口腔仍将是主要的利润来源

虽然公司在近几年收购了多家口腔医院，但质地最好的口腔医院仍然是公司的核心医院——杭州口腔医院。杭州口腔医院在杭州口碑甚佳，医师资源雄厚，近几年不断地进行分院门诊的扩张，带来了销售收入的迅速增长。2009 年，杭州口腔医院片区销售收入达到近 1.6 亿，占公司全部销售收入的 80% 以上。

表 1. 公司部分口腔医院的盈利情况

控股比例	子公司	销售收入	2006	2007	2008	2009
100.0%	杭州口腔	重组 2006+后续新建门诊	19,696,457	86,307,776	116,852,098	158,834,527
100.0%	宁波口腔	收购 2007		8,120,000	11,437,088	14,056,077
100.0%	衢州口腔	新建 2007			1,359,342	n.m
70.0%	沧州口腔医院	收购 2007-2008			4,311,125	6,258,265
100.0%	北京京朝口腔	收购 2007-2008			1,234,422	n.m
100.0%	黄石现代口腔医院	收购 2008			3,814,167	4,767,443
	总销售收入			*91,392,829	139,130,769	189,244,216
控股比例	子公司	净利润	2006	2007	2008	2009
100.0%	杭州口腔	重组 2006+后续新建门诊	2,228,510	10,150,000	n.m	36,360,969
100.0%	宁波口腔	收购 2007		280,000	863,128	2,419,904
100.0%	衢州口腔	新建 2007			n.m	n.m
70.0%	沧州口腔医院	收购 2007-2008			(77,981)	1,198,833
100.0%	北京京朝口腔	收购 2007-2008			(1,964,539)	n.m
100.0%	黄石现代口腔医院	收购 2008			237,439	459,412
	总净利润			10,101,817	15,402,788	22,230,205

资料来源：公司公告，东方证券研究所 *2007 年表中宁波口腔收入为全年收入，实际为年中并购

图 3. 杭州口腔医院地区分布示意图


资料来源：东方证券研究所

从近期的增长来看，杭州口腔医院业务的快速增长依然将是公司利润增长的主要来源。一方面人们对牙齿护理关注度的明显提高将逐渐带动门诊量的增加，另一方面牙齿种植等一些新业务的增长也将提高门诊服务的附加值，带动销售收入的快速增长。目前公司的门诊部主要集中在上城区和西湖区，在杭州地区仍有较大的扩展空间。杭州口腔医院城西分院等部门在今年进行了改扩建，2009年还新建了大学路门诊部，这将有力的支持业务的增长。

宁波口腔医院是公司的另一个重要医院片区，其在宁波属于排名前三的口腔医院。宁波的人口基数较大，为500-600万人，与杭州人口基数相仿（约700-800万人），但估计整体口腔医疗的市场规模只有5000万左右，不及杭州口腔医院的1/3，因此我们认为，宁波具有较大的口腔医疗市场潜力，目前整体市场增速良好。由于宁波市还没有真正意义上的市级口腔医院，竞争格局相对较好：位于海曙区的海曙口腔医院排名第一，知名度很高，但受制于场地限制，接待能已经饱和，短期扩建的可能性不大；江东区的江东口腔医院排名第三，规模较小。而通策宁波口腔医院排名第二，其发展具有很多优势：一方面公司作为民营企业机制灵活，在扩建分院和营销方面有较大的灵活性；另一方面，公司名称为宁波口腔医院，具有明显的市级口腔医院的含义，对未来的分院扩张很有好处。

2006年宁波口腔医院由原海曙区口腔医院院长建立，2007年进入通策医疗集团，经过3年的团队医师资源的补充、经验的积累和管理体制的改善，目前该医院的盈利能力已经明显提高，预计未来将成为公司重点发展的医院片区。

我们估计这两个片区近几年将有望维持30%-40%的业务增长。同时在医生和管理团队不断成熟的带动下，沧州、北京、黄石等新建口腔门诊部盈利也将改善。

2.3 走中心医院模式 增长更为稳固

口腔医疗行业对医生的执业水平依赖程度较高，医师的知名度和技术实力等一些个性化的因素往往决定了一个口腔医疗机构的成败。因此口腔医疗很难进行标准化的连锁经营，以加盟连锁店的快速扩张并不能够保证协同效应和成功率，并且会导致管理成本的大幅提高。

我们认为，公司已经充分分析了口腔医疗的业态，并摒弃了通过快速扩张新口腔医疗医院的发展模式。而杭口腔医院的发展模式，则将成为公司发展的模板：通过收购和发展区域性知名度较高的口腔医院，通过管理输入改善其盈利能力，做大做强；然后依托中心医院的学术能力和知名度（2008年，杭州口腔医院正式成为浙江省中医药大学的附属口腔医院，与学术研究对接），逐步扩建分院和门诊部，实现向周边地区的逐渐渗透。虽然相比加盟连锁的形式，这种模式的扩张速度相对较慢，但这种扩张更有质量，也将更为持续。

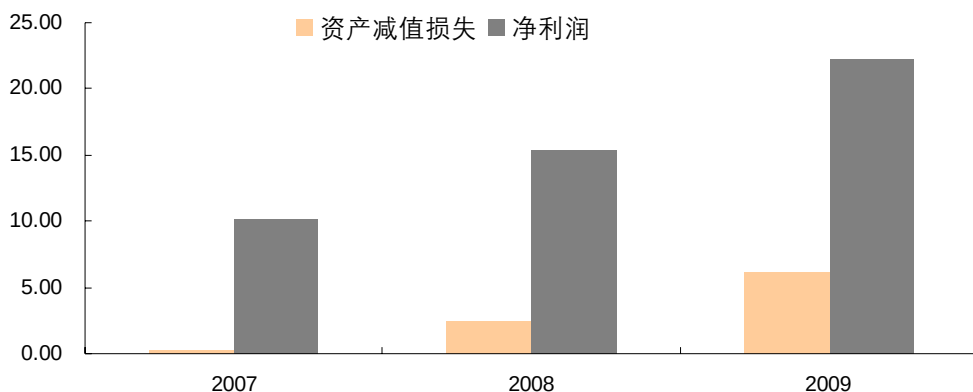
当然，这种模式的发展关键在于能够收购到类似杭州口腔医院的优质中心医院；从目前的收购情况来看，可选的优质标的有限。另一条替代的路径是收购次优标的，并通过管理和人才的输入迅速扩大被收购标的的实力和知名度，提高公司的盈利能力，这将对通策医疗的管理团队提出考验。我们

认为随着公司对口腔医疗领域介入的不断深入，公司将逐步积累和优化出成型的口腔医疗管理经验。

3.财务处理将更为稳健

公司在去年清理资产的过程中本着谨慎的原则进行了大额的计提。第四季度公司计提 620 余万元，造成四季度单季度亏损。我们估计，资产减值计提的影响是一次性的，今年公司的计提将大幅减少，财务上的表现将更为稳健。

图.4 公司资产减值准备计提情况 百万元



资料来源：东方证券研究所

。

盈利预测与估值

从大的行业和政策机遇和长期的发展机遇上来看，公司正处于非常好的发展时期。同时，凭借口腔医疗市场的发展，公司现有业务也将提供较快的内生增长，给予一定的业绩安全边际。不考虑并购，我们预计公司 2010-2011 年的业绩为 0.28 元和 0.39 元每股，目前股价对应 10 年 PE29 倍，已经低于 08 年最低点时 PE 水平。考虑到虽然公立医院改制和收购的进程速度难于估计，但行业发展的趋势向好，公司有望获得超预期的增长，我们建议投资者可以择机买入。需要关注公司在收购医院上的进展速度和通过管理输入改善医院经营的能力。

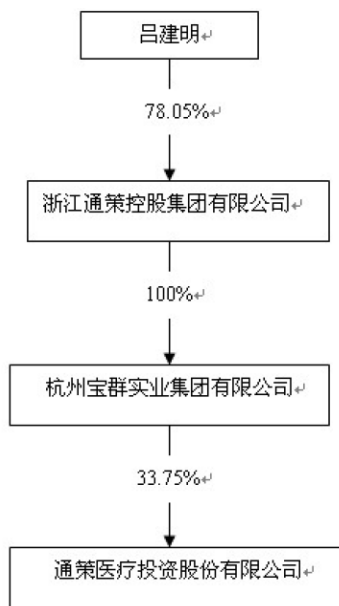
风险因素

公立医院改制进度超预期，公司医院管理能力，管理层的稳定性。

附录图表:

公司是在 2006 年由宝群实业在股改时对公司进行资产重组。宝群实业将其全资拥有的杭州口腔医院有限公司 100% 的股权及现金 2550 万赠予上市公司。通策医疗主营业转变为专业从事口腔医疗行业的经营和投资。

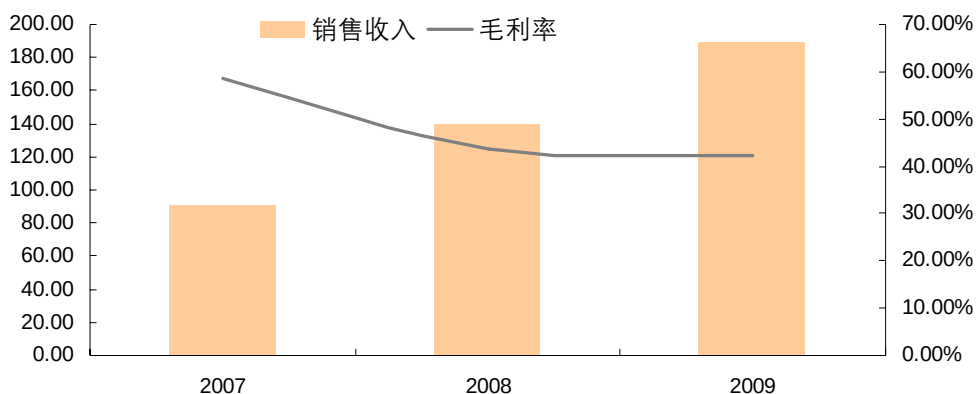
图.5 公司股权结构图



资料来源：东方证券研究所

近几年公司的业务稳步发展，主营毛利率保持基本稳定；但随着一些高附加值、高价格服务的增多，公司单位服务的毛利绝对值升高而毛利率有所下滑。公司的业务收入来源主要是服务收入；药品收入所占比例很小

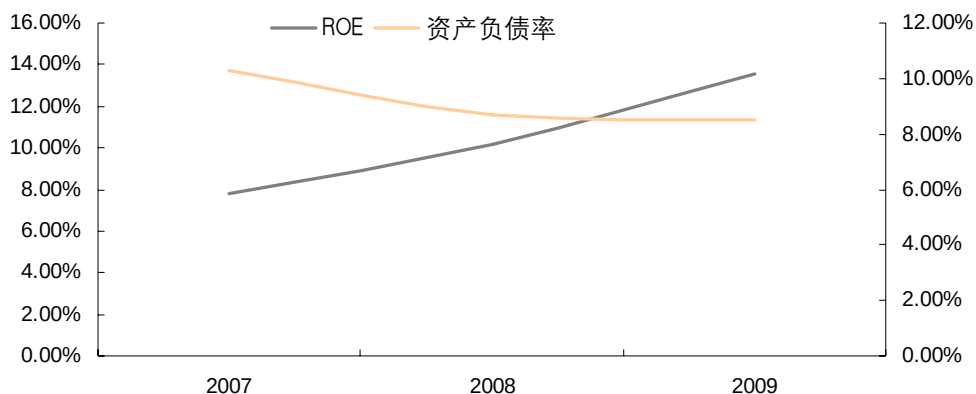
图 6. 公司主营业务毛利率情况



资料来源：东方证券研究所

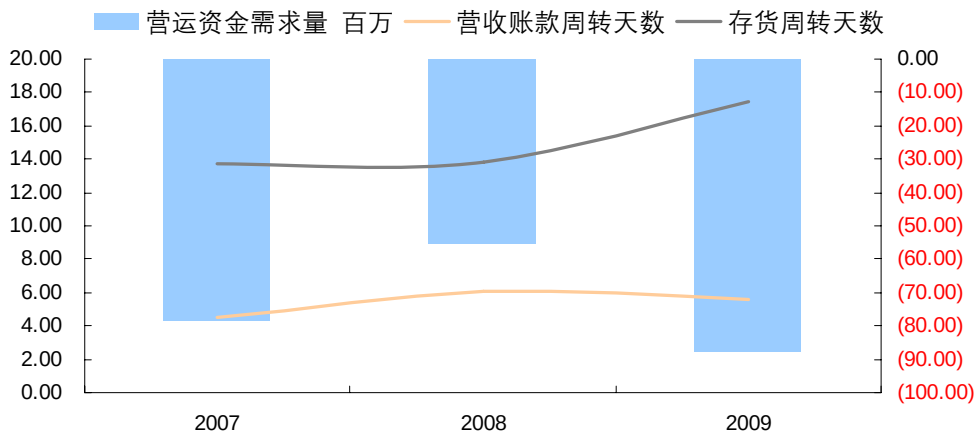
经过资产置换之后，公司运营情况良好，资产负债率逐渐下降，而净资产收益率由 2007 年的 6% 左右逐渐提高到了 2009 年的 10% 左右。公司的应收账款和存货控制较好，周转率基本稳定，营运资金充足，体现出了轻资产企业的良好现金流特点。

图. 7 公司资产负债率逐渐降低，ROE 水平逐渐提高



资料来源：东方证券研究所

图. 8 公司营运现金流情况良好



资料来源：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	2008	2009	2010E	2011E	会计年度	2008	2009	2010E	2011E
流动资产	75	105	159	210	营业收入	139	189	257	346
现金	55	87	135	178	营业成本	79	108	151	204
应收账款	2	3	4	5	营业税金及附加	0	0	1	1
其它应收款	6	1	2	2	营业费用	1	3	4	5
预付账款	8	8	11	14	管理费用	35	35	41	55
存货	3	5	7	10	财务费用	-0	-0	-0	-0
其他	1	0	0	0	资产减值损失	2	6	0	0
非流动资产	141	136	128	140	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	-2	-1	-1	-1
固定资产	46	44	47	59	营业利润	20	35	60	81
无形资产	16	16	16	16	营业外收入	5	0	0	0
其他	79	77	65	65	营业外支出	1	2	0	0
资产总计	217	241	287	350	利润总额	24	34	60	81
流动负债	25	27	28	31	所得税	10	12	15	20
短期借款	0	0	0	0	净利润	15	22	45	61
应付账款	4	4	6	8	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
其他	21	23	22	23	归属于母公司净利润	15	22	46	62
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	26	41	66	88
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.10	0.14	0.28	0.39
其他	0	0	0	0					
负债合计	25	27	28	31	主要财务比率				
少数股东权益	5	6	5	4	会计年度	2008	2009	2010E	2011E
股本	160	160	160	160	成长能力				
资本公积	198	197	197	197	营业收入	52.2%	36.0%	35.7%	34.8%
留存收益	-174	-151	-110	-55	营业利润	-17.8%	72.2%	69.5%	35.4%
归属母公司股东权益	186	208	254	315	净利润	44.4%	48.2%	105.7%	35.5%
负债和股东权益	217	241	287	350	获利能力				
					毛利率	43.5%	42.8%	41.3%	41.2%
					净利率	10.5%	11.5%	17.4%	17.5%
					ROE	7.7%	10.2%	17.3%	19.0%
					ROA	6.8%	9.0%	15.6%	17.3%
					偿债能力				
					资产负债率	11.5%	11.4%	9.8%	8.8%
					净负债比率				
					流动比率	3.02	3.84	5.66	6.78
					速动比率	2.90	3.65	5.40	6.47
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.78	0.90	0.99
					应收账款周转率	-	-	-	-
					应付账款周转率	18.14	25.43	25.00	25.00
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.10	0.14	0.28	0.39
					每股经营现金流	-0.01	0.21	0.28	0.38
					每股净资产	1.20	1.33	1.61	1.99
					估值比率				
					P/E	85.35	59.14	28.84	21.28
					P/B	6.86	6.15	5.08	4.12

资料来源：东方证券研究所

附图：通策医疗近期资金流向



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

分析师申明

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，未给予投资评级等相关信息。

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