

通策医疗(600763)调研报告

谨慎推荐

总院加分院的二级发展模式日益成熟

首次评级

健康护理/医疗服务

发布时间: 2010 年 12 月 14 日

投资要点:

- 近期,我们调研了通策医疗,与公司管理层做了较深入的交流。
- 公司目前有 12 家医疗机构(不包括新并购的昆明口腔医院),其中杭州口腔医院拥有 7 家分支机构,是公司最主要的收入来源。受益于高毛利服务品种收入的增加,今年前三季度公司净利润的增速远高于收入增速。
- 宁波口腔医院受制于场地和行政审批的因素,一直未能跨区开业,导致收入增速较慢。北京京朝口腔医院今年增速较快,今年前 3 季度收入达到 300 万元以上,明年有可能达到 900 万元的盈亏平衡点。其他医院也将陆续贡献利润。
- 公司确立了以地区总院+分院的二级发展模式,门诊部的经营业态将会被逐渐淘汰。公司没有制定千篇一律的管理标准,而是根据各地的具体情况,因地制宜,不同等级、不同经营规模的医院,管理措施和服务品种都有所差异。如果将来达到一定的经营规模,具有了全国性品牌推广的实力之后,公司也会考虑更换为统一的品牌。
- 受益于政策的推动,公司外延式扩张的动能增强。公司主要投资标的是公立口腔医院,但也不排斥对其他专科医院、综合性医院和其他民营医院的并购。
- 我们预测公司 2010~2012 年的 EPS 分别为 0.34 元、0.48 元和 0.67 元,考虑到公司较小的股本以及医疗服务类公司在上市公司中的稀缺性,给予 50 倍 PE,对应目标价为 24 元,给予“谨慎推荐”的评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	18,924	36.02	2,223	44.33	0.14	10.69	153.07	
2010E	25,310	33.75	5,451	145.21	0.34	21.08	63.02	
2011E	32,903	30	7,698	41.22	0.48	22.04	44.64	
2012E	42,774	30	10,777	40	0.67	23.82	31.98	

走势图



市场数据

2010-12-13

收盘价:	21.43 元
52 周最高价:	22.60 元
52 周最低价:	8.02 元
平均持仓成本:	18.90 元

基本数据

2010Q3

总股本(万股):	16,032
流通 A 股(万股):	16,032
每股收益(元):	0.26
每股净资产(元):	1.55
每股经营现金流(元):	0.29
市净率:	13.83

分析师: 周思立 联系人: 刘林

执业证书编号: S0550207100075

TEL: (8621)6336 7000 - 254

FAX: (8621)6337 3209

Email: liulin@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

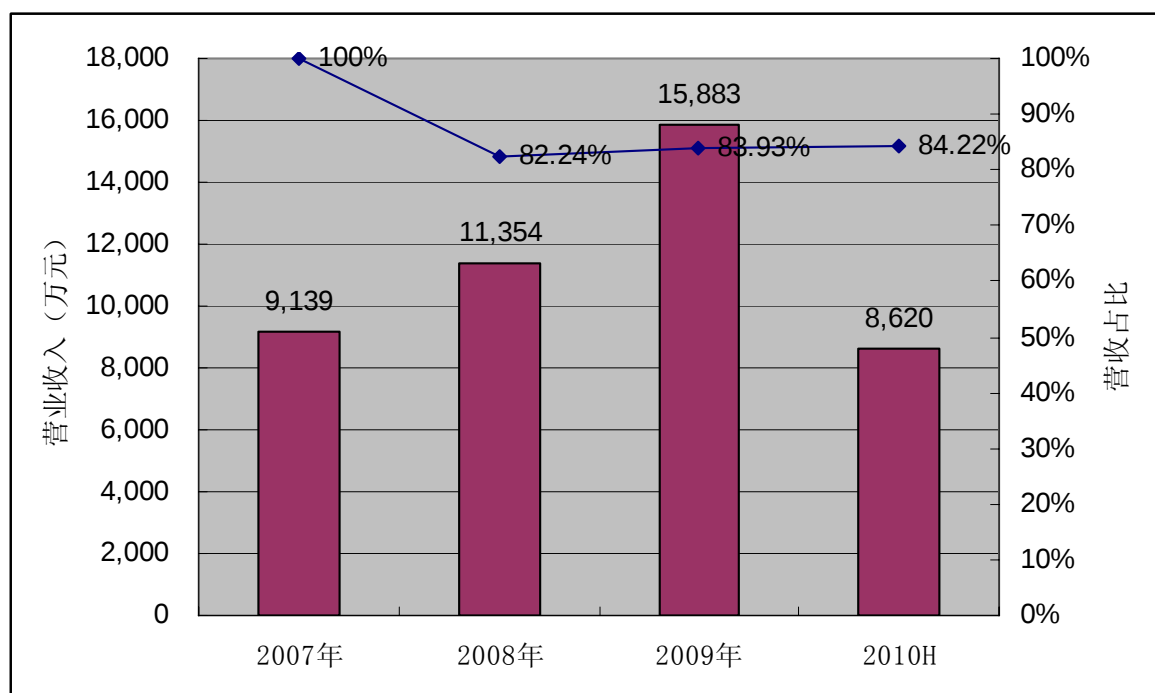
邮 编: 200002

杭州口腔医院仍是收入主要来源

公司目前共有 12 家医疗机构（不含新并购的昆明口腔医院），其中在杭州有 7 家。公司认为门诊部的组织形式不符合公司的发展模式，已经陆续将瑞安门诊部、嘉兴门诊部和宁海门诊部关闭。杭州口腔医院目前有一个总院，两个分院和四个门诊部，经营规模位居全国口腔医院的前四位。

今年前三季度，公司主营收入增长 27.11%，但净利润却增长 53.81%，达到 4123 万元。利润增速快于主营收入，主要是由于公司增加了服务品种，高毛利服务品种占比增加。杭州市口腔医院今年上半年营业收入达到 8620 万元，占公司营业收入的 84.22%。公司其他地区的医院虽然收入增速较快，但由于基数较小，因而短期内很难改变公司的收入结构。预计未来 3 年，杭州口腔医院在收入中的占比会有所下降，但仍将是公司收入的主要来源。

图 1：杭州口腔医院营收及其占比情况



资料来源：东北证券

其他医院将渐次贡献盈利

公司除了杭州口腔医院之外，还在宁波、衢州、沧州、黄石和北京拥有医院，这些医院大多是在 2007 年和 2008 年并购入公司的。这些医院的起点不一样，品牌影响力也不同，因而培育和整合的时间也有长有短。宁波、黄石和沧州等地的口腔医院在 2~3 年就实现盈利，衢州和北京的时间稍长些，但在明年也有望实现盈利。

宁波口腔医院地处经济发达的宁波，人民消费实力较强，一度被认为有望成为第二个杭州口腔医院，但今年上半年的营业收入仅为 700 多万元，同比仅增长 6.44%，发展速度远远低于预期。究其原因，一是宁波口腔医院成立时就属于民营性质，且成立时间较晚，2005 年才成立，公司在 2007 年收购时的年营业收入仅为 700 万元左右，在当地的品

牌影响力较弱。二是场地的限制。按照公司的规模要求，地区总院需要达到 3000~5000 平方米的面积，但要在宁波市区找到这样大面积的合适场地却并不那么容易。三是开设新分院的行政审批难度较大。公司如果到宁波其他区开设分院，需要跨区审批，行政审批难度较大。公司目前正在积极采取措施，加快宁波市新网点的开设，提高当地管理团队的服务水平，争取让宁波口腔医院明年有更好的表现。

北京京朝口腔医院有 20 多张牙椅，今年增速很快，今年上半年营业收入为 137 万元，同比增长 183.9%，前 3 季度营业收入达到了 300 多万元，有望在明年达到 900 万元的盈亏平衡收入。

而在 2007 年并购的沧州口腔医院已经在 2009 年就迈过盈亏平衡点，实现营业收入 625 万元，净利润达到 120 万元。今年上半年实现营业收入 352 万元，同比增长 32.43%，继续保持较快的增速。

黄石现代口腔医院是 2008 年并购入上市公司的，2009 年营业收入为 477 万元，净利润为 46 万元，刚刚迈过 400 万元左右的盈亏平衡点。但今年的增速放缓，今年上半年的营业收入为 212 万元，同比仅增长 8.18%。

衢州口腔医院的盈亏平衡收入分别为 600 万元，今年上半年的营业收入 166 万元，同比增长 51.11%，按此增速，明年应该可以实现盈利。

新收购的昆明口腔医院，在 2008 年和 2009 年的营业收入分别为 700 多万元和 900 多万元，今年估计可以达到 1000 万元以上。昆明口腔医院的规模较大，在西南地区的品牌影响力较大，其位于省会的区位优势很容易让人联想起杭州口腔医院，较低的收购价格也让人对于昆口的发展寄予厚望。

总院+分院的二级发展模式日渐成熟

国外口腔医疗护理服务基本以个人诊所为主，执业牙医分布在各个社区。我国口腔保健护理尚未普及，目前还是以治疗为主。在我国，三种形式的口腔护理机构将长期存在。

第一种是非营利性公立口腔专科医院或公立综合性医院中的口腔科，这是目前我国最主要的口腔医疗服务机构。华西口腔医院、北大口腔医院、上海市第九人民医院、第四军医大学附属秦都口腔医院、武汉大学附属口腔医院、北京协和医院、天津口腔医院、广东省口腔医院、中山大学附属光华口腔医院、浙医二院等医院，是国内经营规模最大的公立口腔医院。

第二种是个体口腔诊所，这类诊所绝对数量较大，服务质量参差不齐，主要定位于中低端市场。

第三种是品牌口腔连锁机构，比如佳美口腔、瑞尔齿科、科瓦齿科等。我们认为品牌连锁的模式比较适合中国当前的国情，未来发展速度将会加快。

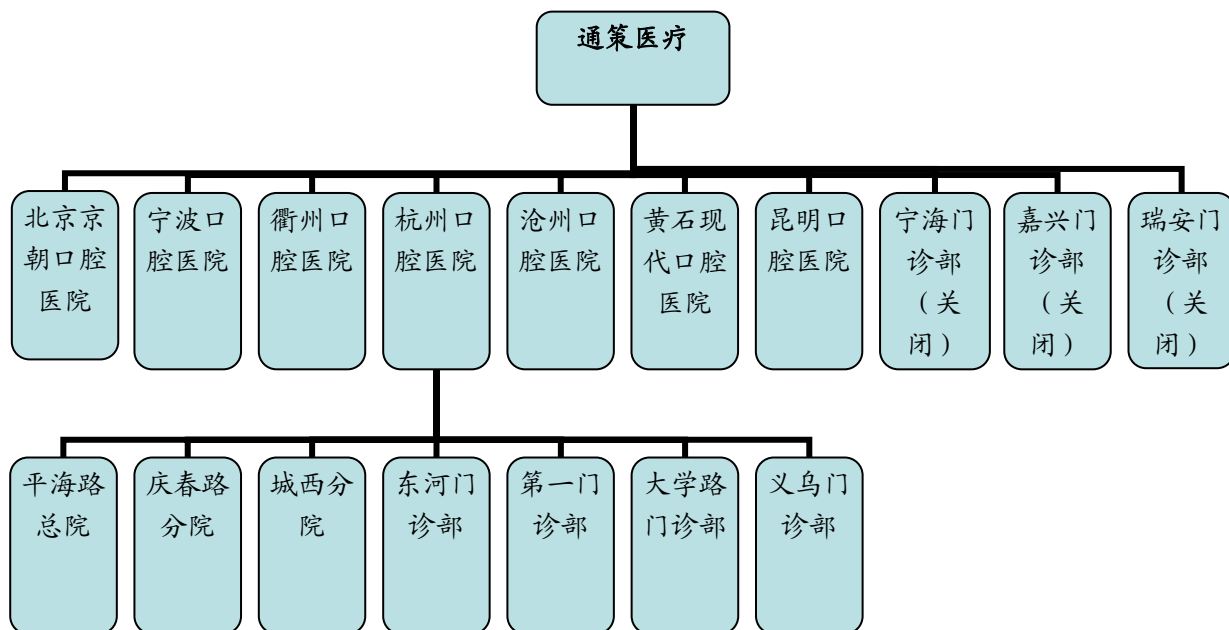
相比于其他民营医院以统一的品牌在全国连锁经营的模式，通策医疗虽然也采取连锁经营，但在全国并无统一的品牌。公司在开展外延式扩张时，一般会将当地规模较大的品牌口腔医院作为地区总院，当地区总院培育成熟并产生一定的溢出效应后，公司会在该地区通过设立分院的形式，输出总院的品牌。杭州口腔医院就是这种典型的“地区总院+二级分院”的发展模式。

经过几年的探索，公司逐渐清晰了这种“总院+分院”的二级发展模式。公司没有制定千篇一律的管理标准，而是根据各地的具体情况，因地制宜，不同等级、不同经营规模的医院，管理措施和服务品种都有所差异。

在经营规模还较小的情况下，依托已有一定基础的地区性品牌，公司能够以较小的投入，较快实现盈利。这种地区品牌的推广模式，很适合公司当前的发展阶段。如果将来达到一定的经营规模，公司具有了全国性品牌推广的实力之后，公司也会考虑更换为统一的品牌。

之前，公司的医疗机构除了医院和分院之外，还包括规模较小的门诊部。门诊部的牙椅数量一般不超过 20 张，能提供的服务品种较少，管理成本相对较高。门诊部不适合公司当前的管理模式，公司将会逐渐关闭门诊部或者将门诊部扩建为分院。

表 1：通策医疗现有医疗机构



资料来源：东北证券

外延扩张未来 3 年或将提速

公司在 2007~2009 年就一直在探索医疗服务机构的管理模式，经过 3 年多的积累，公司逐渐摸索出了各个等级的医疗管理服务标准，建立了“中心旗舰+周边辐射”的发展模式。杭州口腔医院的成功，让公司在口腔医疗管理领域声名大噪，昆明口腔医院的成功收购，进一步提升了公司参与公立医院改制的能力。外地很多有改制需求的公立医院都曾主动和公司联系过，公司目前在谈项目较多。

2010 年 2 月，卫生部等五部委颁发了《关于公立医院改革试点的指导意见》，这极大地鼓励了公司外延式发展的决心。公司在今年的半年报中就提到要加快外延式扩张的步伐，优先在鞍山市、上海市、镇江市、厦门市、潍坊市、深圳市、七台河市、芜湖市、马鞍山市、洛阳市、鄂州市、株洲市、遵义市、昆明市、宝鸡市、西宁市等 16 个试点城市中寻找合适的并购机会。11 月份，公司就成功收购了昆明市口腔医院。

2010 年 12 月，国务院办公厅转发了国家发展改革委、卫生部、财政部、商务部和人力资源社会保障部等五部委《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》。该《意见》的出台，消除了公司在公立医院改制中所遇到的政策壁垒，有助于公司加快各地分院机构的设立，也有助于公司加快并购新的公立医院的进程。另外，营业税的减免

政策，也让公司后续的盈利得到保障。

外延式并购需要资金的支持，截至今年三季度末，公司账面现金将近 1.33 亿元，为下一步的并购提供了现金储备。此外，公司还与浙商产业投资基金合作，将在扩张性自有投资、横向规模型并购、纵向产业链并购等方面得到支持。浙商产业投资基金第一期总规模为 50 亿元。双方约定最晚在 1 月 30 日之前签署正式的合作协议。若能达成正式的合作协议，公司在外延式并购中将可能获得产业资本的推动力。

对于并购标的，公司主要还是以公立口腔医院为主，但不排斥其他专科医院、综合性医院甚至其他民营医疗机构的并购机会。

今年以来，公司的运营思路逐渐清晰，总院分院的二级发展模式日益成熟，管理输出能力大大提高。通过与浙江中医药大学口腔医学院的合作，公司的人才储备也得到了加强。通过在口腔医疗领域的多年耕耘，公司在医疗服务领域既积累了管理经验，又积累了大量的人脉。政策的鼓励和产业资本的支持，让公司有了强烈的加快发展的愿望。

3 年不鸣，一鸣惊人，多种有利因素的重叠，公司在未来 3 年的外延式扩张或将加速。

投资建议

受益于公司服务品种的改善和亏损门诊部的关闭等原因，公司今年前三季度净利增速远高于收入增速，我们预计明后两年公司的利润增速仍将高于收入增速。在不考虑其他新并购医院的情况下，我们预测 2010~2012 年的每股收益将分别达到 0.34 元、0.48 元和 0.67 元，现价对应的 PE 分别为 63.02 倍、44.64 倍和 31.98 倍，估值偏高。

但公司在口腔医疗领域耕耘多年，发展模式日益成熟，未来 3 年存在跨越式发展的可能。公司所处的民营医疗服务行业受益于政策因素，未来 3 年将呈现加速发展的态势，我们看好民营医疗服务机构的发展前景。公司是上市公司中稀缺的主营医疗服务的民营企业，外延式扩张刚刚起步，未来业绩有超出预期的可能性。根据 2011 年和 2012 年 40% 的净利增速，同时考虑到投资标的稀缺性和较小的股本，给予 50 倍的市盈率，按照 2011 年 0.48 元的预测每股收益，12 个月目标价为 24 元。现价到目标价还需有 12% 的增幅，因此给予“谨慎推荐”的评级。

风险提示

1. 公司采取的是参与公立医院改制的扩张路径，地方政府在改制谈判中的主动性较强，改制难度较大，谈判周期较长，外延式扩张的进程较难把握。
2. 随着政策的放开，越来越多的社会资本开始进入医疗服务领域，公司的竞争对手将会增多，这可能会导致公司并购成本的增加和营业毛利率的下降。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。