

生物医药行业

通策医疗 (600763)

公司研究报告

首次 “买入” 评级

收盘价 (元) 17.72

目标价 (元) 21.28-23.65

通策医疗：金口银牙塑通策

市场数据

52 周最高/最低(元) 23.10/8.03

总股本(百万) 160.32

发行 A 股(百万) 160.32

流通 B 股/H 股 (百万) -/-

总市值 (百万元) 2683.76

流通 A 股市值 (百万元) 2683.76

投资要点:

- **民营资本引入医院的专科特点和政策机遇：**口腔和眼科、妇幼保健一样，是最可能最先引入民营资本的医学领域，这和口腔科的独立性强、收入占比低等特性有关。公立医院改革政策多次提到鼓励社会资本进入医疗服务领域，这给公司未来并购业务提供了很好的支持。大型口腔专科医院的发展形式与我国经济发展趋势是相匹配的，公司抢占这一市场的先机，必将分享趋势带来的硕果。
- **立足口腔这一小专科的大市场：**公司业务仍然以口腔专科为主，2010年医疗服务收入2.4亿元，占营收总额99.23%，我们预计中国口腔市场容量至少达100亿以上，发达国家如美国口腔市场达到4000亿美元，中国市场的发展潜力巨大。公司近三年营收增长率分别是52.24%，36.02%和28.19%，净利润增长率分别是52.48%，44.33%和121.81%，作为A股市场上一家致力于口腔医疗服务并有所建树的公司，正在分享口腔市场的增长。
- **明星医院支撑，开拓妇幼保健新领域：**公司立足口腔，以杭州口腔医院为核心，“新建+收购”的双品牌扩张模式运作，辐射浙江省，逐步向省外扩张。2011年，公司与昆明妇幼保健院合作成立昆明呈贡新院，充分利用昆明妇幼保健院的优质医疗资源和品牌效应，开拓妇幼保健新领域，打造医疗服务系统化工程。
- **五大事业部分工协作：**金融事业部通过产业基金的运作，为公司提供超额业绩收益，降低管理成本，增厚公司业绩。不动产事业部将为公司不动产资产保值增值，提高公司在医院不动产资源管理方面的竞争力。
- **风险提示：**公司主要通过收购口腔医院的方式来进行扩张，在快速扩张和并购的过程中，可能存在收购医院管理不善、整合不力导致收购失败的风险。
- **盈利预测及估值分析。**预计公司未来三年的营业收入分别为 3.10、4.00 和 5.21 亿元，公司净利润分别为 0.76、1.08 和 1.49 亿元，摊薄后每股收益分别为 0.473、0.673 和 0.929 元。予 45-50 倍市盈率，按照公司 2011 年的盈利预期，公司的合理价值区间在 21.28-23.65 元。公司目前股价 17.72 元，首次给予“买入”评级。

生物医药研究小组

证书编号 S0120209080060

联系人

郑一宁

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

杨莹

8621-68761616-8565

yangying@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	189.24	242.59	310.51	400.56	520.72
收入增幅(%)	36.02%	28.19%	28.00%	29.00%	30.00%
净利润	22.23	49.31	75.90	107.85	148.91
净利增幅(%)	44.33%	121.81%	53.93%	42.10%	38.06%
毛利率(%)	42.77%	46.49%	50.00%	52.00%	54.00%
ROE(%)	10.69%	19.17%	22.78%	24.45%	25.24%
摊薄 EPS(元)	0.139	0.308	0.473	0.673	0.929

请务必阅读正文后的免责声明部分

目 录

1. 口腔医疗是公司立足之本：小口腔大市场	3
2. 明星医院支撑，立足杭口，辐射浙江，走向全国	5
3. 昆明呈贡新院开拓妇幼新领域，产业基金提供强大资金后盾	6
4. 五大事业部完善公司业务管理，协作实现公司“一二五”计划	6
5. 财务分析看公司未来发展	7
6. 风险提示	10
7. 盈利预测和估值	11

图 表 目 录

图 1 公司 2006-2010 年销售收入及增长情况	8
图 2 公司 2006-2010 年净利润及增长情况	8
图 3 杭州口腔医院 2006-2010 年营收及其占总收入比重	9
图 4 杭州口腔医院营业收入增长情况	9
图 5 杭州口腔医院 2006-2010 年净利润率	10
图 6 公司 2006-2010 年毛利率及费用率情况	10
表 1 口腔治疗市场容量初步估算	4
表 2 2011-2013 公司财务报表预测	11

1. 口腔医疗是公司立足之本：小口腔大市场

当你在街头看到越来越多的“牙套妹”，那么你就看到了正在成长的口腔医疗市场；当你在超市看到越来越多的功能性牙膏，那么你就见证着正在成长的口腔医疗市场。

通策医疗作为 A 股市场上一家致力于医疗服务并在口腔市场有所建树的公司，正在分享着口腔市场的增长。我们对于口腔市场有如下判断：

第一，口腔市场是一个具有双重属性的市场，它兼具“治疗”和“美容”双重属性，双重属性给口腔市场带来了更多的发展机遇。

从治疗的角度说，口腔疾病的发病率最高，几乎所有的人都具有或大或小的口腔疾病。就龋齿而言，根据第三次全国口腔健康流行病学调查结果，中国 5 岁儿童、12 岁儿童、35-44 岁年龄组、65-74 岁年龄组的龋齿患病率分别是 66.0%，28.9%，88.1% 和 98.4%。其中，未治疗率分别高达 97.1%、88.9%、80.1% 和 92.1%，其中，中国 5 岁儿童龋齿患病状况处于世界较高水平。口腔疾病的特点除了发病率高以外，还有一个特点是疾病的易复发性，因此重复就诊成为了口腔医疗市场的一个重要组成部分。再有我国口腔疾病的就诊率较低，“牙痛不是病”的观念比较深入人心，这也是为什么市场上治疗性牙膏盛行的原因之一。随着人民生活水平的提高，爱牙，爱口腔的理念会逐步盛行，我国已于 1989 年，由卫生部、教委等部委联合签署，确定每年的 9 月 20 日为全国爱牙日，在群众中进行牙病防治知识的普及教育，增强口腔健康观念和自我口腔保健的意识，建立口腔保健行为。发达国家如美国，有 4000 亿美金的口腔治疗市场，中国的市场潜力巨大，90% 的人并没有定期检查牙齿的习惯，随着口腔保健意识的提高，越来越多的人需要口腔专科医院。

根据卫生部 2008-2010 年发布的统计年鉴，根据各地区综合医院门诊人均医药费和出院病人人均医药费，以及在各医院的就诊和出院人数，我们对口腔医疗市场进行了简单的估算。至 2009 年，口腔医疗市场容量已超过 100 亿，其中还不包括专科口腔医院的市場容量。公开资料显示，中国有龋齿的人为 6 亿左右，如果依靠现有的医疗机构来治疗已经发病的人，要用两个世纪的时间才能完成。根据中国医师协会统计数字，中国牙科医生与人口比例为 1：28000。发达国家牙医与患者比例大致为：美国 1：1000、日本 1：2000、西欧 1：4000。瑞士甚至是 800 人就拥有一位口腔医生。国内口腔医疗行业有无限的发展机会。

表 1 口腔治疗市场容量初步估算

年份	门诊病人均医药费(元)	口腔科门诊人数	出院病人均医药费(元)	口腔科出院人数	市场容量估算（亿元）
2007	136.1	47758776	4973.8	283930.00	79.13
2008	146.5	52746121	5463.8	347428.00	96.24
2009	159.5	56455388	5951.8	339285.00	110.24

资料来源：卫生部年鉴，德邦证券研究

从口腔的“美容”属性来说，“美容”市场和“治疗”市场相比更具有吸引力。就单一个简单的“牙齿美白”来说，简单的洗牙一次费用就可达数百或更高。根据选择的项目不同，费用不同。牙齿正畸，人均费用在 7,8 千至万元不等。种种高昂的牙齿美容费用，带给了口腔市场的强大增长潜力。

第二，口腔和眼科、妇幼保健一样，是最可能最先引入民营资本的医学领域。这和口腔科的特性有关。口腔的健康问题与一些全身的疾病相比，系统性问题较少，风险较低，独立性较强，口腔科的收入占综合性医院的比例也较小，因此最容易从综合性医院中剥离出来。我国医疗市场面临着优质医疗资源紧缺，公立医院亟需改革的现状，大多数大型公立医院医疗人员和物质资源紧张，把口腔、眼科和妇幼保健这样的专科剥离出来，交给社会资本去经营将成为公立医院改革的趋势之一，公司作为 A 股市场唯一一家口腔专科医院管理公司，具有丰富的资源优势和管理经验，将有希望在本轮公立医院改革中获得丰厚收益。

现在通策正在形成一种独特的双品牌扩张模式，即通过“新建+收购”发展具有区域性的品牌口腔医院为分院。一方面公司通过收购当地具备相当品牌的口腔医院可以轻易获得大量的消费人群；另一方面，收购的医院在当地具有较好的口碑，通策医疗可以省去花费巨资打造品牌的费用，而且一旦收购成功，公司的收入和利润就能实现快速增长。”

第三，国家政策鼓励民营资本进入医疗服务领域，给公司未来的发展带来一个很大的契机。

2010 年 2 月 23 日，卫生部网站公布了卫生部与发改委、财政部、人力资源社会保障部联合印发的《关于公立医院改革试点的指导意见》。该意见明确提出鼓励、支持和引导社会资本进入医疗服务领域。坚持非营利性医疗机构为主体、营利性医疗机构为补充，公立医疗机构为主导、非公立医疗机构共同发展的办医原则，建设结构合理、覆盖城乡的医疗服务体系。

2010 年底，国家发布了《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》，该意见进一步确定了放宽社会资本举办医疗机构的准入范围，鼓励社会资本参与公立医院改制。指出符合条件的民营医疗机构未来将被纳入医药定点范围，在客户端为民营医院的发展提供了良好的社会基础，公司作为为数不多的 A 股上市医疗服务机构，将充分把握这一政策利好带来的发展新机遇。

2011 年 7 月 3 日，在“医院改革与人才工程高层研讨会”上，卫生部部长陈竺做了“中国公立医院改革的顶层设计”主旨演讲。陈竺在演讲中表示，广大公立医院作为向人民群众提供基本医疗卫生服务的平台，必须体现公益性，同时还表示，未来医疗机构改革中应该为民营医院留出空间，这给民营医院的发展提供了一个非常广阔的市场空间，公司作为民营资本进入医疗服务领域的先驱，必将分享这一政策带来的红利。

第四，公司目前这种以口腔医院为主的发展形式是与我国经济发展趋势相匹配的。口腔科发展有两种趋势，一种是大型的专科口腔医院，一种是专业的私人诊所。欧美发达国家的口腔科主要以私人诊所为主，人们对牙齿的保健意识很强，对牙科诊所的需求和资金投入都足够支撑起这个行业的发展，而我国的国民经济条件和人民的健康意识决定了在相当长的一段时间内，我国将以大型专科口腔医院为主，公司抢占这一市场的先机，在口腔医院领域有着不菲的业绩，这些丰富的经验和资源都将为未来公司的口腔医院以及医疗服务系统的发展打下坚实的基础。

2. 明星医院支撑，立足杭口，辐射浙江，走向全国

杭州口腔医院创建于 1952 年，是浙江省内历史最悠久、规模最大、在市民中享有广泛盛誉的口腔专科医院。杭州口腔医院技术力量雄厚、设施先进、就诊环境舒适，拥有先进的口腔综合治疗设备。历年来作为公司营业收入的主要来源，具有较好的专家资源和口碑。未来几年，杭口将继续为公司利润提供保障，同时也能将优秀的医院管理经验和资源与其他医院共享，共同提升公司体系内口腔医院的盈利能力。

宁波口腔医院、沧州口腔医院、黄石口腔医院以及北京京朝口腔医院等几大医院也慢慢步入正轨，走向成熟，公司期望能将宁波口腔医院打造成为下一个杭口，为公司提供新的业绩亮点。2010 年底，公司认购昆明口腔医院改制后 58.59% 的股权，相信通过将昆明口腔医院在当地的良好声誉和公司优秀的口腔医院管理经验的结合，2011 年昆明口腔将为公司带来不错的业绩回报。

3. 昆明呈贡新院开拓妇幼新领域，产业基金提供强大资金后盾

昆明呈贡新院的成立给公司带来新的业绩增长点，同时拓宽了公司的业务范围：昆明市妇幼保健院系云南省唯一一所三级甲等妇幼保健院，承担着昆明市妇女儿童保健、医疗、教学、科研等工作，是法国人建立的，具有一百多年的历史。与昆明妇幼保健院合作，能够充分利用昆明妇幼保健院的优质医生资源和品牌效应。公司将对呈贡新院高管采用股权激励政策，在分红条款中，明确分红前拿出 5% 作为高管激励，这将在很大程度上提高公司管理层的效率。

2010 年底公司的全资孙公司杭州通盛医疗投资管理有限公司与昆明市医疗投资有限公司、昆明创业投资有限责任公司共同投资设立昆明通策医疗投资管理有限公司，筹备成立总规模为 20 亿元人民币的昆明通策医疗投资基金，定向投资于昆明地区的成熟医院以及医院相关上下游产业的股权、与股权投资相关的债权或其他可以转换为股权的投资工具。该产业基金的意义在于利用公司积累的专业管理经验，收取固定管理费用及获取超额业绩收益，为公司降低管理成本，增厚公司业绩。

4. 五大事业部完善公司业务管理，协作实现公司“一二五”计划

2011 年，公司实行事业部制管理，公司定位于医院投资管理集团，积极寻求专科领域医院和综合性医院的收购机会。2010 年，昆明市口腔医院的成功并购表明了公司在口腔医疗领域的管理能力在当地政府和客户的认可程度。2011 年，公司与昆明妇幼保健院合作成立呈贡新院的举措也表明了公司在不同专科领域的尝试和拓展。

公司五大事业部分别是口腔事业部、其他专业事业部、金融事业部、信息事业部和不动产事业部。各个事业部分工明确，各司其职，口腔事业部负责公司旗下各口腔专科医院运营和投资管理，集中管理，整合资源。同时，公司立足口腔专科医院，向其他专科领域扩展，比如妇幼保健专科，其他专业事业部则主要负责这部分医院的投资管理。金融事业部是旗下发行的产业基金的管理公司总部，以杭州通盛医疗投资管理有限公司为管理平台，为公司降低管理成本，增厚公司业绩。信息事业部为公司体系内的医

疗信息提供统一的调配和管理，完善医疗信息系统化建设，实现物流、资金流转和病历资料等的电子信息化。不动产事业部进行公司现有医院不动产的整改、维护，以及新增不动产租赁和购买事宜，包括大型医疗设备和房地产。由于医院的特殊性质，医院的经营扩张受房地产资源的制约很大。因此，优先掌控房地产资源也是医院竞争中的一个有力武器，不动产证券化也可能成为未来发展趋势之一。

5. 财务分析看公司未来发展

2007 年是公司进行资产重组和股权分置改革后正常经营的第一年，销售收入和净利润都呈现快速增长势头，08-10 年随着主营业务的快速发展以及其他口腔医院的并购和新建，营业收入稳步提升，增长率分别是 52.24%，36.02%和 28.19%，公司销售收入增长率逐年下降，而净利润增长迅速，增长率分别为 52.48%，44.33%和 121.81%。

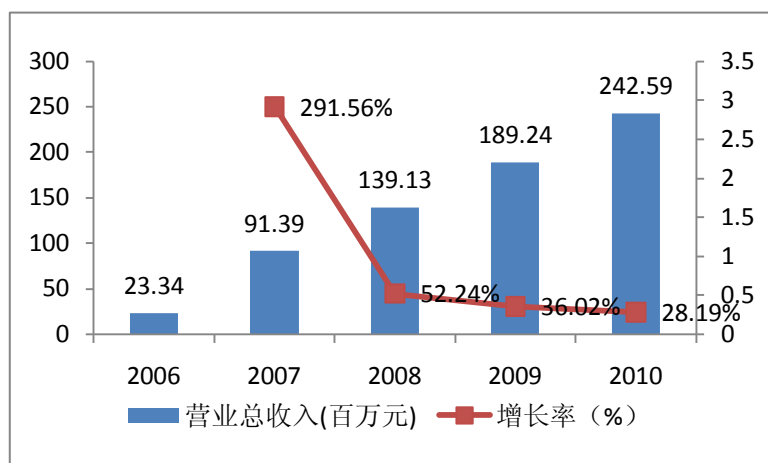
出现上述收入增长与净利润增长不相匹配的原因是，公司主营业务收入以杭州口腔医院（以下简称“杭口”）为主，杭口是公司贡献营业收入最大的一个明星医院，08-10 年杭口的收入占总营业收入比例分别为 83.99%，83.93%和 84.17%，因此杭口的收入增长和利润增长一定程度上决定了公司的业绩表现。

最近三年杭口的营业收入增长率分别为 35.39%，35.93%和 28.55%，其收入增长率的下降使得营业收入总额的增长趋缓，而杭口的收入增长率下降的可能原因是，随着杭州口腔医院收入的不断增长，基数不断加大，每年的业务增量一定，增长率趋于平缓。公司也在致力于寻找和培养新的杭口，目前宁波口腔医院、沧州口腔医院、黄石口腔医院以及北京京朝口腔医院等几个医院也慢慢步入正轨，走向成熟，公司期望将宁波口腔医院打造成为下一个杭口，为公司提供新的业绩亮点。未来公司能否实现快速持续增长，口腔医院的发展仍然有着重大影响。

从图 5 可以看出，随着管理的不断完善，杭口的净利润率在逐年上升，08-10 年分别为 13.99%，22.89%和 25.64%，这也在一定程度上解释了收入与利润增长不匹配的异常现象。同时，公司毛利率的上升，销售费用率和管理费用率的下降也为公司利润的增长做出了巨大贡献。

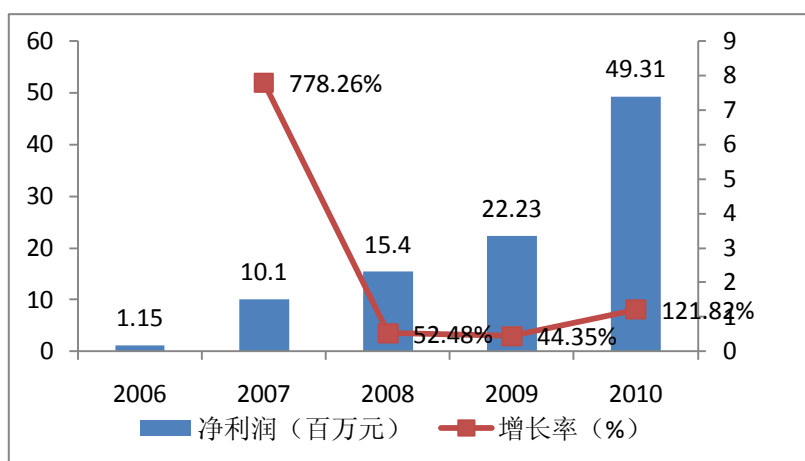
08-10 年公司销售毛利率稳定在 40%以上，10 年达到 46.49%，主要原因在于管理费用和销售费用率的下降，管理费用率从 06 年的 30.46%逐年下降至 10 年得 16.97%，公司治理结构逐渐完善，大幅降低了公司管理成本，11 年产业基金的运作也将进一步降低管理成本，提高效率；销售费用率近三年维持在 1%左右，预计未来三年仍将维持这一水平。

图 1 公司 2006-2010 年销售收入及增长情况



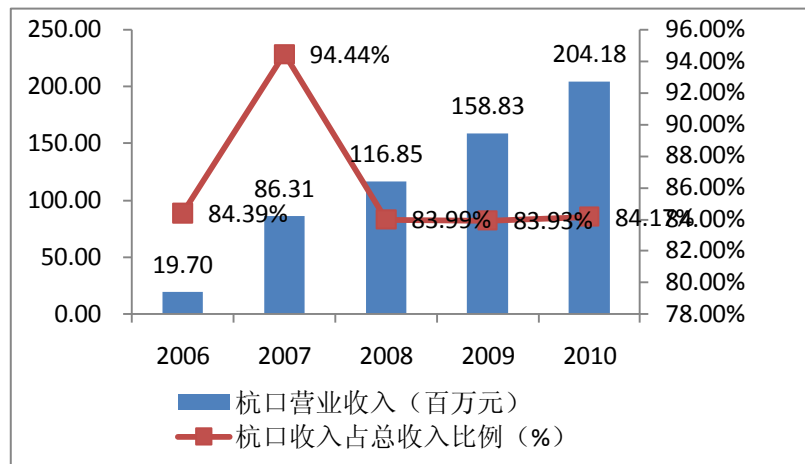
资料来源：公司年报，德邦证券研究

图 2 公司 2006-2010 年净利润及增长情况



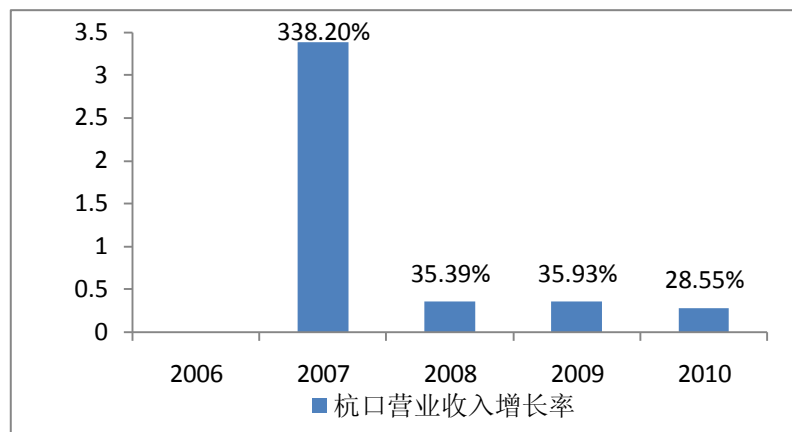
资料来源：公司年报，德邦证券研究

图 3 杭州口腔医院 2006-2010 年营收及其占总收入比重



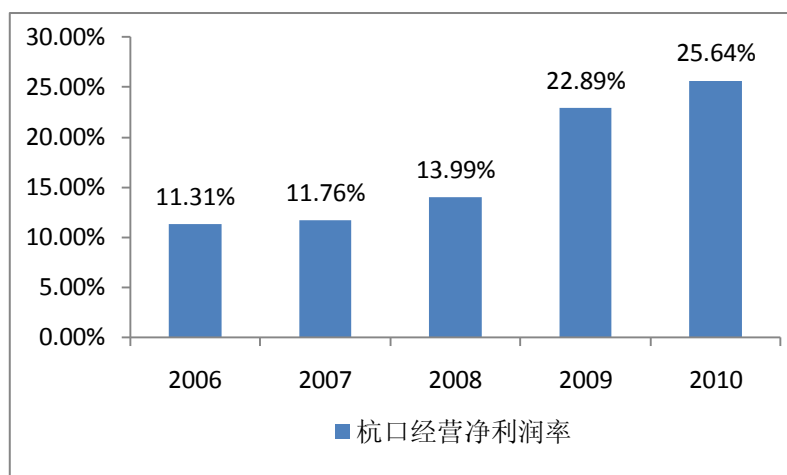
资料来源：公司年报，德邦证券研究

图 4 杭州口腔医院营业收入增长情况



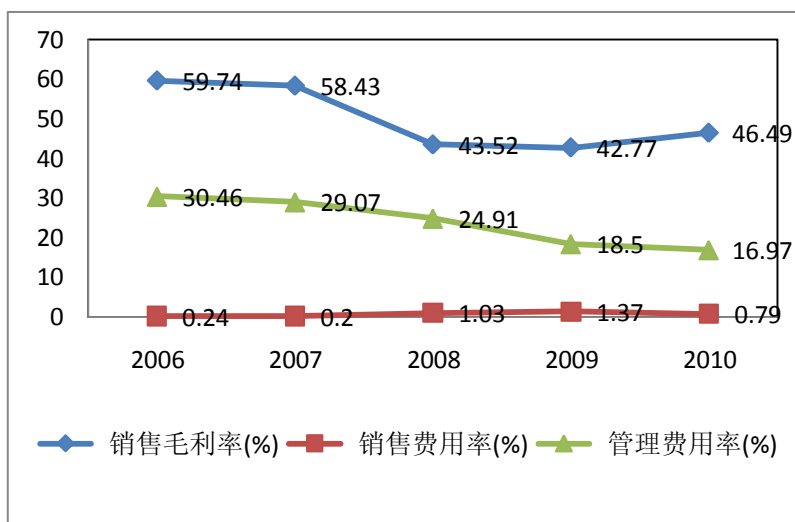
资料来源：公司年报，德邦证券研究

图 5 杭州口腔医院 2006-2010 年净利润率



资料来源：公司年报，德邦证券研究

图 6 公司 2006-2010 年毛利率及费用率情况



资料来源：公司年报，德邦证券研究

6. 风险提示

公司主要通过收购口腔医院的方式来进行扩张，在快速扩张和并购的过程中，可能存在收购医院管理不善、整合不力导致收购失败的风险；由于各地经济条件、消费水平以及健康意识的差异，在一个新区域开辟市场面临很多不确定性，况且口腔医院这类专科医院，病人对品牌的认可度也具有很大的影响力，因此新开或收购的医

院在经营管理上存在一定的风险性。由于经营不善，公司曾于 2009 年关闭瑞安口腔门诊，2010 年关闭嘉兴和宁海两地的口腔医院门诊部。

7. 盈利预测和估值

基本假设：

- 1、公司营业收入未来三年的增长率分别为 28%、29%、30%；
- 2、公司毛利率未来三年分别为 50%、52%、54%；
- 3、公司销售费用比例未来三年分别为 1.0%、1.0%、1.0%；
- 4、公司管理费用比例未来三年分别为 17%、16%、16%；

依据上述假设，预计公司未来三年的营业收入分别为 3.10，4.00 和 5.21 亿元；公司净利润分别为 0.76，1.08 和 1.49 亿元；摊薄后每股收益分别为 0.473，0.673 和 0.929 元。

A 股市场上医疗服务企业只有爱尔眼科和通策医疗，可参照公司不多，爱尔眼科 2011 年预测 PE 值为 49 倍，我们给予通策医疗 45-50 倍市盈率，按照公司 2011 年的盈利预期，公司的合理价值区间在 21.28-23.65 元。公司目前股价 17.72 元，首次给予买入评级。

单位：百万元

表 2 2011-2013 公司财务报表预测

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	139.13	189.24	242.59	310.51	400.56	520.72
减：营业成本	78.58	108.31	129.80	155.25	192.27	239.53
营业税金及附加	0.32	0.47	0.48	0.70	0.91	1.18
营业费用	1.44	2.60	1.93	3.11	4.01	5.21
管理费用	34.66	35.00	41.17	52.79	64.09	83.32
财务费用	-0.49	-0.14	-0.65	-3.60	-6.02	-9.13
资产减值损失	2.45	6.24	0.29	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	-1.71	-1.45	-1.70	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.01	-0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	20.48	35.27	67.86	102.26	145.31	200.62
加：其他非经营损益	3.81	-1.65	1.12	0.00	0.00	0.00
利润总额	24.29	33.62	68.98	102.26	145.31	200.62
减：所得税	9.62	11.90	19.15	25.57	36.33	50.16
净利润	14.66	21.73	49.83	76.70	108.98	150.47

减：少数股东损益	-0.74	-0.50	0.52	0.80	1.13	1.56
归属母公司股东净利润	15.40	22.23	49.31	75.90	107.85	148.91
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	41.87	72.81	95.64	224.51	310.82	501.10
应收和预付款项	17.11	11.79	39.18	6.64	50.70	21.53
存货	2.97	5.19	4.31	6.09	6.79	9.25
其他流动资产	0.50	0.48	0.48	0.48	0.48	0.48
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	45.91	43.76	49.81	40.60	31.39	22.18
无形资产和开发支出	60.21	58.82	58.40	56.71	55.01	53.31
其他非流动资产	34.96	33.50	28.25	19.03	9.81	9.81
资产总计	203.54	226.34	276.08	354.05	465.00	617.66
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	11.88	12.35	12.35	13.63	15.59	17.79
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.05	0.09	0.09	0.09	0.09	0.09
负债合计	11.93	12.44	12.44	13.72	15.69	17.88
股本	160.32	160.32	160.32	160.32	160.32	160.32
资本公积	197.83	197.22	197.24	197.24	197.24	197.24
留存收益	-171.82	-149.59	-100.28	-24.38	83.47	232.38
归属母公司股东权益	186.33	207.96	257.29	333.19	441.04	589.94
少数股东权益	5.28	5.95	6.35	7.14	8.27	9.84
股东权益合计	191.61	213.91	263.63	340.33	449.31	599.78
负债和股东权益合计	203.54	226.34	276.08	354.05	465.00	617.66
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	12.02	44.28	73.87	125.27	80.29	181.14
投资性现金净流量	-39.82	-14.28	-39.78	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	3.93	2.45	0.00	3.60	6.02	9.13
现金流量净额	-23.87	32.44	34.09	128.87	86.31	190.27

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive : 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line : 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious : 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy : 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform : 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%

中性 – Neutral : 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%

减持 – Sell : 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。