

买入 维持

通策医疗 (600763)

2011 年 12 月 01 日

股票价格

20111130 收盘价	23.65 元
6 个月内目标价	28.00 元
52 周内股价波动	15.66-24.76 元

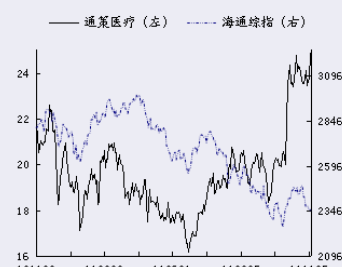
主要估值指标

	2011E	2012E	2013E
市盈率	44.54	31.81	22.78
市净率	5.47	4.67	3.88
PEG	0.93	0.79	0.57
EV/EBITDA	18.14	13.14	9.53

股本结构

总股本 (万股)	16032.00
流通 A 股 (万股)	16032.00
B 股/H 股 (万股)	0.00/0.00

市场表现



资料来源: 海通证券研究所

相关研究

消费小组首席分析师

丁频

SAC 执业证书编号:

S0850511050001

联系人

刘宇

电话: 021-23219608

Email: liuy4986@htsec.com

联系人

郑琴

电话: 021-23219808

Email: zq6670@htsec.com

打造中国杰出医疗投资集团

公司是上市公司中稀有的医疗服务投资管理公司,旗下杭州口腔医院业绩持续增长,公司积极参加公立医院改革,在全国各地收购管理公立医院,并从口腔主业向其他专科发展,未来公司业绩有望持续高增长。

主要财务数据及预测

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (万元)	24259	31168	40605	53246
归属于母公司的净利润 (万元)	4931	7281	10196	14238
动态市盈率	65.77	44.54	31.81	22.78
每股经营性现金流 (元)	0.46	0.27	0.47	0.68
每股收益 (元)	0.31	0.45	0.64	0.89

资料来源: 2010 年公司年报, 海通证券研究所

- **中国民营口腔医疗服务市场快速发展。**目前口腔医疗服务行业存在的问题是口腔医师紧缺、医师资源地域性分配不均、口腔疾病发病率高就诊率低。随着经济的发展、政策的放开、行业的规范,口腔医疗服务由“需要”转为“需求”。新医改背景下,国家鼓励形成多元化办医格局,民营口腔医疗机构数量 2004-2009 年 CAGR 为 10%。
- **公司业务结构与同行形成错位竞争。**公司主营口腔服务,其中业务结构侧重高毛利业务如正畸、种植和特需。公司依托杭州口腔医院,具有技术、服务和品牌基础,客户定位于 30% 低端人群、60% 中端人群、10% 高端人群,与公立医院和其他民营口腔连锁店形成错位竞争。
- **杭州口腔医院持续增长,宁波口腔医院将迎来新一轮高增长。**杭州口腔医院持续盈利,“总院+分院”管理模式的成功,已成为公司走出杭州,布局全国的标杆。公司通过收购兼并,在宁波、沧州、黄石、衢州、北京、昆明布局多家口腔医院。宁波口腔医院增长趋势确定,有望成为第二个杭口,是公司重点培育对象。预计 2012 年底 2013 年初开始宁口将迎来新一轮高增长。
- **以口腔医疗为主业,向保健、护理领域外延发展。**大专科,小综合是民营医院争夺市场份额的制胜法宝,公司定位于大型医院投资管理集团,在做大做强口腔医疗服务主业的基础上,积极寻求向妇幼等其他专科领域发展的机会。
- **抓住公立医院改革历史机遇,公司具有先发优势。**公司在实践中逐步摸索出参与公立医院改革是公司扩张的最佳模式,公司管理层与部分地方政府长期建立了良好关系,且对医疗服务行业有深刻理解和丰富经验,在进入医疗服务投资管理领域具有先发优势。
- **盈利预测与估值。**我们认为随着公司杭口业绩持续增长,已并购医院纷纷进入盈利期,公司未来业绩有望持续高增长,不排除继续收购并购的可能。我们预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.45 元, 0.64 元和 0.89 元。目标价为 28 元,对应 2012 年 PE 为 43.75 倍,维持“买入”评级。
- **主要不确定因素。**管理风险、收购的持续性。

目 录

1. 中国第一家在境内上市的医疗服务类公司	5
1.1 股本结构	5
1.2 打造国内医疗投资管理集团	5
2. 中国口腔医疗服务市场即将打开	6
2.1 口腔医疗服务机构多元化格局是未来发展趋势	6
2.2 口腔医师人力资源短缺，供不应求	7
2.3 中国口腔疾病高发病率低就诊率现象十分突出	8
2.4 三十年中国经济发展将口腔医疗“需要”转向“需求”	9
3. 中国民营口腔医疗服务是一片蓝海	10
3.1 民营医疗服务机构数量快速增长	10
3.2 三大因素综合促使中国民营口腔医疗服务市场迅速发展	10
3.3 小规模大数量的口腔连锁经营是中国民营口腔医疗服务特色	11
4. 公司核心竞争力分析	12
4.1 公司业务结构与同行形成错位竞争	12
4.2 杭州口腔医院收入持续增长	13
4.3 宁波口腔医院将迎来新一轮高增长	14
4.4 全国建立多家口腔医疗机构	15
4.5 抓住公立医院改革历史机遇，公司具有先发优势	16
4.6 以口腔医疗为主业，向保健、护理领域外延发展	17
4.7 透过美国医院管理集团发展历程看通策未来	18
5. 盈利分析	19
6. 估值与投资建议	19
7. 不确定因素	19

图目录

图 1 公司股权结构	5
图 2 2006-2011 年公司发展大事记.....	6
图 3 我国口腔医疗机构分为 2 个类型 6 种基本形式	7
图 4 我国专科口腔医疗服务体系管理模式	7
图 5 中国口腔执业（助理）医师学历构成	7
图 6 中国口腔执业（助理）医师专业技术资格构成	7
图 7 2008 年中国每名口腔医师覆盖人群.....	8
图 8 2005 年中国口腔医师地区分布	8
图 9 中国口腔执业助理医师占总医师比近年来明显上升（%）	8
图 10 2005 和 2009 年中国分科执业（助理）医师构成变化（%）	8
图 11 第三次全国口腔健康流行病学调查（%）	9
图 12 中国口腔疾病发病率高就诊率低	9
图 13 1978-2010 年中国职工平均工资增长情况（元）	9
图 14 城镇居民可支配收入增速保持高增长	9
图 15 2005 年北京市口腔市场服务情况	9
图 16 2008 年北京市口腔市场服务情况	9
图 17 2004-2009 年营利性医院数量复合增长率 10%	10
图 18 新中国以来民营医院于 21 世纪迎来迅速发展	11
图 19 公司客户定位与公立医院形成错位竞争	13
图 20 公司毛利率稳步上升（%）	13
图 21 杭州口腔医院“总院+分院”模式	14
图 22 杭州口腔医院为公司主要收入和利润来源（万元）	14
图 23 2011H1 公司分区域收入占比图	14
图 24 2008-2011H1 宁波口腔医院收入与净利润（万元）	15

图 25 2008-2013E 宁波口腔医院迎来高增长	15
图 26 公司在全国建立多家口腔医疗服务机构	16
图 27 美国医院管理集团 HCA 发展历程	18
图 28 2010-2013E 公司收入和净利润（万元）	19
图 29 2008-2013E 公司三项费用（%）	19

表目录

表 1 2010 年中国十大口腔连锁品牌	12
表 2 佳美口腔、瑞尔齿科、通策医疗等医疗机构代表对比	17

投资要点

公司是医疗服务行业稀缺的投资标的，政策鼓励社会资本进入医疗服务领域、2011 年新医改推进公立医院改革创造了历史机遇，公司以杭州口腔医院为标杆，具有技术、服务、管理和品牌基础，通过收购公立医院在全国布局医疗服务机构，整合当地稀缺医师和平台资源，并从口腔服务向妇幼等其他专科外延发展。我们认为随着杭口业绩持续增长、已收购医院开始正常发展并实现盈利，公司业绩有望持续高增长。

估值分析

我们预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.45 元、0.64 元和 0.89 元。目标价为 28 元，对应 2012 年 PE 为 43.75 倍，维持“买入”评级。

支持我们投资建议的几项关键性因素

- **中国民营口腔医疗服务市场快速发展。**中国口腔医疗服务市场口腔医师紧缺、医师资源地域性分配不均、疾病发病率高就诊率低。随着经济的发展、政策的放开、行业的规范，口腔医疗服务由“需要”转为“需求”。新医改背景下，国家鼓励形成多元化办医格局，民营口腔医疗市场数量2004-2009年CAGR10%。
- **口腔医院收购标的有望放开。**目前，大部分口腔医院还是政府所有，口腔医疗服务具有的基础性医疗的特性不太明显，有望率先推出市场化，给民营资本进入提供历史性机遇，标的增多为公司持续性收购提供了先决条件。
- **错位竞争，定位明确。**公立医院在几乎每个科室都具备强大的技术优势，解决疑难杂症的本领强大，但相对服务较弱。随着生活水平的提高，激发了不同层次的医疗服务需求，公司主营口腔服务，其中业务结构侧重高毛利业务如正畸、种植和特需。公司依托杭州口腔医院，具有技术、服务和品牌基础，客户定位于30%低端人群、60%中端人群、10%高端人群，与公立医院和其他民营口腔连锁店形成错位竞争。
- **杭州口腔医院持续增长，宁波口腔医院将迎来新一轮高增长。**杭州口腔医院持续盈利，“总院+分院”管理模式的成功，已成为公司走出杭州，布局全国的标杆。公司通过收购兼并，在北京、沧州、衢州、宁波、黄石、昆明分别拥有多家口腔医院。宁波口腔医院增长趋势确定，有望成为第二个杭口，是公司重点培育对象。预计2012年底到2013年宁口将迎来新一轮高增长。
- **以口腔医疗为主业，向保健、护理领域外延发展。**大专科，小综合是民营医院争夺市场份额的制胜法宝，公司定位于大型医院投资管理集团，在做大做强口腔医疗服务主业的基础上，积极寻求向妇幼等其他专科领域发展的机会。
- **抓住公立医院改革历史机遇，公司具有先发优势。**公司管理层与部分地方政府长期建立了良好关系，且对医疗服务行业有深刻理解和丰富经验，公司在实践中逐步摸索出参与公立医院改革是公司扩张的最佳模式，在医疗服务投资管理上具有先发优势，

不确定因素

- 管理风险、收购的持续性。

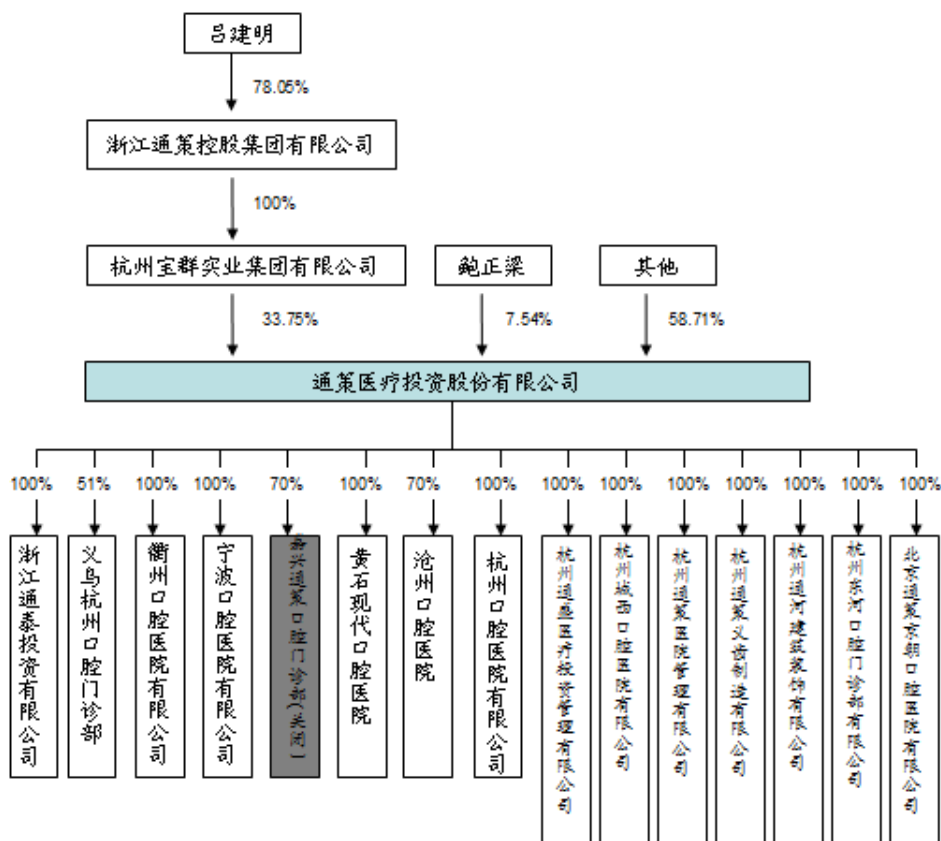
1. 中国第一家在境内上市的医疗服务类公司

公司是中国第一家在境内上市的医疗服务类公司。2006 年资产重组，注入优质资产杭州口腔医院，主营业务变更为从事口腔医疗，目前已从单一口腔医院跃升为医疗服务投资管理公司。我们看好民营口腔行业的发展，及公司杭州口腔医院标杆作用带动下的整体业务发展。我们认为随着公立医院改革推进，公司未来几年有可能加速发展。

1.1 股本结构

公司总股本为 1.6 亿股，全流通。吕建明持有浙江通策控股集团有限公司 78.05% 的股权，浙江通策控股集团有限公司持有杭州宝群实业集团有限公司 100% 的股权，大股东杭州宝群实业集团持有通策医疗投资股份有限公司 33.75% 股权。吕建明间接持有公司 26.34% 的股份，为公司实际控制人，是公司第一大股东。大股东集中持股有助于公司实现高效管理、运行方式灵活。

图 1 公司股权结构



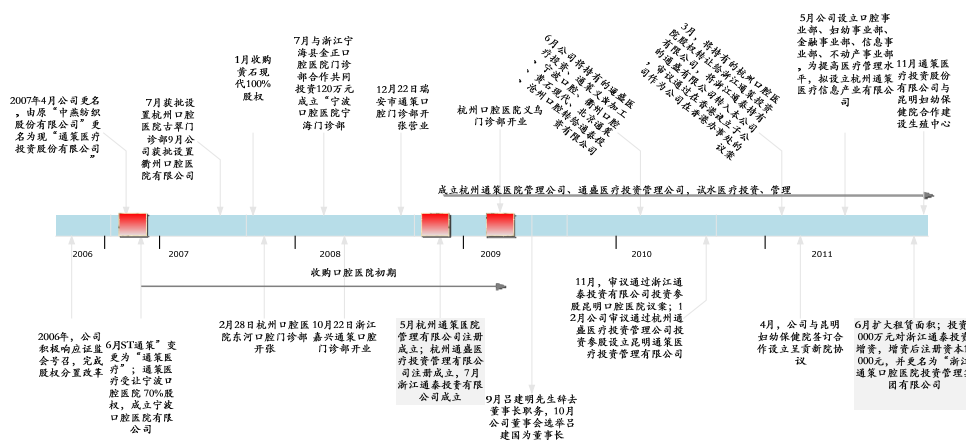
资料来源：2010 年公司公告，海通证券研究所

1.2 打造国内医疗投资管理集团

2006 年公司资产重组后，主要经营性资产是杭州口腔医院及其中山中路分院、庆春路分院，公司在杭州做大做强，目前在杭州地区有 1 个总院、5 个分院（门诊部），占据杭州约 50% 的口腔医疗服务市场份额，外加一个义乌门诊部。凭借杭州

口腔医院技术、服务及管理经验，公司自 2009 起开始定位于一家医疗投资管理集团，在浙江省外设立收购 6 家医院，目前主要有口腔和妇幼两个事业部，公司由单一的口腔专科成为医疗投资管理集团的目标明确。

图 2 2006-2011 年公司发展大事记



资料来源：公司网站，海通证券研究所

鉴于公司主业所处医疗服务行业，因此，该行业的发展对公司的未来成长至关重要，下文我们将自上而下地，首先介绍中国口腔医疗服务市场、中国民营口腔医院的发展史、中国特色口腔连锁经营模式，其次分析公司的核心竞争力，最后结合中国政策背景和美国医院集团 HCA 发展成功经验，判断公司投资价值，并给出投资建议。

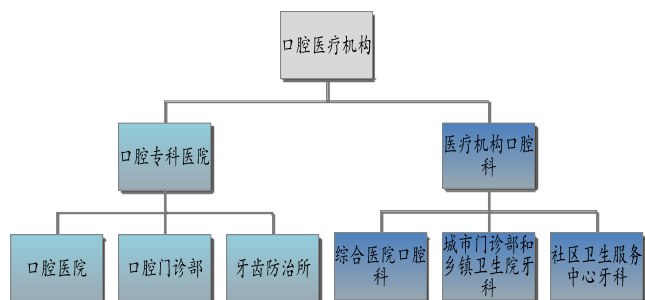
2. 中国口腔医疗服务市场即将打开

2.1 口腔医疗服务机构多元化格局是未来发展趋势

口腔医疗机构大致可分为 2 个类型 6 种基本形式。这些医疗机构担负地区内口腔医疗任务，还担负社区口腔保健任务。我国现行的口腔科医疗服务是在解放后逐步建立和发展起来的，公立口腔医疗服务长期以来是医院口腔科服务的主要模式。

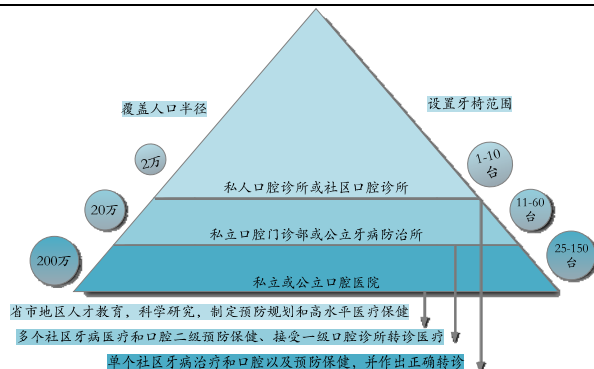
随着模式的演变，我国市场经济的发展，专科口腔医疗体系向“口腔诊所-牙病防治所-口腔医院”等三级口腔专科医疗机构管理模式发展，分别为不同级别省市地区提供口腔医疗和保健服务，并担负各自不同的功能。我国公立口腔医院饱和量为 500 家，私立口腔门诊部或牙病防治所饱和量为 5000 所，口腔诊所饱和量为 200000 所。今后口腔医疗服务机构的发展趋势是：既有公有制的非营利性的口腔专科医院、综合医院，也有其他成分的口腔医疗机构。

图 3 我国口腔医疗机构分为 2 个类型 6 种基本形式



资料来源：海通证券研究所

图 4 我国专科口腔医疗服务体系管理模式

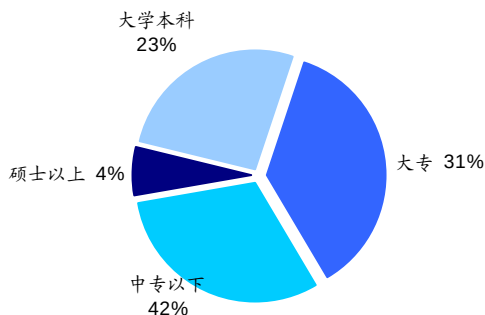


资料来源：2010 年中国网民口腔健康状况调查报告，海通证券研究所

2.2 口腔医师人力资源短缺，供不应求

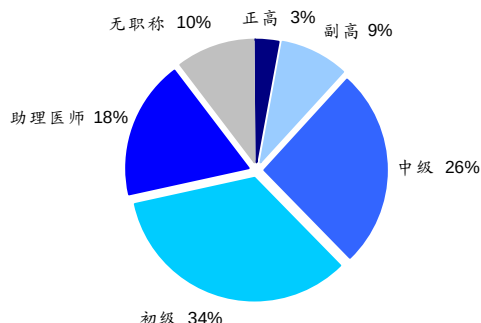
口腔学科是独立于医学院之外的平行学科，与医疗、药学、公共卫生是教育部、卫生部认定的一级学科。相对于对巨大口腔医疗服务需求，口腔医师人力资源显得严重短缺，供不应求。我国口腔医师大多数为大专本科学历，职称结构呈现塔形，口腔医生和辅助人员比例约为 4:1，医护比例偏低，而一些中等发达国家医护比率为 1:2。

图 5 中国口腔执业（助理）医师学历构成



资料来源：2010 年中国卫生统计年鉴，海通证券研究所

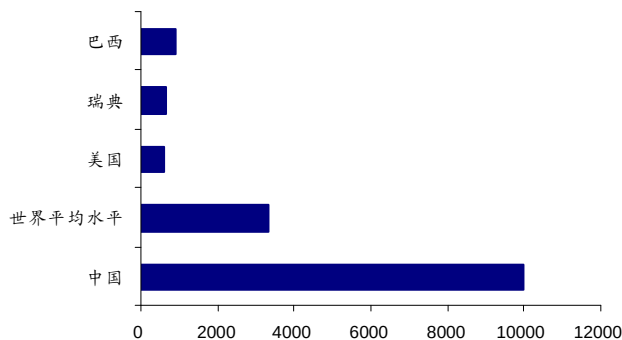
图 6 中国口腔执业（助理）医师专业技术资格构成



资料来源：2010 年中国卫生统计年鉴，海通证券研究所

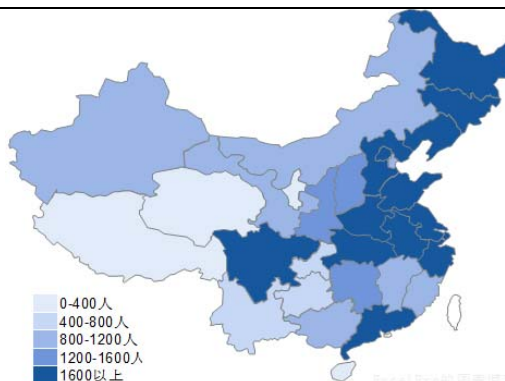
我国口腔医师的紧缺表现 1): 医师人口比低。中国口腔医师人口比为 1:10000，低于世界平均医师人口 1:3333，远低于美国医师人口比 1:625，中国约占世界 7.26% 的口腔医师为占世界 20% 以上的人口提供着口腔医疗服务。 2): 医师资源地域性分配不均：从全国来看，东部沿海发达省份远远高于西部欠发达地区，高学历、高职称的卫技人员集中在较大的城市三级医院。西部地区相对落后的经济限制了患者的消费意识与消费水平，西南地区四川口腔医师分布较多主要与四川中国现代高等口腔医学教育发展源地-华西口腔医学院有着密切关系。

图 7 2008 年中国每名口腔医师覆盖人群



资料来源：2008 年 World Health Organization，海通证券研究所

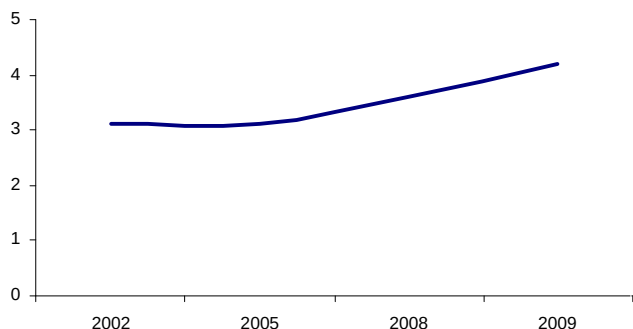
图 8 2005 年中国口腔医师地区分布



资料来源：2005 年卫生部统计年鉴，海通证券研究所

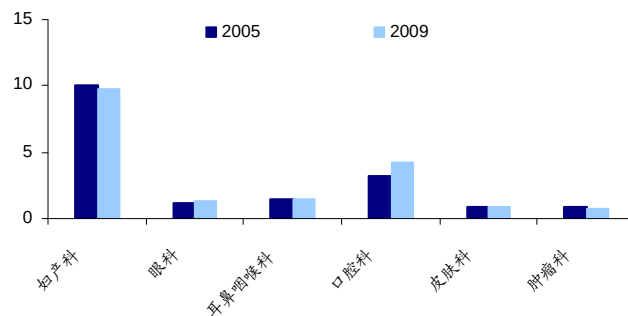
60 年来，中国口腔医师资源总量有了巨大的增长，从 1949 年的五百多人发展到 2007 年的 21657 人。2008 年我国口腔医院约有 180 所，开设了专科、本科和研究生培养，学制年限从 3-8 年不等，每年培养的本科毕业生约 4700 人，研究生约 1200 人。一般而言，专科毕业生主要从事助理口腔师、口腔卫生士和牙科技师等工作；本科生主要从事口腔全科医疗工作；研究生毕业后多从事口腔专科医疗工作。近年来，口腔医师总量快速发展，中国口腔执业助理医师占总医师比近年来明显上升，2009 年分科执业医师中口腔科执业（助理）医师占总医师构成由 2005 年 3.1%提高至 4.2%。

图 9 中国口腔执业助理医师占总医师比近年来明显上升（%）



资料来源：2010 年中国卫生统计年鉴，海通证券研究所

图 10 2005 和 2009 年中国分科执业（助理）医师构成变化（%）



资料来源：2005 年卫生部统计年鉴，海通证券研究所

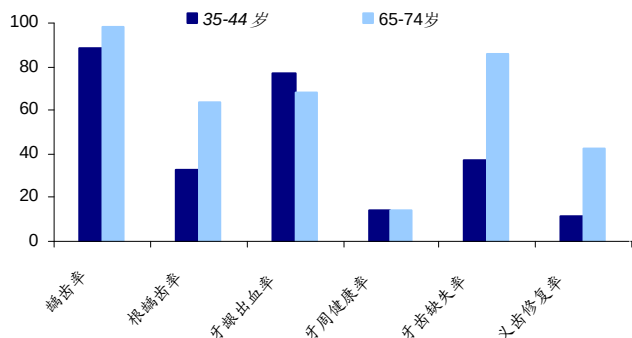
2.3 中国口腔疾病高发病率低就诊率现象十分突出

我国从未看过牙医的人超 60%，只有 2%的人有定期进行口腔检查和清洁的习惯，在美国，64%的人每年至少做两次口腔检查。因此，中国口腔健康的高发病率低就诊率现象十分突出。

2005 年进行的第三次全国口腔健康流行病学调查结果显示我国龋齿患病率极高，绝大多数不治疗；牙周健康者不足两成；中老年人牙齿缺失很普遍。

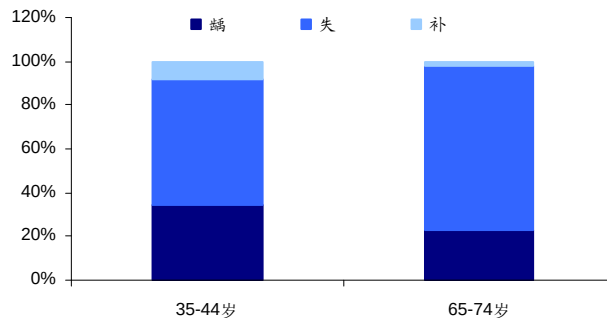
35-44 岁年龄段人群患龋率 88.1%，龋、失、补构成比分别为 34%、57.6%和 8.4%，根龋齿患病率 32.7%，龋、补的构成比分别为 97.2%、2.8%。65-74 岁年龄段人群患龋率 98.4%，龋、失、补构成比分别为 22.8%、75.3%和 1.9%，根龋齿患病率 63.6%，龋、补的构成比分别为 98.1%、1.9%。中国口腔市场消费尚未打开，口腔医疗服务市场空间巨大。

图 11 第三次全国口腔健康流行病学调查（%）



资料来源：第三次全国口腔健康流行病学调查报告，海通证券研究所

图 12 中国口腔疾病发病率高就诊率低

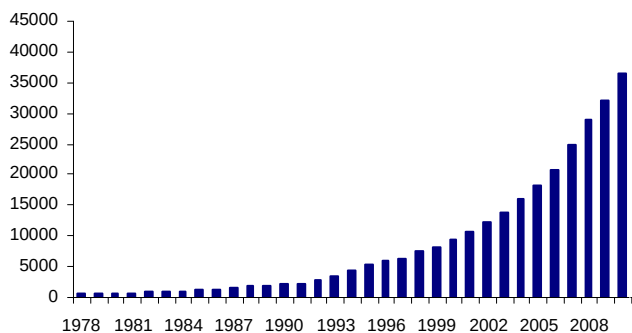


资料来源：第三次全国口腔健康流行病学调查报告，海通证券研究所

2.4 三十年中国经济发展将口腔医疗“需要”转向“需求”

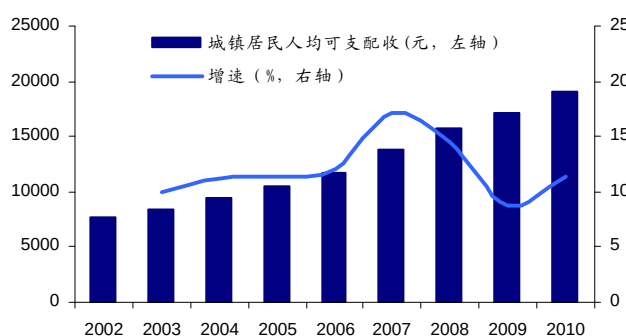
中国国内口腔医疗服务行业处于快速增长和发展状态，口腔医疗将由“需要”转向“需求”。一方面是因为城镇居民平均工资增加，相应可支配收入增加，越来越多的人能够有一定的经济能力对自己的牙齿健康以及美观投资。

图 13 1978-2010 年中国职工平均工资增长情况（元）



资料来源：wind，海通证券研究所

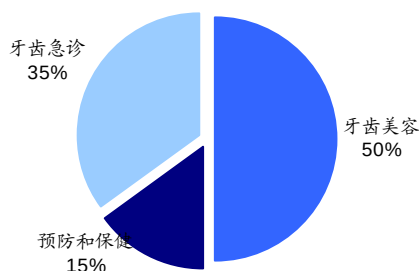
图 14 城镇居民人均可支配收入增速保持高增长



资料来源：wind，海通证券研究所

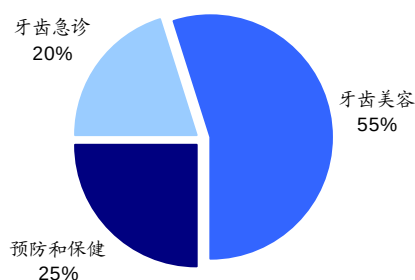
另一方面是因为人们的口腔保健意识增强，老百姓看牙的需求多元化，从口腔医疗提升到口腔保健、口腔美容、口腔健康服务等深层次的需要。2005 年-2008 年北京市口腔市场服务情况可以佐证这一点：随着经济的发展，人们对于牙齿美容、预防和保健的需求不断增加，对于牙齿急诊的需求相应缩小。

图 15 2005 年北京市口腔市场服务情况



资料来源：中国口腔医学网，海通证券研究所

图 16 2008 年北京市口腔市场服务情况



资料来源：中国口腔医学网，海通证券研究所

3. 中国民营口腔医疗服务是一片蓝海

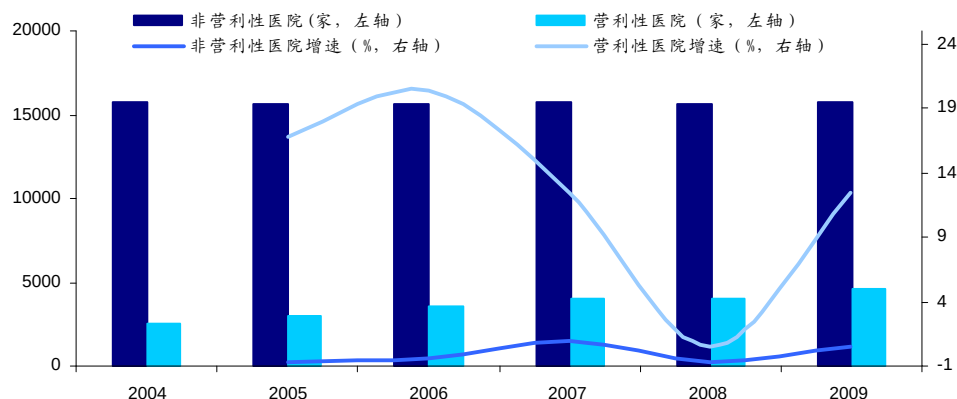
3.1 民营医疗服务机构数量快速增长

中国民营医疗服务于 80 年代开始逐步恢复, 1995 年开始发展, 2001 年中国放开医疗市场, 由于公立医院资金投入不足, 地方政府开始关注民间资本, 2003 年是民营医院进入最好的时期, 许多地方政府改革卫生医疗体制, 允许公立医院通过委托经营、股份合作、股份制等形式或整体出让的办法, 引进社会资本, 并对民营医院实行 3 年免税制度。

2003 年, 全国民营医疗机构的诊疗人次数占医院机构总诊疗人次数 2.7%, 入院人数占全国医疗机构人数的 2.5%, 而公立医疗机构的诊疗人次数和入院人数分别占到了 97.0% 和 92.3%。2009 年民营医疗机构诊疗人次数提高 9 个百分点表明民营医疗机构在医疗服务市场发挥越来越重要的作用。

2009 年, 全国民营医疗机构的诊疗人次数占医院机构总诊疗人次数 11.7%, 入院人数占全国医疗机构人数的 2.8%, 而公立医疗机构的诊疗人次数和入院人数分别占到了 82.3% 和 97.1%。同时, 2004-2009 年非营利性医院数量基本没有增长, 而营利性医院数量复合增长率 10%, 说明民营医疗服务正处于快速增长之期。

图 17 2004-2009 年营利性医院数量复合增长率 10%

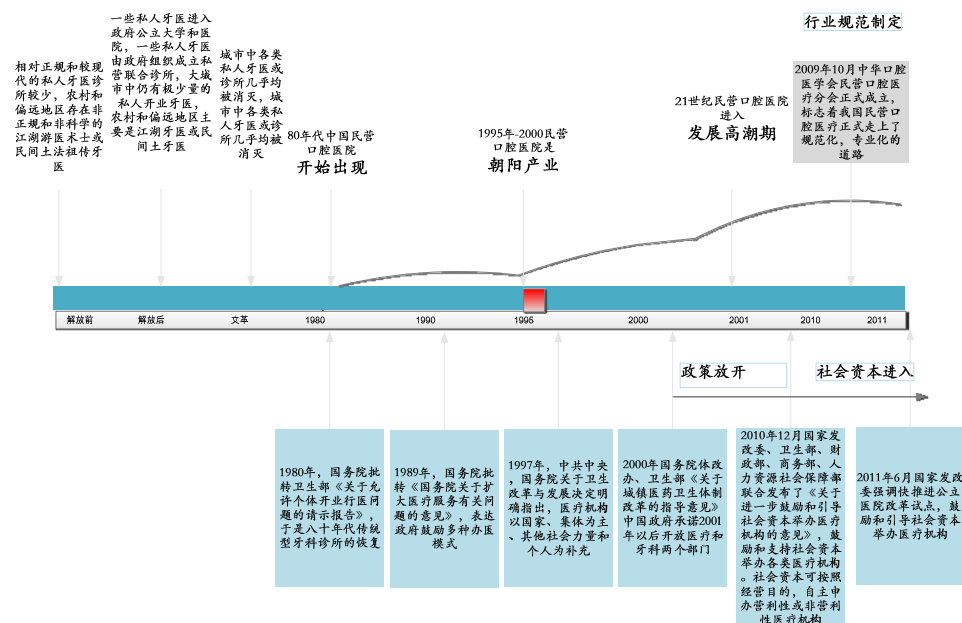


资料来源: 2004-2009 年卫生部统计年鉴, 海通证券研究所

3.2 三大因素综合促使中国民营口腔医疗服务市场迅速发展

政策放开、社会资本的进入、行业规范的制定是影响行业发展的三大因素。2001 年中国放开医疗市场代表政策开始放开, 2007 年 9 月中华口腔医学会民营口腔工作委员会正式成立, 随后全国各地相继成立民营口腔医疗分会, 标志着我国民营口腔医疗正式走上了规范化, 专业化的道路, 2010 年 2 月我国选出 16 个城市作为国家联系指导的公立医院改革试点地区。2011 年 6 月国家发改委强调推进公立医院改革, 鼓励和引导社会资本举办医疗机构, 形成多元化办医格局, 利好消息不断传出, 我们认为正是这三大因素的互相作用促使民营口腔行业在 21 世纪迎来快速发展。

图 18 新中国以来民营医院于 21 世纪迎来迅速发展



资料来源：海通证券研究所

3.3 小规模大数量的口腔连锁经营是中国民营口腔医疗服务特色

口腔诊所适合小规模大数量发展，将小规模大数量的口腔连锁经营引入我国口腔医疗符合我国国情。口腔的健康问题与全身性疾病相比，系统性问题较少，加上个体口腔诊所投资不大，口腔医生可以在没有大医院环境支持下单独开业。但中国口腔医师人口比较低，医生水平分化极大，单个医师不能轻易获得患者认可和信任而前往就医，而且单个口腔诊所的影响力有限，服务人群有限，诊所之间缺少学习交流机会，如果有个统一的连锁经营机构提供资金搭建平台，提供学习交流机会、标准管理模式，则能够更好的发挥医师资源，树立品牌影响力，从而更快的争夺口腔市场份额。发达国家口腔医生有长期累积的严格完善的口腔医师培养制度，从医术到医德都处于较平衡水平，作为个人普遍获得患者较高认可和信任，不需要借用机构加强信任筹码，一般以个体诊所形式为某些固定客户提供长期服务。

将连锁模式应用于口腔医疗领域具有的经营优势表现在：消除庞大的行政管理机构和后勤包袱；企业化的管理大大提高了效益并激发了医护人员的积极性；后工业时代，产品面临同质化竞争，个性化服务代替技术成为主导市场的绝对力量，民营医院提供酒店式管理服务，实行 24 小时全天开诊，实行网上、电话预约、家庭医生等特色服务；树立品牌影响力，让不同地区的人分享相同品质的服务；摊薄成本，包括广告成本、义齿加工成本；共享资源，包括设备资源、人力资源。

目前中国十大口腔连锁品牌主要集中在北京、上海、广州、深圳、杭州等经济发达沿海地带，其中北上广一带竞争尤为激烈。所以连锁店的选址显得尤为重要，这关系到企业能否避开激烈的竞争，在较宽松的环境里树立品牌影响力。

表 1 2010 年中国十大口腔连锁品牌

	十大品牌	主要区域
1	通策医疗	杭州、宁波
2	瑞尔齿科	北上广
3	佳美口腔	北上广
4	好牙伊口腔	湖南
5	永康口腔	北京
6	亚非牙科	湖南
7	六和拜耳	深圳
8	爱康健齿科	深圳、广州
9	德仁口腔	广州
10	同步齿科	深圳

资料来源：中华口腔医学会、公司网站，海通证券研究所

鉴于公司所处的行业特性，我们认为有四点因素特别重要：（1）具备口腔专业技术及服务经验、医师资源；（2）采取口腔连锁方式小规模数量化发展；（3）抓住历史机遇参与公立医院改制；（4）熟悉医疗服务行业规则，优先进入医疗服务投资管理领域。就我们对通策医疗的理解，我们认为公司符合这四点因素，将在未来胜出。

4. 公司核心竞争力分析

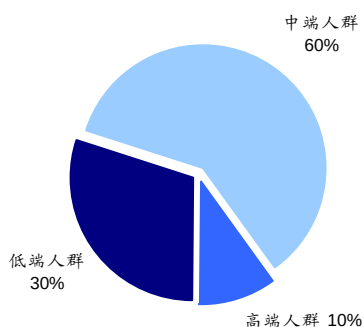
4.1 公司业务结构与同行形成错位竞争

公司依托杭州口腔医院，具有技术、服务和品牌基础，客户定位于 30% 低端人群、60% 中端人群、10% 高端人群，与公立医院形成错位竞争。业务侧重于高毛利项目，如正畸、种植、特需等。杭州口腔医院专门设置了正畸中心、种植中心。

公司正畸中心具有 40 多年的历史，是目前浙江省规模最大的正畸科，每年诊治各类错牙和畸形患者数千人。在我国著名的口腔正畸专家林新平教授带领，技术和设备先进，配置牙科锥形束 CT，计算机数字 X 线机、Winceph 测量分析软件等。人才梯队合理，医师中 80% 拥有博士硕士学位。目前正畸中心在庆春路分院、城西分院均设有独立诊区，科室内医生轮流在这几处出诊，以方便杭州市居民就近就医。

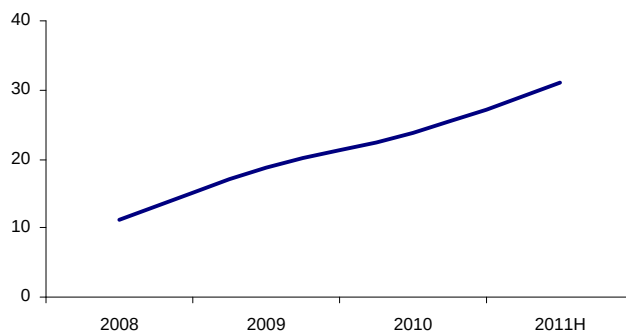
种植中心由国内著名种植修复专家王仁飞主任医师带领，中心引进了瑞士 ITI、瑞典 Nobel Biocare、德国 BEGO、韩国 OSSTEM 等多种国际知名或经典种植系统，并拥有浙江省首台口腔 CT、超声骨刀等国际最先进的牙科专业设备，中心还配套拥有国际一流的专用消毒设备，保证了所有器械的高压消毒、塑封包装，杜绝任何交叉感染的可能性。目前种植中心设于大学门诊部。

图 19 公司客户定位与公立医院形成错位竞争



资料来源：公司网站，海通证券研究所

图 20 公司毛利率稳步上升（%）



资料来源：2008-2011H 公司年报，海通证券研究所

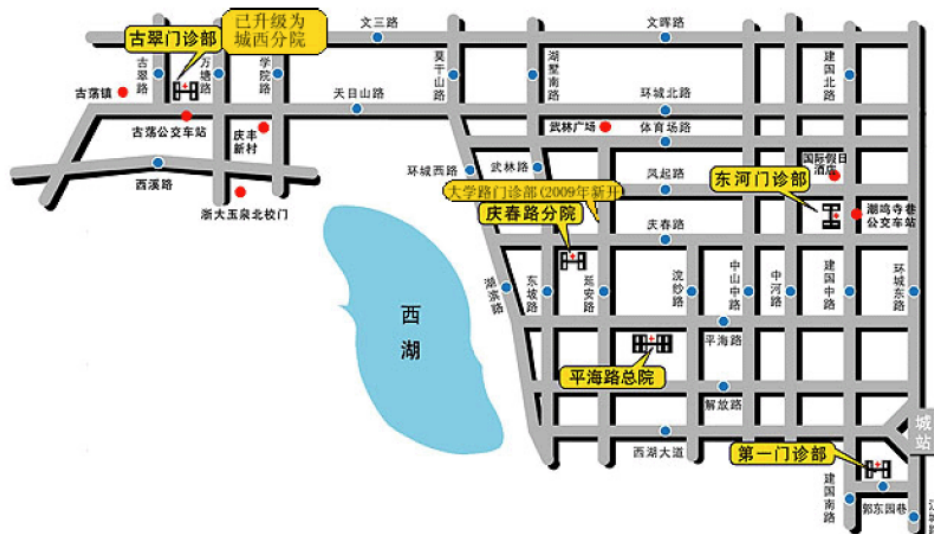
4.2 杭州口腔医院收入持续增长

公司旗下优质资产有杭州口腔医院建于 1952 年，为浙江省历史最悠久、规模最大、在市民中享有盛誉的口腔专科医院。现有牙椅 322 张，5 所分院。2006 年杭口与浙江中医药大学在口腔教学、见习及临床实习方面进行合作，成立了浙江中医药大学附属杭州口腔医院，为杭口输送医师资源。

杭州口腔医院在杭州设有多家分院：平海路总院、庆春路分院、城西分院、大学路门诊、第一门诊部、东河门诊部，分别位于杭州市繁华地段平海路、庆春路、天目山路及建国路。

平海路总院沿袭原先医院的经营方针正常经营，专业设置齐全；庆春路分院设置口腔正畸中心、特需专家门诊、口腔综合科等科室；城西医院定位于打造口腔专科医院，客户为高端人群；东河门诊部定位于打造口腔医院连锁门诊的成功样板；大学路门诊部设置儿童口腔科、种植中心、技工中心。杭州口腔医院“总院+分院”管理模式的成功，已成为公司走出杭州，布局全国的标杆。

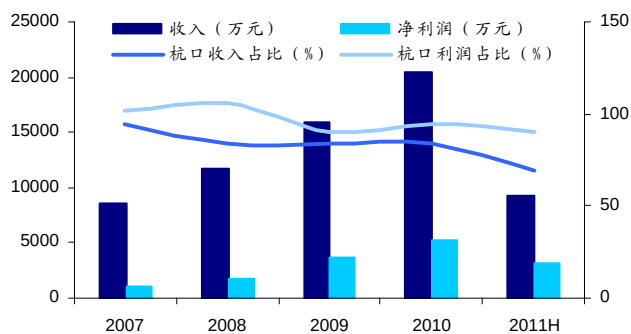
图 21 杭州口腔医院“总院+分院”模式



资料来源：公司网站，海通证券研究所

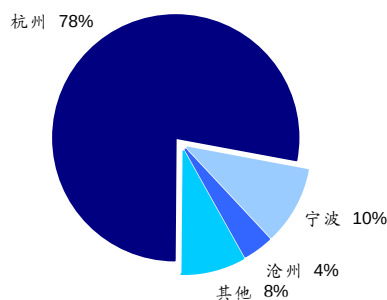
杭州口腔医院是公司主要收入来源，2007-2010 以来杭口收入占总收入比分别是 94.43%、83.99%、83.93%、84.17%，呈现下降趋势，这与公司走出杭州布局全国的战略相关。我们认为杭州口腔医院持续盈利能力是公司业绩的保障，预计 2011 年杭口收入增长维持在 25%-30%之间。

图 22 杭州口腔医院为公司主要收入和利润来源（万元）



资料来源：2007-2010H 公司年报、2011H 公司中报，海通证券研究所

图 23 2011H1 公司分区域收入占比图



资料来源：2011H 公司中报，海通证券研究所

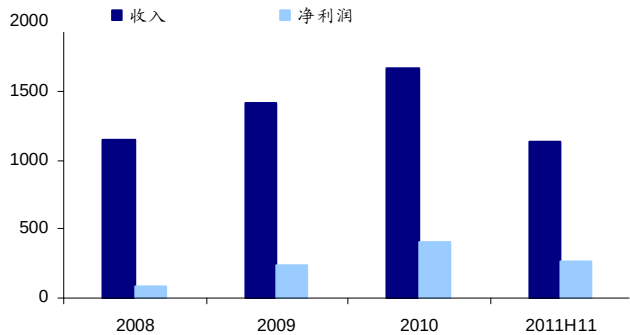
4.3 宁波口腔医院将迎来新一轮高增长

宁波口腔医院增长趋势明显，有望成为第二个杭口，是公司重点培育对象。首先，宁波医院离杭口仅，管理半径小，业务与技术有杭口支持；其次，从竞争实力上比较，宁波口腔由于是民营医疗机构可以利用资金优势扩建营业面积，管理比当地最大的竞争对手宁波海曙口腔医院更灵活，而海曙作为公立医院，在资金投入，营业面积扩建方面手续繁琐；再次，目前宁波口腔在种植业务开展比海曙强势。

一直以来，宁波口腔医院受限于当地行政管理，在网点扩展方面存在局限，所以没有开设分院。今年 3 月份起政府开始鼓励社会资本办院，如果假设政策传导到省级需 1 年，到地级市需 1.5 年，则后年宁波也有可能应势而为，开设分院。

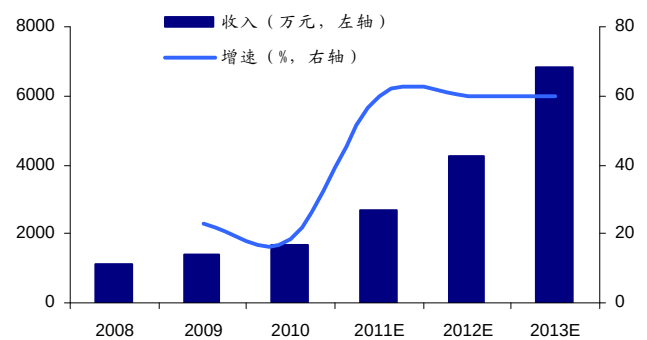
2008-2010 年宁波口腔医院收入复合增长率为 13.31%，净利润复合增长率为 67.84%。由于需求旺盛，业绩增长较快，公司今年 8 月新租赁了 5700 平米的建筑面积做营业和办公用房，估计明年三季度搬迁，届时宁波口腔牙椅数将 38 张扩增到 108 张左右。预计 2012 年底到 2013 年宁口将迎来新一轮高增长。

图 24 2008-2011H1 宁波口腔医院收入与净利润 (万元)



资料来源：2008-2010 年公司年报、2011H 公司中报，海通证券研究所

图 25 2008-2013E 宁波口腔医院迎来高增长



资料来源：2008-2010 年公司年报、2011 年公司公告，海通证券研究所

4.4 全国建立多家口腔医疗机构

公司通过收购兼并，在宁波、沧州、黄石、衢州、北京、昆明分别设立或参股了多家口腔医院。2006 年受让宁波口腔医院 70% 股权；2007 年收购黄石 100% 股权、收购沧州 70% 股权、设立衢州口腔医院有限公司；2008 年收购北京京朝口腔医院 92% 股权、开设嘉兴、瑞安、宁波口腔医院宁海门诊部；2011 年 4 月和昆明妇幼保健院合作办呈贡新院、11 月公司与昆明妇幼保健院合作成立妇幼生殖中心。

目前外地医院宁波口腔医院、黄石现代口腔医院，沧州口腔医院已经处于正常发展；衢州于 2011 年开始扭亏为盈；昆明口腔医院由于刚收购不久，目前处于团队融合期，正在进行制度、管理改造以及观念过度。北京通策京朝医院则由于基础薄弱、缺乏人才、当地竞争激烈等原因目前发展最慢，还没有贡献太多业绩。嘉兴、瑞安、宁波口腔医院宁海门诊部因业绩不佳关闭。医疗行业开业后普遍具有初期培育期的规律，需要经过 2-4 年的市场培育，才能使经营进入正常盈利。我们预计随着明年下半年宁波口腔医院新租赁营业面积的开业，宁波、沧州、黄石、衢州医院逐渐进入收获期，公司业绩未来有望持续高增长。

图 26 公司在全国建立多家口腔医疗服务机构



资料来源：公司网站，海通证券研究所

4.5 抓住公立医院改革历史机遇，公司具有先发优势

公司管理层与部分地方政府长期建立了良好关系，且对医疗服务行业有深刻理解和丰富经验，因此逐步摸索出参与公立医院改革是公司扩张的最佳模式。通过收购原有医保定点的公有口腔医院进行扩张，既可以利用当地原有的平台、医师资源和客户群，也绕过了医保进不了民营医院的发展限制。

另外，公司定位于大型医院投资管理集团。为了满足公司多层次医疗服务的需求，公司全面推行事业部管理。2011 年根据专业和服务类别设立了五个事业部，分别为口腔事业部、其他专业事业部、金融事业部、信息事业部、不动产事业部。

为了服务于即将到来的并购扩张跨越式发展，公司运用自身长期发展过程中积累的专业管理经验，积极筹备成立产业基金，积极引导社会资本进入医疗服务行业。2010 年底公司在把握公立医院改革历史机遇方面比竞争对手先行一步，与昆明市政府国资委下属国有投资公司合作成立了昆明通策医疗投资管理有限公司，筹备成了总规模为 20 亿元人民币的昆明通策医疗投资基金。公司将继续推进该产业基金以及其他基金的募资及成立，寻找优质投资项目，利用公司的资金优势和信息优势，整合当地的平台资源和医师资源，积极与需要改制的公立医院商谈合作项目。

表 2 佳美口腔、瑞尔齿科、通策医疗等医疗机构代表对比

项目	佳美口腔	瑞尔齿科	通策医疗
创建时期	1993 年	1998 年	2007 年 2 月 5 日更名为“通策医疗投资股份有限公司”
创始人	刘佳	邹其芳	原“ST 中燕”重组而来
门诊数量	北京 23 家门诊，广州 2 家，上海 2 家，大连地区 2 家	16 家齿科门诊，其中北京 5 家，上海 5 家，深圳 3 家，厦门 3 家	杭州总院+六分院、浙江省外六家口腔医院
管理水平	效仿星巴克模式-重在体验	独立销售部门，树立品牌模式	强制管理,不同门诊服务标准统一
经营场所	位于商圈	位于商圈	位于商圈
商业模式	连锁模式	连锁模式	连锁经营，收购兼并
医师资源	78 名医师	瑞尔口腔医院有 18 名医师，瑞尔齿科有 47 名医师，员工 500 人左右	杭州口腔医院 44 位专家医师，在职员工近 600 名
客户定位	中端市场-白领阶层	高端人群、时尚人士	中高端人群
先发优势	顾客每颗牙投保 4000 元，承认发生事故后免费为顾客替换；分期付款服务，为顾客提供方便	美国宾西法尼亚大学口腔医学院、新加坡 T32 等国外知名机构合作，确保医疗水平与国际同步	通过收购原有医保定点的公有口腔医院来进行扩张的

资料来源：各公司网站，海通证券研究所

4.6 以口腔医疗为主业，向保健、护理领域外延发展

我国民营医院发展时间比较短，品牌积累不够，竞争实力不如公立三甲医院。因此需要集中人才优势和先进设备专供于某一个方面，选择一些三甲医院薄弱的项目如口腔、眼科、不孕不育、肝病、骨科和微创等，在这些领域中做专，做细，走大专科小综合路线，与“小专科、大综合”公立医院形成“错位竞争”，发挥自身优势特色，形成自有特色品牌，提高市场竞争力。

公司定位于大型医院投资管理集团，在做大做强口腔医疗服务主业的基础上，积极寻求向妇幼等其他专科领域发展的机会。2011 年公司在外延发展上取得进展，4 月公司与昆明妇幼保健院合办呈贡新院以，11 月公司与昆明妇幼保健院合办妇幼生殖中心，表明公司的经营管理能力已获得了地方政府的认可，也为公司在其他省份的扩展奠定了基础。公司在经过长期及潜在并购项目的合作及谈判后，有望在 2012 年继续通过并购实现跨越式发展。

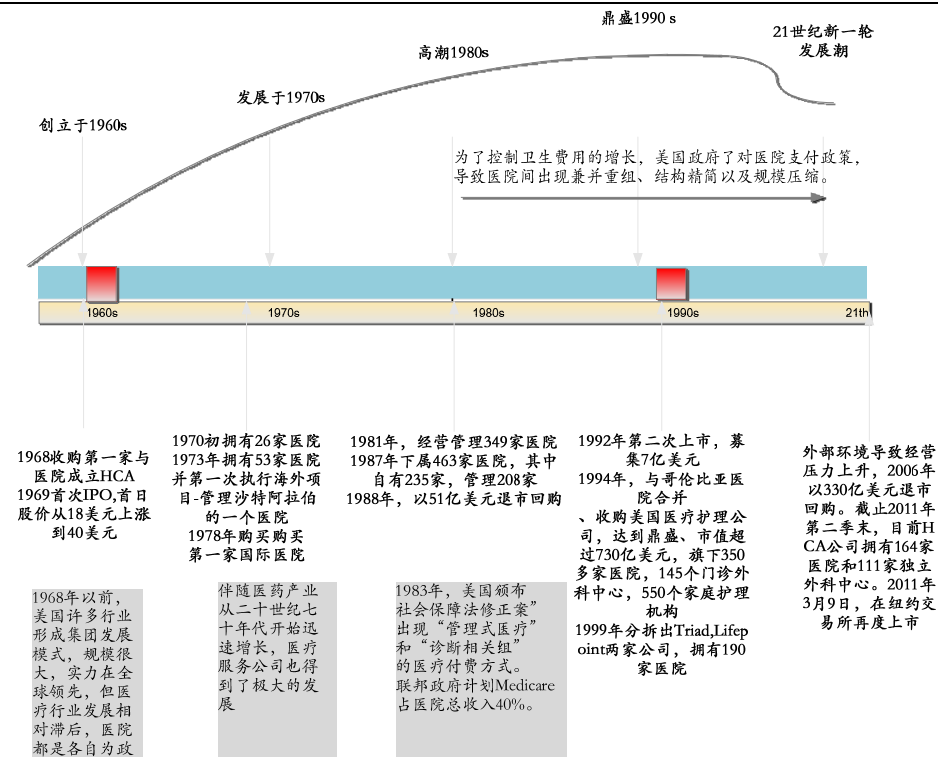
4.7 透过美国医院管理集团发展历程看通策未来

美国医院管理集团 HCA 是美国最大的私人医疗机构，公司主要经营医院、独立的康复理疗中心等美国各种不同的保健设施。创立时不过 1 家医院，随后的三十年内，通过不断地自建、收购等方式发展成为全美最大的医院管理集团。截止 2011 年第二季末，目前 HCA 公司拥有 164 家医院和 111 家独立外科中心。我们认为 HCA 的壮大是美国医院集团发展的一个缩影，也代表未来医院管理的发展趋势。

HCA 之所以能够做大做强，我们认为主要有以下几个策略：（1）：从病人需求出发，在医院覆盖率较低的中小型社区建立医院；（2）：在核心区域挖掘龙头医院，利用当地资源，因地制宜经营当地医院；（3）：与所收购的医院建立良好关系；提高对子公司的利用率；（4）：专业化管理团队对迅速发展的医院系统进行统筹管理和有效经营。（5）：保证医院能够提供超越病人及医师期望的高品质服务。

我们认为通策医疗通具有杭州口腔医院的支持，在口腔医疗服务上有一定的品牌、技术、服务、管理做基础，能够满足中高端客户差异化的需求。公司与部分地方政府建立了长期良好关系，并取得政府信任，在政策鼓励社会资本进入医疗领域的政策大背景下，公司具有先发优势，积极参加公立医院改制。公司还成立了专门的浙江通策投资管理集团，通过资本运作，发挥自身行业管理经验，有望在未来通过跨越式收购公立医院口腔科或其他专科形势实现集团化。

图 27 美国医院管理集团 HCA 发展历程



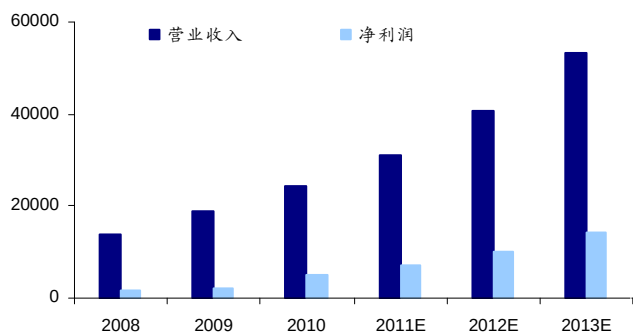
资料来源：公司招股说明书、公告，海通证券研究所

5. 盈利分析

公司在 2006 年资产重组后步入高速成长期，2008-2010 年公司营业收入和净利润 CAGR 分别为 20.36%、50.34%。收入增长速度快于净利润增长速度，原因在于随着公司主要收入来源杭州口腔医院收入不断增长，基数不断加大，增速下滑，而随着公司高毛利业务如正畸、种植服务的增加，毛利率提高，净利润增速超过收入增速。

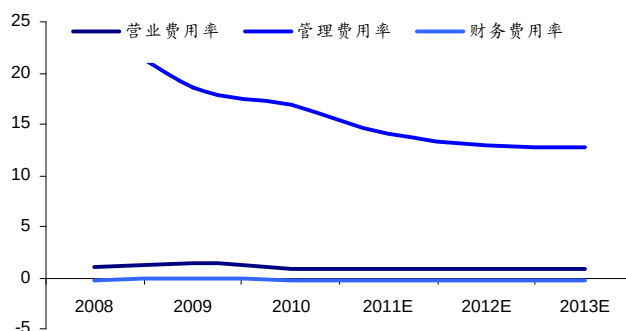
另外，公司所处口腔服务行业，现金流较为充裕，三项费用控制合理。

图 28 2008-2013E 公司收入和净利润预测 (万元)



资料来源：2008-2010 年公司年报，海通证券研究所

图 29 2008-2013E 公司三项费用 (%)



资料来源：2008-2010 年公司年报，海通证券研究所

6. 估值与投资建议

公司是稀缺的医疗服务类上市公司，随着人们生活水平的提高，消费观念的升级，口腔医疗“需求”转向“需要”。我们看好口腔医疗服务行业，认为在新医改公立医院改革、国家政策鼓励民营资本进入医疗领域的历史机遇下，公司具备技术、服务、质量和品牌基础，老医院稳定增长，新医院开始盈利，尤其是宁口这样地处二线城市的医院将在明年扩大营业面积后盈利将加快。公司在进入医疗服务投资管理具有先发优势，且未来将从主业口腔向妇幼等专科外延发展。我们认为随着公司未来并购扩张，已并购医院逐渐走出培育期，进入盈利期，公司未来业绩有望大幅增长。我们预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.45 元，0.64 元和 0.89 元。目标价为 28 元，对应 2012 年 PE 为 43.75 倍，维持“买入”评级。

7. 不确定因素

我们认为公司最主要的不确定因素在于：

管理风险，收购的持续性。

财务报表分析和预测

价值评估 (倍)	2010	2011E	2012E	2013E
P/E	65.77	44.54	31.81	22.78
P/B	12.30	5.76	4.92	4.08
P/S	13.37	11.09	8.51	6.49
EV/EBITDA	27.30	18.14	13.14	9.53

偿债能力指标	2010	2011E	2012E	2013E
负债权益比率	0.15	0.07	0.06	0.05
借款/股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
已获利息倍数	-105.27	-121.14	-130.28	-138.80
流动比率	4.29	11.85	13.36	15.65
速动比率	4.18	11.71	13.19	15.45
现金比率	3.16	9.86	10.36	11.49

盈利能力指标 (%)	2010	2011E	2012E	2013E
毛利率	46.49	47.49	48.69	50.69
息税摊销折旧利润率	31.14	36.49	38.70	40.76
净利润率	20.33	23.36	25.11	26.74
净资产收益率	18.70	12.14	14.51	16.82
资产回报率	16.31	11.38	13.69	15.98
投资回报率	-	-	-	-

经营效率指标	2010	2011E	2012E	2013E
应收帐款周转率	62.64	63.54	63.93	64.11
存货周转率	27.32	33.56	33.70	33.55
总资产周转率	0.89	0.66	0.59	0.65
固定资产周转率	2.77	2.55	2.39	2.59

盈利增长 (%)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入增长率	28.19	28.48	30.28	31.13
营业利润增长率	92.40	47.98	40.17	39.75
EBIT 增长率	104.04	47.85	40.11	39.71
EBITDA 增长率	125.55	50.59	38.16	38.10
净利润增长率	129.33	47.67	40.03	39.64

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	24259	31168	40605	53246
营业成本	12980	16366	20834	26255
营业利润	6786	10042	14076	19672
营业费用	193	248	323	423
管理费用	4117	4364	5230	6762
利润总额	6898	10186	14263	19917
EBIT	6833	10102	14154	19774
折旧摊销	720	1272	1560	1927
EBITDA	7553	11374	15714	21701
投资收益	-170	-170	-170	-170
营业外收支净额	112	143	187	245
所得税	1915	2828	3960	5529
少数股东损益	52	76	107	149
归属于母公司的净利润	4931	7281	10196	14238
基本每股收益 (元)	0.31	0.45	0.64	0.89

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	12173	39400	43365	50752
应收款项	493	634	826	1083
存货	431	544	693	873
流动资产	16523	47359	55937	69144
固定资产	4981	7832	9571	10743
总资产	30225	63977	74471	89089
应付帐款	574	724	922	1162
长期借款	0	0	0	0
总负债	3861	4006	4197	4428
少数股东权益	635	711	818	967
股东权益	26363	59971	70274	84661
付息负债	0	0	0	0
每股净资产 (元)	1.64	3.74	4.38	5.28

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	4931	7281	10196	14238
折旧摊销	720	1272	1560	1927
营运资金变动	4814	7403	8542	12707
经营活动现金流	7357	4361	7595	10844
固定资产投资	1173	3009	3164	2895
无形资产投资	-41	382	440	501
资本支出	606	3300	3512	3304
投资活动现金流	-3978	-3468	-3738	-3600
公司自由现金流	236	-2133	-269	201
股权自由现金流	283	-2072	-191	304
债务变化	0	0	0	0
股票发行	0	25	0	0
融资活动现金流	0	26333	109	142
现金净流量	3379	27227	3966	7386
每股经营现金流 (元)	0.46	0.27	0.47	0.68

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

丁频：消费小组首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：康美药业、乐普医疗、恒瑞医药、康芝药业、科华生物、上海医药、人福医药、东阿阿胶、天士力等。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准	类别	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
		卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。		中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
		减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队
李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

策略研究团队
陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
荀玉根 (021) 23219658

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
xyg6052@htsec.com

基金研究团队
娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com

联系人
高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431
周霞 (021) 23219807

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com
zx9807@htsec.com

联系人
王旭 (021) 23219396
汤慧 (021) 23219733
李珂 (021) 23219396

wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com
lk6604@htsec.com

联系人
陈瑶 (021) 23219645
伍彦妮 (021) 23219774
桑柳玉 (021) 23219686
曾逸名 (021) 23219773

chenyao@htsec.com
wyn6254@htsec.com
sly6635@htsec.com
zym6586@htsec.com

金融工程研究团队
吴先兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395
联系人
冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745
张欣慰 (021) 23219370
周雨卉 (021) 23219760

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com
fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com
zxw6607@htsec.com
zyh6106@htsec.com

固定收益研究团队
姜金香 (021) 23219445
徐莹莹 (021) 23219885
联系人
武亮 (021) 23219883
黄轩 (021) 23219886

jiangjx@htsec.com
xyy7285@htsec.com
wl7222@htsec.com
hx7252@htsec.com

政策研究团队
陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433
联系人
倪玉娟 (021) 23219820

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com
nyj6638@htsec.com

计算机及通信行业
陈美凤 (021) 23219409
袁兵兵 (021) 23219770
联系人
蒋科 (021) 23219474
侯云哲 (021) 23219815

chenmf@htsec.com
ybb6053@htsec.com
jiangk@htsec.com
hyz6671@htsec.com

煤炭行业
朱洪波 (021) 23219438
刘惠莹 (021) 23219441

zhh6065@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业
路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399
联系人
李宏科 (021) 23219671

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com
lhk6064@htsec.com

建筑工程行业
江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵健 (021) 23219472
张显宁 (021) 23219813
张光鑫 (021) 23219818

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com
zxn6700@htsec.com
zgx7065@htsec.com

石油化工行业
邓勇 (021) 23219404
联系人
王晓林 (021) 23219812

dengyong@htsec.com
wxl6666@htsec.com

机械行业
龙华 (021) 23219411
联系人
何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407

longh@htsec.com
hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业
丁频 (021) 23219405
联系人
夏木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业
卢媛媛 (021) 23219610

lyy5991@htsec.com

非银行金融行业
董乐 (021) 23219374
联系人
黄媚 (021) 23219638
汤婧 (021) 23219809

dl5573@htsec.com
hm6139@htsec.com
tj6639@htsec.com

电子元器件行业
邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业
联系人
白洋 (021) 23219646
薛婷婷 (021) 23219775

baiyang@htsec.com
xtt6218@htsec.com

交通运输行业
钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
虞楠 (021) 23219382
李晨 (021) 23219817

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com
lc6668@htsec.com

汽车行业
赵晨曦 (021) 23219473
冯梓钦 (021) 23219402
联系人
陈鹏辉 (021) 23219814

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com
cph6819@htsec.com

食品饮料行业
赵勇 (0755) 82775282
齐莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业
联系人
刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269
冯皓琪 (021) 23219709

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com

有色金属行业
联系人
刘博 (021) 23219401

liub5226@htsec.com

基础化工行业
曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737
张瑞 (021) 23219634

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com
zr6056@htsec.com

家电行业
陈子仪 (021) 23219244
联系人
孔维娜 (021) 23219223

chenzy@htsec.com
kongwn@htsec.com

建筑建材行业
联系人
赵健 (021) 23219472

zhaoj@htsec.com

电力设备及新能源行业
张浩 (021) 23219383
牛品 (021) 23219390
联系人
房青 (021) 23219692
徐柏乔 (021) 23219171

zhangh@htsec.com
np6307@htsec.com
fangq@htsec.com
xbq6583@htsec.com

公用事业		银行业		社会服务业	
陆凤鸣 (021) 23219415	lufm@htsec.com	联系人		林周勇 (021) 23219389	lzy6050@htsec.com
联系人		刘瑞 (021) 23219635	lr6185@htsec.com	联系人	
汤砚卿 (021) 23219768	tyq6066@htsec.com			胡宇飞 (021) 23219810	hyf6699@htsec.com

房地产业		造纸轻工行业	
涂力磊 (021) 23219747	tll5535@htsec.com	徐琳 (021) 23219767	xl6048@htsec.com
谢盐 (021) 23219436	xiey@htsec.com	联系人	
联系人		马浩博 (021) 23219822	mhb6614@htsec.com
贾亚童 (021) 23219421	jiayt@htsec.com		

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com