

# 壮色浮前浦，波澜动远空

2016年3月14日

## 投资要点

- ❖ **医院结构差异折射不同国家医疗卫生支出差距。**在人口老龄化趋势不可逆的情况下，我国卫生费用逐年增加。然而 2013 年我国医疗支出占 GDP 比例仅为 5.7%，与发达国家的 13%相比有较大差距。不同体制下公立和民营医院就诊量和服务差异是造成医疗支出占 GDP 比重低下的原因之一。2012 年美国私立医院的占比达到了 85%，远高于印度的 43%、巴西的 47%和中国的 14%。
- ❖ **医改政策扶持下，民营医院迎来黄金发展期。**在数量上，我国民营医院和公立医院等量齐观，但在接诊率上民营医院大幅落后公立医院。2009 年 4 月后国务院陆续出台的、以《关于深化医药卫生体制改革的意见》为代表的等关于医师多点执业、放开非公医疗机构定价、放宽医保定点、税收等医改政策相继出台，国家对于社会资本办医的支持力度正在不断加大。伴随着公立医院改制和执业环境改善，民营医院将蓬勃发展，我们预测到 2017 年民营医院床位数将逾 133 万张、诊疗人数将超过 5 亿人次。
- ❖ **公立医院改制大势所趋，资本追逐下，医院并购标的估值高企。**公立医院从数量和接诊量上而言，是中国医疗体系的主体，但偏低的利润率和 ROE，拉低了医院行业整体的利润率。2010 年公立医院的利润率和净资产收益率为 4%和-10%左右，远低于民营医院的 12%和 13%。**公立医院改制背景下，医疗服务行业的高 ROE 水平正吸引资本以独资、合资和托管这三种模式进入。**资本逐利下，稀缺的优质民营医院资源拉高了并购案例的估值水平，近 5 年来医疗服务行业收购案例中市盈率均值达到 21.5X。
- ❖ **民营专科医院的高投资回报属性最受社会资本青睐。**在不同类型医院的 ROE 排名中，专科医院排名靠前，综合医院 ROE 水平较差。同时，在利润率较高的专科医院中，民营医院数量远大于公立医院。专科医院小而美、高 ROE 的属性吸引了众多投资者，而较高的竞争壁垒和可规模化扩大营收的民营专科医院是理想的投资对象。建议关注具有“连锁经营潜力、优质盈利能力和一定竞争壁垒”禀赋的民营专科医院标的。
- ❖ **风险因素。**(1) 技术升级的风险；(2) 市场竞争加剧的风险。
- ❖ **行业判断和投资策略。**医疗服务行业在病人基数提升、国家政策扶持的驱动下有望维持快速增长趋势，需求刺激和公立医院改制背景下该领域成长出优质公司值得期待。建议把握**具有连锁经营潜力、优质盈利能力和一定竞争壁垒的民营专科医院**。在二级市场中，**爱尔眼科、通策医疗、康美药业、复星医药**是符合这一投资主线的公司。新三板中，我们推荐关注**可恩口腔、莲池医院、华韩整形、美中嘉和、丽都整形**。

## 重点公司财务情况与估值分析

公司代码	公司名称	股价(元)	收入 (百万元) (TTM)	净利润 (百万元) (TTM)	PS (TTM)	PE (TTM)
830938.OC	可恩口腔	16	87.49	13.92	6.6	41
831672.OC	莲池医院	11.08	88.89	14.58	8.6	52
430335.OC	华韩整形	14.79	279.79	7.48	4.1	154
835660.OC	美中嘉和	N/A	93.76	9.58	N/A	N/A
834480.OC	丽都整形	N/A	172.78	7.76	N/A	N/A

资料来源: Wind, 中信证券研究部

注: 股价为 2016 年 3 月 10 日收盘价



## 中信证券研究部

胡雅丽

电话: 021-20262103

邮件: huyl@citics.com

执业证书编号: S1010510120019

联系人: 周晨俊

电话: 021-20262131

邮件: zhouchenjunc@citics.com

## 相关研究

1. 天阶生物 (430323) 新三板公司研究报告—化学制剂药提供稳定现金流，在研溶栓药布局心血管领域..... 2015-05-28
2. 可恩口腔 (830938) 新三板公司研究报告—植根山东半岛，关爱口腔健康2015-12-28
3. 华韩整形 (430335) 新三板公司研究报告—为青春驻颜、向衰老宣战的医美龙头 ..... 2015-12-28
4. 天智航 (834360) 新三板公司研究报告—中国骨科机器人领域的领军者 2015-12-15
5. 明德生物 (430591) 新三板公司研究报告—POCT 领先者深度受益于行业爆发 ..... 2015-10-29
6. 科新生物 (430175) 新三板公司研究报告—高性价比自主免疫性疾病诊断试剂盒的供应商 ..... 2015-10-29
7. 益善生物 (430620) 新三板公司研究报告—融入 CTCs 技术的肿瘤个体化靶标检测服务提供商 ..... 2015-10-28
8. 百傲科技 (430353) 新三板公司研究报告—个体化用药基因诊断技术的先行者 ..... 2015-10-28
9. 新产业 (830838) 新三板公司投资价值分析报告—化学发光诊断巨头深度受益于行业爆发 2015-09-18
10. 璟泓科技 (430222) 新三板公司研究报告—立足 POCT，拥抱互联网+，进军智慧医疗 ..... 2015-09-08
11. 致善生物 (831425) 新三板公司研究报告—致善生物: 融入 MMCA 技术的分子诊断试剂提供商 ... 2015-07-21
12. 吉玛基因 (430601) 新三板公司研究报告—吉玛基因从科研服务提供商，迈向临床诊断应用市场2015-06-15

## 目录

<b>投资聚焦</b> .....	1
投资逻辑 .....	1
创新之处 .....	1
<b>医院结构差异折射不同国家医疗卫生支出差距</b> .....	1
人口老龄化趋势不可逆，我国医疗卫生支出逐年增加 .....	1
医疗机构的组成结构从一个侧面体现了我国医疗卫生支出占 GDP 比重落后发达国家的现状 .....	2
<b>政策引导下，社会办医现状将出现新局面</b> .....	3
中国民营医院发展迅速，数量上与公立医院等量齐观 .....	3
多方因素导致中国民营医院接诊量低于公立医院水平 .....	4
政策引导下，公立医院改制压力大，社会资本迎来机遇.....	7
<b>公立医院改制大势所趋，资本追逐提升医院估值水平</b> .....	10
民营医院利润率和 ROE 远胜于公立医院，政策扶持下资本效应逐步显现 .....	10
开放后的体制吸引众多资本以三种主流模式介入医疗服务行业.....	11
<b>民营专科医院的高回报属性最受社会资本青睐</b> .....	15
专科医院 ROE 大幅领先综合医院，美容医院和五官科医院利润率最高 .....	15
专科医院利润率高，整形、口腔、生殖、眼科 ROE 排名前列 .....	16
具有连锁经营潜力、优质盈利能力和一定竞争壁垒的民营专科医院是资本的宠儿.....	19
<b>风险因素</b> .....	20
<b>新三板医疗服务行业评级分析和投资策略</b> .....	20
行业趋势判断：看好民营医院的发展前景 .....	20
行业投资策略：关注民营专科医院 .....	21

## 插图目录

图 1: 2000 年-2014 年我国卫生费用及增幅 .....	2
图 2: 2000 年-2014 年我国人均卫生费用及增幅 .....	2
图 3: 2000-2014 年政府卫生支出比重、社会卫生支出比重、个人卫生支出比重、卫生总费用占 GDP 比重情况 .....	2
图 4: 2012 年各国及地区公立和私立医院床位数占比 .....	3
图 5: 我国医院种类模式图 .....	3
图 6: 2013 年中国各类医疗机构数量和分布 .....	4
图 7: 制约民营医院发展的六大因素 .....	4
图 8: 民营医院与公立医院分级情况 (2013 年) .....	5
图 9: 公立医院与民营医院床位数比较 .....	5
图 10: 2013 年公立医院和民营医院床位数占比比较 .....	5
图 11: 公立医院和民营医院诊疗人数比较 .....	6
图 12: 公立医院和民营医院诊疗人次数占比比较 .....	6
图 13: 2013 年公立医院和民营医院单位诊疗人次数比较 .....	6
图 14: 公立医院和民营医院住院人次数比较 .....	6
图 15: 公立医院和民营医院住院人次数占比比较 .....	6
图 16: 2013 年公立医院和民营医院单位诊疗人次数比较 .....	6
图 17: 中国不同类型医院病床使用率比较 .....	7
图 18: 中国不同类型医院平均住院日比较 .....	7
图 19: 民营医院执业环境正不断改善 .....	8
图 20: 2014 年我国公立医院收入结构 .....	8
图 21: 2013 年我国公立医院收入结构 .....	9
图 22: 1992~2010 德国医院总数变化趋势 .....	9
图 23: 医改下德国医院变化情况 .....	9
图 24: 医改下中国台湾地区不同性质医院数量变化情况 .....	10
图 25: 医改下中国台湾地区不同性质医院床位数变化情况 .....	10
图 26: 医疗体系产业链利润率 .....	10
图 27: 医疗体系产业链利润率 .....	11
图 28: 2010 年不同经济性质医院利润率和净资产收益率 (ROE) .....	11
图 29: 三种路径铺就资本逐鹿民营医院蓝海市场 .....	12
图 30: 爱尔眼科 2006~2014 年营业收入、利润总额及二者增长率变化趋势 .....	13
图 31: 宿迁人民医院 2004~2013 年主营业务收入和主营业务利润 .....	13
图 32: 通策医疗 2004~2014 年主营业务收入和主营业务利润 .....	14
图 33: 2014 年凤凰医疗收入结构 .....	14
图 34: 2014 年凤凰医疗毛利润结构 .....	14
图 35: 门头沟区医院在凤凰医疗集团管理期间的床位数和门诊量变化 .....	15
图 36: 凤凰医疗集团来自门头沟区医院的收益 .....	15
图 37: 民营医院占专科医院比例 .....	16
图 38: 不同范围床位数不同医院数量对比分析 .....	17

图 39: 不同类型医院人员配备对比分析 .....	17
图 40: 2013 年不同类型专科医院收入构成分析 .....	18
图 41: 不同类型医院病床周转次数对比分析 .....	18
图 42: 不同科室出院人数/床位数对比分析 .....	18
图 43: 不同医院诊疗人次/万元设备对比分析 .....	19
图 44: 不同类型的民营专科医院对资本的吸引力 .....	19

## 表格目录

表 1: 鼓励社会办医政策一览 .....	7
表 2: 2000 年至今民营医院并购收购案例 .....	12
表 3: 不同医院类型的利润率和净资产收益率 (ROE) .....	15
表 4: 新三板上市医疗服务公司一览 .....	20
表 5: 二级市场上市医疗服务公司一览 .....	20
表 6: 新三板上市医疗服务公司推荐 .....	21
表 7: 二级市场上市医疗服务公司推荐 .....	21

## 投资聚焦

### 投资逻辑

医疗行业是朝阳行业的认识是基于下面几个基本事实：我国人口老龄化的趋势从需求端推动医疗行业增长；我国卫生体制尚未市场化，价格也未完全放开；作为全球第一人口大国，医疗支出占 GDP 比重远低于发达国家水平；医疗行业是一个科技含量很高的行业。

对医疗服务行业的发展预期来自于对医疗行业整体预期，虽然医疗体制改革刚刚起步，诸多因素处于不确定状态，但近年来投资于医疗服务行业依然成为诸多机构的热门选择。受益于对医疗服务行业高速发展的良好预期，相关概念股在公布进入医疗服务行业后也放量收涨。

在此背景下，针对投资者关心的三个问题：

- 一、为什么公立医院和民营医院数量相仿，接诊量却相去甚远？
- 二、改革措施下，社会办医结构会出现怎样的改变？
- 三、资本有哪些渠道参与医院改革，投资哪类医院是明智的选择？

我们尝试从我国医疗体制和社会办医情况出发，通过对医院这一类社会群体进行自上而下的分析，为思考解答上述问题提供一些有意义的借鉴。

总结各类医院的盈利水平后，我们推荐投资“具有连锁经营潜力、优质盈利能力和一定竞争壁垒”的民营专科医院。

### 创新之处

首次通过各国医疗单位组成结构的差异解释医疗支出占 GDP 比重的区别，通过分解公立医院收入和成本的条目阐释公立医院的“公立”定义。

从资本的角度演绎了医疗体制改革后，公立医院和民营医院的进退情势。在商言商，通过资本的逐利本性回答了“为何进入，怎样进入，如何遴选标的”的问题。

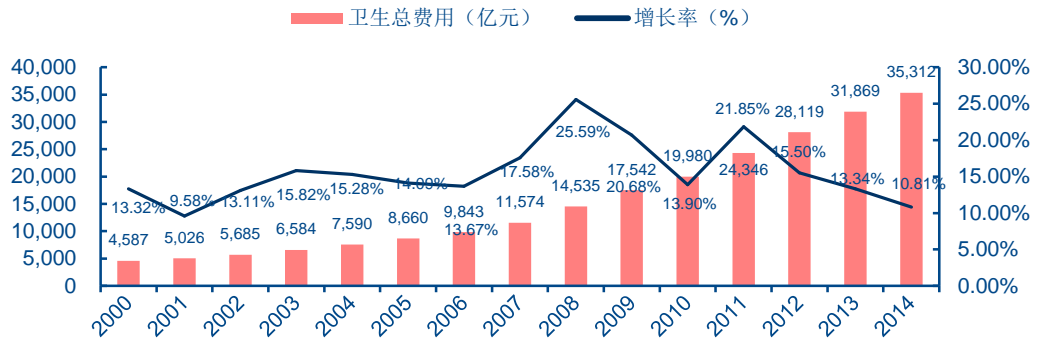
通过详细分解不同医院盈利水平以及民营专科医院在医疗服务行业中的占比，对具有高投资回报潜力的医疗服务标的做特征总结。

## 医院结构差异折射不同国家医疗卫生支出差距

### 人口老龄化趋势不可逆，我国医疗卫生支出逐年增加

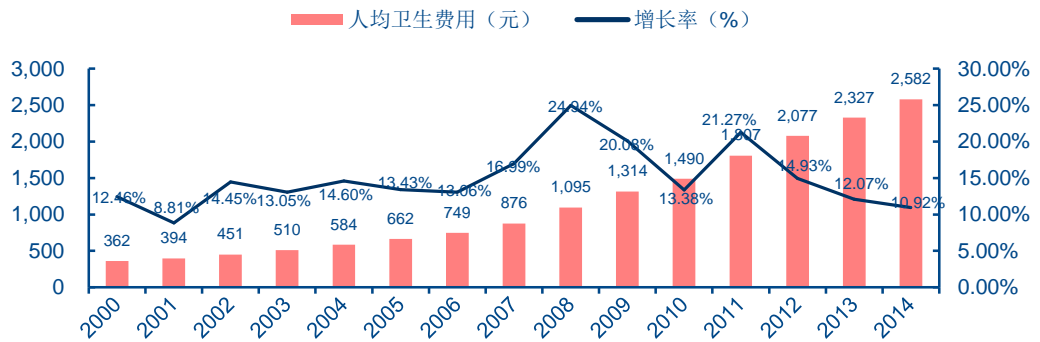
**刚性需求保障医疗卫生支出。**近年来我国卫生支出逐步增大，根据南方所公布，我国卫生总费用从 2000 年的 4587 亿元增长到 2012 年的 27847 亿元，人均卫生费用从 2000 年的 362 元增长至 2012 年的 2056 元，CAGR 达 16%。一方面，医保覆盖面扩大、医保支付水平提高以及城乡医保逐步统一推动医疗费用上升；另一方面，我国老龄化人口基数庞大，导致慢性病及改善生活质量药物的需求增加。

图 1：2000 年-2014 年我国卫生费用及增幅



资料来源：南方所、中信证券研究部整理

图 2：2000 年-2014 年我国人均卫生费用及增幅

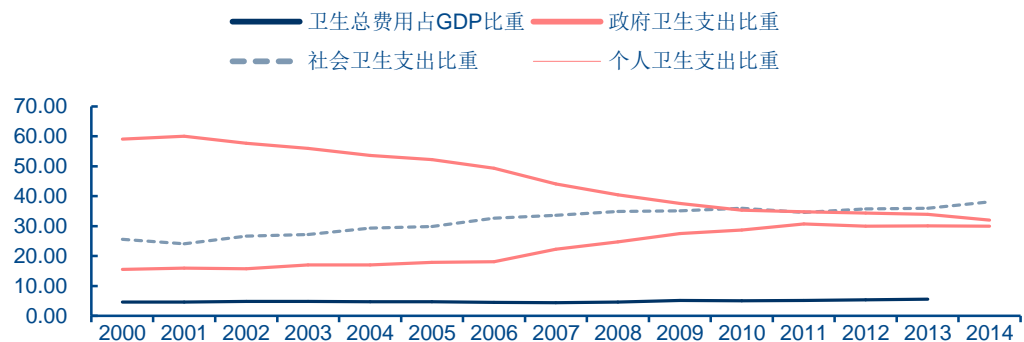


资料来源：南方所、中信证券研究部整理

## 医疗机构的组成结构从一个侧面体现了我国医疗卫生支出占 GDP 比重落后发达国家的现状

我国医疗卫生支出占 GDP 比重大幅落后发达国家数据。我国医疗支出占 GDP 比例为 5.7%，与发达国家医疗支出占 GDP 比例 13%相比有较大差距。这主要缘于国民人均收入水平和医疗支出来源结构的差异。在我国，国民人均收入处于发展中国家平均水平，社会卫生支出、政府卫生支出和个人卫生支出比重接近，私人保险支出相较发达国家而言较少，造成医疗支出占 GDP 的比重较发达国家低的局面。

图 3：2000-2014 年政府卫生支出比重、社会卫生支出比重、个人卫生支出比重、卫生总费用占 GDP 比重情况

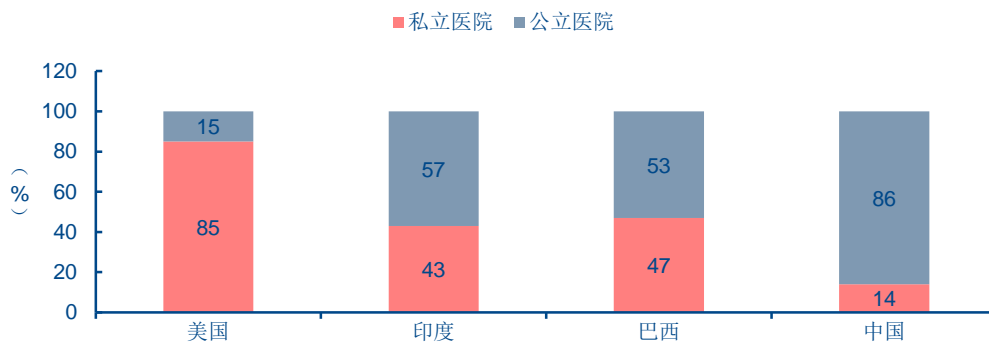


资料来源：中国卫生统计年鉴、中信证券研究部整理



不同体制医院结构的差异也是造成医疗支出占 GDP 比重不同的原因之一。通过对比美国和发展中国家在私人医院和公立医院的比重上的差异，我们发现美国私立医院床位数的占比达到了 85%，远高于印度的 43%、巴西的 47% 和中国的 14%。民营医院和公立医院在床位数占比上的差异决定了费用支出的高低，消费支出的差距从供应端的角度解释了医疗费用支出差别的原因。

图 4：2012 年各国及地区公立和私立医院床位数占比



资料来源：中国卫生统计年鉴、中信证券研究部整理

## 政策引导下，社会办医现状将出现新局面

### 中国民营医院发展迅速，数量上与公立医院等量齐观

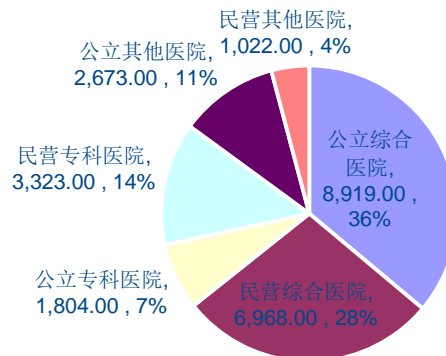
2013 年中国的卫生机构共有医院 2.6 万家，其中综合医院 15887 家，专科医院 5127 家，此外还有中医医院、中西医结合医院、民族医院等共计 3685 家。在数量上，我国公立医院占比达到 54%、共 13396 家，私立医院占比为 46%、达 11313 家，民营医院接近公立医院水平。公立医院中，综合医院数量最多，公立专科医院数量最少。而在民营医院数量占比中，民营综合医院占比最大，专科医院次之，其他类型的医院排名最末。

图 5：我国医院种类模式图



资料来源：中信证券研究部

图 6：2013 年中国各类医疗机构数量和分布

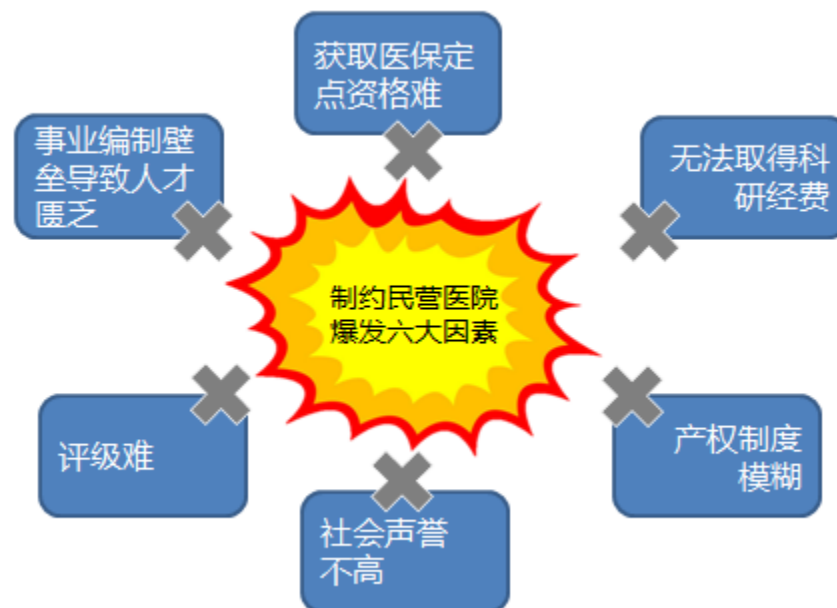


资料来源：中国卫生统计年鉴、中信证券研究部整理

## 多方因素导致中国民营医院接诊量低于公立医院水平

民营医院在数量上的蓬勃发展体现了社会对于医疗服务的需求持续上升，但相比于公立医院的事业制编制，民营医院在给医生的“体系内安全感”、科研经费、教授职衔、福利待遇、社会美誉度上都有一定差距。从而造成了在接诊量上低于公立医院水平。由于综合性医院占比是整个公立医院和民营医院数量中最大的，因此接诊量低下的数据直接体现了民营综合性医院和公立综合性医院的差距。

图 7：制约民营医院发展的六大因素

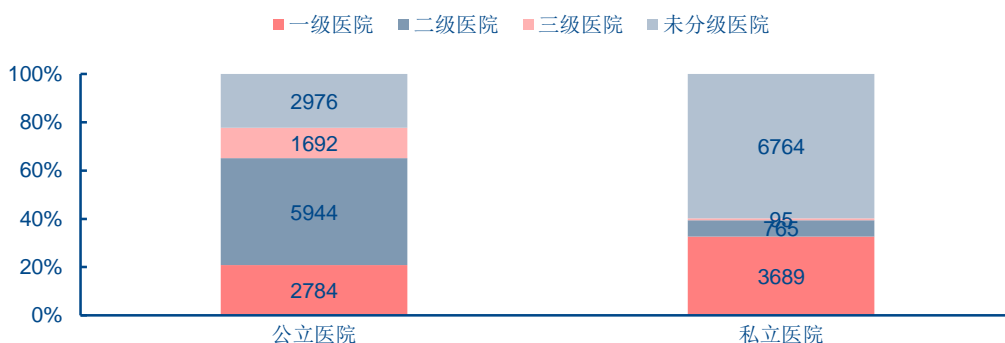


资料来源：中信证券研究部整理

**民营医院未分级医院占比达 59%。**在体现医院水平的分级指标中，有 12% 公立医院为三级医院，二级公立医院和一级公立医院总占比达到 66%；而在民营医院这边，仅 1% 的民营医院为三级医院，未分级医院占比达总民营医院数的 59%。公立医院和民营医院发展驶入岔道，定位也已不同。



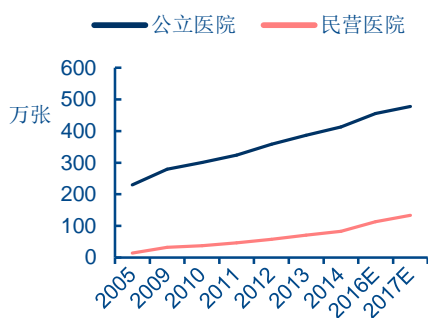
图 8：民营医院与公立医院分级情况（2013 年）



资料来源：中国卫生统计年鉴、中信证券研究部整理

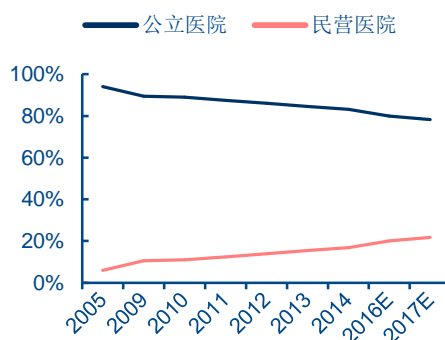
从床位数上看，2013 年底民营医院床位数接近 71 万张，其中大约有 86%的医疗机构床位数不到 100 床。2013 年，公立医院的床位数为 387 万张，民营医院为 71 万张，相差近 4.5 倍。从 2005 年到 2013 年，民营医院床位数复合增速达 16.9%，但相比公立医院，其增速相对平缓。伴随着公立医院改制和民营医院宽松的执业环境，公立医院和民营医院的床位数及其占比差距预计将会进一步缩小。我们预测到 2017 年，私立医院床位数将能达到 133.16 万张。

图 9：公立医院与民营医院床位数比较



资料来源：中国卫生统计年鉴、中信证券研究部预测

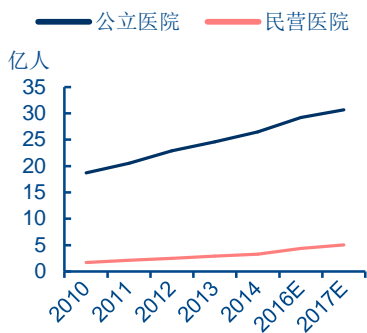
图 10：2013 年公立医院和民营医院床位数占比比较



资料来源：中国卫生统计年鉴、中信证券研究部预测

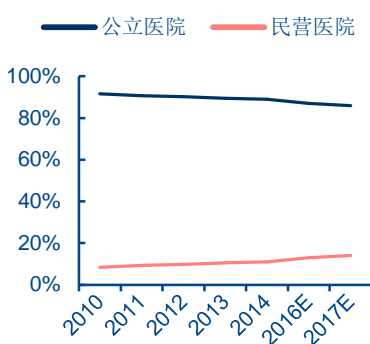
从诊疗人数上看，2015 年 1-4 月民营医院诊疗人次数为 1.03 亿人次，而公立医院诊疗人次数为 8.53 亿人次，相差近 8 倍。在入院人数上，2013 年民营医院诊疗人次数为 1692.3 万人次，而公立医院诊疗人次数为 1.2 亿人次，差距巨大。可反观民营医院和公立医院在诊疗人次和入院人次的占比走势，我们发现公立医院相对民营医院而言，在入院人次和诊疗人次的占比走势中呈下降态势，民营医院则出现了上升的态势。伴随着公立医院改制和民营医院宽松的执业环境，公立医院和民营医院的诊疗人数和住院人次数和占比差距将有望进一步缩小。我们预测到 2017 年，私立医院诊疗人数将能达到 5 亿人次，住院人数将能达到近 3000 万。

图 11: 公立医院和民营医院诊疗人数比较



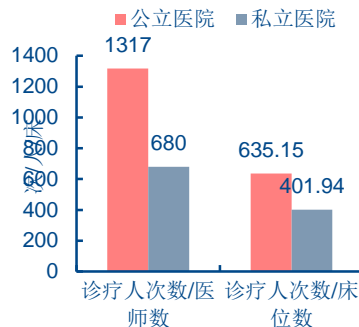
资料来源: 中国卫生统计年鉴、中信证券研究部预测

图 12: 公立医院和民营医院诊疗人次占比比较



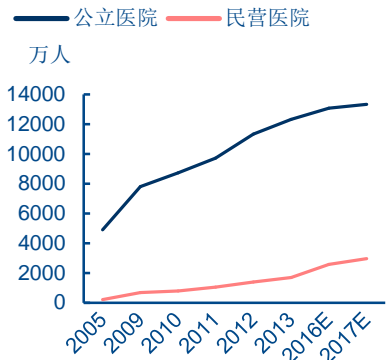
资料来源: 中国卫生统计年鉴、中信证券研究部预测

图 13: 2013 年公立医院和民营医院单位诊疗人次数比较



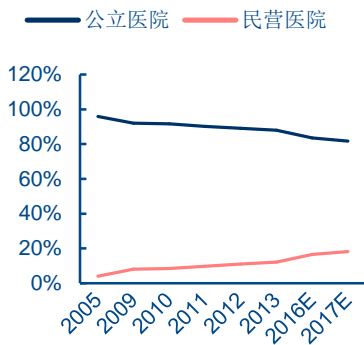
资料来源: 中国卫生统计年鉴、中信证券研究部整理

图 14: 公立医院和民营医院住院人次数比较



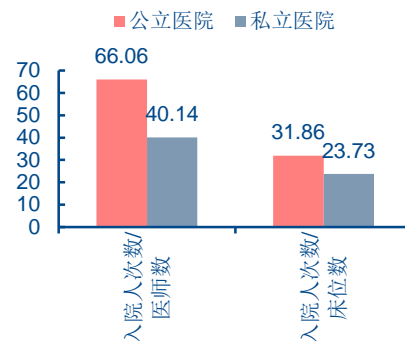
资料来源: 中国卫生统计年鉴、中信证券研究部预测

图 15: 公立医院和民营医院住院人次占比比较



资料来源: 中国卫生统计年鉴、中信证券研究部预测

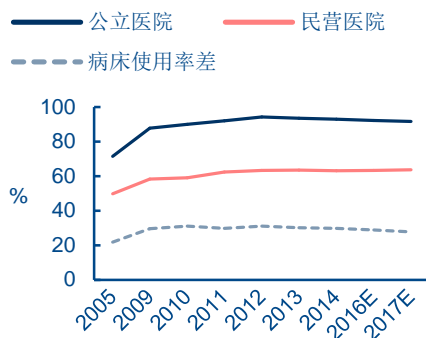
图 16: 2013 年公立医院和民营医院单位诊疗人次数比较



资料来源: 中国卫生统计年鉴、中信证券研究部整理

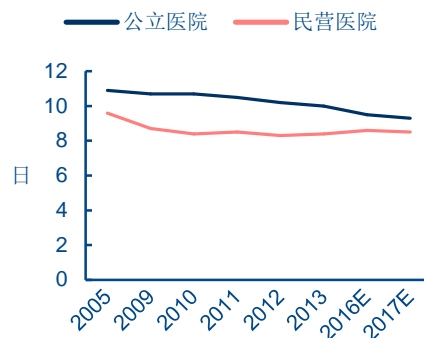
在病床使用率上, 2013 年民营医院为 30.1%, 公立医院为 93.5%, 相比与 2005 年到 2011 年, 最近 3 年民营医院和公立医院的病床使用率的差距没有进一步拉开。另一方面, 在平均住院日中, 2013 年, 公立医院患者平均住院日为 10 日, 而民营医院为 8.4 日, 这与医院患者病程差异有较大关系, 随着民营医院软硬件水平的逐渐提高, 此项差距正在逐步缩减。伴随着公立医院改制和民营医院执业环境渐宽松, 公立医院和民营医院的病床使用率及平均住院日有望进一步接近。我们预测到 2017 年, 私立医院病床使用率将能达到 62%, 而平均住院日能达到 9 日的水平。

图 17：中国不同类型医院病床使用率比较



资料来源：中国卫生统计年鉴、《中国民营医院发展报告 (2014)》(庄一强、王培舟)、中信证券研究部预测

图 18：中国不同类型医院平均住院日比较



资料来源：中国卫生统计年鉴、《中国民营医院发展报告 (2014)》(庄一强、王培舟)、中信证券研究部预测

## 政策引导下，公立医院改制压力大，社会资本迎来机遇

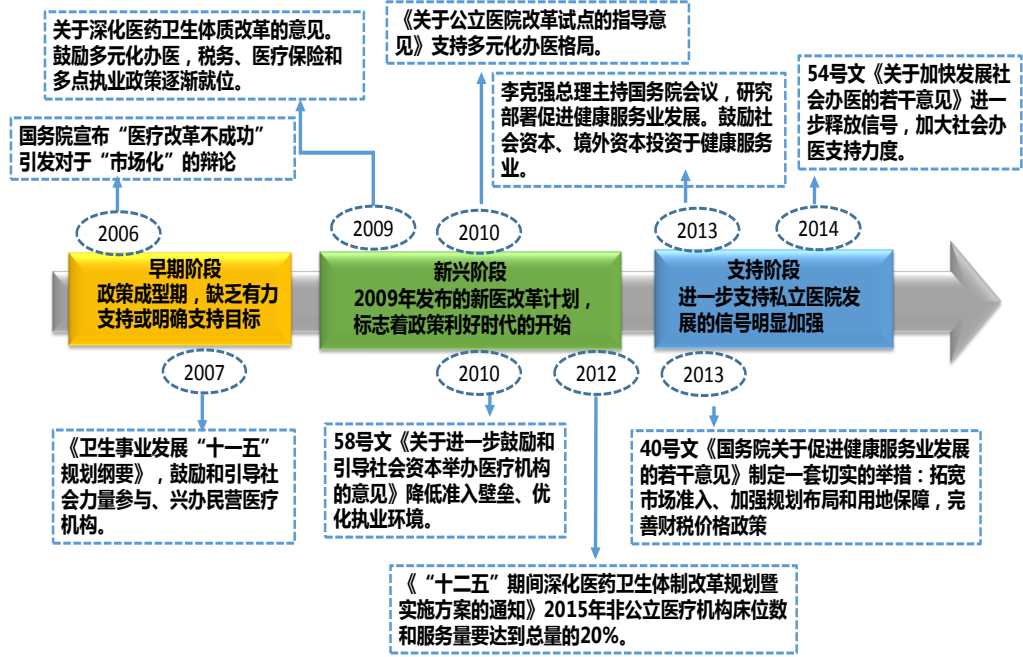
国家政策密集出台，肯定、鼓励和支持社会办医。自 2009 年 4 月国务院出台《关于深化医药卫生体制改革的意见》后，国家在改革医药卫生体制、引导社会资本投入、指导公立医院改革和促进健康服务业发展等各领域出台了多项细则。医师多点执业、放开非公医疗机构定价、放宽医保定点、税收等细则正不断改善社会办医环境。

表 1：鼓励社会办医政策一览

政策	发布时间	政策影响	社会资本办医影响
《关于医师多点执业有关问题的通知》	2009	明确规定了多点执业条件，提出了要签订多点执业协议、明确医疗责任承担，一家加强注册管理和考核，以促进医生合理流动、规范多地执业。意见稿对于大家较为关注的多点执业条件提出了明确规定，要求“征得其第一执业地点的书面同意”，“具有中级以上医学专业技术职务任职资格，从事同一专业临床工作 5 年以上”，并且“未在医疗机构担任临床、医技和行政科室主要负责人及以上领导职务”。	增加医生流动性，社会资本办医的医生资源得到加强
《关于扩大医师多点执业试点范围的通知》	2011		
《多点执业若干意见征求意见稿》	2014 年 1 月		
《关于非公立医疗机构医疗服务实行市场调节价有关问题的通知》	2014 年 3 月	提出“非公医疗机构医疗服务价格实行市场调节”，放宽了民营医院的自主定价权，赋予其更大的业务灵活性。通知也提出要“建立医疗保险经办机构与定点非公立医疗机构的谈判机制”，再次强调了符合医保定点要求的医疗机构，在医保定点资格上应该一视同仁。	提高民营医院的盈利能力
《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》	2011 年 7 月 27 日	陕西省依据此通知将营利性医疗机构的所得税征收减免至 15% 的优惠税率。	提高民营医院的盈利能力
《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	2013 年 10 月 18 日	提及“优化投融资引导政策”，改变民营医院融资难的现状。	提高民营医院融资能力
北京《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构若干政策》	2012 年 6 月	简化审批流程，在重点专科和重点领域提供政府支持，允许多样化的土地取得方式，以及进一步加大人才政策的扶持力度方面。	提高民营医院吸引人才的能力
《北京市社会办医指南》	2014 年 3 月		
广州《进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构实施办法》	2013 年 6 月	实行联合审批加快审批程序，加大对社会办医机构科研的支持力度。同时广东省也拟将出台更为宽松的多点执业政策，放宽对执业地点数量的限制及对医生资格的要求。	
温州《关于加快推进社会资本举办医疗机构的实施意见》	2012 年 8 月	同时出台 14 个配套文件作为该意见的实施细则，内容涉及社会资本举办医疗机构的土地、融资、人才、医保等多个方面。	提高了民营医院的医务人员素质和数量
《深圳市“十二五”期间深化医药卫生体制改革实施方案》	2012 年 12 月 29 日	提出 2015 年社会医疗机构门急诊诊疗服务量达到全市总诊疗量的 30% 左右，住院量达到 25% 左右，这已显著高于全国 2015 年社会办医服务量达到 20% 的整体目标。	

资料来源：中信证券研究部整理

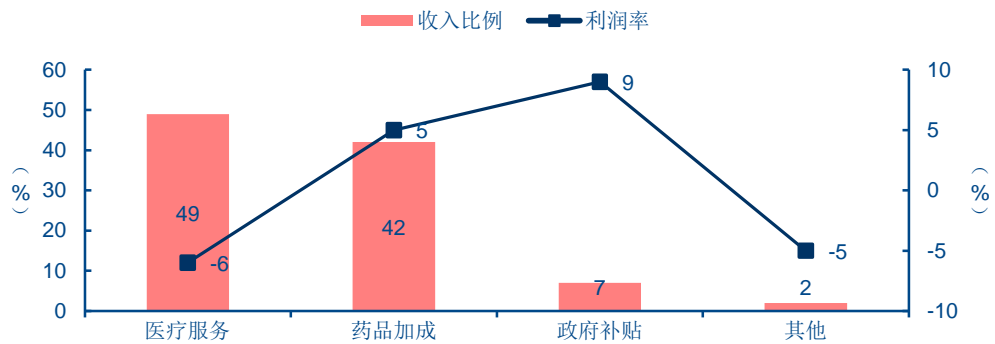
图 19：民营医院执业环境正不断改善



资料来源：国家卫计委网站、中信证券研究部

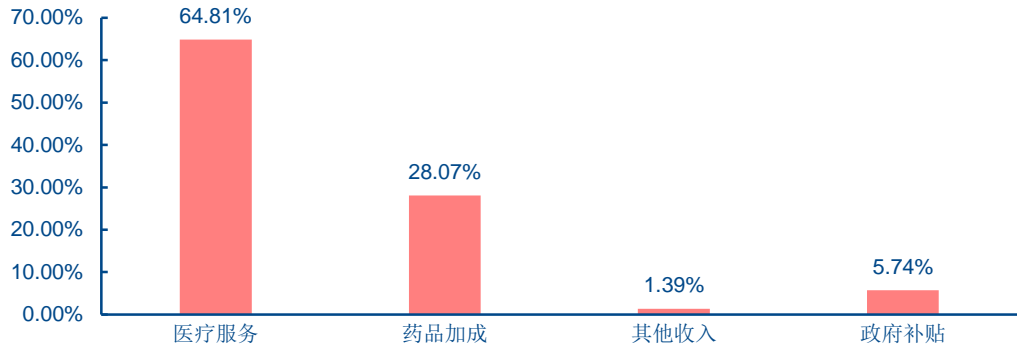
新医改给公立医院进一步带来巨大压力。在公立医院本身运营效率不高的前提下，政府新出台的医改政策进一步为公立医院带来了巨大的压力。2010年，公立医院收入比例中，医疗服务贡献了49%，药品加成占比为42%。在利润端，医疗服务部分的利润率为-9%，而药品加成的利润率达到5%。当取消以药养医和建立新医保支付制度情况下，公立医院来自于药品加成的收入比重预计将会下降。

图 20：2014 年我国公立医院收入结构



资料来源：中国卫生统计年鉴、中信证券研究部整理

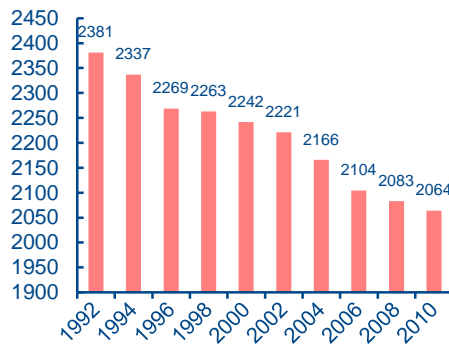
图 21：2013 年我国公立医院收入结构



资料来源：中国卫生统计年鉴、中信证券研究部整理

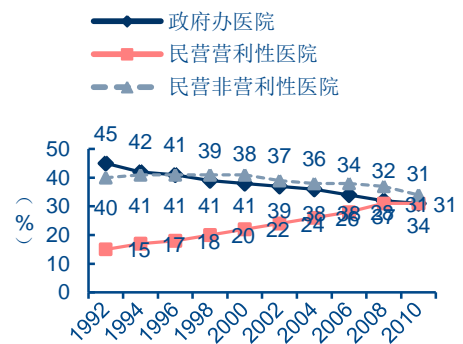
根据德国和中国台湾地区的控费改革对于公立医院影响的经验，公立医院在改革后数量迅速下降。1993 年，德国进行了医保付费制度的改革，配合之后的 DRG 制度的改革，德国公立医院在接下来的 20 多年里，经历了公立医院主导和私立医院崛起的阶段。现在德国民营医院的数量已经超过公立医院。2010 年，德国民营营利性医院数量为总数的 31%、民营非营利性医院数量为总数的 34%，两者之和为 65%，而公立医院占比仅为 31%。

图 22：1992~2010 德国医院总数变化趋势



资料来源：《中国民营医院发展报告（2014）》（庄一强、王培舟）、中信证券研究部整理

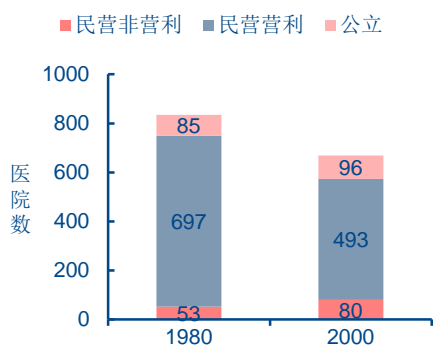
图 23：医改下德国医院变化情况



资料来源：《中国民营医院发展报告（2014）》（庄一强、王培舟）、中信证券研究部整理

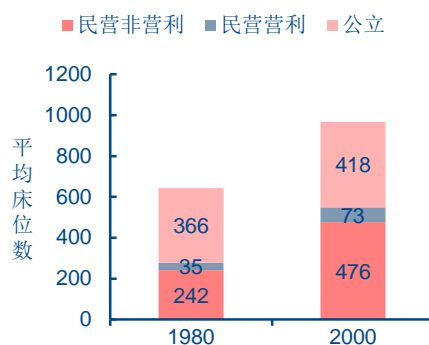
中国台湾地区自 1995 年 3 月 1 日开始实施全民保健改革前后，民营医院平均床位数从 1980 年的 277 张，增加至 2000 年的 549 张；公立医院的平均床位数从 1980 年的 366 张，增加至 2000 年的 418 张，增幅小于民营医院。医改后，中国台湾地区患者对民营医院的需求超过公立医院。

图 24: 医改下中国台湾地区不同性质医院数量变化情况



资料来源:《台湾医院产业的市场结构与发展分析》(卢瑞芬、谢启瑞)、《中国民营医院发展报告(2014)》(庄一强、王培舟)、中信证券研究部整理

图 25: 医改下中国台湾地区不同性质医院床位数变化情况



资料来源:《台湾医院产业的市场结构与发展分析》(卢瑞芬、谢启瑞)、《中国民营医院发展报告(2014)》(庄一强、王培舟)、中信证券研究部整理

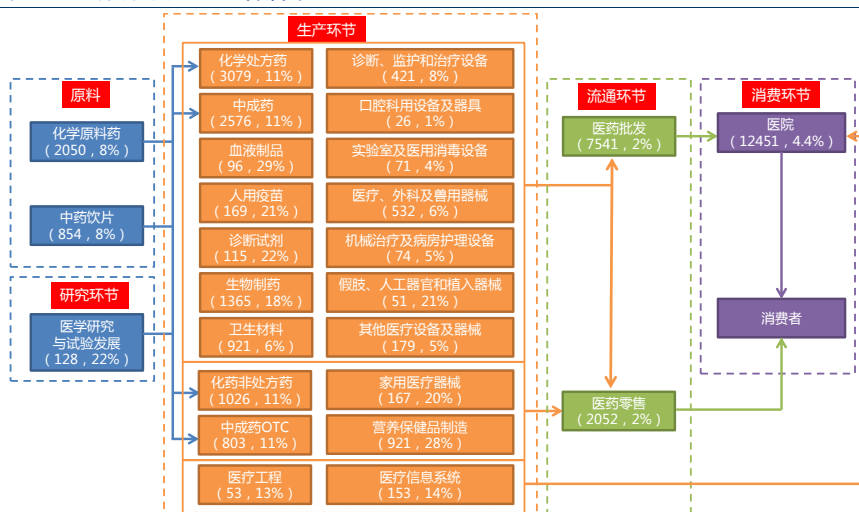
在医改政策的压力测试下, 公立医院内部即将出现分化。政策引导下, 公立医院的改制受级别影响很大。实力强劲的三甲综合性医院具有医生、学校、地方卫计委三重壁垒, 资本进入的难度大。而二级和一级医院, 由于自身经营情况不佳和地方卫计委扶持力度有限, 对于资本参与改制的门槛较低, 尤其在二、三线城市, 这些医院对于资本的介入持欢迎态度。

## 公立医院改制大势所趋, 资本追逐提升医院估值水平

### 民营医院利润率和 ROE 远胜于公立医院, 政策扶持下资本效应逐步显现

医院的增长率和利润率低于医疗行业的整体水平。在数量化的行业对比后, 我们发现民营医院在数量上和公立医院已经接近, 然而由于公立医院的特殊固有优势, 导致其在市场占比和接诊量上胜于民营医院。然而, 高就诊率的公立医院的运营中却折射了公立医院低下的盈利效率的问题。在医疗行业中, 上游为一些药品和仪器耗材的原料供应商, 中游是药厂和医疗仪器的提供商, 下游是医疗机构和患者。通过对医疗行业中各细分行业的增长率和利润率的横向对比, 我们发现医院这一环节的增长率和利润率都低于医疗行业的整体水平。

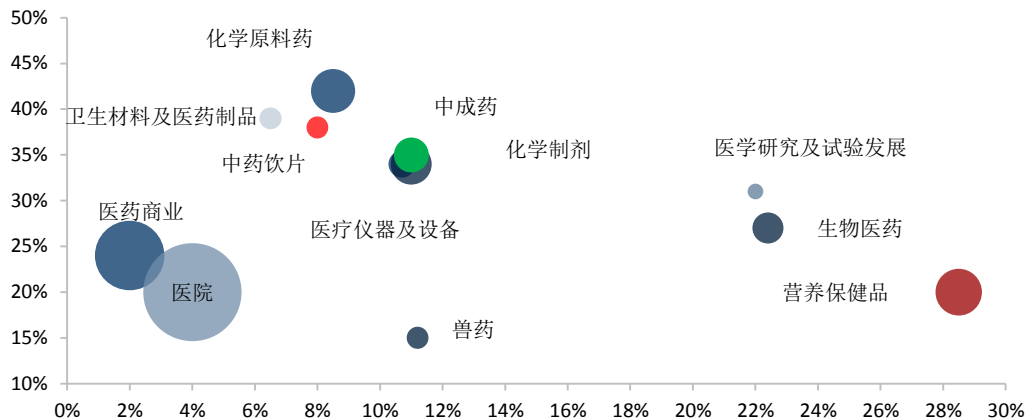
图 26: 医疗体系产业链利润率



资料来源:《中国民营医院发展报告(2014)》(庄一强、王培舟)、中信证券研究部整理



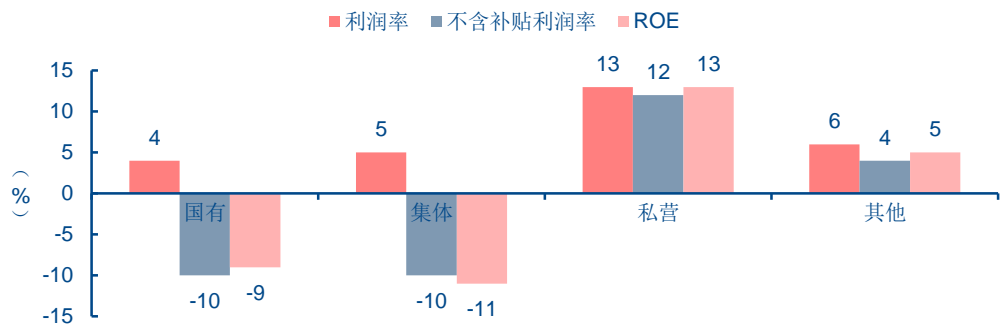
图 27：医疗体系产业链利润率



资料来源：《中国民营医院发展报告（2014）》（庄一强、王培舟）、中信证券研究部整理

**公立医院 ROE 和利润率较民营医院低。**根据 2010 年的卫生统计年鉴的数据，公立医院（包括国有医院和集体医院）的利润率和 ROE 为 4%和-10%左右，远低于民营医院的 12%和 13%。2010 年，私营医院的利润率和 ROE 均为 13%。公立医院从数量和接诊量上而言，是中国医疗体系的主体，但较低的利润率和 ROE，拉低了医院行业整体的利润率。当然，在这里不得不提的一点是，公立医院负担着很多重大疑难疾病的诊治工作，是非营利的，对公益性的追求超过了对资本回报的追求。

图 28：2010 年不同经济性质医院利润率和净资产收益率（ROE）



资料来源：中国卫生统计年鉴、《中国民营医院发展报告（2014）》（庄一强、王培舟）、中信证券研究部整理

## 开放后的体制吸引众多资本以三种主流模式介入医疗服务行业

**优秀的民营医院是投资稀缺标的，资本追逐下带来高估值**

政策推动下，民营医院市场被寄托了大希望，民营综合医院中的三甲医院只占全部三甲医院数量的 1%，并且民营专科医院依然处于稀缺状态。因此，在资本追逐优质民营医院投资的情况下，近 5 年来，优质民营医院并购标的的估值水平维持了较高的水平。表 3 中统计的 2000 年至今的知名民营医院收购案例中市盈率均值达到 21.45X。

表 2：2000 年至今民营医院并购收购案例

标的企业	交易买方	收购比例	交易价格 (万元)	标的企业营业收入 (万元)	标的企业净利润 (万元)	标的企业净资产 (万元)	市盈率 (P/E)	市净率 (P/B)	市销率 (P/S)
美年大健康	雷凯、平安、凯辉	—	30000	—	—	—	—	—	—
梅河口市妇幼保健 院、友谊医院、中 医院	康美药业	100%	—	—	—	—	—	—	—
贵阳市南明区天源 医院有限责任公司	贵州百灵	100%	148	1.61	-14.97	24.03	—	6.16	91.93
禅城医院	复星医药	60%	69300	49700	4749	30200	24.32	3.82	2.32
蓬溪健顺王中医医 院有限责任公司	独一味	100%	8000	4289.54	364.63	1073.31	21.94	7.45	1.87
德阳美好明天医院 有限公司	独一味	100%	1500	596.69	259.96	314.59	5.07	4.77	2.51
爱康国宾健康体检 管理集团	高盛、 GIC	25.60%	10000 万 美元	13000 万美 元	1800 万美 元	69030	16.67	2.6	2.31
四川省肿瘤医院肿 瘤诊疗中心	独一味	85%	12000	6780.41	2967.51	—	4.76	—	2.08
南京鼓楼医院集团 仪征医院有限责任 公司	金陵药业	68.33%	12295.09	14627.64	1111.79	8845.24	16.18	2.03	1.23
西安高新医院有限 公司	开元投资	100%	29700	28907.95	-4964.88	24201	—	1.23	1.03
西安爱尔古城眼科 医院有限公司	爱尔眼科	66.50%	5719	1403.04	114.79	3301.14	74.92	2.61	6.13
北京英智眼科医院 有限公司	爱尔眼科	27.11%	3490.67	5063.59	1124.56	1729.01	11.45	7.45	2.54
天津麦格眼科医院 有限责任公司	爱尔眼科	100%	50	420.73	1.05	236.51	47.62	0.21	0.12
麦格眼科	爱尔眼科	100%	1100	358.63	68.44	—	16.07	—	3.07
明日麦格眼科	爱尔眼科	100%	560	1010.3	79.93	114.78	7.01	4.88	0.55

资料来源：《中国民营医院发展报告（2014）》（庄一强、王培舟）、中信证券研究部整理

三种路径铺就资本逐鹿民营医院蓝海市场。现阶段，资本进入民营医院主要通过三种形式：**1）资本介入现有医院。**资本介入现有医院主要有两种形式一种是独资投资现有医院，另一种是合作投资现有医院。独资投资现有医院能使投资者快速获得该医院的品牌，医务人员，固定资产等资源；**2）资本建立新医院。**依靠资本建立的新医院多是新建民营医院，且多为专科医院；**3）托管模式实现收益互换。**与出资控股医院的形式不同，医院托管模式正成为省钱高效的医疗服务新模式。

图 29：三种路径铺就资本逐鹿民营医院蓝海市场

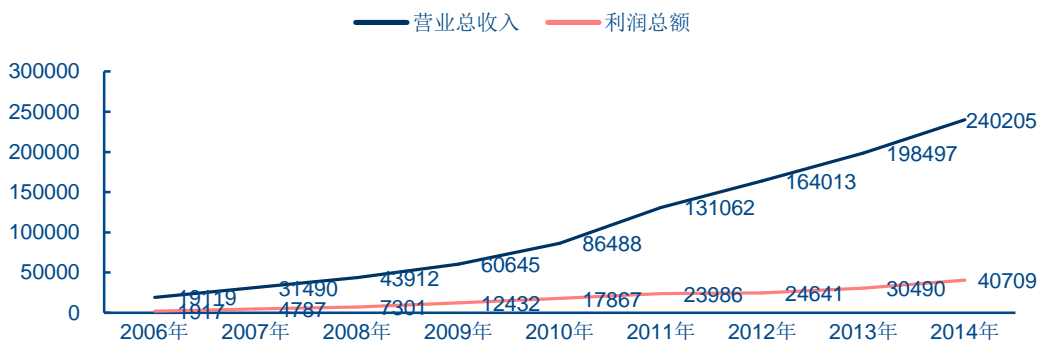


资料来源：中信证券研究部整理

## 1、投资入股现有医院

资本介入现有医院主要有两种形式。一种是独资投资现有医院，另一种是合作投资现有医院。独资投资现有医院能使投资者快速获得该医院的品牌、医务人员、固定资产等资源。此类模式，由于公立医院的制度变革限制，较为成功的案例多出现在民营医院的投资案例中：爱尔眼科于2009年10月上市，募集资金9.38亿元，通过频繁的并购扩张活动，扩张成一家综合性的医疗服务机构。

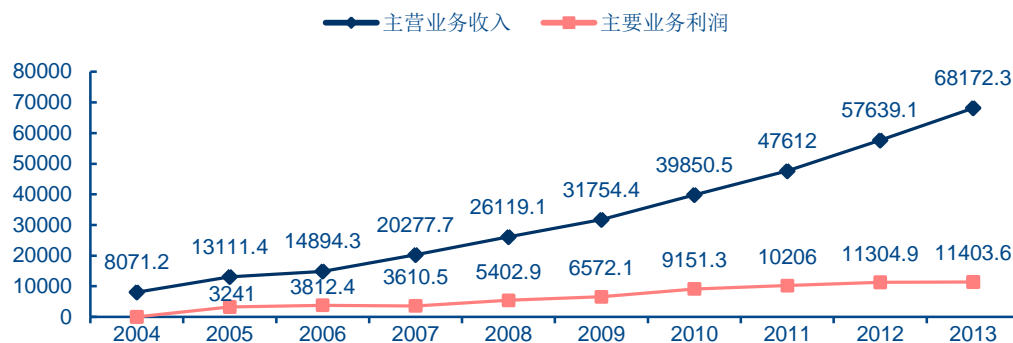
图 30：爱尔眼科 2006~2014 年营业收入、利润总额及二者增长率变化趋势



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

合作投资现有医院的范例：2003年金陵药业以7012.6万元人民币收购了宿迁市人民医院70%的产权，并请南京市鼓楼医院（三甲）参与管理。收购转制后，金陵药业从运营角度提升了宿迁市人民医院的服务水平，将其从二级乙等综合医院升级为三级乙等医院。2004~2013年主营业务收入CAGR为26.8%，2005~2013年主营业务利润CAGR为17.0%。

图 31：宿迁人民医院 2004~2013 年主营业务收入和主营业务利润



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

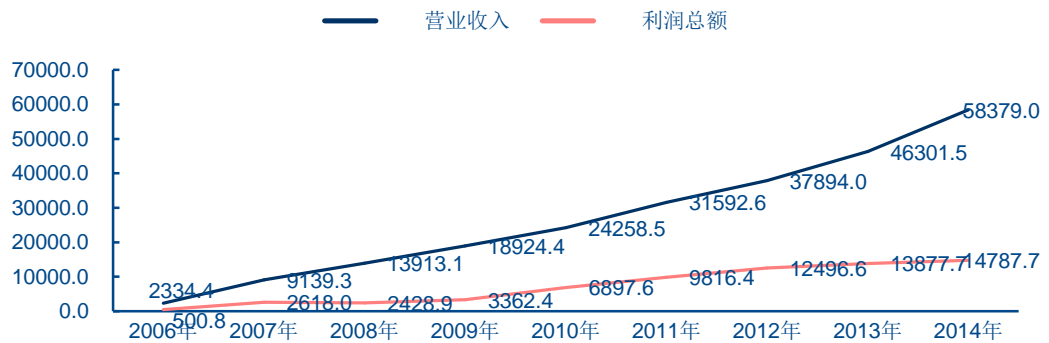
## 2、独立资本建立新医院

独资新建医院的模式有产权清晰的优势，投资方可以实现控股经营，但另一方面其投资回报周期也较长。新建民营医院通常在达到盈亏平衡之前，有5~10年的培育期。

资本建立新医院的一个典型案例便是通策医疗投资股份有限公司。公司在2007年7月、9月分别投资新建杭州口腔医院古翠门诊部和衢州口腔医院有限公司，12月收购北京京朝口腔医院80%股权。2008年收购黄石现代口腔医院100%股权，10月新建嘉兴通策口腔门诊部，11月持股51%设立瑞安通策口腔门诊部，12月，设立宁海通策口腔医疗有限公司。2010年认购昆明市口腔医院改制后股份的58.59%。2013年设立诸暨口腔医院（杭口）。2014年设立海宁口腔医院（占60%）、上虞口腔医院有限公司（占51%）、舟山口腔医院有限公司

(占 60%)、绍兴越城口腔医院有限公司 (占 59%)、杭口嵊新分院 (占 60%)、杭口湖州分院 (占 60%) 和南京金陵口腔医院有限公司 (占 80%)。2015 年, 设立萧山通策口腔医院有限公司 (占 60%)、宁波北仑通策口腔医院有限公司 (占 70%)。2014 年 9 月, 杭口新总院正式营业, 牙椅数目由原来的 350 张增加到 600 余张, 加上目前已建立的 10 家分院, 牙椅总数约 1300 多台, 是世界上最大的口腔医院。2015 年上半年营业收入和净利润分别为 2.47 亿元和 0.59 亿元, 同比增长 31.6%、35.9%。

图 32: 通策医疗 2004-2014 年主营业务收入和主营业务利润 (万元)

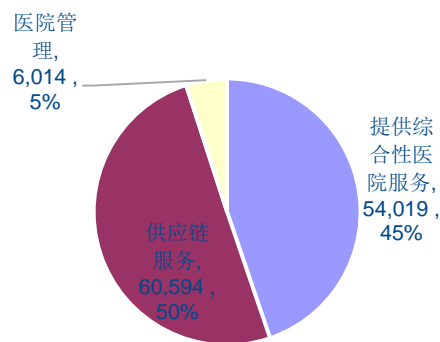


资料来源: 公司公告, 中信证券研究部整理

### 3、托管模式实现收益互换

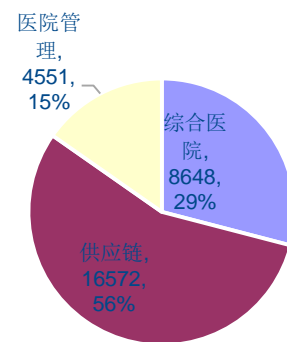
与出资控股医院的形式不同, 医院托管模式正成为资本进入医疗服务行业的省钱高效新模式。医疗服务公司通过为医院提供专业化的管理咨询服务, 通过固定投资改善硬件设备和服务水平, 换取医院经营管理的主导权, 实现收益互换。凤凰医疗集团 2010 年托管北京门头沟区医院是经典案例。门头沟区医院转变为凤凰医疗集团和政府共同投入, 分离所有权、决策权、执行权和监管权, 建立以理事会为运营决策机构的现代医院法人治理结构, 实行院长负责制。在此之后, 凤凰医疗集团又签订了对门头沟区中医院的托管协议, 将其并入门头沟区医院集团旗下, 实现了门头沟区医院的集团管理, 供应链等管理通过规模效应持续优化。在改制后, 2013 年上半年, 门头沟区医院床位数达 421 张, 较 2011 年增长 67%, 2013 年上半年门诊量达 24.93 万人次, 较 2012 年上半年增长 14%。凤凰医疗集团也持续从管理费用和供应链业务费用两个方面从中获取收益。

图 33: 2014 年凤凰医疗收入结构



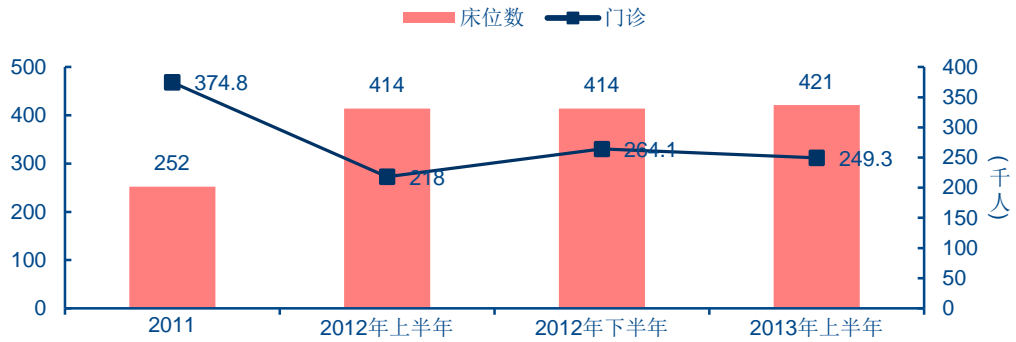
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部整理

图 34: 2014 年凤凰医疗毛利润结构



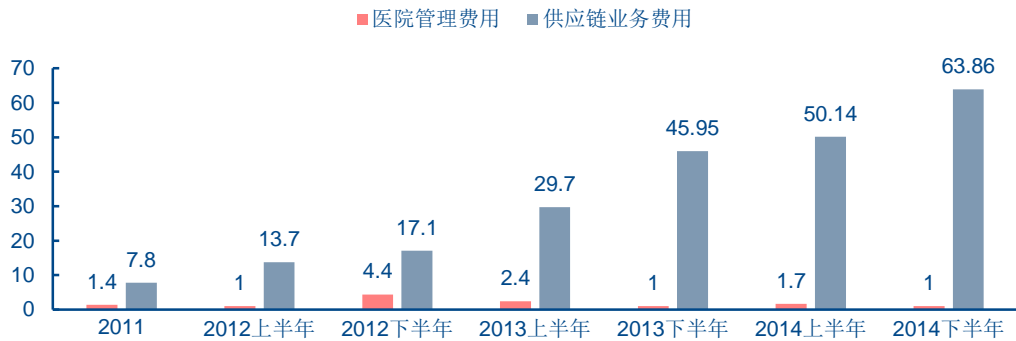
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部整理

图 35：门头沟区医院在凤凰医疗集团管理期间的床位数和门诊量变化



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

图 36：凤凰医疗集团来自门头沟区医院的收益（百万）



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

## 民营专科医院的高回报属性最受社会资本青睐

### 专科医院 ROE 大幅领先综合医院，美容医院和五官科医院利润率最高

专科医院小而美，ROE 水平高。相对于小而美的专科医院而言，综合性医院对于各个科室的实力水平要求较高。大量的资金沉淀于综合医院的前期招兵买马和购置先进设备中。同时，一个令人不能回避的现实是，综合医院超过 5 公里的服务半径后，对病人的吸引力将显著减弱。很多综合医院运营时都会遇到例如医保定点、贷款融资、大型医疗设备采购和人力资源等瓶颈。这也从另一方面解释了综合医院 ROE 低下的原因。

表 3：不同医院类型的利润率和净资产收益率（ROE）

	利润率	利润率（不含补贴）	ROE（不含补贴）
美容医院	23%	23%	43%
耳鼻喉科医院	20%	15%	11%
民族医院	14%	-46%	-21%
眼科医院	13%	11%	7%
口腔医院	11%	2%	1%
整形外科医院	11%	6%	5%
妇产科医院	8%	-1%	0%
其他专科医院	8%	3%	1%
肿瘤医院	7%	2%	2%

	利润率	利润率（不含补贴）	ROE（不含补贴）
护理院	7%	-12%	-9%
骨科医院	6%	1%	1%
儿童医院	6%	-3%	-3%
中西医结合医院	5%	-5%	-5%
精神病医院	4%	-27%	-21%
麻风病医院	4%	-78%	-40%
综合医院	4%	-4%	-4%
中医医院	4%	-7%	-5%
职业病医院	3%	-16%	-16%

资料来源：中国卫生统计年鉴、《中国民营医院发展报告（2014）》（庄一强、王培舟）、中信证券研究部整理

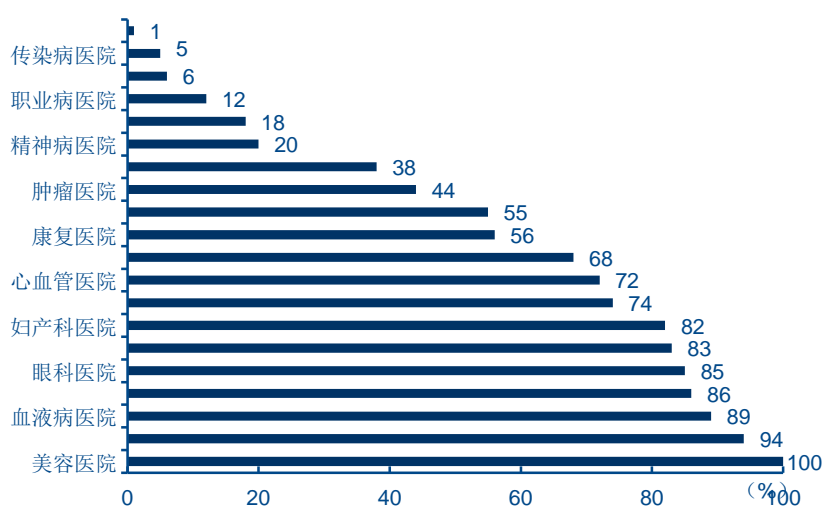
## 专科医院利润率高，整形、口腔、生殖、眼科 ROE 排名前列

专科医院差异化定位，以点带面体现经营竞争力。区别于公立医院注重综合实力的打造，专科医院对口腔、眼科、辅助生殖、美容整形等专科进行针对性布局。这些专科医院中民营医院占据了很大一部分比重。差异化经营的结果不仅使民营医院避免了与拥有强大资源禀赋的公立医院的直接竞争，更加使投资者在选择投资目标时避免了在同一地区同一专科的恶性竞争。

专科医院相比于综合医院，侧重设备质量、管理和牌照的获得。品牌扩张可通过连锁经营模式快速递推。专科医院目前我国发展良好，不少专科医院的利润率都明显高于公立综合医院。从表 4 可看出，美容医院、耳鼻喉科医院的平均利润率分别达到了 23% 和 20%。眼科医院和口腔医院的利润率也都超过了 10%。在这些利润较好的专科医院中，民营医院占了非常大的比例。例如利润率最高的美容整形医院已经基本上被民营医院占据。骨科、眼科、妇产科和耳鼻喉科领域的民营医院的比例也已超过了公立医院。

民营专科医院中，已有不少成功案例。例如爱尔眼科、通策医疗、慈铭体检、三博脑科、武汉亚洲心脏病医院、北京新世纪儿童医院、美中宜和医院、河南洛阳正骨医院等。

图 37：民营医院占专科医院比例



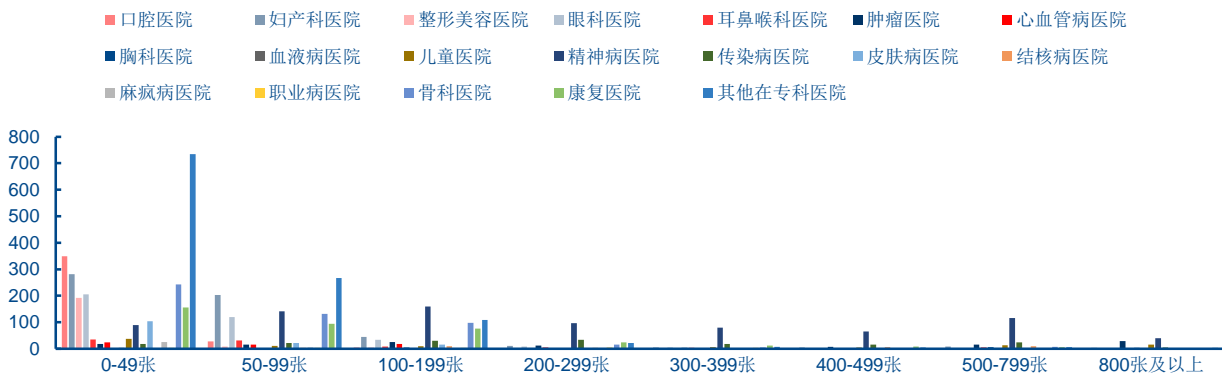
资料来源：中国卫生统计年鉴、《中国民营医院发展报告（2014）》（庄一强、王培舟）、中信证券研究部整理



轻资产运营助力民营医院高效运行，增加收入。

各类专科医院，在医院病床、人员配置以及营运能力方面都存在一定的差异。就床位数而言，口腔医院与整形医院更多地集中在 0-49 张床位的规模档次，显著少于任何其他类型医院。

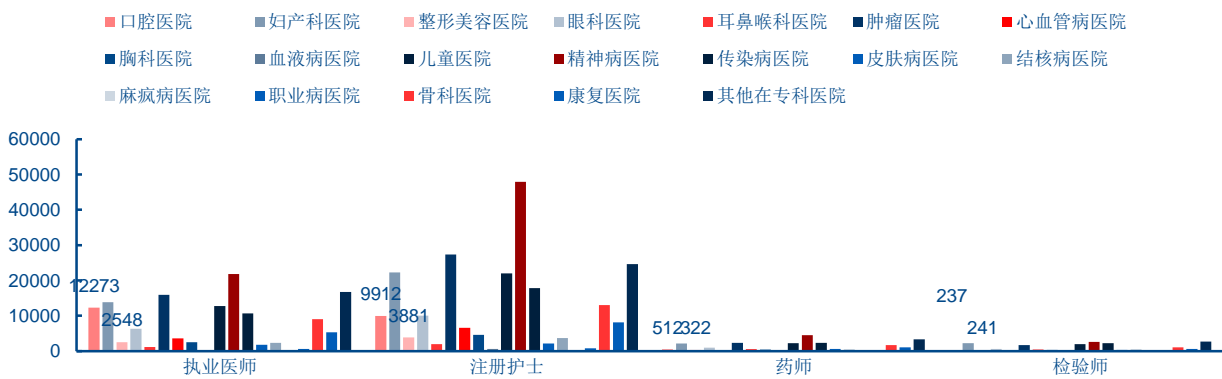
图 38：不同范围床位数不同医院数量对比分析



资料来源：中国卫生统计年鉴（2014），中信证券研究部

在人员配备方面，无论是执业医师、注册护士，还是药师、检验师，妇产科医院都配备了相对更多的工作人员，尤其是在检验师方面。2013 年全国范围内口腔医院的执业医师为 12273 个，配备注册护士 9912 名，仅低于肿瘤医院、精神病院、儿童医院和妇产科医院，药师配备数中等，为 512 个；检验师人数较少，为 237 个。而整形美容医院的工作人员就相对较少，2013 年全国范围内整形医院的执业医师为 2548 个，配备注册护士 3881 名，属于专科医院配备人数较少的；药师配备数为 322 个；检验师人数较少，为 241 个。

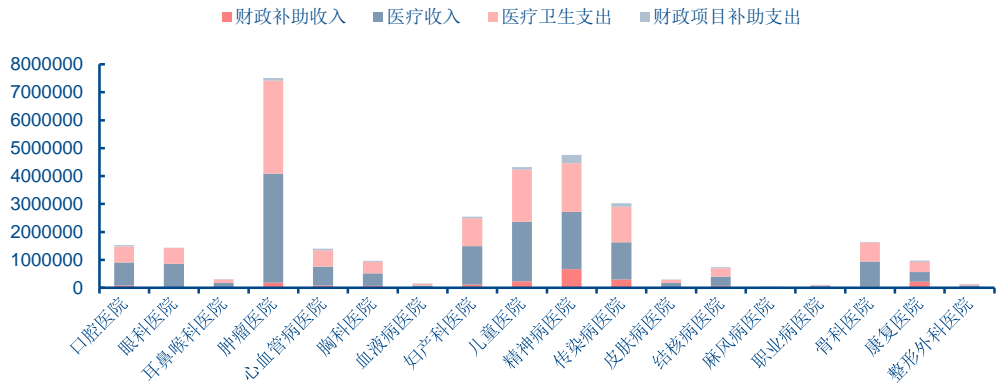
图 39：不同类型医院人员配备对比分析



资料来源：中国卫生统计年鉴（2014），中信证券研究部

相比于其他专科医院，口腔医院在盈利能力方面处于中上等水平。从 2013 年我国各类专科医院收入来看，2013 年我国口腔医院总收入为 94.40 亿元，排名第八，高出其他 12 种专科医院总收入。从收入结构来看，我国口腔医院获得国家财政支持力度较大，2013 年财政补贴额达到 7.73 亿元，同期眼科、心血管专科医院的财政补贴仅为 2.14 亿元和 8.0 亿元。2013 年我国整形美容医院总收入为 7.91 亿元，从收入结构来看，我国整形美容医院获得国家财政支持力度较小，2013 年财政补贴额仅为 2962 万元，收入大部分来自于医疗收入。

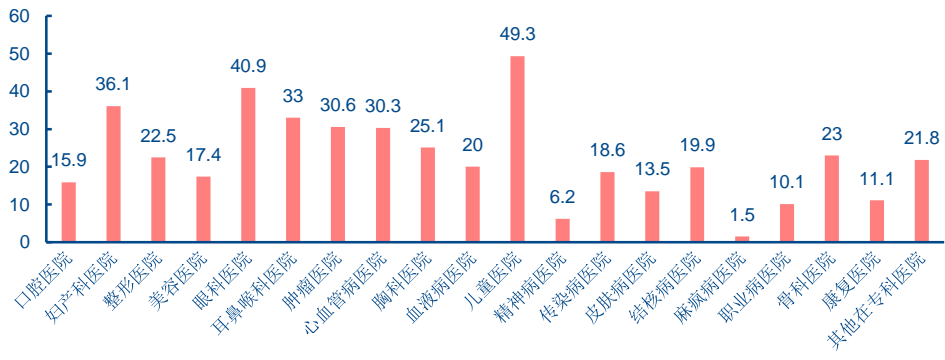
图 40：2013 年不同类型专科医院收入构成分析



资料来源：中国卫生统计年鉴（2014），中信证券研究部

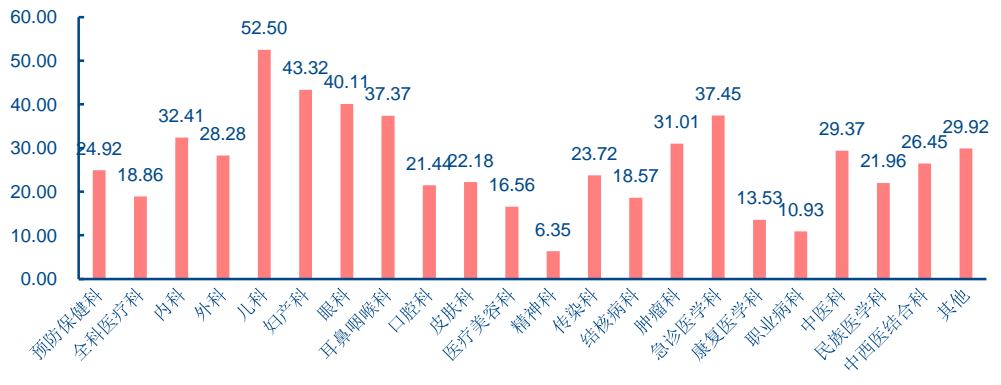
在资产利用效率方面，整形医院效率相对较高，2013 年病床周转次数达到 22.5，在 20 类专科医院中排名第九；口腔医院效率尚可，2013 年病床周转次数达到 15.9。从出院人数/床位数指标来看，全国口腔科为 21.44 人/床，整形美容科为 16.56 人/床，高于康复医学科和职业病科。

图 41：不同类型医院病床周转次数对比分析



资料来源：中国卫生统计年鉴（2014），中信证券研究部

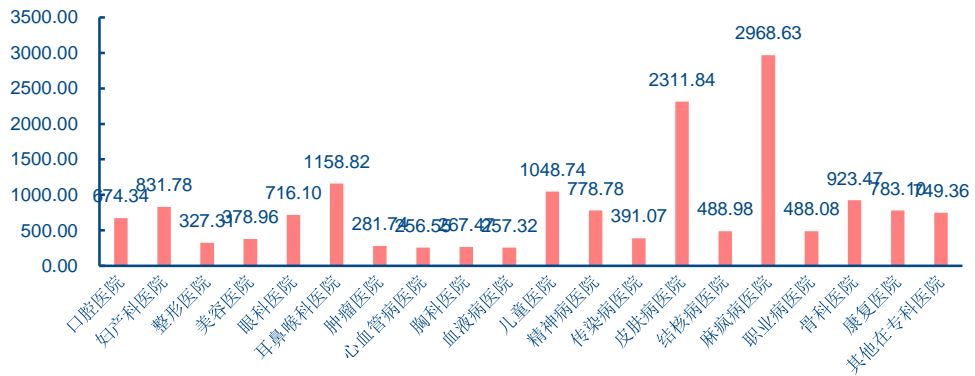
图 42：不同科室出院人数/床位数对比分析



资料来源：中国卫生统计年鉴（2014），中信证券研究部

在设备盈利能力方面，口腔医院处于所有专科类医院的中游，每台万元以上价值的设备承担的诊疗人数全年达到 **674.34**，低于麻疯病医院、皮肤病医院、耳鼻喉科医院、儿童医院和骨科医院等，但同时高于肿瘤医院的 **281.74**、胸科医院的 **267.47**。

图 43：不同医院诊疗人次/万元设备对比分析



资料来源：中国卫生统计年鉴（2014），中信证券研究部

### 具有连锁经营潜力、优质盈利能力和一定竞争壁垒的民营专科医院是资本的宠儿

在民营专科医院的投资回报显著高于综合医院的情况下，较高的竞争壁垒和可规模化扩大营收的民营专科医院是理想的投资对象。从盈利角度考虑，美容整形医院、五官科医院、口腔医院、生殖医院的利润率和 ROE 水平大幅领先其他专科医院。从竞争壁垒角度考虑，五官科、美容整形、生殖医院、肛肠医院在公立医院中不属于重点科室，因此和公立医院竞争关系较为缓和。从具有连锁经营的角度考虑，五官科、美容整形、口腔医院、生殖医院对医生的依赖程度低，而对设备的需求大。方便连锁经营，扩大市场份额。参考国外民营医院发展趋势，我们更看好有医院运营基因的公司。在二级市场中，**爱尔眼科、通策医疗、康美药业、复星医药**是符合这一投资主线的公司。新三板中，我们推荐关注**可恩口腔、莲池医院、华韩整形、美中嘉和、丽都整形**。

图 44：不同类型的民营专科医院对资本的吸引力



资料来源：中信证券研究部整理

表 4：新三板挂牌医疗服务公司一览

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	收入 (百万元)		净利润 (百万元)		PS		PE	
				2014	TTM	2014	TTM	2014	TTM	2014	TTM
可恩口腔	830938.OC	5.8	16.00	64.44	87.49	8.71	13.92	8.9	6.6	66	41
莲池医院	831672.OC	7.6	11.08	86.70	88.89	13.97	14.58	8.8	8.6	55	52
华韩整形	430335.OC	11.6	14.90	246.78	279.79	2.11	7.48	4.7	4.1	549	155
华美牙科	833269.OC	N/A	N/A	28.34	28.34	-3.92	-3.92	N/A	N/A	N/A	N/A
利美康	832533.OC	4.2	10.69	95.21	115.80	3.77	10.92	4.4	3.6	110	38
国龙医疗	831366.OC	3.2	6.80	120.93	118.28	-19.63	-18.45	2.6	2.7	N/A	N/A
美中嘉和	835660.OC	N/A	N/A	63.00	93.76	6.17	9.58	N/A	N/A	N/A	N/A
丽都整形	834480.OC	N/A	N/A	172.78	172.78	7.76	7.76	N/A	N/A	N/A	N/A

资料来源：Wind，中信证券研究部整理。注：股价为 2016 年 3 月 11 日收盘价

表 65：二级市场上市医疗服务公司一览

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	收入 (百万元)		净利润(百万元)		PS		PE		
				2014	2014	2015E	2016E	2014	2014	TTM	2015E	2016E
华润三九	000999.SZ	203	20.8	7,276.6	1,035.9	1,188.8	1,353.9	2.8	20	16	17	15
益佰制药	600594.SH	114	14.4	3,157.1	478.4	276.8	489.4	3.6	24	34	41	23
哈药股份	600664.SH	185	9.7	16,508.9	247.1	0.0	0.0	1.1	75	32	-	-
诚志股份	000990.SZ	55	14.3	4,010.9	73.2	N/A	N/A	1.4	76	88	N/A	N/A
爱尔眼科	300015.SZ	273	27.8	2,402.0	309.2	427.0	573.5	11.4	88	64	64	48
通策医疗	600763.SH	92	28.6	583.8	110.1	158.4	199.1	15.7	83	48	58	46
康美药业	600518.SH	698	15.9	15,949.2	2,285.9	2,917.3	3,601.6	4.4	31	24	24	19
马应龙	600993.SH	67	15.6	1,620.8	201.5	230.4	315.7	4.1	33	32	29	21
复星医药	600196.SH	417	18.5	12,025.5	2,112.9	2,612.0	3,169.6	3.5	20	18	16	13

资料来源：Wind，中信证券研究部整理。注：股价为 2016 年 3 月 11 日收盘价；盈利预测为 Wind 一致预期。

## 风险因素

**行业风险：**（1）政策变化的风险；（2）市场竞争加剧的风险。

**公司风险：**

（1）管理风险：随着公司规模的扩张，对于医护人员的垂直管理能力的把握是公司能否降低医疗事故发生率的保障。

（2）人员流失的风险：医疗服务行业属于知识密集型行业，医院的核心竞争力很大程度上依赖于医务人员的学识和经验，如果未来公司的医师、管理、营销服务人才流失，将会对公司产生不利影响。

## 新三板医疗服务行业评级分析和投资策略

### 行业趋势判断：看好民营医院的发展前景

**看好医疗服务行业的发展前景。**伴随着我国老龄化人口基数庞大，慢性病及改善生活质量药物的需求增加，医保覆盖面扩大、医保支付水平提高以及城乡医保逐步推动医疗费用上升。我国卫生总费用从 2000 年的 4587 亿元增长到 2012 年的 27847 亿元，人均卫生费用从 2000 年的 362 元增长至 2012 年的 2056 元，激增 6 倍。但我国医疗支出占 GDP 比例为 5.7%，与发达国家医疗支出占 GDP 比例 13%相比有较大差距。不同体制医院结构差异也是造成医疗支出占 GDP 比重低下的原因之一。在数量上，我国公立医院占比达到 58%、共

13384 家，私立医院占比为 42%、达 9786 家。在国家政策密集出台，肯定、鼓励和支持社会办医的大背景下，公立医院面临改制压力，民营医院执业环境正不断改善。

## 行业投资策略：关注民营专科医院

民营医院更吸引资本的目光，三种路径铺就资本逐鹿民营医院蓝海市场。公立医院 ROE 和利润率较民营医院低。根据 2010 年的卫生统计年检的数据，公立医院（包括国有医院和集体医院）的利润率和净资产收益率为 4%和-10%左右，远低于民营医院的 12%和 13%。2010 年，私营医院的利润率和 ROE 均为 13%。政策推动下，公立医院改制和投资民营医院的良好前景，吸引了资本的目光。资本可通过介入现有医院、资本建立新医院和托管模式进入医疗服务行业，近 5 年来，优质民营医院并购标的的估值水平维持了较高的水平，收购过程中市盈率均值达到 21.45X。

建议把握具有连锁经营潜力、优质盈利能力和一定竞争壁垒的民营专科医院这一主线的公司，建议关注爱尔眼科、通策医疗、复星医药、可恩口腔、莲池医院、华韩整形、美中嘉和等公司。（1）具有连锁经营潜力的专科医院。五官科、美容整形、口腔医院、生殖医院对医生的依赖程度低，而对设备的需求大。方便连锁经营，扩大市场份额；（2）属于优质盈利能力的专科医院。美容整形医院、五官科医院、口腔医院、生殖医院的利润率和 ROE 水平大幅领先其他专科医院；（3）具有一定竞争壁垒的专科医院。在二级市场中，爱尔眼科、通策医疗、复星医药是符合这一投资主线的公司。新三板中，我们推荐关注可恩口腔、莲池医院、华韩整形、美中嘉和、丽都整形。

表 6：新三板挂牌医疗服务公司推荐

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	收入(百万元)		净利润(百万元)		PS		PE	
				2014	TTM	2014	TTM	2014	TTM	2014	TTM
可恩口腔	830938.OC	5.8	16.00	64.44	87.49	8.71	13.92	8.9	6.6	66	41
莲池医院	831672.OC	7.6	11.08	86.70	88.89	13.97	14.58	8.8	8.6	55	52
华韩整形	430335.OC	11.6	14.90	246.78	279.79	2.11	7.48	4.7	4.1	549	155
美中嘉和	835660.OC	N/A	N/A	63.00	93.76	6.17	9.58	N/A	N/A	N/A	N/A
丽都整形	834480.OC	N/A	N/A	172.78	172.78	7.76	7.76	N/A	N/A	N/A	N/A

资料来源：Wind，中信证券研究部整理。注：股价为 2016 年 3 月 11 日收盘价

表 7：二级市场上市医疗服务公司推荐

公司简称	股票代码	市值 (亿元)	收盘价 (元)	收入(百万元)		净利润(百万元)		PS		PE		
				2014	2014	2015E	2016E	2014	2014	TTM	2015E	2016E
爱尔眼科	300015.SZ	273	27.8	2,402.0	309.2	427.0	573.5	11.4	88	64	64	48
通策医疗	600763.SH	92	28.6	583.8	110.1	158.4	199.1	15.7	83	48	58	46
复星医药	600196.SH	417	18.5	12,025.5	2,112.9	2,612.0	3,169.6	3.5	20	18	16	13

资料来源：Wind，中信证券研究部整理。注：股价为 2016 年 3 月 11 日收盘价；盈利预测为 Wind 一致预期。



## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**(i) 根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。(ii) 本报告涉及新三板挂牌企业可恩口腔（830938）、莲池医院（831672）、天阶生物（430323），按照公司公告信息，上述企业股票转让方式为做市转让，中信证券股份有限公司系其做市商。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。