安信证券 ESSENCE SECURITIES

维持评级

行业深度分析 医疗服务

# 医院产业，扬帆起航

## 医院产业深度报告

医疗保健 领先大市-A

上次评级 领先大市-A

医疗服务

报告日期 2010-04-12

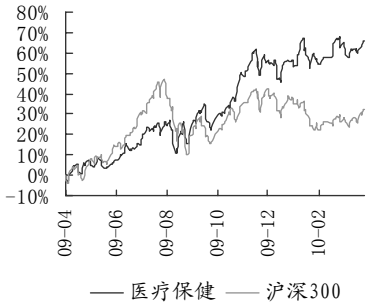
### 报告关键点：

- 国内医院产业市场潜力巨大，但目前的体制缺乏效率
- 医院改革启动，核心在于产权制度明晰
- 国家鼓励公立医院改制将使医院产业迎来深刻变革
- 国家鼓励社会资本进入医院产业将使民营医院迎来发展巨大机遇

### 报告摘要：

- **美国医疗市场持续增长，医院产业发展模式值得中国借鉴。**美国的医药费用的增长始终高于GDP增速，市场容量巨大。美国的非营利医院与营利医院的区别在于前者的利润仅用于医院自身发展，后者的业主可把医院的利润投资于其他盈利活动。美国公立医院较少，私人医院较多。美国医院收入的构成中，门诊和住院收入占比多，药品收入占比少。美国的HCA集团是全球最大的私有医疗集团，其市值超过了730亿美元，旗下有350多家医院，HCA的发展模式值得发展中的中国医院借鉴。
- **国内医院产业市场潜力巨大，但目前的体制缺乏效率。**我国与发达国家医疗水平相比，差距巨大，人口老龄化与消费升级内生性推动我国医疗市场高速增长，医保的扩容将以杠杆作用拉动医疗产业的高速发展。我国目前以公立医院为主体的医疗体制缺乏效率，国家对营利性医院缺乏政策支持。民营医院主要集中在专科医院领域，平均治疗费用较公立医院低，鼓励设立民营医院可以降低整个国家的医疗卫生费用。我国的医疗市场正在一场深刻变革的前夜。
- **医院改革启动，核心在于产权制度明晰。**国家发布了《关于公立医院改革试点的指导意见》，改革的核心在于改变体制和管理机制，建立“管办分开”的有效形式，改革公立医院法人治理机制，改革公立医院运行机制，并鼓励社会资本进入医院产业和多元化办医。
- **国家鼓励公立医院改制，将使医院行业迎来深刻变革。金陵药业**旗下的宿迁市人民医院是我国第一家上市公司主导公立医院改制的成功案例，对于此次公立医院改革的方向具有极大的借鉴意义。公立医院发展的另一个重要方向是医院集团化，医院集团化可以避免医疗资源的重复购置，有效地降低了医疗成本，我国多家公立医院已经开始了集团化的发展道路。拥有多家国内顶尖医院的北大系医院在改革后发展前景广阔，北大方正集团正在通过多种方式进入医院产业，**西南合成**是方正集团旗下唯一的医药上市公司，将打造医药资产整合平台，后续有医院资产注入的预期。
- **国家鼓励社会资本进入医院产业，将使民营医院迎来巨大发展机遇。**民营资本进入医院产业通常有几种方式：向政府主管部门申请创办独资医院、申办中外合资股份制性质的营利性医院、独资买断国有企业停办的企业医院、采用委托经营的方式等。还有一种成功的模式就是建立连锁专科医院，将某一专科治疗领域做深做精，同时发挥比公立医院更好的服务质量、较低的治疗费用等优势，依靠品牌和管理质量迅速扩张。具有代表性的是眼科连锁医院龙头**爱尔眼科**和口腔科连锁医院龙头**通策医疗**，还有正在从肛肠药制造业发展到肛肠治疗方案提供商的**马应龙**。
- **其他拥有医院资产的A股上市公司：**医院改革的启动和医疗市场的迅速发展，将为国内拥有医院资产的A股上市公司带来投资机会。**康美药业**正从中药饮片到中医院的产业链一体化发展；**诚志股份**依托清华大学协和医学院，向医院产业发展；**益佰制药**作为肿瘤中药注射剂优势企业，正在进入医疗产业；**三精制药**正向妇科和肾脏专科医院领域延伸；**华润三九**正在建立国内顶级的脑科医院。

12个月行业表现




研究员

洪露 首席行业分析师

021-68766073 honglu@essence.com.cn

执业证书编号 S1450210010306

李秋实 行业分析师

021-68765361 liqs@essence.com.cn

前期研究成果

公立医院改革启动，医改进一步深化 2010-02-23

西南合成：期待医院改革巨大前景，打造医药资产整合平台 2010-03-15

# 目录

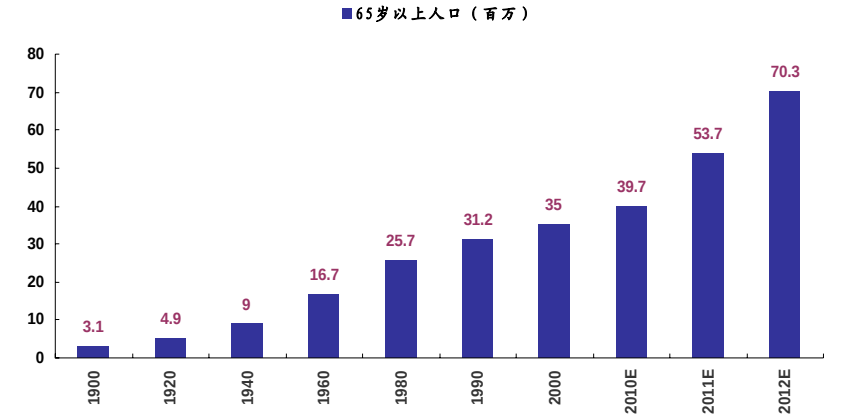
1. 国外医院产业现状 ..... 3
1.1. 美国的健康产业持续增长 ..... 3
1.2. 美国的非营利医院与营利医院 ..... 3
1.3. 全球最大营利性连锁医院运营商 HCA 的发展之路 ..... 5
2. 国内医院产业市场潜力巨大，但目前的体制缺乏效率 ..... 6
2.1. 我国的医疗市场蕴藏潜力巨大 ..... 6
2.1.1 我国与发达国家医疗水平相比，差距巨大 ..... 6
2.1.2 人口老龄化与消费升级的内生性推动我国医疗市场高速增长 ..... 7
2.1.3 医保的扩容将以杠杆作用拉动医疗产业的高速发展 ..... 8
2.1.4 我国医院产业高速增长，医疗市场正在一场深刻变革的前夜 ..... 8
2.2. 我国目前以公立医院为主体的医疗体制缺乏效率 ..... 8
2.2.1 我国的医院行业以非营利公立医院为主体 ..... 8
2.2.2 国家对营利性医院缺乏政策支持 ..... 9
2.2.3 我国目前的公立医院体制缺乏效率 ..... 10
2.2.4 民营医院主要在专科医院领域，平均治疗费用较公立医院低 ..... 12
3. 医院改革启动，核心在于产权制度明晰 ..... 12
3.1. 改革的核心在于改变体制和管理机制 ..... 12
3.1.1 建立“管办分开”的有效形式 ..... 13
3.1.2 改革公立医院法人治理机制 ..... 13
3.1.3 改革公立医院运行机制 ..... 13
3.2. 鼓励社会资本进入医院产业和多元化办医 ..... 13
4. 国家鼓励公立医院改制将使医院行业迎来深刻变革 ..... 13
4.1 金陵药业成功主导宿迁市人民医院改制 ..... 13
4.2 从“医疗共同体”到医院集团化 ..... 14
4.2.1 北大人民医院的“医疗共同体” ..... 14
4.2.2 我国公立医院的集团化发展趋势 ..... 15
4.3 北大系医院改革后发展前景广阔 ..... 16
5. 鼓励社会资本进入医院产业将使民营医院迎来发展机遇 ..... 17
5.1 民营资本进入医院产业的几种形式 ..... 17
5.1.1 向政府主管部门申请创办独资医院 ..... 17
5.1.2 申办中外合资股份制性质的营利性医院，由中方控股经营 ..... 17
5.1.3 独资买断国有企业停办的企业医院，借壳进入医疗市场 ..... 17
5.1.4 采用委托经营的方式 ..... 18
5.2 连锁专科医院迅速扩张 ..... 18
5.2.1 爱尔眼科：打造眼科连锁医院中的“星巴克” ..... 19
5.2.2 通策医疗：口腔连锁医院龙头 ..... 20
5.2.3 马应龙：从肛肠药制造业，到肛肠治疗方案提供商 ..... 21
6. 其他拥有医院资产的上市公司 ..... 21
6.1 综合性医院 ..... 21
6.1.1 康美药业：从中药饮片到中医院的产业链一体化发展 ..... 21
6.1.2 诚志股份：依托清华大学协和医学院，向医院产业发展 ..... 21
6.1.3 益佰制药：肿瘤中药注射剂优势企业，介入医疗产业 ..... 21
6.2 专科医院： ..... 21
6.2.1 三精制药：向妇科和肾脏专科医院领域延伸 ..... 21
6.2.2 华润三九：建立国内顶级脑科医院 ..... 22

# 1. 国外医院产业现状

## 1.1. 美国的健康产业持续增长

美国作为全球医疗投入最高的国家，医药费用的增长始终高于 GDP 增速，在工业和其他基本需求发展成熟、增速趋缓的时候，健康产业依旧维持高速增长，我们看到了美国健康产业高增长的可持续性。根据美国 CMS 数据分析部的预测，美国 65 岁以上的人口在未来 2 年中将继续保持高增长态势（见图 1），目前美国 65 岁以上老人占总人口的比例是 13%，这一数字到 2030 年将达到 20%，数量巨大的老龄化人口将继续为美国的医疗产业提供巨大的市场。

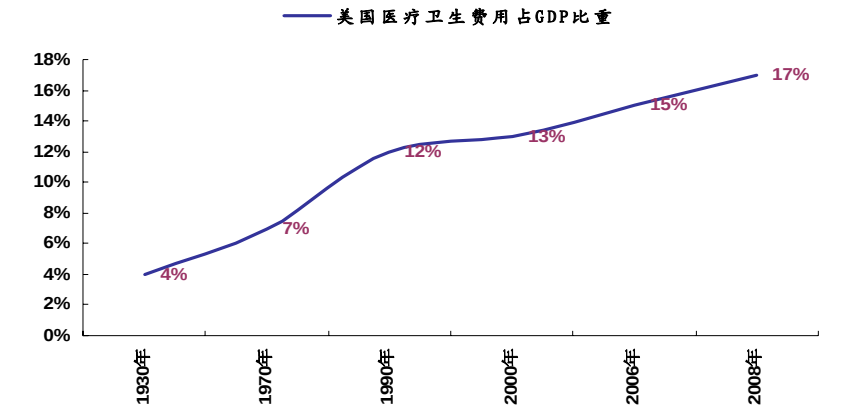
**图 1：美国 65 岁以上人口增长趋势**




数据来源：CMS，安信证券研究中心

医疗需求会随着社会的发展和消费的升级而不断的提高，是在美国这样的发达国家社会中的最主要消费需求之一。美国医疗产业占 GDP 的比重已经从 1929 年大萧条时期的 4% 提高到了 2008 年 17%（见图 2），目前美国医疗产业的产值是 14,000 亿美元，超过了美国国防和教育的总支出。

**图 2：1929-2008 年美国医疗产业占 GDP 比重**




数据来源：CMS，安信证券研究中心

## 1.2. 美国的非营利医院与营利医院

美国医院根据所有制形式可划分为非营利性和营利性医院，二者的区分，并不在是否获利。所有医疗单位，包括公立医院都必须有盈利，否则必将倒闭。

表一中我们把非营利医院与营利医院在各方面进行比较，发现二者真正的区别在于前者的利润仅用于医院自身的发展，而后者的业主把开办医院所赚取的利润投资于其他营利活动。而由于美国医疗市场的自由竞争机制，二者在经营成本和税后利润率上并没有太大差别。政府通过免税政策鼓励设立非营利性医院的主要目的，是为了更多的

覆盖中低端医疗市场和为社会提供慈善医疗服务，发挥医疗服务的公益性。

表 1：美国非营利医院与营利医院的比较

| 比较方面 | 非营利医院 | 营利医院 |
|---|---|---|
| 利润分配 | 利润不可再分配，全部利润只能用于非营利目的活动 | 利润可以分红或由业主投资到其他营利活动 |
| 税收政策 | 可通过各种途径获得的捐赠免交所得税 | 无税收优惠，像企业一样纳税 |
| 服务内容 | 高利润项目，如心脏病治疗，肿瘤手术等 | 低利润项目和慈善医疗服务，如新生儿监护、创伤中心等 |
| 服务对象 | 主要对高端市场 | 中低端市场，社区医疗 |
| 经营成本 | 每住院人次成本为 $ 4988 元 | 每住院人次成本为 $ 5043 元 |
| 利润率 | 税前 3.65%（免税） | 税前 9.27%（税后利润 4%左右） |

资料来源：《国外卫生经济》，安信证券研究中心

在美国的医院产业中，非营利性的公立医院占整个市场的比例为 10%，而我国公立医院占 91.4%，非公立医院仅占 8.6%（见表 2）。在美国大量的非营利性医院为公益性组织及私人举办的医院，这是因为美国大量的非营利性医院盈利状况良好，只不过赚取的利润又不断地投入到了医院自身的发展建设中。而占美国市场 10%的营利性医院增加了医疗市场的活力，同时占美国市场 80%的公益性组织及私人举办的非营利性医院既满足了公益性，又很好的调动了社会资本。其他欧美国家，除了英国以外，皆有类似于美国的医院构成结构。英国的公立医院占到 87%，尽管公益性较好，但由于人均医疗费用高昂，使得英国的财政负担巨大。

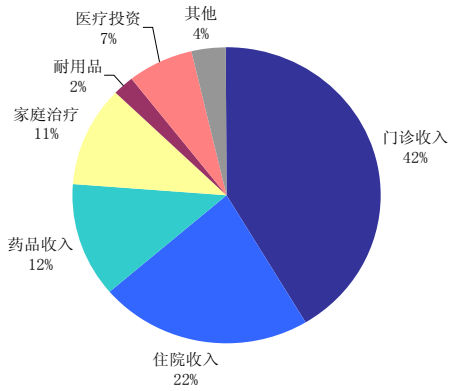
表 2：各国营利性与非营利性医院所占比例

| 国 别 | 非营利医院 | | | 营利性医院（包括私人医院和公司制医院） |
|---|---|---|---|---|
| | 总计 | 公立医院 | 公益性组织及私人举办的医院 | |
| 美国 | 90% | 10% | 80% | 10% |
| 加拿大 | 95% | 43% | 52% | 5% |
| 德国 | 84% | 42% | 42% | 16% |
| 法国 | 81% | 65% | 16% | 19% |
| 意大利 | 65% | 61% | 5% | 35% |
| 瑞士 | 78% | 46% | 32% | 22% |
| 英国 | 90% | 87% | 3% | 10% |
| 新加坡 | 75% | 73% | 2% | 25% |

数据来源：《中国医院管理》第 330 期，安信证券研究中心

在美国医院的收入构成中，门诊收入占 42%，住院收入占 22%，而药品收入只占 12%。而我国医院收入中门诊占 33%，住院占 16%，药品占 42%（见图 3）。造成这种情况的原因是我国公立医院“以药养医”的机制。美国医院由于门诊和住院收入的价格机制较为合理，因此门诊和住院收入成为医院的主要收入来源，并不依靠药品收入作为收入的主体。而我国医院由于门诊和住院收入的价格是国家管制的，因此医院只能依靠药品收入作为收入来源的主体。

图 3：美国医院收入构成




数据来源：麦肯锡季刊，安信证券研究中心

## 1.3. 全球最大营利性连锁医院运营商 HCA 的发展之路

美国庞大的医疗市场和相对完善的医院体制造就了很多大型医院企业集团，具有代表性的是美国医院有限公司（Hospital Corporation of America, HCA），是世界上最大的卫生服务机构私有运营商。HCA 的发展之路值得正面临公立医院改革巨大发展机遇的中国医院产业借鉴。

HCA 公司在美十二个州、英国和瑞士拥有及运转着约二百家医院及保健机构，雇有 168,000 名员工，主要提供符合当地公众需求的保健服务。

HCA 的管理是通过分支医院自主管理来实现的：每个医院都有一个首席执行官、首席护士长和首席财会师。这样就可以很容易的由两个到三个人运营整个医院。HCA 的每个医院都会通过自身的条件设定自己的目标。

**发展战略，侧重于分支医院贴近所在地区的需求：**

第一、提高对子公司（即分支医院）的利用率；

第二、保证所有医院能够提供超越其病人及医师期望的高品质服务；

第三、为引进新的服务项目和吸引医师进一步发展并实现地区化战略；

第四、加强在特定社区中的与其他非营利性医院及赢利性公司的战略合作关系；

第五、与各州政府商议并解决一切遗留问题；

第六、创立一个高素质的顾问小组来支持模型化、商谈并执行已达成的和约；

第七、消除通过以达成的和约来增加市场份额及将焦点集中于净收入税的战略思想，乐于拒绝不利于公众的和约；

第八、评估并有可能试用一到两个传媒化组织服务。

**发展模式：内部一体化整合加并购扩张：**

20 世纪 60 年代，Thomas Frist 医生带领一个内科医生团队在田纳西州的纳什维尔建立起了公园景观医院（Park View Hospital），这就是 HCA 的前身。

1969 年，当时已拥有 11 家医院的 HCA 正式开始向公众提供服务。而到同年年底，HCA 就迅速扩张到了 26 家医院，共计 3,000 张病床。

20 世纪 80 年代早期，在 HCA 成功收购了综合护理有限公司、综合健康服务公司、国际医院联合会公司，以及健康护理公司。

1981 年底，该公司已经管理 349 家医院，共计 49,000 多张病床，营业收入也增长至

24 亿美元。时至 1987 年，HCA 下属医院更达到了 463 家。

1994 年 2 月，HCA 与哥伦比亚医院有限公司合并，形成了哥伦比亚/HCA（Columbia/HCA）。从而迅速建立起了一个广泛的医疗卫生网络。

在其鼎盛时期，HCA 的市值超过了 730 亿美元，拥有约 285000 名雇员，旗下有 350 多家医院、145 个门诊外科中心、550 个家庭护理机构以及一些其它的附属企业。

**追求高盈利:**

第一、营利性医院连锁，正如所有商业企业一样，其目标在于财务收益，因此较目标不在于利润的公立医院更加注重成本;

第二、在 HCA 的商业策略中，要盈利就倾向于回避那些不赚钱的服务项目和不能为医院带来收益的患者，他们将这部分成本转向公共医疗服务系统;

第三、营利性医院能够更为灵活地重新策划其管理和服务，或裁减员工;

第四、大型的营利性医院连锁使医生有了使用这些医院来盈利的动机。

**吸引优秀医生—最丰富的医疗资源加股权激励:**

首先是，邀请医生成为其地方商业投资的股东，这些投资包括医院、流动外科中心、诊断性机构、家庭护理机构以及康复和物理治疗机构。

其次，该公司在医疗数据共享上的巨大投资也得到了从医院到医生的热烈欢迎;

最后，在很多地方， HCA 提供给医生的办公室空间往往更加方便且价格划算。

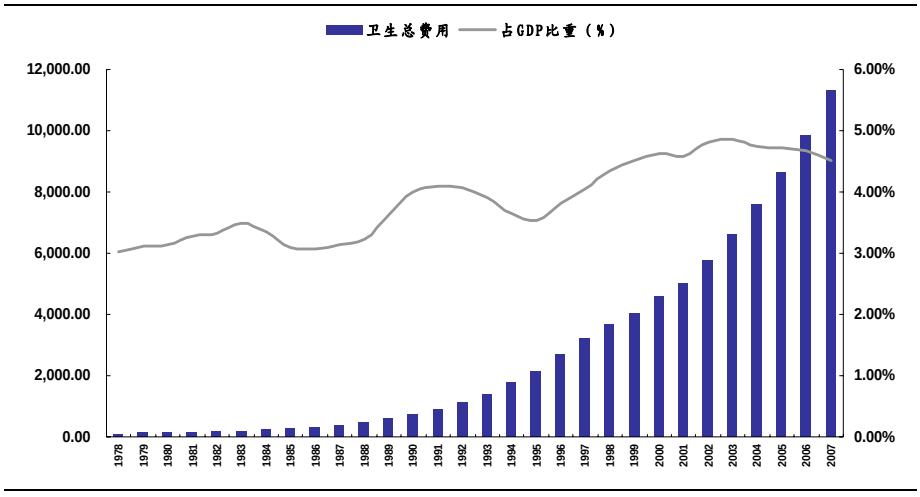
# 2. 国内医院产业市场潜力巨大，但目前的体制缺乏效率

## 2.1. 我国的医疗市场蕴藏潜力巨大

### 2.1.1 我国与发达国家医疗水平相比，差距巨大

我国的医疗卫生费用每年都在以高于 GDP 的增速在高速增长，占 GDP 的比重在不断提升，反映了我国的医疗水平还是在不断的提高。

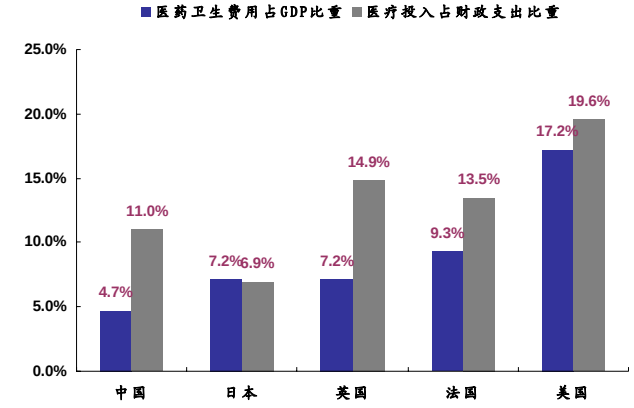
**图 4：我国卫生总费用与其占 GDP 比重**




数据来源：《2009 年中国卫生统计年鉴》，安信证券研究中心

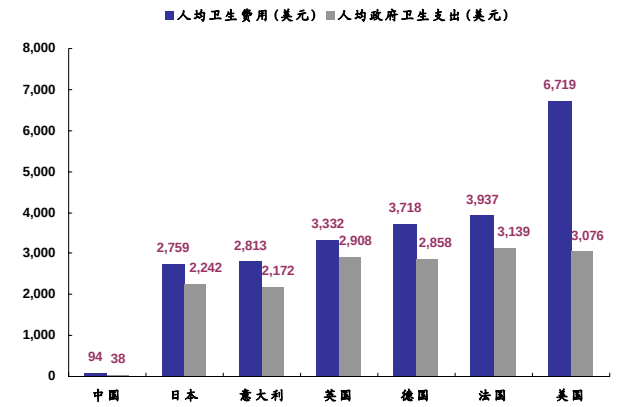
但与欧美等发达国家相比，差距巨大(见图 5)，美国医疗费用占 GDP 的比例达到了 17%，在美国人的消费构成中，医疗消费是最主要的消费之一。从人均的卫生费用看，美国等发达国家是我国的几十倍（见图 6），巨大的差距意味着我国医疗市场蕴藏的巨大潜力。

图 5：我国和发达国家医药卫生总费用占 GDP 比重




数据来源：中国卫生部，安信证券研究中心

图 6：我国和发达国家人均卫生费用和人均政府卫生支出

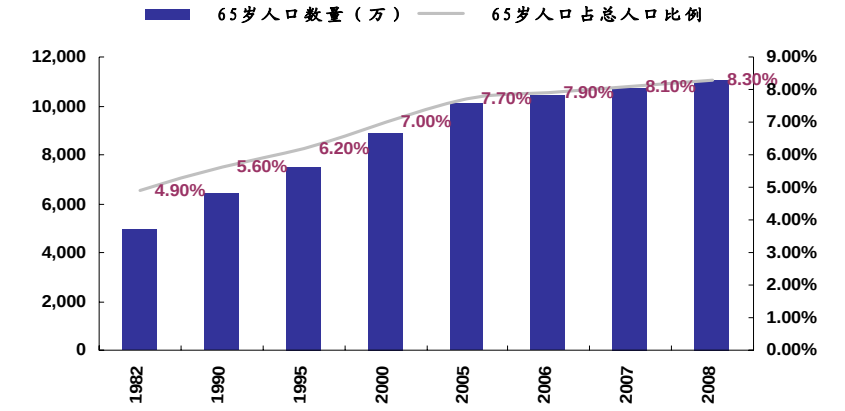



数据来源：《2009 年中国卫生统计年鉴》，安信证券研究中心

### 2.1.2 人口老龄化与消费升级的内生性推动我国医疗市场高速增长

我国的 65 岁以上人口从 1982 年的 4,900 万提高到了 2008 年的 1.1 亿人，占总人口比例从 1982 年的 4.9%提高到了 2008 年的 8.3%（见图 7）。可见我国人口结构老龄化趋势明显，预计到 2030 年这比例将达到 25%。由于老年人口是医疗市场消费的主力人群，我国人口结构老龄化构成了我国医疗产业高速发展的内生性推动力量。

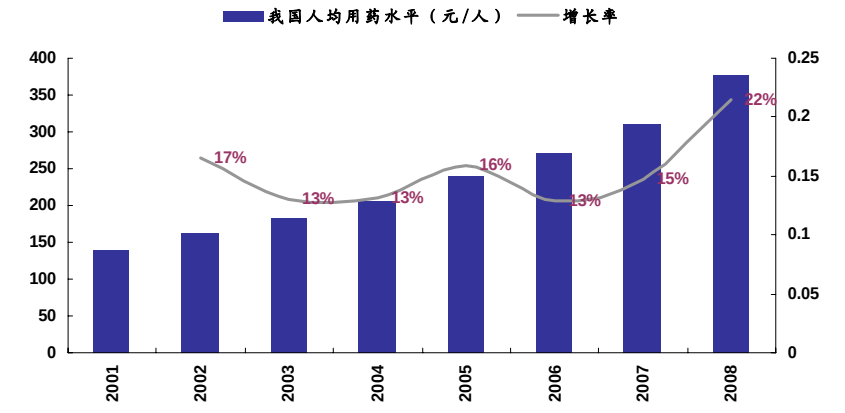
图 7：我国 65 岁人口数量和占总人口比例




数据来源：南方医药经济研究所，安信证券研究中心

医疗市场的第二个驱动力量是医药消费的升级，从我国人均用药费用来看，已经从 2001 年的 140 元/人提高到了 2008 年的 378 元/人（见图 8），翻了一倍还多，并且这几年的增速还在加快。

图 8：我国人均用药水平及其增长率

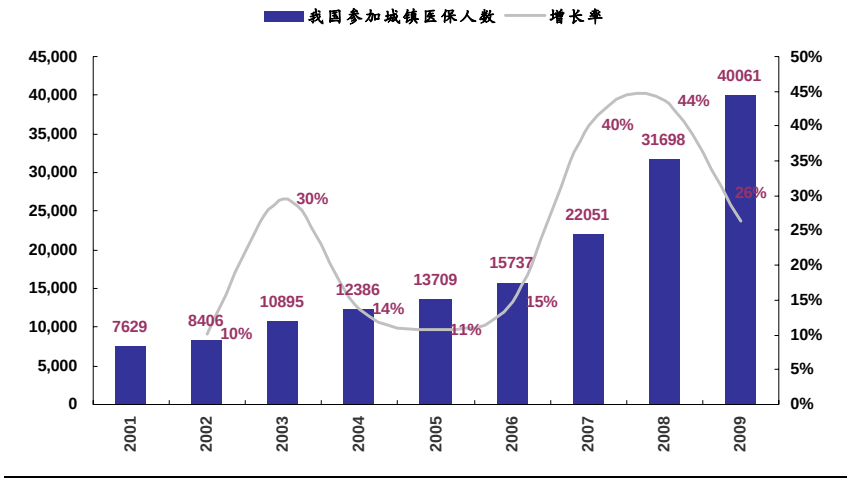



数据来源：南方医药经济研究所，安信证券研究中心

### 2.1.3 医保的扩容将以杠杆作用拉动医疗产业的高速发展

我国参加城镇医疗保险人数一直在逐渐增加（见图 9），在 2007 年急速增长了 40%，可见政府在 2007 年开始加大财政投入力度，医保扩容已开始显示明显趋势。2007 年城镇医保的覆盖人数已经达到 2.2 亿。新医改计划自 2009 年开始三年投入 8,500 亿元，其中主要投入到新增医保中，医保覆盖的范围将更广，报销的比例也将有不同程度的提高，这将以杠杆作用拉动医疗市场的加速扩容。

图 9：2001-2007 年我国参加城镇医保人数及增长率

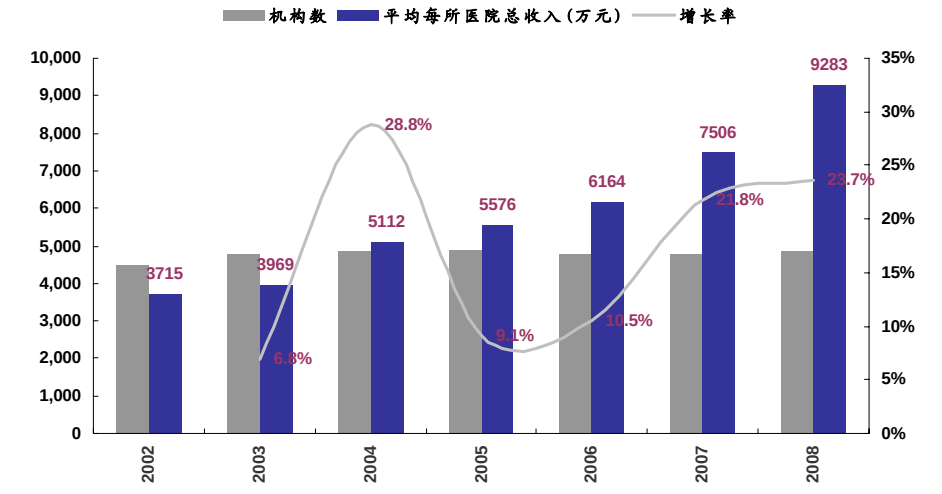



数据来源：《2009 年中国卫生统计年鉴》，安信证券研究中心

### 2.1.4 我国医院产业高速增长，医疗市场正在一场深刻变革的前夜

我国医疗市场将在人口老龄化、消费升级的内生性推动，以及新医改带来的市场扩容作用下蓬勃发展。作为医疗市场主体的医院产业也正在高速增长，平均每所医院的收入从 2002 年的 3,715 万元提高到了 2008 年的 9,283 万元，并且在近几年开始加速，年增速达到了 20%以上（见图 10）。但我们同时看到医疗机构的数目增长并不多，在 2004 年后每年基本持平，国家对于新设立各种体制的医院持谨慎态度，造成我国的医院市场仍缺乏活力，现在，这个潜力巨大的市场正在一场深刻的变革的前夜。

图 10：2002 年-2008 年我国医疗机构数量和平均每所医院收入




数据来源：《2009 年中国卫生统计年鉴》，安信证券研究中心

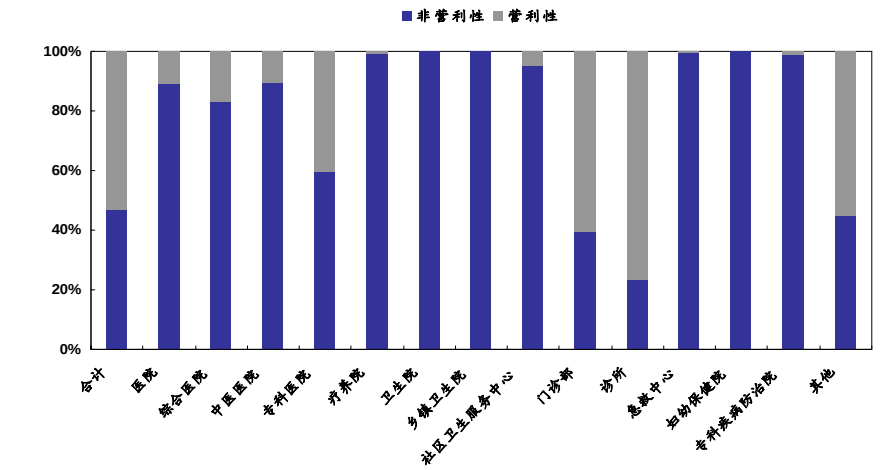
## 2.2. 我国目前以公立医院为主体的医疗体制缺乏效率

### 2.2.1 我国的医院行业以非营利公立医院为主体

我国 90%以上的医院是非营利性的（见图 11），这其中大部分为公立医院，也包括少数的民营非营利性医院，而营利性医院所占的总体比例不超过 10%，较多存在于专科

医院，中西医结合医院和小型私人诊所等。

图 11：我国各医疗领域营利性医院和非营利性医院所占比例




数据来源：《2009 年中国卫生统计年鉴》，安信证券研究中心

我国的营利性医院与非营利性医院的主要区别除了所得的盈利能否用于医院以外的投资或分红以外，还在于税制不同（见表 3）。由于非营利性医院可以免于大量的税负，因此很多民营医院也申请的是非营利医院牌照。无论国有的还是民营的，非营利医院的净利润全部要上缴财政部，因此使得医院出现了很多扭曲的经营方式。大型公立医院的一年销售收入可以达到十几个亿，但是医院却将大量的营业收益不断地投资于在建工程，盲目扩大规模，或通过其他的形式将收益消耗掉，使报表最终盈亏平衡，以免收益上缴财政部。对于民营的非营利性医院，也通过多种方式使利润流出或费用化，将报表的利润做低。这样的医院资产无法证券化融资，不符合现代企业的经管模式，也难以做大做强。

表 3：国内营利性与非营利性医院税制

| 税种 | 营利性医院 | 民营 | 国有 |
|---|---|---|---|
| | | 非营利性医院 | 非营利性医院 |
| **营业税** | 5% | 免 | 免 |
| **房产税** | 原值 70%金额的 1.2% | 免 | 免 |
| **城镇土地使用税** | 0.4-3.00 元/平方米 | 免 | 免 |
| **车船使用税** | 每辆 6-200 元或每吨 0.6-5 元 | 免 | 免 |
| **计税工资** | 人均 800 元超过部分税后支付 | 免 | 免 |
| **城市建设税** | 7% | 免 | 免 |
| **教育附加税** | 营业税的 4% | 免 | 免 |
| **水利水电建设专项资金** | 业务总收入的 1% | 免 | 免 |

数据来源：财政部，安信证券研究中心

### 2.2.2 国家对营利性医院缺乏政策支持

营利性医院与非营利性医院相比，在开办过程中要遇到非常大的阻力（见表 4），在被被核定为医保定点医院的过程中，非营利医院几乎全部都可以成为医保定点医院，营利性医院却只有 60%被核定为医保定点医院。而在提供计划免疫服务，提供妇幼保健服务，参加当地急救网络等公益性质的医疗业务中，非营利性医院占有较高的比例，可见非营利性医院的确覆盖了多数的公益性医疗服务。

但与美国不同，我国 85%的营利性医院服务于低端人群，只有 15%的营利性医院服务于高端人群，而公立医院则只有 60%的业务是服务于低端人群的。目前的问题是，现有的政策既没有发挥营利性的灵活的市场化优势，也没有很好发挥非营利医院的公益性，目前的中国医疗市场从高端人群到低端人群都没有获得良好的医疗服务。

表 4：国内营利性与非营利性医院业务比较

| 政策相关项目 | 调查医院总数（所） | 营利性医院 | | 非营利性医院 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | 数量（所） | 比率（%） | 数量（所） | 比率（%） |
| 申请开办时遇到项目审批问题 | 30 | 5 | 31 | 0 | 0 |
| 被核定为医保定点医院 | 48 | 16 | 64 | 23 | 100 |
| 提供计划免疫服务 | 38 | 2 | 9 | 12 | 80 |
| 提供妇幼保健服务 | 38 | 5 | 22 | 11 | 73 |
| 参加当地急救网络 | 48 | 10 | 40 | 17 | 74 |
| 参加政府组织药品集中招标采购 | 46 | 8 | 33 | 19 | 86 |
| 通过电视做广告 | 48 | 11 | 44 | 4 | 17 |

数据来源：《中国医院管理》284 期《广东省 48 所营利性与非营利性制度环境分析》，安信证券研究中心

### 2.2.3 我国目前的公立医院体制缺乏效率

我国的县级以上的医院有 15,400 家，90%为公立医院。我国的公立医院的体制是缺乏效率的，主要表现在药品占收入比例过高的“以药养医”现象和给医生薪酬过低，造成医生靠药品回扣来赚取灰色收入，这是造成我国“看病贵”的核心问题。

**一家台湾医院的财务报表实例**

首先我们来看一下一家台湾医院的简单财务报表（见表 5），看到收入主要由门诊，住院，以及加护病房来构成（此报表中药品收入分别包含在这三项中），成本中医务人员的薪酬占 40%，药品成本占 30%，水电费，折旧，设备修缮费等占 30%。

表 5：一家台湾医院的利润表实例

| 成本项目 | | | 门诊 | | | 住院 | | | 加护病房 | | | 合计 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 直接成本 | 分摊费用 | 小计 | 直接成本 | 分摊费用 | 小计 | 直接成本 | 分摊费用 | 小计 | 直接成本 | 分摊费用 | 小计 | % |
| 收入净额 | | | | | 389,495 | | | 262,083 | 0 | | 173,050 | 0 | 0 | 824,628 | 100.00 |
| 医务成本 | 人费用 | 主治医师 | 43,310 | | 43,310 | 42,079 | | 42,079 | 10,000 | | 10,000 | 95,389 | 0 | 95,389 | 11.57 |
| | | 住院医师 | 0 | | | 26,470 | | 26,470 | 53,500 | | 26,750 | 79,970 | 0 | 53,220 | 6.45 |
| | | 护理人员 | 5,777 | | 5,777 | | 85,671 | 85,671 | | 66,400 | 66,400 | 5,777 | 152,071 | 152,848 | 19.14 |
| | | 医技人员 | 27,344 | | 27,344 | | | | | | | 27,344 | 0 | 27,344 | 3.32 |
| | | 行政人员 | 5,038 | | 5,038 | | | | | | | 5,038 | 0 | 5,038 | 0.61 |
| | | 其他人员 | 0 | | 0 | | | | | | | 0 | 0 | 0 | 0.00 |
| | | 小计 | 81,469 | 0 | 81,469 | 68,549 | 85,671 | 154,220 | 63,500 | 66,400 | 103,150 | 213,518 | 152,071 | 338,839 | 41.09 |
| | 变动成本 | 计价药品 | 186,562 | | 186,562 | 26,118 | | 26,118 | 30,874 | | 30,874 | 243,554 | 0 | 243,554 | 29.54 |
| | | 不计价药品 | 25 | | 25 | 0 | 942 | 942 | | 473 | 473 | 25 | 1,415 | 1,440 | 0.17 |
| | | 计价材料 | 1,523 | | 1,523 | 4,291 | | 4,291 | 5,466 | | 5,466 | 11,280 | 0 | 11,280 | 1.37 |
| | | 不计价材料 | 142 | | 142 | 0 | 4,715 | 4,715 | | 2,462 | 2,462 | 142 | 7,177 | 7,319 | 0.89 |
| | | 蒸汽费 | | 42 | 42 | | 430 | 430 | | 26 | 26 | 0 | 498 | 498 | 0.06 |
| | | 电力费 | | 210 | 210 | | 6,202 | 6,202 | | 884 | 884 | 0 | 7,296 | 7,296 | 0.88 |
| | | 水费 | | 7,960 | 7,960 | | 5,356 | 5,356 | | 3,536 | 3,536 | 0 | 16,852 | 16,852 | 2.04 |
| | | 气体 | | 0 | 0 | | 1,146 | 1,146 | | 901 | 901 | 0 | 2,047 | 2,047 | 0.25 |
| | | 社会补助 | | 7,658 | 7,658 | | 5,153 | 5,153 | | 3,402 | 3,402 | 0 | 16,213 | 16,213 | 1.97 |
| | | 小计 | 188,252 | 15,870 | 204,122 | 30,409 | 23,944 | 54,353 | 36,340 | 11,684 | 48,024 | 255,001 | 51,498 | 306,499 | 37.17 |

数据来源：大陆台商医疗暨药业协会，安信证券研究中心

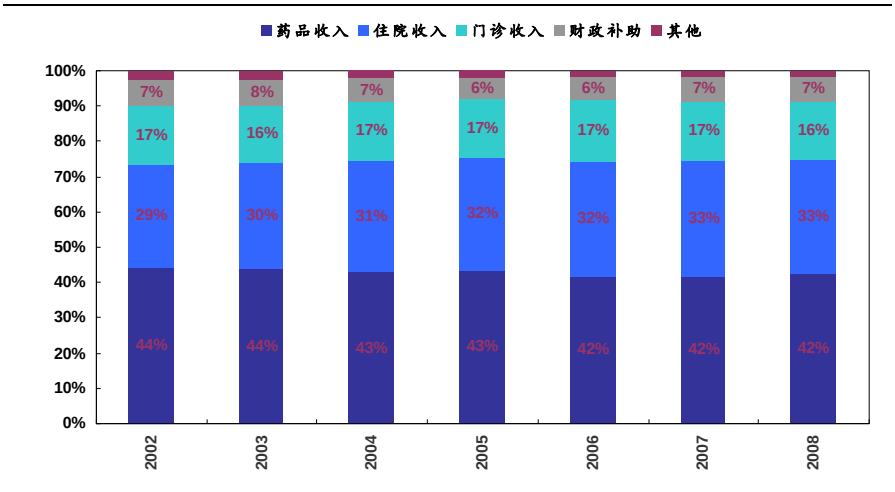
| 成本项目 | | | 门诊 | | | 住院 | | | 加护病房 | | | 合计 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 直接成本 | 分摊费用 | 小计 | 直接成本 | 分摊费用 | 小计 | 直接成本 | 分摊费用 | 小计 | 直接成本 | 分摊费用 | 小计 | % |
| 医务成本 | 固定成本 | 折旧 | 1,124 | | 1,124 | | 3,768 | 3,768 | | 6,266 | 6,266 | 1,124 | 10,034 | 11,158 | 1.35 |
| | | 修缮费 | 81 | | 81 | | 877 | 877 | | 102 | 102 | 81 | 979 | 1,060 | 0.13 |
| | | 工务修缮费 | | 2,096 | 2,096 | | 2,065 | 2,065 | | 1,210 | 1,210 | 0 | 5,371 | 5,371 | 0.65 |
| | | 仪器修缮费 | | 0 | 0 | | 0 | 0 | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0.00 |
| | | 空调费 | | 470 | 470 | | 5,785 | 5,785 | | 658 | 658 | 0 | 6,913 | 6,913 | 0.84 |
| | | 什项购置 | 634 | | 634 | | 338 | 338 | | 0 | 0 | 634 | 338 | 972 | 0.12 |
| | | 消耗品 | 58 | | 58 | | 96 | 96 | | 719 | 719 | 58 | 815 | 873 | 0.11 |
| | 变成本 | 事务费用 | 926 | | 926 | | 532 | 532 | | 1,682 | 1,682 | 926 | 2,214 | 3,140 | 0.38 |
| | | 清洁费 | | 1,037 | 1,037 | | 5,287 | 5,287 | | 3,179 | 3,179 | 0 | 9,503 | 9,503 | 1.15 |
| | | 洗缝费 | 2 | | 2 | | 4,095 | 4,095 | | 1,184 | 1,184 | 2 | 5,279 | 5,281 | 0.64 |
| | | 医疗供应费 | 0 | | 0 | | 202 | 202 | | 88 | 88 | 0 | 290 | 290 | 0.04 |
| | | 医疗事务费 | | 6,543 | 6,543 | | 4,403 | 4,403 | | 2,907 | 2,907 | 0 | 13,853 | 13,853 | 1.69 |
| | | 医学教育费 | | 1,506 | 1,506 | | 1,013 | 1,013 | | 669 | 669 | 0 | 3,188 | 3,188 | 0.39 |
| | | 护理监理费 | | 481 | 481 | | 2,535 | 2,535 | | 1,925 | 1,925 | 0 | 4,941 | 4,941 | 0.60 |
| | | 医疗监理费 | | 6,702 | 6,702 | | 4,510 | 4,510 | | 2,978 | 2,978 | 0 | 14,190 | 14,190 | 1.72 |
| | | 药剂调配费 | | 9,417 | 9,417 | | 1,318 | 1,318 | | 1,558 | 1,558 | 0 | 12,293 | 12,293 | 1.49 |
| | | 其他 | 1,758 | | 1,758 | | 1,982 | 1,982 | | 27 | 27 | 1,758 | 2,009 | 3,767 | 0.46 |
| | | 小计 | 4,583 | 28,252 | 32,835 | 0 | 38,806 | 38,806 | 0 | 25,152 | 25,152 | 4,583 | 92,210 | 96,793 | 11.74 |
| 医务成本 | | | 274,304 | 44,122 | 318,426 | 98,958 | 148,421 | 247,379 | 99,840 | 103,236 | 176,326 | 473,102 | 295,779 | 742,131 | 90.00 |
| 医务毛利 | | | | | 71,069 | | | 14,704 | | | -3,276 | | | 82,497 | 10.00 |
| 管理费用 | | | | 15,322 | 15,332 | | 10,317 | 10,317 | | 6,812 | 6,812 | | 32,451 | 32,461 | 3.94 |
| 研究费 | | | 800 | | 800 | | | | | | | 800 | 0 | 800 | 0.10 |
| 本期损益 | | | | | 54,937 | | | 4,387 | | | -10,088 | | | 49,236 | 5.97 |

数据来源：大陆台商医疗暨药业协会，安信证券研究中心

## 公立医院收入中药品加成占比过高，整个体制缺乏效率

而我国公立医院收入构成中，药品收入占到了 42%，住院收入占 33%，门诊收入占 16%（见图 12），还有 7%是来自于国家的财政补贴。我国公立医院目前主要靠“以药养医”，药品加成收入占比过高。药品在医院中绑定销售的问题，是医院为了自身的利益医生会尽量开贵的、加成收入高的药，这会造成患者“看病贵”的问题。

**图 12：2003 年-2008 年我国医院各项收入比例**



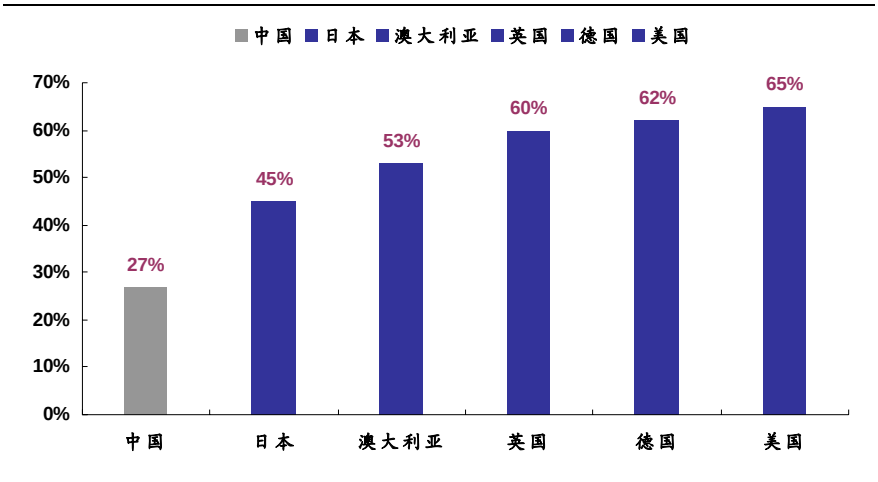

数据来源：《2009 年中国卫生统计年鉴》，安信证券研究中心

## 公立医院给医生的薪酬过低，缺乏良好的激励机制

在公立医院的支出中，我国给临床医务人员的薪酬支出占医院总支出的比例为 27%，，而在美国等发达国家这一数字都在 60%以上（见图 13）。可见我国医院给医务人员的薪酬过低，缺乏有效的激励机制，使得很多医生收取药品，医疗器械的“回扣”赚取灰色收入。在欧美等发达国家尽管也存在类似赚取药品回扣的问题，但由于无论是非营利性医院，还是营利性医院，给医生的薪酬非常高，加上监管和处罚措施严厉，使得大多数医生不会铤而走险。我国虽然近年来加强了对于医生收取商业贿赂的监管，但由于没有解决医生薪酬的本质问题，收取药品等回扣的现象一直存在。而在爱尔眼

科等我国民营的营利性医院中，由于给予医生的账面薪酬已经很高，加上管理严格，最大程度的减少了医生赚取灰色收入的现象。

图 13：各国医务人员薪酬占医院总支出的比例




数据来源：麦肯锡季刊，《2009 年中国卫生统计年鉴》，安信证券研究中心

### 2.2.4 民营医院主要在专科医院领域，平均治疗费用较公立医院低

根据中华医院管理协会最新统计，我国目前有民营医院 1,477 家，同比成倍增长。我国民营医院在人才结构、科研学术水平、综合科室实力上难以与大型综合性公立医院抗衡，因此主要集中在专科医院与便民医疗服务领域例如妇幼保健医院、男科医院、口腔诊所、养老院、卫生院、以及连锁体检机构等民营医院，灵活的经营使得这些专科民营医院占领相应细分行业的大部分市场。

与公立医院相比，民营医院各病种的治疗费用更低（见表 6），像高血压脑梗塞治疗的费用民营医院仅为公立医院的一半。因此，我们认为，鼓励大量的设立民营医院和多元化办医可以降低国家整体的医疗卫生费用，民营医院作为公立医院的有效补充，可以盘活整个医疗市场的机制。

表 6：民营医院与公立医院各病种治疗费用比较

| 病种 | 民营医院价格（元） | 公立医院价格（元） | 民营医院价格低于公立医院情况 | |
|---|---|---|---|---|
| | | | 金额（元） | 幅度（%） |
| 高血压脑梗塞 | 141.92 | 297.94 | 156.02 | 109.94 |
| 宫外孕 | 343.00 | 374.26 | 31.26 | 9.11 |
| 急性阑尾炎 | 346.14 | 483.86 | 137.72 | 37.79 |
| 腓骨骨折 | 176.37 | 429.75 | 253.38 | 143.66 |
| 老年性白内障 | 529.58 | 543.37 | 13.79 | 2.60 |
| 子宫肌瘤 | 333.70 | 433.66 | 99.96 | 29.96 |

数据来源：浙江省温州市卫生经济学课题组，安信证券研究中心

## 3. 医院改革启动，核心在于产权制度明晰

2010 年 2 月 23 日，卫生部联合其他 5 部委，发布了《关于公立医院改革试点的指导意见》，公立医院改革启动，中国医院产业迎来巨大的发展机遇。

### 3.1. 改革的核心在于改变体制和管理机制

此次公立医院改革的核心在于医院体制和管理机制的根本性变革，体制是根基，管理是枝干。我国公立医院原来多数存在管理和服务效率低下、过度依赖药品销售收入和政府财政补贴、过度扩张，盈亏难以为继的问题，根本原因在于公立医院所有者和管理者责权不明晰。使得目前我国医院的终极目标既非追求公益，也非像企业一样追求

利润，医生没有健康有效的激励机制，药品加成难以取消，只能“以药养医”。因此解决这些问题的根本前提就是彻底改变医院的体制和管理机制。《指导意见》中的第一条指导思想用“政事分开、管办分开、医药分开、营利性和非营利性分开”四个分开高度概括了整个公立医院改革的核心内容。

#### 3.1.1 建立“管办分开”的有效形式

按照医疗服务监管职能与医疗机构举办职能分开的原则，推进政府卫生及其他部门、国有企事业单位所属医院的属地化管理，逐步实现公立医院统一管理。有条件的地区可以设立专门的机构，负责公立医院的资产管理、财务监管和医院主要负责人的聘任，建立协调、统一、高效的公立医院管理体制。卫生、教育等行政部门要积极研究探索高校附属医院管理体制改革。

#### 3.1.2 改革公立医院法人治理机制

明确政府办医主体，科学界定所有者和管理者责权；探索建立以理事会等为核心的多种形式的公立医院法人治理结构，落实公立医院独立法人地位，强化具体经营管理职能和责任，增强公立医院的生机活力。制定公立医院院长任职资格、选拔任用等方面的管理制度，推进职业化、专业化建设。建立以公益性为核心的公立医院绩效考核管理制度，探索建立医院院长激励约束机制。

按照著名的科斯定理，产权制度的设置是优化资源配置的基础。公立医院的产权明晰，将使得公立医院像一个现代企业那样去经营运作，医院将不会为了将报表做成盈亏平衡而去盲目扩大规模，门诊，住院等收费将会按照市场化的机制来定价，医生将会获得良好的薪酬激励，资源得到最优化的配置。进一步的影响，公立医院将有可能通过改制成为股份制公司，具备了直接上市融资或注入上市公司的条件。对于资本市场的意义，产权制度明晰，盈利良好的优质医院资产将更加容易实现证券化融资，有利于这些医院集团做大做强。未来在中国医疗市场上，将有可能诞生像 HCA 那样的大型医院集团企业。

#### 3.1.3 改革公立医院运行机制

完善医院内部决策执行机制，完善院长负责制，按照法人治理结构的规定履行管理职责，实施院务公开，推进民主管理。完善医院组织架构。完善医院财务会计管理制度，实施内部和外部审计制度，在大型公立医院探索实行总会计师制度。深化公立医院人事制度改革，完善分配激励机制，充分调动医务人员的积极性，探索实行并规范注册医师多地点执业的方式，引导医务人员合理流动。

### 3.2. 鼓励社会资本进入医院产业和多元化办医

国家此前对于社会资本进入医院产业缺乏政策支持，此次改革提出鼓励、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。完善政策措施，鼓励社会力量举办非营利性医院。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。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。

这将逐渐改变我国 90%的公立医院一统天下的格局，我们将看到非公立医院的比例不断提高。根据我们前面的分析，民营的营利性医院比例提高可以降低整个社会的医疗卫生费用。由于我国医疗产业每年 20%的高速增长和巨大的市场潜力，各种社会资本会以多种方式进入这个产业。此次的医院改革政策已经明确对于非公立医院的优惠支持政策，这将激发各种社会资本进入医院产业的热情，激活整个医疗市场。我们将看到越来越多的上市公司进入这一产业，也会有越来越多的民营优质医院诞生。

## 4. 国家鼓励公立医院改制将使医院行业迎来深刻变革

### 4.1 金陵药业成功主导宿迁市人民医院改制

**金陵药业(000919)**旗下的宿迁市人民医院是我国第一家上市公司主导公立医院改制的成功案例，对于此次公立医院改革的方向具有极大的借鉴意义。

宿迁市人民医院是当地规模最大的医院，担负着宿迁市及周边地区的主要医疗、抢救任务，该医院原来是一家二级乙等综合性医院，共有 18 个病区，560 张床位，在地区

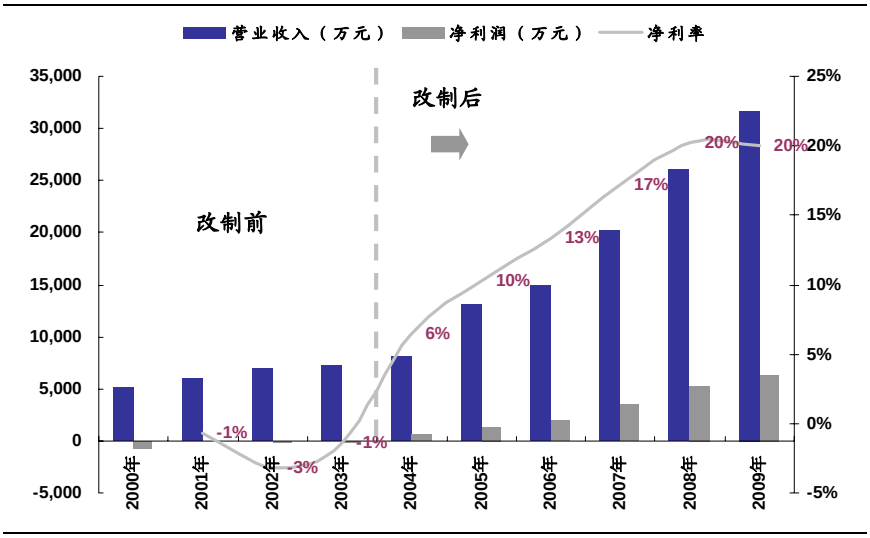
级医院中属于中等规模。该医院 2000 年-2002 年实现的收入分别为 5,072 万元、6,049 万元、6,951 万元，收支差额（即净利润）分别为-848 万元、-45 万元、-220 万元，收入增长很少，并且每年都处于微亏状态，这几乎是我国公立医院的一个缩影。

2003 年 7 月，金陵药业以 7,013 万元收购了宿迁市人民医院 70%的产权。2004 年 2 月，在原宿迁人民医院的基础上，金陵药业、宿迁市交通投资有限公司和南京市鼓楼医院共同成立了南京鼓楼医院集团宿迁市人民医院有限公司，宿迁市人民医院完成了改制，成为了一家有限责任公司，该公司注册资本为 8,000 万元，金陵药业和宿迁市交通投资公司以原宿迁市人民医院的净资产 7,467 万元出资(7,440 万元作为注册资本)，其中金陵药业占注册资本的 63%，宿迁交通投资公司占 30%，南京市鼓楼医院以无形资产 800 万元出资(560 万元作为注册资本)，占注册资本的 7%。

新医院借助南京市鼓楼医院的品牌优势和先进的管理经验、技术力量，使新医院的业务建设和管理水平跃上新台阶。每周四南京鼓楼医院会派 6 到 8 名专家，来宿迁人民医院做手术，进行学术交流。有 5 个专家长期坐诊，而且还采取随机模式派专家来治理疑难病人，抢救危重病人。从费用上来看，宿迁市人民医院的手术费不到南京同类手术费用的 50%，在门诊大楼，各种费用明确地显示在滚动字幕上。

经过两年多的经营，宿迁市人民医院盈利情况大为改善，病床使用率从改制前的 70%提高到了 110%，2004 年实现扭亏为盈，盈利 512 万，净利率为 6%，此后医院的收入在以每年 20%左右的速度高速增长，同时净利率不断提高（见图 14），到了 2009 年，医院实现营业收入 3.2 亿元，净利润 6,248 万元，净利率已经达到了 20%。宿迁市人民医院已经从原来效率低下，每年亏损的二级公立医院蜕变为一个经营效率高，盈利能力强的三级民营医院。

**图 14：宿迁市人民医院改制前后营业收入，净利润和净利率**




数据来源：金陵药业年报，安信证券研究中心

## 4.2 从“医疗共同体”到医院集团化

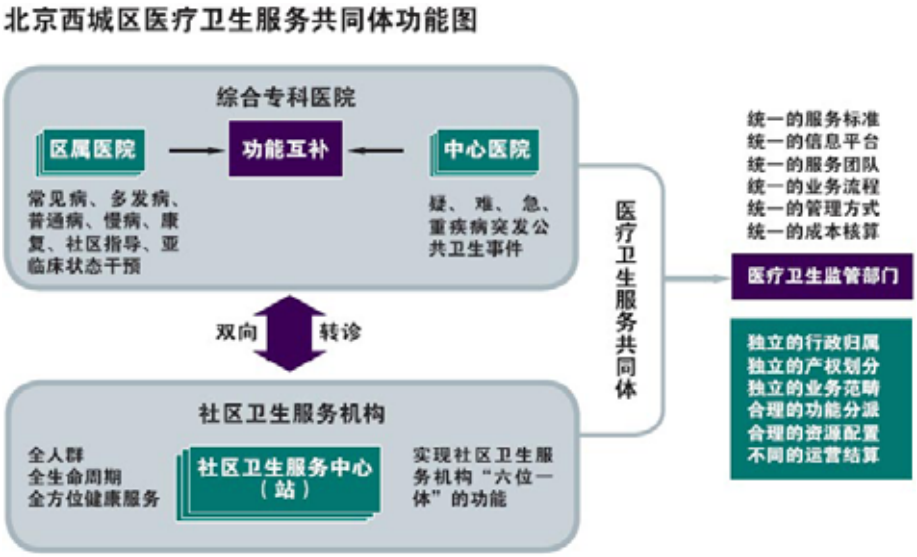
### 4.2.1. 北大人民医院的“医疗共同体”

我国目前的医院多处于各自独立的状态，这样的问题是单个医院的设备费用，人工成本都较高，而且大型三甲医院常常病床不够用，人满为患，而且挂号难，专家约诊困难。小医院病床使用率很低，也缺少大型医疗设备和高水平的医疗技术。解决这一问题的第一种方法是由北大人民医院所探索的“医疗共同体”方案。

从 2007 年 4 月开始，北京市西城区开始着手建立“医疗共同体”（见图 15）。该试点项目由北大人民医院、德外社区服务中心及展览路社区服务中心组成，覆盖附近 23 万居民。在北京市卫生局的指导下，制定统一的接诊程序、统一的检验质控、统一的诊断标准、统一的治疗原则、统一的慢病管理方案以及统一的康复计划，使广大慢性病患者在社区就可以得到全面、系统、规范的治疗和康复服务。患者可以在中心医院和社区医疗机构之间实现双向转诊、预约检查、预约医生、检验信息报告共享、处方

共享还有视频会诊等功能。目前，病人病历的内部及跨院调动时间从 15 分钟缩短到几分钟，这加快了医生对病人的诊断时间。经“医疗共同体”流程转诊的患者，采用预约医生、预约检查的方式，不需要挂号和候诊就可以直接由人民医院社区服务接待中心工作人员引导至相关诊室就诊。

**图 15：北京西城区医疗共同体**




资料来源：北大人民医院，安信证券研究中心

“医疗共同体”是医院构成的松散联合体，是大型三甲医院联合了二级医院、社区医院等下一级医疗机构的纵向扩张，虽解决了一定的医疗资源配置问题，但还没有从产权并购的角度真正发挥医院集团的优势。

### 4.2.2 我国公立医院的集团化发展趋势

欧美等发达国家医院产业的发展历程是：几家大型的医院不断地并购或新建医院，扩大规模，实现集团化。在我们前面分析的 HCA 成长之路中，这家美国最大的医院集团公司就是通过不断地并购数百家医院来完成自己的发展的。在鼎盛时期，HCA 旗下有 350 多家医院、145 个门诊外科中心、550 个家庭护理机构。在台湾，几大医院集团占据了 40%的市场份额（见表 7），其中最大的财团法人医院长庚医院集团占据了 6%的市场份额。

**表 7：台湾的医院集团**

| 医院集团主体 | | 医院数 | 总病床数 | 占台湾病床百分比 |
|---|---|---|---|---|
| 公立医院 | 退辅会 | 8 | 11041 | 10% |
| | 卫生署所属医院系 | | 9022 | 8% |
| | 军队医院系 | 18 | 4560 | 4% |
| | 台大医院 | 2 | 1774 | 2% |
| 财团法人医院 | 长庚系 | 8 | 6734 | 6% |
| | 秀传系 | 8 | 2641 | 2% |
| | 慈济系 | 6 | 2008 | 2% |
| | 马偕系 | 3 | 1951 | 2% |
| | 国泰系 | 5 | 1642 | 1% |
| | 彰基系 | 3 | 1241 | 1% |
| | 奇美系 | 3 | 953 | 1% |
| 医院集团合计 | | 94 | 43567 | 39% |

数据来源，《中国医院院长》，安信证券研究中心

医院集团化可以避免医疗资源的重复购置，有效地降低了医疗成本，医院管理机构的重新优化组合，提高了医院工作效率和管理水平。我国的公立医院也开始了集团化发展的道路，具有代表性的是北京同仁医院集团，上海仁济医院集团，上海瑞金医院集团等。

### 上海瑞金医院集团

瑞金医院集团是规模较大、框架和组织结构完整的医院集团。由上海第二医科大学附属瑞金医院、瑞金医院分部（原市政医院由瑞金医院兼并）、卢湾区中心医院、闵行区中心医院、浙江台州中心医院组成。成员医院有事业单位和国有控股股份制企业。成员医院与核心医院（瑞金医院）的资产关系及管理方式是：有全资医院（原市政医院）统一管理、50%股权（卢湾分院）完全管理和无资产关系（闵行医院）完全管理、无资产关系（台州中心医院）合作管理。核心医院向集团医院成员收取 1%～3%的管理费。瑞金医院集团组建后，运作良好，取得了多方面的成绩：各成员医院得到了长足的发展，服务水平得到提高，取得了良好的社会效益和经济效益。

此次公立医院改革将逐步界定公立医院的产权问题，完善法人治理结构，这将加快公立医院走向集团化发展。

## 4.3 北大系医院改革后发展前景广阔

北京大学医学部拥有北大医院，人民医院，北医三院等 8 家大型三甲医院，这些医院依托北大医学部雄厚的师资优势，国内顶尖的学术科研力量，经过多年的积累，在国内诸多医学领域都具有最高水平，全国各地的患者为了求得某一领域内水平最高的救治，都会慕名而来。

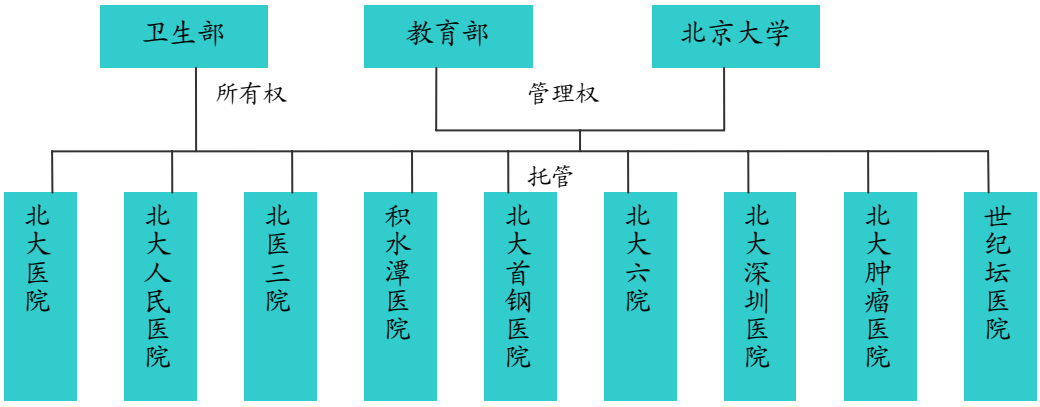
这些三甲医院每个医院的年销售收入在 10 亿元以上，整个北医系统的医院在北京市各大体系医院中市场份额排在第一位。其中北大医院，人民医院，北医三院三家医院年销售收入全部跻身北京前五大医疗构，北大系统多家医院的特色科室很多都进入全国综合实力前 10 名（见表 8）。

表 8：北大系医院实力进入全国前 10 的科室

| 北大医学部附属医院 | 综合实力进入全国医院前 10 的科室 |
|---|---|
| 北京大学第一医院 | 全国儿科第 3 |
| 北京大学人民医院 | 全国骨科第 7，全国眼科第 10 |
| 北京大学第三医院 | 全国骨科第 4 |
| 北京积水潭医院 | 全国骨科第 1，全国烧伤科第 1 |
| 北京大学肿瘤医院 | 全国肿瘤第 6 |

数据来源：广东省医药卫生信息网，安信证券研究中心

图 16：北大系 9 家三甲医院所有权和管理权结构图




数据来源：上市公司，安信证券研究中心

公立医院改革使这些顶尖的大型医院改制成为可能，未来这些大型三甲医院中将有可能转制成为股份制医院，在体制完全理顺后，净利润将达到 15%以上，每年贡献净利润 1-2 亿元，注入上市公司后发展空间巨大。

北大人民医院 5 年前已经开始进行改制，正在等待公立医院改革的启动。方正集团一直在资金和信息技术系统上给予大力支持。在方正的支持下，人民医院的经营已得到很大改善。人民医院的院长王杉同时兼任北大国际医院集团董事长，主管医院改制和医院产业整合，可见集团对于医院产业进军的战略规划。集团目前的战略规划是:

第一、自建大型三甲医院，北大国际医院就是集团自建的国内最大的单体医院，建成后将达到 1,800 张床位，并将从北大医学部调配优秀的医生加入;

第二、积极寻找地方医院进行收购，目前可能收购的包括重庆北培区中医院，年销售收入 7000 万，理顺体制后将产生 1,000 万元的净利润，以及湖南株洲市中心医院，是一家地方三甲医院;

第三、与北大医学部合作，等待国家公立医院改革的政策逐步落实，启动公立医院改制，未来北大人民医院等大型顶尖医院资产注入将成为集团的远景战略规划，巨大前景值得期待。

**西南合成(000788)**是北大方正集团旗下唯一的医药行业的上市公司，将打造北大系的医药资产整合平台，公司未来的愿景是“北大医院”医疗产业集团，而这些国内最顶尖的医院资产若能够证券化，借助资本市场的力量做大做强，将有可能打造成为中国的 HCA 集团。

# 5. 鼓励社会资本进入医院产业将使民营医院迎来发展机遇

## 5.1 民营资本进入医院产业的几种形式

此次医院改革国家提出鼓励社会资本进入医院产业，将使民营医院迎来发展机遇。我们以国内最大的民营综合性医院集团—凤凰医院集团进入医疗产业的方式来研究一下民营资本进入医院产业的几种形式:

### 5.1.1 向政府主管部门申请创办独资医院

**吉林创伤医院**

该医院是由个人投资，招聘由公立医院退休下来的医学专家组成技术队伍，由政府正式批准设立民营医院，以创伤外科为主，经过十几年发展，现在是一家拥有建筑面积 16,000 平方米、300 多张病床、固定资产 6,000 多万元的二级甲等综合性医院，被卫生部评为全国百佳医院。

**分析:** 它的特点是产权清晰、自主经营，靠自我积累，滚动发展。这种方式目前受政府医疗市场准入制和中外合资医院外方最高可占 70%股份的相关规定的限制，但我们预计此次医院改革将使得这种方式的障碍越来越小。

### 5.1.2 申办中外合资股份制性质的营利性医院，由中方控股经营

**深圳凤凰医院**

该医院是由香港投资人投资 30%，凤凰医院集团投资 70%，由凤凰医院集团负责经营管理。三年多就收回投资，进入良性运营，2004 年经双方协议追加投资 5,000 万元人民币扩建医院新址。香港投资人以战略投资人的身份入股，不参与医院的经营，由凤凰医院集团完成经营目标，保证与投资人约定的投资回报。

**分析:** 这种方式的好处是中方自主经营，充分发挥医院集团连锁经营的优势，实现经营目标，外方投资人可以得到期望的投资回报。

### 5.1.3 独资买断国有企业停办的企业医院，借壳进入医疗市场

**大连新世纪医院**

该医院原是大连钢铁集团公司的职工医院，随着国有企业改革的深化，企业要把非经营性资产转卖补充经营性资产。1998 年 8 月 1 日由凤凰医院集团投入 100 万元人民币按合法程序独资买断，兼并大连钢铁集团公司职工医院，接收 200 名医院医护人员，又投资 4,000 万元人民币重新改建装修添置医疗设备，于 1999 年 3 月 1 日经大连市

卫生局批准，以大连新世纪医院的名字正式对社会开诊。医院建筑面积 1.6 万平方米，开放床位 260 张，320 名员工。医院逐步成为大连市民心目中的第三品牌医院。

**分析：**这种独资买断的方式，一次投资数额较大，投资回报期较长，但产权清晰，有利长远发展。我们预计此次医院改革后将有越来越多的民营资本以这种形式进入医院产业。

#### 5.1.4 采用委托经营的方式

接受国有医院产权人的委托，托管经营国有医院，待国有医院改革政策进一步明确后，最终以国有资产退出，医院由委托经营方收购，完成医院的投资改制。

**无锡新区医院**

该医院是由无锡市政府兴办一所二级甲等综合医院，实行国有民营的委托管理。无锡市政府选中凤凰医院集团，2001 年 1 月签订了全权委托经营管理的协议。协议规定，无锡新区医院一期基本建设的产权归无锡新区经济发展集团公司。医院的内部医疗设备及二期 1.2 万平方米的住院大楼等建设由凤凰医院集团负责完成，医院的经营收益归凤凰医院集团，负责对新区医院一期投入的国有资产的保值和增值。凤凰医院集团 2001 年 2 月中旬正式接管医院以后，又投入资金购置医疗设备，进行院舍装修，组织医疗技术队伍，于 2001 年 6 月正式开诊营业，7 月份纳入医保定点医院，受到新区各界的欢迎。经过一年的经营，已开始着手第二期工程建设，成为无锡市政府推进卫生改革的一个典型案例。

**分析：**这种投资方式，是绕过产权问题进行并逐步推进的医疗体制改革，先投资办医院，此次医院改革后，将最终解决政府资产退出，完成医院投资和产权改造，使医院按市场化、产业化经营。

### 5.2 连锁专科医院迅速扩张

民营资本进入医疗产业的另一个成功模式就是建立连锁的专科医院，我国的连锁专科的民营医院集中在美容整形，眼科，口腔科，和妇科等领域（见表 9）。作为公立医院的有效补充，连锁的民营专科医院将某一专科治疗领域做深做精，同时发挥了比公立医院更好的服务质量，较低的治疗费用等优势，在细分的专科治疗领域建立了自己的品牌，依靠着自己的品牌和管理质量迅速扩张。具有代表性的是眼科连锁医院龙头**爱尔眼科(300015)**和口腔科连锁医院龙头**通策医疗(600763)**。

**表 9：我国各类专科医院的营利性医院占比**

| 排序 | 专科医院类别 | 营利性医院门诊人数占全部医院的比例 |
|---|---|---|
| 1 | 美容医院 | 98.36% |
| 2 | 整形外科医院 | 60.46% |
| 3 | 眼科医院 | 32.54% |
| 4 | 骨科医院 | 31.95% |
| 5 | 血液病医院 | 26.59% |
| 6 | 康复医院 | 22.82% |
| 7 | 妇产(科)医院 | 17.81% |
| 8 | 心血管病医院 | 14.96% |
| 9 | 皮肤病医院 | 14.67% |
| 10 | 耳鼻喉科医院 | 11.38% |
| 11 | 中西医结合医院 | 10.88% |
| 12 | 口腔医院 | 8.94% |
| 13 | 肿瘤医院 | 4.09% |
| 14 | 精神病医院 | 2.05% |
| 15 | 中医医院 | 1.76% |
| | 综合性医院 | 3.89% |

数据来源：《2009 年中国卫生统计年鉴》，安信证券研究中心

### 5.2.1 爱尔眼科：打造眼科连锁医院中的“星巴克”

眼科治疗的市场容量在200亿以上，我国目前眼科市场规模较小，与发达国家相比有很大差距，因此发展空间巨大。眼科市场营利性医院较多，医院家数占到整个市场的60%，床位数占到了整个市场的40%，在这个潜力巨大的市场中，第一品牌就是爱尔眼科，在爱尔起家的长沙医院公司占有40%的市场份额。爱尔各家医院全部是医保定点医院，新医改加加大对于医保的投入将加速眼科医疗市场的扩容，公司作为竞争力强劲的民营医院将迅速扩大市场份额。

公司是国内民营连锁专科医院标杆，正在以平衡稳健的方式迅速扩张。公司作为第一家在国内上市的连锁医疗机构，拥有良好的商业模式和优秀的管理体制。公司正借助资本市场的力量，不断收购地方性眼科医院或新建医院，稳健扩张（见表10）。新建的医院一般要经过3年的成长期后才能盈利，因此公司必须在扩大规模与业绩增长之间寻找平衡。公司的扩张战略是在保证每年收入和净利润都以30%左右的速度增长的同时，不断的寻找并购目标或者新建医院以扩大规模。

表10：爱尔眼科的收入，利润和利润率

| | 持股比例 | 总资产（万元） | 2008年收入（万元） | 2008年净利润（万元） | 净利率 | 2009年收入（万元） | 2009年净利润（万元） | 设立方式 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **一级医院** | | | | | | | | |
| **上海爱尔** | 60% | 3,848 | 3,001 | -392 | | 3,387 | -383 | |
| **二级医院** | | | | | | | | |
| **成都爱尔** | 100% | 4,304 | 3,482 | 987 | 28% | 4,812 | 1,282 | |
| **武汉爱尔** | 100% | 8,117 | 10,324 | 2,283 | 22% | 11,846 | 2,533 | |
| **长沙爱尔** | | 5,250 | 4,489 | 1,552 | 35% | | | |
| **沈阳爱尔** | 100% | 6,613 | 5,818 | 1,804 | 31% | 10,228 | 2,435 | 收购 |
| **重庆爱尔** | 100% | 3,420 | 3,270 | 159 | 5% | 3,984 | 221 | |
| **哈尔滨爱尔** | 60% | 1,585 | 1,297 | -282 | | | | 收购 |
| **合肥爱尔** | 100% | 2,267 | 2,143 | 190 | 9% | 2,692 | 268 | |
| **济南爱尔** | 51% | 832 | 438 | -203 | | | | |
| **广州爱尔** | 95% | 1,143 | 559 | -54 | | | | 收购 |
| **汉口爱尔** | 100% | 2,034 | 150 | -54 | | | | |
| **南昌爱尔** | 51% | | | | | | -467 | 新建 |
| **太原爱尔** | 100% | | | | | | -655 | 新建 |
| **三级医院** | | | | | | | | |
| **衡阳爱尔** | 100% | 2,059 | 1,902 | 416 | 22% | 2,462 | 714 | |
| **株洲爱尔** | 51% | 2,960 | 2,107 | 416 | 20% | 2,709 | 697 | |
| **常德爱尔** | 100% | 1,732 | 1,461 | 236 | 16% | | | |
| **黄石爱尔** | 92% | 1,245 | 1,250 | 150 | 12% | | | |
| **邵阳爱尔** | 100% | 1,085 | 301 | -246 | | | | |
| **襄樊爱尔** | 100% | 1,729 | 275 | -224 | | | | |
| **岳阳爱尔** | 100% | 1,380 | | | | | -119 | 新建 |

资料来源：爱尔眼科公告，安信证券研究中心

一家医院的核心资源是医生，爱尔在扩大规模同时，核心任务是要保证医生队伍的质量，公司已经从上市前的2,000人扩张到目前2,700人的员工队伍，这其中有500名医生，既有来自公立医院的有经验医生，也有刚刚从医学院毕业的硕士生、博士生。公司正在寻找一套完善的培训体系，以确保优质医疗资源的可持续性。公司正在考虑自建眼科医学院或者与湘雅医院等大型医院合作开办临床教学医院，并与多个国内眼科顶尖学者合作科研，努力在国内眼科医学界树立自己的学术地位。

与医疗资源丰富的大型公立医院相比，公司具有更加灵活的管理机制。公司每新设一家医院，都会从总部派出业务院长，CEO，以及财务总监，医疗业务与行政分开有效

管理，使医院像现代企业一样经营运作，再从外招聘合适的学术带头人，医生和护士。公司给予医生比在公立医院更好的薪酬回报，将来还会给予每个分院的管理层和核心医生以股权激励，这种类似于美国最大医疗集团 HCA 的激励方式将极大的激活医院的高效经营，发挥民营医院有别于大型公立医院的优势。爱尔医院拥有不同于公立医院的亲和的服务态度，这将成为公司长期发展的软性实力。

### 5.2.2 通策医疗：口腔连锁医院龙头

口腔医疗市场潜力巨大。根据最新公布的《第三次全国口腔健康流行病学抽样调查》显示:我国 5 岁儿童乳牙龋病的患病率为 66.0%,12 岁儿童恒牙龋病的患病率为 28.9%,35～44 岁中年人龋病患病率为 88.1%，65～74 岁老年人龋病患病率为 98.4%，口腔疾病的高发病率造就了国内巨大的牙科市场。

公司在口腔医疗领域具有先发优势，已在国内多个省市布点（见表 11）。公司采用“中心医院+分院”的模式，既保留了现有医院的优势，又加入了灵活的民营资本的力量。

表 11：通策医疗旗下各医院经营状况

| 地区 | 医院 | 持股比例(%) | 注册资本（万元） | 2009 年中期收入（万元） | 收入同比增长 | 占总收入比例 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 杭州 | 杭州口腔医院 | 100% | 4770 | 6,932 | 46% | 83.1% |
| | 杭州古翠口腔门诊部 | 100% | 600 | | | |
| | 杭州东河口腔门诊部 | 100% | 200 | | | |
| 宁波 | 宁波口腔医院 | 90% | 600 | 672 | 35% | 8.1% |
| 沧州 | 沧州口腔医院 | 70% | 944 | 266 | 41% | 3.2% |
| 黄石 | 黄石现代口腔医院 | 100% | 500 | 196 | 14% | 2.4% |
| 衢州 | 衢州口腔医院 | 100% | 300 | 110 | 181% | 1.3% |
| 北京 | 北京京朝口腔医院 | 92% | 610 | 48 | | 0.6% |
| 宁海 | 宁海口腔医院 | 100% | 84 | 19 | | 0.2% |
| 嘉兴 | 嘉兴口腔医门诊部 | 70% | 300 | 17 | | 0.2% |
| 瑞安 | 瑞安口腔医院 | 51% | 250 | 16 | | 0.2% |

资料来源：通策医疗公告，安信证券研究中心

杭州口腔医院的技术水平和医院规模在全国范围内排名前五名。杭州口腔医院现有 170 多张牙椅，近 200 人医生，年门诊量近 50 万人次。2006 年起，医院和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，进一步提升了医院的学术地位和医疗水平。目前，医院在杭州市区设有庆春路分院、第一门诊部、东河门诊部、和古翠门诊部四家分院。杭州地区的医院是公司的主要收入来源，2009 年实现收入 6932 万元，同比增长 46%，占总收入的 83%。

宁波口腔医院是宁波地区最大的口腔医院，拥有 20 张牙椅，公司于 2007 年 6 月份收购了其 90%的股权，医院 2009 年实现销售收入 672 万元。宁波口腔医院下属的宁海门诊部拥有 10 张牙椅，2009 年贡献收入 19 万元。

衢州口腔医院 2007 年 9 月获得设立批文，总投资 800 万元，面积达 1,100 平方米，拥有 10-15 张牙椅，按国家二级医院标准设置，口腔种植业务在衢州地区是首次开设。医院现有专业技术人员 18 名，2009 年上半年实现销售收入 110 万元，同比增长 181%。

北京京朝口腔医院是北京市朝阳区唯一的二甲口腔专科医院，位于北京市朝阳区 CBD 商务圈。医院占地 1,200 平米，拥有德国、荷兰口腔综合治疗椅 20 余台。2009 年上半年实现销售收入 48 万元。

2009 年前三季度公司口腔医院业务实现销售收入 1.4 亿元，同比增长了 40%，净利润 2,455 万元，同比增长 96%，公司的口腔医疗主业已进入快速增长期。公司将继续通过新建和并购完成外延式扩张，继续在除杭州以外的其他省市以中心医院向分院拓展，打造国内口腔连锁医院的龙头。

### 5.2.3 马应龙：从肛肠药制造业，到肛肠治疗方案提供商

**马应龙(600993)**目前旗下拥有武汉肛肠医院和北京长青肛肠医院两家营利性医院。

武汉肛肠医院是国内顶尖的三级肛肠专科医院，于 2009 年开业，半年后即拿到医保定点资格，自 2009 年开业后营业税一直免收。医院的土地由公司购买，公司的新增投资主要用于医院购买新设备。医院的平均门诊量为 70 人/天，并于 2009 年 2 月份开始做肛肠手术业务。医院拥有 105 张床位，医院熏洗仪 10 台。2009 年医院亏损 200 多万，但实际现金流为正，主要是因折旧有 200 万元。预计 2010 年医院盈亏平衡，2011 年将开始实现盈利。

北京长青医院是由军队申办改制成的与海淀区四季青政府合作的股份制医院，马应龙投资 1,000 万，股权转让加增资共获得医院 70%的股权，医院院长韩宝是原 301 院长，肛肠专家，其个人有医院 30%的股权。医院是一级甲等专科医院，目前拥有 90 床位，拥有主任医师、副主任医师 10 人（其中大部分是退休的军队名医），医院设置科室 13 个。2006 年 1 月，医院成为北京市唯一一家取得肛肠专科医保定点的医疗机构。

公司 2010 年 4 月将新建南京丁氏肛肠医院，设有 100 张床位。医院院长丁义江为肛肠世家，家族中多人包括他本人曾任中国肛肠协会会长，丁氏家族将技术入股，拥有医院 30%的股权，马应龙拥有 70%的股权。

公司将继续坚定地并购和投资肛肠专科医院，准备 3-5 年新建 5-8 家医院。这些医院定位于高端专科医院，依托于马应龙在国内肛肠医学界的地位和品牌，公司正在从肛肠药制造业延伸产业链到肛肠医院，逐渐发展为整个肛肠科治疗方案提供商。

## 6. 其他拥有医院资产的 A 股上市公司

医院改革的启动和我国医疗市场的迅速发展，将为国内拥有医院资产的 A 股上市公司带来投资机会：

### 6.1 综合性医院

### 6.1.1 康美药业(600518)：从中药饮片到中医院的产业链一体化发展

公司拟计划投资 3 亿元建设一家三甲医院普宁市康美中医院，将设床位 900 张。该医院是一家营利性医院，将于 2008 年 4 月动工，将于 2010 年底建成，公司将与广东省人民医院和中医院合作，医生部分自有、部分外聘。公司贯通中药饮片上下游“中药材-中药饮片-中医院”的产业链一体化的模式初具雏形，围绕中医药领域做强做大的基础已经基本具备。

### 6.1.2 诚志股份(000990)：依托清华大学协和医学院，向医院产业发展

公司 2005 年收购了丹东市第一人民医院 60%的股权，公司的大股东是清华控股，使医院依托清华大学协和医学院的专家资源和技术条件，经营逐渐转好。2009 年上半年医院收入增长了 45%，预计全年收入将超过 1.6 亿元；但因医院固定资产投入大、折旧多，2009 年预期仍旧亏损，但现金流已为正。医院原先拥有 750 张床位，公司接管后对医院进行了扩建，扩建后将达到 900 张床位。2010 年初，医院重新恢复了三级医院资质，预计 2010 年医院将开始盈利。

### 6.1.3 益佰制药（600594）：肿瘤中药注射剂优势企业，介入医疗产业

公司旗下拥有综合性二甲医院灌南县人民医院，2005 年 1 月该医院由公司投资管理，持股 90%。灌南县人民医院是连云港市首家改制的县级公立医院，医院拥有床位 340 张，临床医技科室 34 个，占地面积 5.5 万平方米，21 层的现代化病房楼正在建设中。医院不久将跃上徐州医学院附属医院平台，这将加强医院的学术地位和提高医疗水平。2009 年医院总资产 1 亿元，首先收入 9,396 万元，净利润 45 万元，预计 2010 年医院的盈利将进一步提升。

### 6.2 专科医院：

### 6.2.1 三精制药（600829）：向妇科和肾脏专科医院领域延伸

公司旗下拥有妇科专科医院哈尔滨三精女子医院，注册资本为 4,900 万元，公司持股

100%，拥有 40 多张床位，医生以外聘为主。该医院 2008 年的收入是 3,000 万元，净利润 1,000 万元，净利率达 30%，盈利能力极强，医院投资三年即已收回投资。公司还拥有一家哈尔滨肾脏病专科医院，2008 年的利润是几百万，此后也将为公司贡献更多的利润。公司还收购了成都市武侯区第三人民医院 19%的股权，公司成立了哈药集团三精医院投资管理有限公司，以自有资产对医疗行业进行投资及管理，决心向潜力巨大的医院产业不断发展。

### 6.2.2 华润三九(000999)：建立国内顶级脑科医院

公司旗下拥有三甲的专科医院广东三九脑科医院，医院注册资本为 500 万美元，公司的实际出资额为 1 亿元，持股比例为 100%。目前医院设有 16 个临床诊疗和功能检查科室。拥有国内第一台美国 4D 公司生产的价值 2,500 万元脑磁图大脑功能与定位检测仪，拥有国内最先进的手术室环境和配套设备，重症监护病房技术条件也居国内先进水平，医院设备总值逾 1.5 亿元人民币。为开展高水平专科诊疗创造了条件。

该医院拥有癫痫病研究所、肿瘤神经外科、立体定向与功能神经外科、放射神经外科、神经内科、神经康复科、脑瘫中心、神经电生理中心（含脑磁图、视频脑电室等）、心理科等一批在国内有影响和知名度的特色优势科室。医院的性质为非营利性，2009 年实现销售收入 1.5 亿元，净利润 2,000 万元。

表 12：目前旗下拥有医院资产的 A 股上市公司

| 分类 | 上市公司 | 医院名称 | 级别 | 注册资本 | 经营范围 | 持股比例 | 是否并表 | 性质 | 09 年销售收入 | 09 年净利润 | 床位数 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 综合性医院 | 金陵药业 | 宿迁市人民医院 | 三级 | 8000 万元 | 综合 | 63% | 是 | 非营利性 | 3.2 亿元 | 6248 万元 | 900 张 |
| | 益佰制药 | 灌南县人民医院 | 二甲 | 5000 万元 | 综合 | 90% | 是 | 非营利性 | 9396 万元 | 45 万元 | 340 张 |
| | 康美药业 | 普宁康美中医院 | 三甲 | 22171 万元 | 中医 | 100% | N/A | 营利性 | N/A | N/A | 900 张 |
| | 诚志股份 | 丹东市人民医院 | 三级 | 4251 万元 | 综合 | 60% | 是 | 非营利性 | N/A | N/A | 510 张 |
| 专科医院 | 马应龙 | 武汉马应龙肛肠医院 | 三级 | 3000 万元 | 肛肠科 | 100% | 是 | 营利性 | N/A | -267 万元 | 105 张 |
| | | 北京长青医院 | 一甲 | 公司投资 1000 万元 | 肛肠科 | 70% | N/A | 营利性 | N/A | N/A | 90 张 |
| | 三精制药 | 哈尔滨三精女子医院 | N/A | 4900 万元 | 妇科 | 100% | 是 | 非营利性 | N/A | N/A | 40 张 |
| | | 哈尔滨三精肾脏病专科医院 | N/A | 在建工程 7111 万元 | 肾科 | 100% | 是 | N/A | N/A | N/A | N/A |
| | 华润三九 | 三九脑科医院 | 三甲 | 500 万美元 | 脑科 | 100% | 是 | 非营利性 | 1.5 亿元 | 2000 万元 | 800 张 |

资料来源：各公司公告，公司调研，安信证券研究中心

## 作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。2009 年《新财富》上榜第四名，“水晶球奖”第三名。

李秋实，医药行业研究员，毕业于北京大学药学院，药学和经济学双学位，曾就职于德国拜耳医药保健有限公司，具有 2 年证券行业从业经验，2010 年 3 月加盟安信证券研究中心。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

## 行业评级体系

**收益评级:**

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

**风险评级:**

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## 销售联系人

| | | | |
|---|---|---|---|
| **朱贤** | **上海联系人** | **凌洁** | **上海联系人** |
| 021-67865293 | zhuxian@essence.com.cn | 021-68765237 | lingjie@essence.com.cn |
| **梁涛** | **上海联系人** | **南方** | **上海联系人** |
| 021-68766067 | liangtao@essences.com.cn | 021-68765206 | nanfang@essence.com.cn |
| **黄方禅** | **上海联系人** | **张勤** | **上海联系人** |
| 021-68765913 | huangfc@essence.com | 021-68763879 | zhangqin@essence.com.cn |
| **潘冬亮** | **北京联系人** | **马正南** | **北京联系人** |
| 010-59113590 | pandl@essence.com.cn | 010-59113593 | mazn@essence.com.cn |
| **周蓉** | **北京联系人** | **李昕** | **北京联系人** |
| 010-59113563 | zhourong@essence.com.cn | 010-59113565 | lixin@essence.com.cn |
| **潘琳** | **深圳联系人** | **王远洋** | **深圳联系人** |
| 0755-82558268 | panlin@essence.com.cn | 0755-82558087 | wangyy3@essence.com.cn |
| **李国瑞** | **深圳联系人** | **刘欢** | **深圳联系人** |
| 0755-82558084 | ligr@essence.com.cn | 0755-82558069 | liuhuan@essence.com.cn |

## 安信证券研究中心

**深圳**

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

**上海**

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

**北京**

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034