



买入 11.36% ↑
目标价格: 人民币 28.34

300015.SZ

股价: 人民币 25.45

目标价格基础: 46 倍 2012 年预测业绩

板块评级: 增持

本报告要点

- 公司未来 2 年将保持年新增 6-10 家连锁医院速度快速扩张。
- 公司下属成熟医院保持高速增长(图表 17), 新增连锁医院 2-3 个会计年度可实现盈利(图表 18)。
- 公司主营手术业务将在未来 2 年中分享量价提升趋势(图表 22-27)。

我们的观点有何不同?

- 公司未来高速增长非常确定, 可以支撑较高估值。

主要催化剂/事件

- 新增连锁医院业绩超预期。

股价表现

	今年至今 (%)	1 个月 (%)	3 个月 (%)	12 个月 (%)
绝对	(8)	3	6	(9)
相对新华富时 A50 指数	9	11	15	9

发行股数(百万) 427

流通股(%) 28

流通股市值(人民币 百万) 3,046

3 个月日均交易额(人民币 百万) 53

净负债比率%(2011E) 净现金

主要股东(%) 湖南爱尔医疗投资有限公司 44.94

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

以 2011 年 11 月 30 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

制药 - 医疗服务

胡文洲,CFA *

(8621) 2032 8520

Eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120004

*寇嘉烨、焦阳为本报告重要贡献者

爱尔眼科

高速增长的眼科连锁龙头:

爱尔眼科是国内民营眼科行业的龙头企业, 在行业内系统优势明显。我们认为公司三级连锁的商业模式以及配套体制和资源能够保证公司连锁医院实现快速扩张, 公司未来高速增长可期。我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.43 元、0.62 元、0.88 元, 首次给予买入的评级, 目标价格 28.34 元。

支撑评级的要点

- 眼科诊疗行业成长迅速, 市场空间巨大, 适合民营医院以连锁形式生长。
- 公司以三级连锁的商业模式进行全国网络覆盖, 目前 37 家连锁医院已覆盖 20 个省份, 规模优势明显。
- 公司下属成熟连锁医院持续保持高速增长, 新增连锁医院 2-3 个会计年度可实现盈利。
- 公司准分子手术、白内障治疗手术业绩继续保持量价提升趋势。

评级面临的主要风险

- 公司高速增长中新成立的连锁医疗服务水平下降。
- 行业竞争日益激烈, 提升恶性竞争风险。

估值

- 我们预计公司 2011-13 年业绩增速分别为 53%、43% 和 43%。公司商业模式优质, 行业龙头地位已经确立, 高速增长确定, 考虑到医疗服务行业壁垒很高, 投资标的稀缺, 行业成长的确定性相对很高, 根据公司 1 倍 PEG 水平, 给予公司 2012 年 46 倍市盈率, 对应目标股价为 28.34 元, 首次评级买入。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	606	865	1,257	1,720	2,331
变动(%)	38	43	45	37	36
净利润(人民币 百万)	92	120	184	263	376
全面摊薄每股收益(人民币)	0.217	0.282	0.430	0.616	0.881
变动(%)	51	30	53	43	43
全面摊薄市盈率(倍)	117.6	90.4	59.2	41.3	28.9
每股现金流量(人民币)	0.396	0.562	0.596	0.869	1.213
价格/每股现金流量(倍)	64.3	45.3	42.7	29.3	21.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	59.3	45.8	30.3	21.5	15.5
每股股息(人民币)	0.350	0.150	0.129	0.185	0.264
股息率(%)	1.4	0.6	0.5	0.7	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目 录

投资摘要	3
盈利预测和假设	4
估值	5
公司的核心竞争力	6
公司概况	7
眼科领域潜力巨大，适合民营医院生长	10
全国网络日益完善，连锁铸造行业龙头	14
手术业务稳健发展，主要项目量价齐升	17
超募资金物尽其用	23
股权激励情况	24
财务状况	25
风险因素	27
研究报告中所提及的有关上市公司	29

投资摘要

高毛利率、低医疗风险、技术服务模式成熟和需求多样化的行业特点决定了眼科诊疗行业适合民营医院进入生长。同时眼科手术治疗强地域粘性的消费特点使得眼科诊疗服务行业长期呈现“全国分散，地区集中”的竞争格局，适合连锁经营的商业模式。

公司是国内规模最大的民营眼科医疗机构，主要业务是提供各种眼科疾病的诊断治疗服务，包括准分子激光近视矫正手术、白内障手术、眼前段手术、眼后段手术、配套的检查治疗业务和药品销售业务，此外还开展了一些医学验光配镜业务。2010 年准分子激光近视矫正手术业务与白内障手术业务合计共占公司总营业收入的 51%，毛利的 58%。

公司的三级连锁商业模式符合眼科医疗行业布局与特点，规模效益明显。公司旗下拥有 37 家眼科连锁医院（其中布局一线及二线省会城市的一、二级连锁医院 22 家，布局三线城市的三级医院 15 家），覆盖除浙江、福建、海南及部分西部省区外的 20 个省份。我们预计未来 2 年公司仍将保持年新增 6-10 家的新开医院速度，并布满主要省会城市。

公司下属成熟医院将继续保持 25% 以上的高速增长，新增二、三级连锁医院 2-3 个会计年度内可实现盈利，整体业绩高速增长非常确定。

除大规模、高速可复制的连锁模式外，公司在内部管控体系、学术水平、技术积累与更新、人才培养与储备、资金等各个方面相较竞争对手优势明显；行业内龙头地位明显。同时随着公司持续高速扩张，品牌积累不断增强，龙头地位将得到强化。

公司准分子激光近视矫正手术业务与白内障手术业务未来 2-3 年内皆可分享量价齐升趋势。潜在市场空间以及不断提升的消费能力和医疗保障水平将推动手术量的持续增长。同时这两项主要手术业务也将逐步实现结构性升级：准分子手术业务中，更高价格更低风险的飞秒激光手术所占比例将逐步提升；白内障治疗手术中，优质高价的高级晶体的使用比例也在逐步增加。

公司现金较为充裕，自有资金与剩余超募资金合计超过 5 亿元。公司经营性现金流连续多年均高于同年净利润，盈利质量良好。

盈利预测和假设

盈利预测关键假设

- 1) 公司在人才培养、资金获取、公关关系的维护等方面进展顺利，新增医院能够按照预期逐渐盈利，并继续保持每年新增 6-10 家连锁医院的高速扩张态势。
- 2) 准分子手术数量增长率逐渐放缓至略高于行业平均水平 15%。由于准分子手术结构性变化以及各项成本的上涨，未来 2 年准分子手术均价年均提升 10%，毛利率保持在 72% 左右。
- 3) 白内障手术数量增长率逐渐放缓至约 25%；由于成本上涨等因素，未来 2 年白内障手术均价年均小幅提升 5%，毛利率稳定在 45% 左右。
- 4) 眼前段手术业务、眼后段手术业务、检查治疗业务稳定增长。
- 5) 配镜业务快速增长，营业收入占比小幅提升。
- 6) 公司新开连锁医院中三级医院占比逐渐增加，成熟连锁医院营收占比逐渐上升，销售费用率和管理费用率小幅下降。

营业收入预测

图表 2.公司营业收入预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
医疗服务					
营业收入(百万元)	446.52	640.75	928.01	1,248.85	1,652.50
增长(%)	42.54	43.50	44.83	34.57	32.32
占比(%)	73.6	74.1	73.8	72.6	70.9
毛利率(%)	60.68	59.90	58.60	58.27	57.79
配镜服务					
营业收入(百万元)	92.10	131.49	197.24	299.80	464.69
增长(%)	24.06	42.77	50.00	52.00	55.00
占比(%)	15.2	15.2	15.7	17.4	19.9
毛利率(%)	60.26	59.24	59.00	59.00	59.00
药品销售					
营业收入(百万元)	67.83	92.56	131.44	170.87	213.58
增长(%)	31.43	36.46	42.00	30.00	25.00
占比(%)	11.2	10.7	10.5	9.9	9.2
毛利率(%)	29.20	27.83	28.00	28.00	28.00
其他					
营业收入(百万元)	0.00	0.08	0.00	0.00	0.00
总计					
营业收入(百万元)	606.45	864.88	1,256.68	1,719.52	2,330.77
增长(%)	38.11	42.61	45.30	36.83	35.55
毛利率(%)	57.09	35.35	55.46	55.39	55.30

资料来源：公司资料及中银国际研究

估值

公司主营业务属于医疗服务行业，该细分行业的A股上市公司只有爱尔眼科和通策医疗两家。我们同时选取保持高速增长的医药板块公司作为对比参照。

公司商业模式优质，行业龙头地位已经确立，高速增长确定，我们预计2011-2013年公司净利润复合增长率达46%。考虑到医疗服务行业壁垒很高，投资标的稀缺，行业成长的确定性相对很高，根据公司1倍PEG水平，给予公司2012年46倍市盈率，目标股价为28.34元，并将评级定为买入。

图表3.医药板块相似上市公司估值比较

所属子行业	公司简称	代码	总市值 (人民币亿元)	价格 (人民币元)	每股收益 (人民币)				市盈率 (倍)				10-13年 净利润 复合增长 (%)			净资产收益 (%)		
					2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
医疗服务	通策医疗	600763.SS	37.92	23.65	0.31	0.46	0.65	0.91	76.89	51.59	36.57	26.04	43.47	22.26	23.69	25.06		
化学药	莱美药业	300006.SZ	38.05	20.79	0.48	0.46	0.64	0.88	86.73	44.97	32.46	23.64	54.23	13.88	16.40	19.06		
医疗器械	阳普医疗	300030.SZ	17.67	11.94	0.39	0.30	0.42	0.56	60.89	39.87	28.36	21.45	41.60	7.20	9.30	11.45		
生物医药	翰宇药业	300199.SZ	41.90	41.90	0.70	0.82	1.23	1.73	79.29	50.80	34.20	24.26	48.41	11.37	13.78	15.94		
生物医药	舒泰神	300204.SZ	40.81	61.18	1.15	1.30	1.88	2.49	70.97	47.00	32.50	24.51	42.54	11.29	13.50	15.23		
消费	汤臣倍健	300146.SZ	91.30	83.49	1.68	1.70	2.60	3.84	99.13	49.25	32.10	21.72	65.88	11.02	14.27	17.55		
中药	东阿阿胶	000423.SZ	320.41	48.99	0.89	1.35	1.80	2.32	55.03	36.39	27.21	21.08	37.70	25.89	27.38	27.19		
平均			84.01	41.71	0.80	0.91	1.32	1.82	75.56	45.70	31.91	23.24	47.69	14.70	16.90	18.78		
医疗服务	爱尔眼科	300015.SZ	121.01	25.45	0.28	0.43	0.62	0.88	90.37	59.16	41.31	28.88	45.71	13.63	17.26	21.18		

资料来源：公司资料及中银国际研究

公司的核心竞争力

商业模式优势

公司采取三级连锁的商业模式，符合眼科医疗行业地域粘性的消费特点和“全国分散，地区集中”的竞争格局。公司连锁医院已覆盖除浙江、福建、海南及部分西部省区外的 20 个省份，网络日益完善。公司复制机制较为成熟，新增二、三级医院在 2-3 个会计年度内可实现盈利。高速可复制的扩张为公司未来的确定性增长提供了保证。

内部管控优势

连锁医院内部协调机制良好：CEO 负责经营管理，专家院长负责医疗业务和科研；执行院科两级管理体制，强调院方对科室的层级和目标管理；各级负责人定位与责任清晰。

为匹配公司高速发展的现实，公司在每个大区逐步建立管理团队和组织架构，初步形成了“权力下放、决策前移”的区域管理模式，提高了公司管理效率与对市场终端的响应能力。

学术水平与技术优势

公司旗下拥有大批国内外著名眼科医疗专家，在细分市场中学术地位与学术水平十分突出。目前国内眼科诊疗领域应用的多项高端技术皆由公司首次从国外引进，公司保持对国外尖端技术与应用情况的持续跟踪。

人才优势

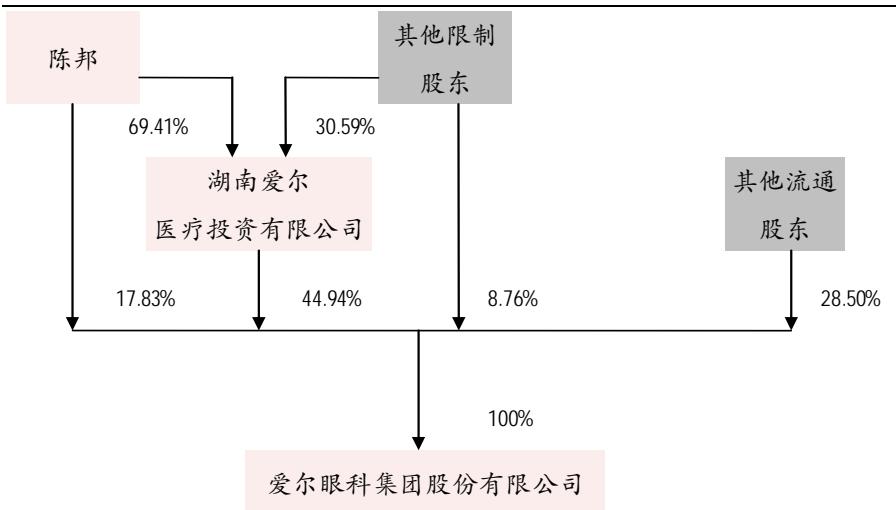
结合三级连锁模式和眼科专家的学术优势，公司建立起完善的人才吸引机制和人才内训体系。相比公立医院，公司能够为医护人员提供更优厚的薪酬、更广阔的发展空间以及不逊于公立医院的学术平台。公司通过公立医院引入、并购医院获得以及自主培养等多种模式建立人才梯队。截至 2011 年 6 月 30 日，公司拥有眼科医生达 821 名，其中高级职称医生 277 名，为未来持续发展提供了人才保障。

公司概况

公司前身系 2003 年 1 月 24 日成立的长沙爱尔眼科医院有限公司。2007 年 12 月 5 日公司整体变更设立为股份有限公司。公司是医疗行业中眼科医疗服务细分行业的领军企业，主营业务为向患者提供各种眼科疾病的诊断、治疗及医学验光配镜等眼科医疗服务。公司采取“三级连锁”的商业模式，通过下属各连锁眼科医院向眼病患者提供眼科医疗服务。

陈邦先生于 2003 年 1 月参与创办长沙爱尔眼科医院有限公司，并于 2007 年 12 月连同多位自然人与机构作为发起人，将由长沙爱尔眼科医院有限公司变更设立的爱尔眼科医院集团有限公司整体变更设立为爱尔眼科医院集团股份有限公司。陈邦先生现为公司董事长兼总经理，直接持有公司 17.83% 股权，并通过控股公司第一大股东湖南医疗投资有限公司 69.41% 股权间接持有公司 31.19% 股权，是公司的控股股东和实际控制人。

图表 4. 爱尔眼科股权结构图



资料来源：公司资料及中银国际研究

公司总股本为 42,720 万股，其中 12,160 万股为已流通（包括高管锁定股），其余 30,560 万股将于 2012 年 12 月 30 日解禁。

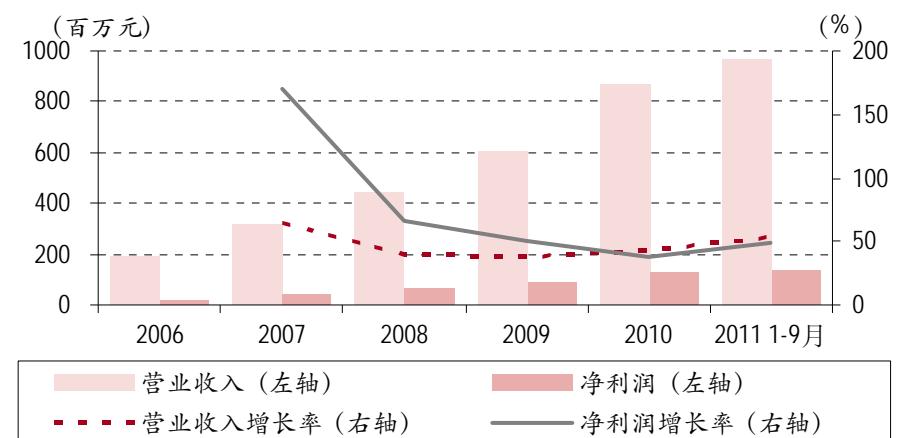
图表 5. 爱尔眼科解禁情况

解禁日期	解禁数量 (万股)	解禁对象
2010-2-1	2,144	首发机构配售股份
2010-11-1	1,440	股东深圳市达晨财信创业投资管理有限公司、万伟、林芳宇解禁
2012-12-30	30,560	董事长陈邦及其亲属所持股票

资料来源：公司资料及中银国际研究

2006-2010 年间，公司的营业收入复合增长率达到 45.8%，净利润复合增长率为 69.5%。2011 年前三季度，公司主营业务收入 9.67 亿元，净利润为 1.34 亿元，同比增速分别为 53.6% 和 52.6%。

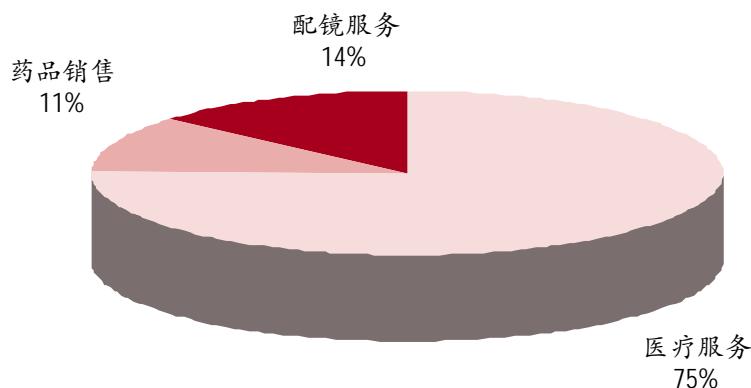
图表 6. 2006-2011 前三季度爱尔眼科营业收入和净利润情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

2011年上半年，公司医疗服务业务实现收入为4.39亿元，占全部营业收入的75%，药品销售业务和配镜服务收入分别为0.65亿元和0.80亿元。

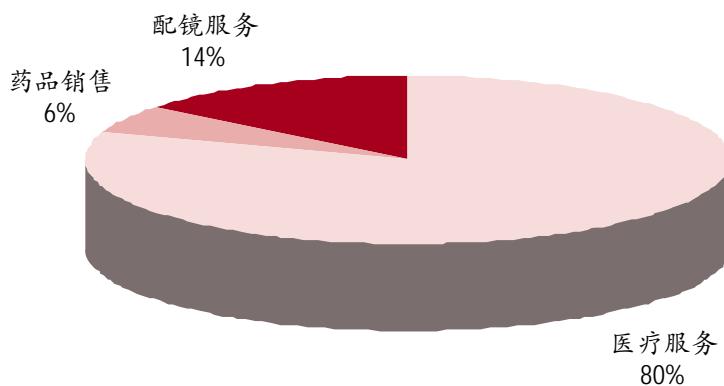
图表 7. 2011 上半年爱尔眼科营业收入结构图



资料来源：公司资料及中银国际研究

2011年上半年，公司医疗服务业务实现毛利为2.60亿元，占全部毛利的80%；药品销售和配镜服务实现毛利分别为0.18亿元、0.46亿元。

图表 8.2011 上半年爱尔眼科毛利结构图



资料来源：公司资料及中银国际研究

眼科领域潜力巨大，适合民营医院生长

国内公立医院眼科及专科眼科医院提供的眼科诊疗服务主要包括近视治疗、白内障治疗、屈光不正治疗、眼前段手术（青光眼治疗手术等）、眼后段手术（糖尿病眼底病变治疗手术等）、老花眼治疗以及相关眼科检测，验光配镜，药品销售等。

眼科诊疗市场潜力巨大，据统计我国4.3亿近视患者的治疗矫正市场空间在1,000亿元以上，白内障和青光眼治疗的市场空间也都在200亿元左右。常见眼科疾病诊疗市场的开发程度较低，很多潜在客户有待开发。

图表9.常见眼科疾病的市场空间总量估计（根据需求测算）

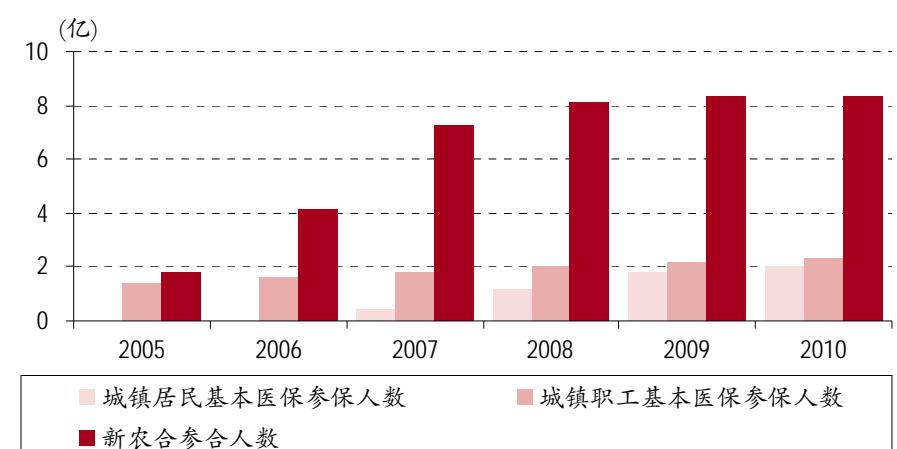
病种	患者数量	平均治疗/防治费用	市场空间
近视	约4.3亿	配镜矫正200-300元 手术治疗6,000-8,000元	配镜矫正851-1,277亿 手术治疗258-344亿（保守假设仅1%的患者需要手术治疗）
老年性白内障（60岁以上）	约700万	2,500-3,000元	175-210亿
青光眼	约800万	2,200-2,500元	176-200亿
屈光不正（18-40岁）	约1,300万	3,500元（手术治疗费4.6亿（假设1%的患者需要手术治疗））	54亿
糖尿病眼底病变	约540万	1,000元	54亿
老花眼（60岁以上）	约800万	50元	4亿

资料来源：卫生部、公司资料及中银国际研究

庞大的潜在市场使得眼科诊疗现实市场容量持续高速扩增。据统计，2005-2009年全国眼科门、急诊总量和入院人次复合增长率分别为13.09%和11.94%；2005-2009年间，全国眼科医院收入复合增长率达24%。此外，近5年中国眼镜产业年均增幅也达到了17%。

消费能力不足一直是制约白内障、青光眼等市场扩容的重要原因，随着国家“全民医保”政策的推行、随着国家对老百姓基本医疗保障措施和相关公益服务的逐步到位（如卫生部及各级政府大力推动的白内障复明行动等），潜在市场容量正在逐步转化为现实市场容量。

图表10.2004-2010年主要医疗保险参保情况



资料来源：卫生部，中银国际研究

在中国的公立综合性医院中，眼科通常得不到足够的重视，未取得应有的发展。根据国家卫生部2006年统计，我国的医院眼科床位占比仅为1.9%，收入占比仅为2.5-5%。相比内科外科等主要科室，眼科科室弱势地位明显。这一特点为民营眼科专科医院预留了充裕的发展空间。

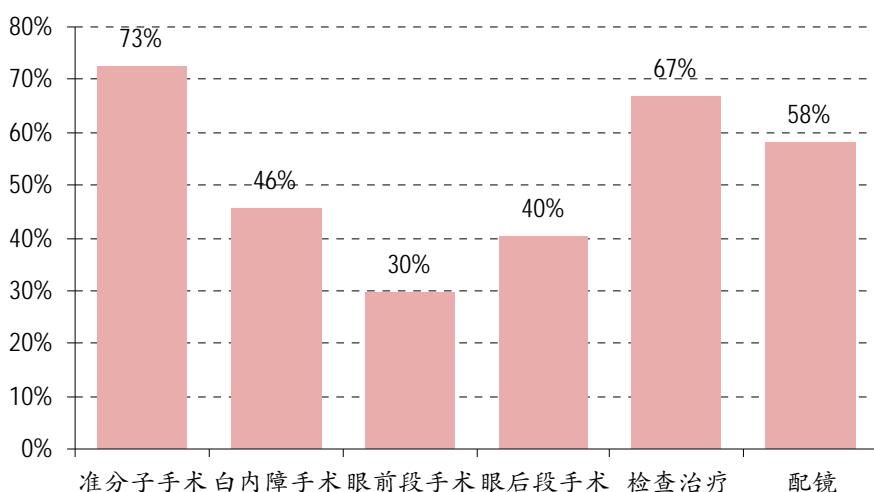
眼科诊疗服务行业增长率长期以来一直位居各医疗服务业前列，在具有较高毛利率的同时，相对的医疗风险较低，对民间资本的吸引力很强。

图表 11.综合及专科医院 2005-2009 年收入复合增长率比较



资料来源：卫生统计年鉴，中银国际研究

图表 12.民营眼科医院各项业务毛利率水平（以爱尔眼科为例）



资料来源：爱尔眼科2011年中报，中银国际研究

眼科诊疗技术与服务模式成熟度较高，与内科、外科及其他对医疗人员从业水平要求较高的诊疗领域不同，眼科诊疗对仪器要求更高，从业人员培训周期相对较短，技术与人员门槛较低。这一特点使得眼科诊疗领域的民营专科医院易于标准化快速扩张。

同时，患者对眼科医疗服务的需求更为多样化，民营医院可以针对不同消费群体开发不同技术和价位的服务，灵活的机制和良好的服务对快速占领市场很有帮助。

图表 13. 常见准分子激光治疗手术与个性化治疗方案比较

常见准分子激光治疗手术	一线城市平均 价位(元)	二线城市平均 价位(元)	技术与方案特点
	一线城市平均 价位(元)	二线城市平均 价位(元)	
准分子激光原位角膜磨镶术 (LASIK)	7,000-8,000	6,000-7,000	使用显微角膜板层刀制作角膜瓣，应用准分子激光进行角膜基质床切削；在屈光矫正手术中应用最广。
准分子激光上皮下角膜磨镶术(LASEK)	7,000-8,000	6,000-7,000	制作角膜上皮瓣，用准分子激光瓣下照射治疗；相较 LASIK 创伤轻微，同时避免角膜瓣制作带来的并发症风险，但视力恢复和屈光稳定性稍差；多应用于参军前近视治疗。
飞秒激光 LASIK	12,000-13,000	7,000-9,000	与标准 LASIK 相比，使用飞秒激光（而不是显微角膜板层刀）制作角膜瓣；创伤更小，并发症发生几率更低。
个性化治疗方案	一线城市平均 价位(元)	二线城市平均 价位(元)	技术与方案特点
超薄 LASIK	7,000-9,000	6,000-8,000	在标准 LASIK 技术基础上升级，保留了角膜前弹力层，节约角膜厚度；适用于角膜较薄的患者治疗。
超薄 LASIK+波前像差	10,000-11,000	8,000-10,000	波前像差技术可以精确测量眼球光斑与像差关系，在该技术基础上可应用准分子激光实现超小光斑飞点式切削，消除人眼像差，使校正后视力更加理想。
超薄 LASIK+波前像差+虹膜定位	10,000-11,000	8,000-10,000	定位虹膜有助于在进行激光手术时计算出眼球转动角度及偏移位置，通过自动调整适时改变激光治疗的切割角度，使散光和高阶像差等得到更精确地治疗。
LASEK+波前像差+虹膜定位	10,000-11,000	7,000-9,000	LASEK 技术、波前像差技术和虹膜定位技术复合应用。
飞秒 SBK	8,000-9,000	6,000-8,000	应用特制角膜刀制作角膜瓣，比 LASIK 更节约角膜瓣，与飞秒激光手术相比性价比更高。
飞秒激光 LASIK+波前像差	15,000-16,000	---	LASIK 技术与波前像差技术复合。
I-LASIK	15,000-17,000	---	飞秒激光 LASIK 技术、波前像差技术与虹膜定位技术复合应用。

资料来源：公司资料、中银国际研究

综上所述，我们认为眼科诊疗服务行业非常适合民营医院生存发展，而手术治疗强地域粘性的消费特点使得眼科诊疗服务行业长期呈现“全国分散，地区集中”的竞争格局，适合连锁经营的商业模式。

我们注意到随着 2010 年 12 月 3 日国务院 58 号文历史性的出台，对社会资本进入医疗服务行业放松管制以及鼓励引导的国家级政策相继出台。我们也注意到，尽管社会资本进入和退出医疗服务行业的路径尚不成熟，社会上也存在着社会资本进入医疗服务行业公益性与非公益性之争，但是仍有北京、天津、辽宁、广东等相继出台相关配套政策并辅之以行动。

图表 14. 近期国家级部分利好政策

时间	政策/标志性事件	点评
2010年12月3日	国务院联合5部委发文(58号文), 58号文历史性的为各地改革定下鼓励社会资本进入医疗服务行业基调, 之后多省市陆续出台相关政策; 中央财政下拨补助资金5.5亿元政策; 专款下拨与学科建设补助资金, 专项用于鼓励和引导社会资本范围传递出明确的政治扶持信号; 将社会力量举办的三级医院纳入中央财政临床重点学科建设补助范围。	本办医; 将社会力量举办的三级医院纳入中央财政临床重点学科建设补助范围。
2010年12月6日	国务院常务会议研究部署建立健全基层民营与公立医院在政策环境全基层医疗卫生机构补偿机制的政策措施。	基层民营与公立医院在政策环境上逐步趋向平等。
2010年12月29日	针对香港、澳门、台湾服务提供者发表其在内地设立医院的管理暂行办法。	针对之前境外机构境内持股不超过70%的规定松绑。
2011年2月10日	卫生部发布关于调整中外合资合作医疗机构审批权限的通知。	权限下放至省一级, 合作机制审批权限的通知。审批灵活性增强。
2011年2月17日	国务院办公厅医药卫生体制五项重点改革2011年度主要工作安排。	需要调整和新增医疗卫生社会资源时优先考虑社会资本。
2011年2月28日	卫生部2011年公立医院改革试点工作方案。	加快形成多元化办医格局, 限制公立医院特需服务规模, 利好民营医院推广高端医疗服务。
2011年5月31日	卫生部关于进一步做好非公立医疗机构设置审批和管理工作的通知。	放宽民营机构准入范围; 督促卫生行政部门不得对其限制。
2011年7月15日	卫生部将医师多点执业试点地区扩大到全国所有地区, 并对资格条件放宽。	利好进一步松绑医生多点执业 (全国范围内大面积推广还需进一步配套政策)。

资料来源: 公开资料及中银国际研究

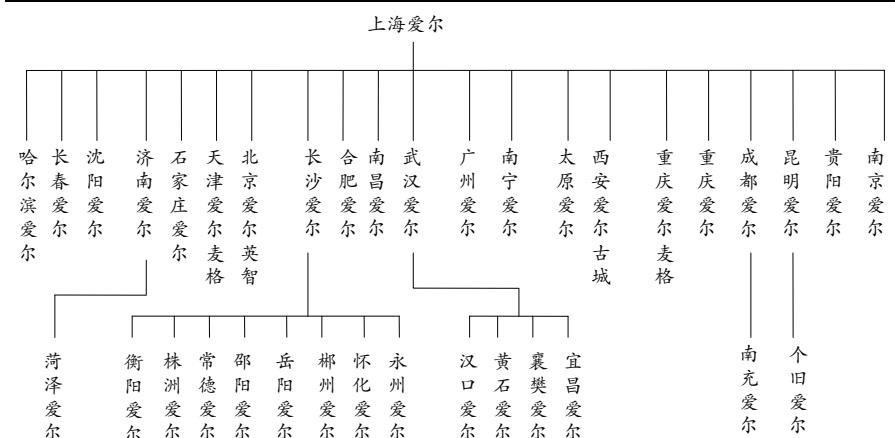
在相关政策的逐步落地中, 我们预计民营医院将在眼科、口腔、妇产、整形、耳鼻喉等专业性强、利润率高、公立医院服务相对较差的细分市场中快速发展。由于历史原因消费者在医疗服务方面对于公立医院更为信任; 但上述细分市场中医疗主体相关技术日益成熟、相应医疗服务出现严重后果的概率很低, 这将利于突显民营医院市场运作机制和服务方面的竞争优势, 增强对消费者的吸引力。政策的落地将有利于医疗服务细分市场的民营医院加速发展, 同时也将加速现有民营医院洗牌, 并对行业龙头产生利好。

全国网络日益完善，连锁铸造行业龙头

爱尔眼科一直坚持三级连锁的组织结构与业务模式，在传统商业连锁模式“统一形象、统一管理、统一采购、统一配送”的基础上，将公司下属各连锁医院按照区位、战略和资源等要素划分为三个不同的层级。公司将临床及科研能力最强的上海爱尔作为一级医院，定位为公司的技术中心和疑难眼病患者的会诊中心，并对二级医院进行技术支持；把具有一定规模和较强临床能力、位于省会城市的连锁医院作为二级医院，定位为着力开展全眼科服务、代表省级水平的疑难眼病会诊中心，并对三级医院提供技术支持；把建立在地市级城市的医院作为三级医院，侧重于眼视光及常见眼科疾病的诊疗服务，疑难眼病患者可输送到上级医院就诊。

公司所采用的“三级连锁”商业模式较好地适应了我国眼科医疗服务行业“全国分散、地区集中”的市场格局；在资金、场地、设备与操作人才到位后眼科医院能够快速有效的复制，使得公司整体规模迅速扩大，经营业绩高速增长。三级连锁的业务模式也大大提升了公司作为行业龙头的竞争力。在三级连锁模式下，统一的品牌运作可以使旗下各家公司均有所收益，统一采购与配送又在一定程度上节约了成本。连锁也为公司内部资源、人才和技术的共享创造了条件。连锁平台下统一的人才培训和相对自由的流动规则也促进了公司标准化水平的提升。

图表 15. 爱尔眼科三级连锁医院组织架构



资料来源：公司资料及中银国际研究

公司自 2009 年 9 月上市以来发展迅速，2010 年新增连锁医院 12 家，2011 年已新增连锁医院 7 家(其中永州爱尔与宜昌爱尔拟建)。公司目前在三级网点密度较大的湖南、湖北两省开展省内三级连锁医院优化网络经营模式的试点工作，如果模式成熟将在全国范围逐渐推广。

图表 16. 各地爱尔眼科连锁医院与所在城市基本情况

所在区域	连锁医院	成立时间	当地常住人口 (2010)	城镇居民人均可支配收入(人民币) (2010)	2010 年营业收入(人民币)
华中	长沙爱尔	2003 年 1 月	700 万	约 2.2 万	约 9,900 万
	衡阳爱尔	2003 年 9 月	710 万	约 1.7 万	约 3,250 万
	常德爱尔	2004 年 6 月	570 万	约 1.6 万	约 1,950 万
	株洲爱尔	2004 年 9 月	380 万	约 2 万	约 3,220 万
	邵阳爱尔	2008 年 4 月	710 万	约 1.1 万	约 950 万
	岳阳爱尔	2009 年 12 月	550 万	约 1.7 万	约 98 万
	郴州爱尔光明眼科 (收购)	2010 年 8 月	460 万	约 1.9 万	48 万 (2010 年 1-5 月收购前销售收入)
西南	怀化爱尔	2011 年 1 月	500 万	约 1.3 万	--
	永州爱尔	拟	520 万	约 1.5 万	--
	武汉爱尔	2003 年 7 月	430 万 (覆盖武昌区域)	约 2.1 万	约 14,850 万
	黄石爱尔	2004 年 6 月	240 万	约 1.5 万	约 1,920 万
	襄樊爱尔	2008 年 8 月	400 万	约 1.5 万	约 900 万
华东	汉口爱尔	2008 年 10 月	550 万 (覆盖汉口区域)	约 2 万	约 1,800 万
	宜昌爱尔	拟	410 万	约 1.4 万	--
	合肥爱尔	2007 年 7 月	570 万	约 1.9 万	约 2,850 万
	南昌爱尔	2009 年 7 月	270 万	约 1.8 万	约 2,000 万
	沈阳爱尔 (收购)	2007 年 7 月	810 万	约 2 万	约 13,490 万
华北	哈尔滨爱尔	2007 年 4 月	1,100 万	约 1.8 万	约 2,900 万
	长春爱尔	2010 年 6 月	740 万	约 1.8 万	约 1,800 万
	北京爱尔英智	2010 年 12 月	2,000 万	约 6.9 万	约 5,600 万 (收购前)
	济南爱尔	2007 年 8 月	1,200 万	约 2.5 万	约 1,600 万
	菏泽爱尔	2010 年 1 月	830 万	约 1.4 万	--
西北	石家庄爱尔	2010 年 9 月	1,000 万	约 1.9 万	约 1,850 万
	天津爱尔麦格 (收购)	2010 年 12 月	1,200 万	约 5.5 万	约 420 万 (2009 年)
	太原爱尔	2009 年 9 月	800 万	约 1.7 万	约 1,780 万
	西安爱尔古城	2011 年 3 月	1,000 万	约 2.2 万	约 1,400 万 (收购前)
	上海爱尔	2005 年 1 月	2,200 万	约 7.7 万	约 3,390 万 (2009 年)
华南	南京爱尔	2010 年 3 月	800 万	约 2.8 万	--
	广州爱尔	2008 年 8 月	1,300 万	约 3 万	约 2,640 万
	南宁爱尔	2011 年 3 月	670 万	约 1.8 万	--
西南	成都爱尔	2002 年 12 月	1,400 万	约 2 万	约 6,120 万
	重庆爱尔	2006 年 7 月	1,420 万 (覆盖重庆北部)	约 2.4 万	约 5,400 万
	南充爱尔麦格 (收购)	2010 年 5 月	630 万	约 1.6 万	约 360 万 (2009 年)
	昆明爱尔	2010 年 6 月	640 万	约 1.9 万	约 1,830 万
	重庆爱尔明目麦格 (收购)	2010 年 6 月	1,420 万 (覆盖重庆南部)	约 2.4 万	约 1,260 万
	贵阳爱尔	2010 年 12 月	400 万	约 1.7 万	--
	个旧爱尔	2011 年 10 月	46 万	约 1.4 万	--

资料来源：国家统计局、2010 年各城市国民经济和社会发展统计公报，公司资料及中银国际研究

我们对爱尔眼科各地连锁医院做了分析，发现受患病率提升、基层医保体系逐步健全、以及产品服务结构升级等因素驱动，即使是成立多年的成熟二级连锁医院也都显示出内生性增长趋势。目前长沙、武汉等地连锁医院的收入仍然能够保持 25%以上的增速，同时绝大多数成熟连锁医院净利润增速要高于收入增速。

图表 17. 爱尔眼科成熟连锁医院 2010 年收入利润情况

连锁医院	长沙 爱尔	武汉 爱尔	衡阳 爱尔	常德 爱尔	株洲 爱尔	黄石 爱尔	重庆 爱尔
成立时间	2003 年 1月	2003 年 7月	2003 年 9月	2004 年 6月	2004 年 9月	2004 年 6月	2006 年 7月
营业收入(百万元)	99.04	148.43	32.49	19.42	32.21	19.17	53.91
营业收入增速(%)	27.40	25.30	32.02	18.27	18.90	18.77	35.52
净利润(百万元)	34.70	50.45	10.68	5.66	7.18	4.25	7.20
净利润增速(%)	31.90	98.94	49.58	28.13	3.01	52.10	225.79
市场占有率 (估算, %)	10-15	15-35	约 33	约 20	约 32	约 38	5-18

资料来源：公司资料及中银国际研究

注：成熟连锁医院指成立于 2007 年之前且在近年来未经历大规模注资调整等变动的连锁医院

回顾爱尔眼科二、三级连锁医院的发展历史，我们发现新增连锁医院 2-3 个会计年度便可实现盈利，这体现了眼科三级连锁业务模式的高度可复制性。

图表 18. 爱尔眼科二、三级连锁医院盈利时间

连锁医院	医院级别	成立时间	盈利情况
重庆爱尔	二级	2006 年 7 月	2008 年首次实现盈利 159 万
哈尔滨爱尔	二级	2007 年 4 月	2009 年首次实现盈利 49 万
广州爱尔	二级	2008 年 8 月	2009 年首次实现盈利 313 万
邵阳爱尔	三级	2008 年 4 月	2009 年首次实现盈利 8 万元
汉口爱尔	三级	2008 年 10 月	2009 年首次实现盈利 121 万元

资料来源：公司资料及中银国际研究

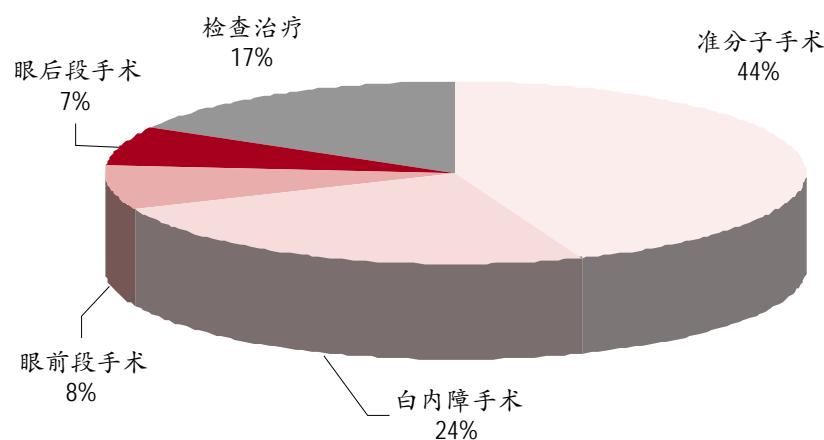
在连锁医院的管理方面，公司采用 CEO 负责制，医院 CEO 由专业的经营管理人才担任；同时，每家连锁医院均配备一名由眼科专家担任的业务院长，负责医院的医疗业务、质量控制、学术科研等工作，以此协调经营管理与业务科研工作。同时，公司在所属各连锁医院中全面推行院科两级管理体制，即在医院整体管理体系的基础上，强调医院对科室的层级管理。医院对科室实行目标管理，科室主任负责带领科室人员完成医院下达的科室目标。院科两级管理体制的推行，既能够充分调动科室成员的工作积极性、又使得医院管理能够腾出更多的精力对医院进行整体管理。同时为适应高速发展的需要，公司在每个大区建立了管理团队和组织架构，初步形成了“权力下放、决策前移”的区域管理模式，提高了公司内部的管理效率与对市场终端的响应能力。

除了资金以及技术设备外，相关专业人才也是支撑三级连锁模式快速发展的支柱之一。2011 年上半年公司先后组织相关学科带头人和医疗骨干参加国内外眼科学术交流会议 300 余人次，其中有 20 名专家应邀参加国际学术交流会，在国际学术刊物发表学术论文 7 篇，在国内学术期刊发表学术论文 19 篇。同时公司还鼓励各层级连锁医院积极申报科研项目，现已立项的科研项目达 20 余项，其中有 6 项已进入结题阶段。在临床应用技术方面，公司在报告期内共开展了临床应用新技术 30 余项。相比公立医院，公司能够为医护人员提供更优厚的薪酬、更广阔的发展空间以及不逊于公立医院的学术平台。公司通过公立医院引入、并购医院获得以及自主培养等多种模式建立人才梯队。截至 2011 年 6 月 30 日，公司拥有眼科医生达 821 名，其中高级职称医生 277 名，为公司未来发展提供了人才保障。

手术业务稳健发展，主要项目量价齐升

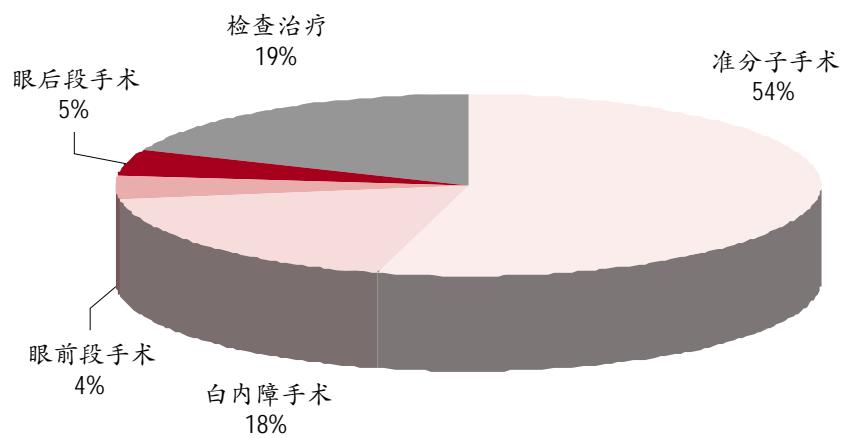
医疗服务业务是公司的主要业务，约占公司全部收入的 75.2%。公司的医疗服务以各类手术项目为主，主要包括准分子激光矫正近视手术、白内障治疗手术、眼前段手术（青光眼、角膜病、眼整形、斜视等手术）、眼后段手术（眼底病、玻璃体切除和单纯视网膜脱离手术等）以及相关的检查治疗等。准分子激光矫正近视手术项目和白内障治疗手术项目是公司的主要手术业务项目，两项合计占公司总收入的 51%，毛利的 58%。

图表 19. 2011 年上半年爱尔眼科医疗服务营业收入构成



资料来源：公司资料及中银国际研究

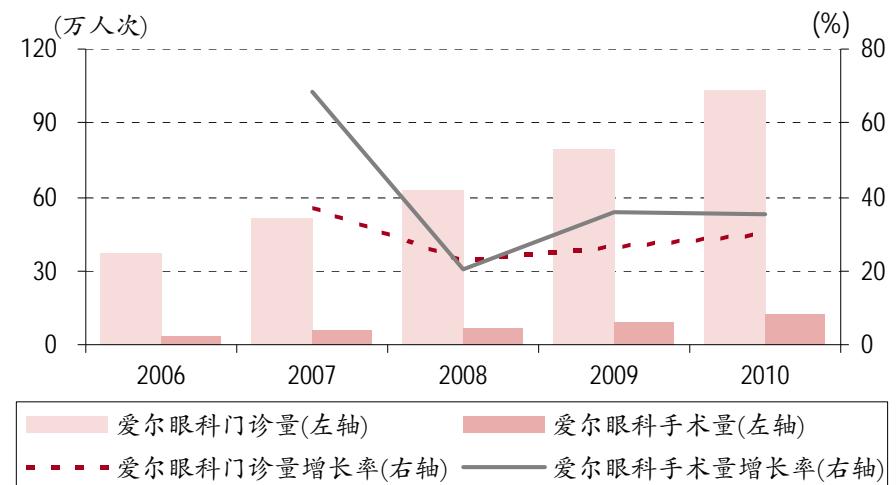
图表 20. 2011 年上半年爱尔眼科医疗服务业务毛利构成



资料来源：公司资料及中银国际研究

公司的医疗服务业务增长迅速，2006-2010 年，公司的门诊量复合增长率为 28.9%，手术量的复合增长率为 38.9%。近三年手术量与门诊量比值保持在 11-12% 之间。

图表 21. 爱尔眼科门诊量与手术量及增长率



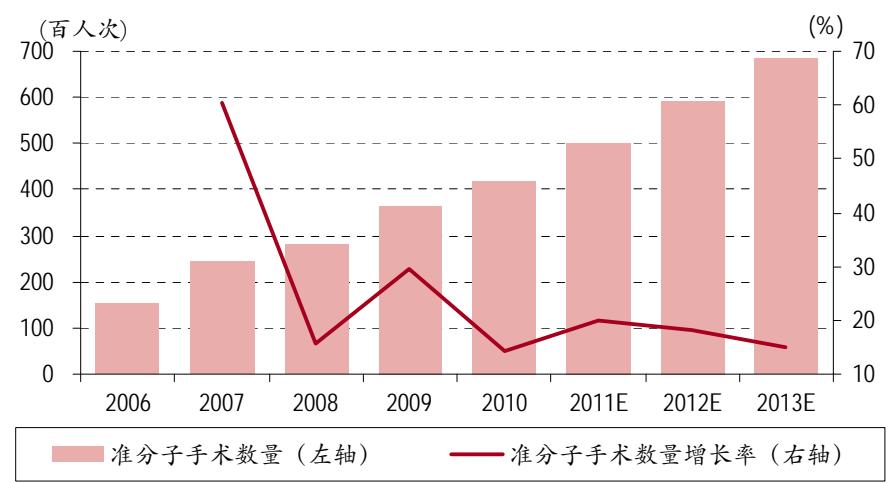
资料来源：公开资料、公司资料及中银国际研究

准分子激光矫正近视手术

准分子激光矫正近视手术是公司核心业务之一。公司准分子激光矫正手术主要以准分子激光原位角膜磨镶术 (LASIK)、准分子激光上皮下角膜磨镶术(LASEK)、飞秒激光 LASIK 三项业务为主，辅之以个性化治疗服务；不同业务技术特点、适应用对象和价格不同。其中飞秒激光 LASIK 具有精确度更高、受角膜曲率限制更小、并发症发病率更低等特点，对传统激光矫正手术技术有较好的替代作用。

准分子激光矫正手术业务市场空间巨大、利润较高、技术与方案设计成熟，吸引大量资本进入。目前我国能够提供准分子激光矫正手术的医疗服务机构有数百家。我们预计目前全行业准分子激光矫正手术量增速约为 10-15%。公司在行业内享有先发优势，龙头地位明显，我们认为未来 2 年公司准分子激光矫正手术量将高于行业增速持续增长。

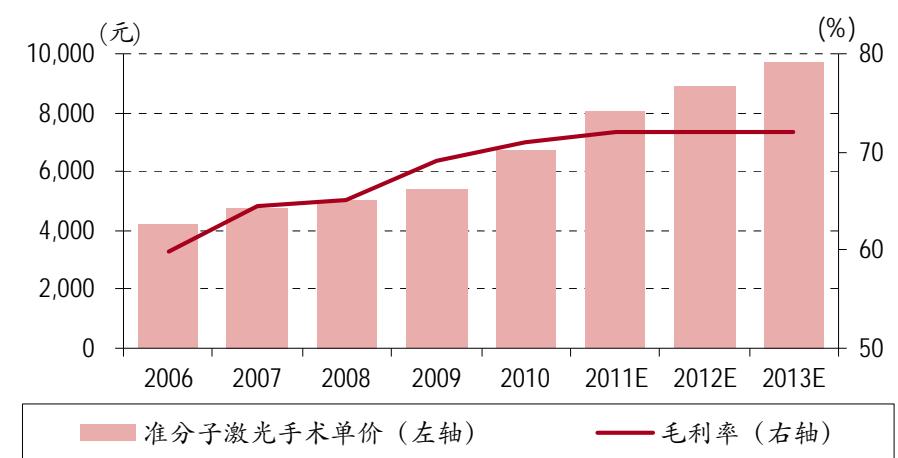
图表 22. 爱尔眼科准分子手术量情况及预测



资料来源：公司资料及中银国际研究

公司准分子激光矫正手术正在经历结构性升级，高价优质的飞秒激光手术将逐步替代传统准分子激光矫正手术，这将拉动手术平均价格提升。目前公司飞秒激光手术量占总手术量比例不超过一半，我们预计未来 2 年公司将持续享受这一结构升级带来的价格提升机会。

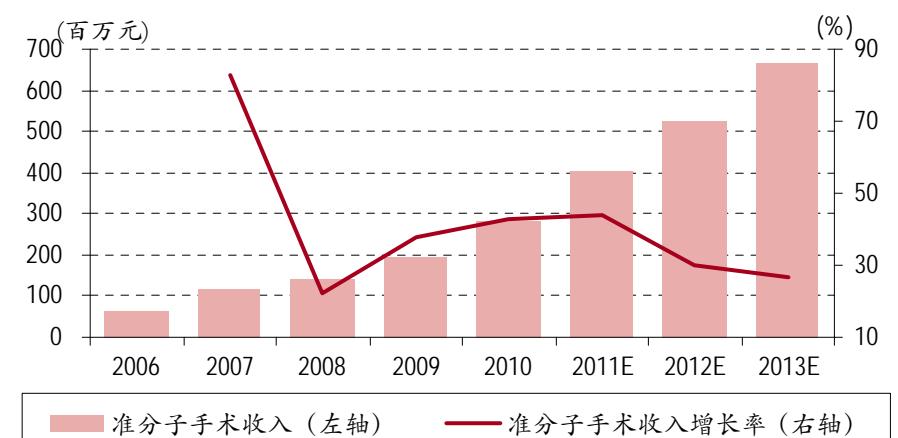
图表 23. 爱尔眼科准分子激光手术单价与毛利率情况与预测



资料来源：公司资料及中银国际研究

2011年上半年公司准分子激光近视矫正手术量增加5,668例，同比增长30.8%，同期公司主推飞秒激光手术拉动手术平均单价由6,485元/例增加至8,068元/例，量价齐升推动公司准分子手术业务实现营业收入1.9亿元，同比增长62.8%，实现毛利1.4亿元。我们预计公司2011-2013年准分子手术业务收入增速为44%、30%、27%。

图表 24. 爱尔眼科准分子手术收入情况及预测



资料来源：公司资料及中银国际研究

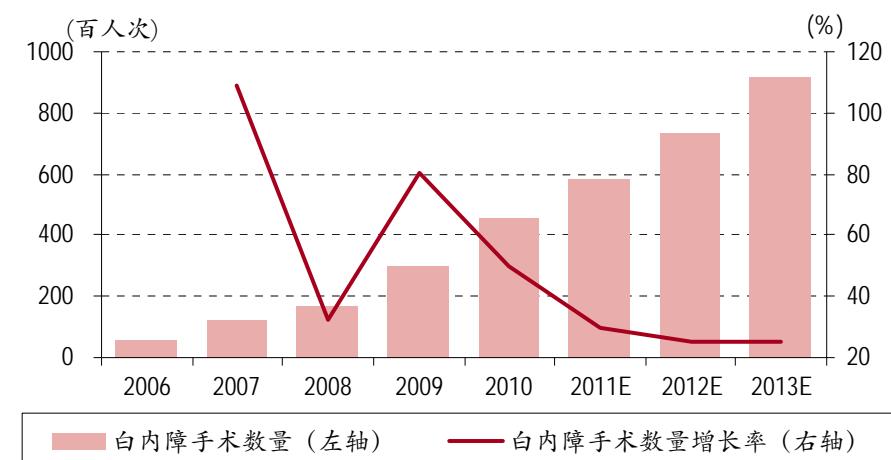
白内障治疗手术

白内障治疗手术是公司另一核心业务。白内障是因为眼球内晶状体因老化等原因出现云雾状浑浊，导致视力不清甚至失明；轻度的白内障可采用药物治疗，而当视力下降到0.3以下时，一般需要进行手术治疗。白内障手术治疗一般采用囊内、囊外、超声乳化等方式摘除浑浊的晶体，并植入人工晶体。一般人工晶体植入后可终身使用。

我国目前约有700万的存量白内障患者。同时受人口老龄化、饮食结构变化、环境中紫外线增强等因素驱动，每年新增白内障患者约为80-100万人。以每台手术2,500-3,000元计算，我们认为白内障手术的市场空间约为200亿，市场空间巨大。

目前国内白内障治疗手术量逐步增加，驱动力一方面来自于新农合、城镇居民医疗保险报销金额的提升以及覆盖面的增加；另一方面来自于近年来卫生部大力推动的“百万贫困白内障患者复明工程”等公益事业的推动。自2010年起，我国白内障患者首次呈现出负增长态势。我们预计未来2年公司白内障手术量增速将略有回落。

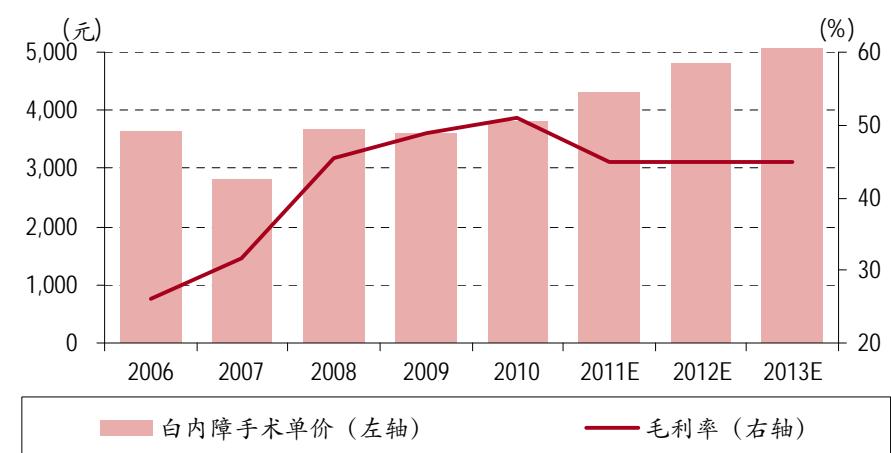
图表 25. 爱尔眼科白内障手术量情况与预测



资料来源：公司资料及中银国际研究

随着医疗保险报销水平和患者消费能力的提升，近年来白内障手术应用晶体也在逐步升级。随着高端晶体应用比例逐渐提升，我们预计未来2年公司白内障治疗手术平均价格将小幅上升。

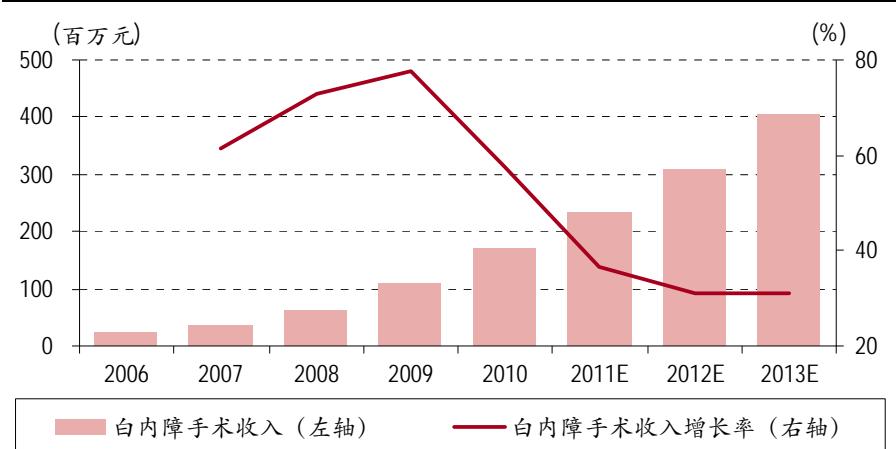
图表 26. 爱尔眼科白内障手术单价与毛利率情况与预测



资料来源：公司资料及中银国际研究

2011上半年公司的白内障手术量增加5,757例，同比增长30.48%，同期选择高端晶体患者增加，拉动公司白内障手术治疗业务实现营业收入1.06亿，同比增长49.5%；预计公司2011-2013年白内障手术业务收入增速为37%、31%、31%。

图表 27. 爱尔眼科白内障手术收入情况与预测



资料来源：公司资料及中银国际研究

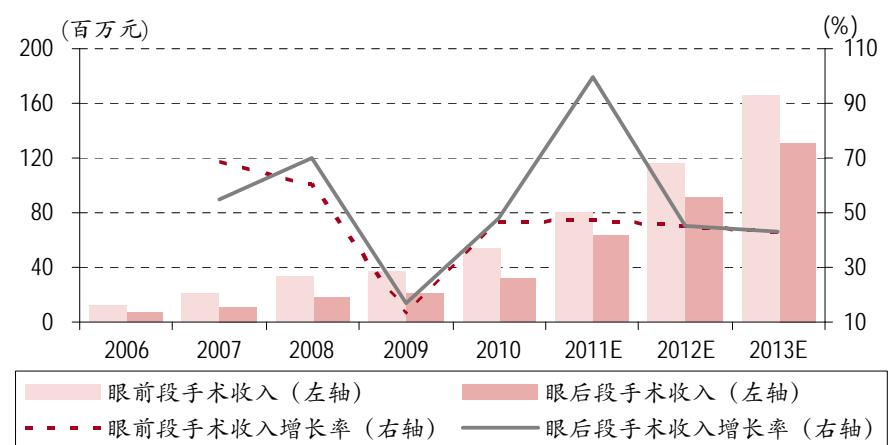
其他手术

眼前段手术包括青光眼、角膜病、眼整形、斜视和其他眼前段手术；公司在眼前段手术方面具有较大的领先优势。公司该项业务增长幅度较大，除09年情况特殊外，增速基本保持在45%以上。

眼后段手术包括眼底病、玻璃体切除和单纯视网膜脱离手术等。该项业务技术难度和市场壁垒很高。目前公司该项业务收入规模较小，但增速很快。

2011年上半年公司眼前段手术收入增长44.44%，眼后段手术收入增长112.93%；眼后段手术高速增长的部分原因归于收购的北京爱尔英智医院带来的手术增量。我们预测2011-2013年眼前段手术业务收入增速为47%、45%、43%，眼后段手术业务收入增速为100%、45%、43%。

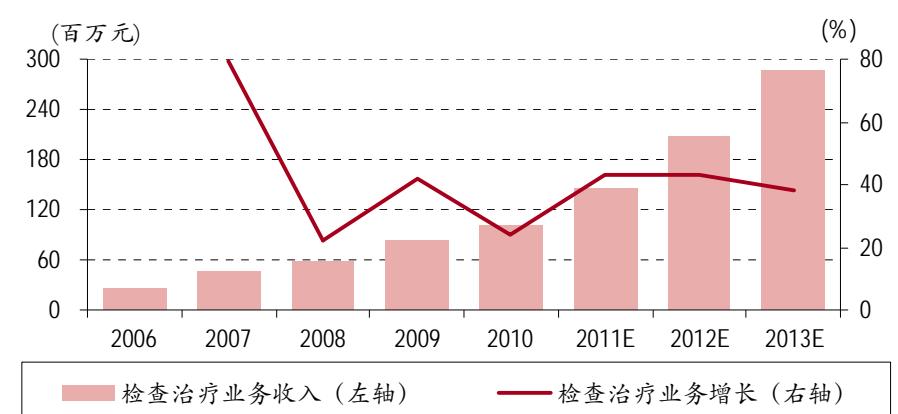
图表 28. 爱尔眼科眼前段手术和眼后段手术情况与预测



资料来源：公司资料及中银国际研究

2011年上半年，受主要手术业务放量影响，公司检查治疗业务增长56.34%。我们预测2011-2013年检查治疗业务收入增速为43%、43%、38%。

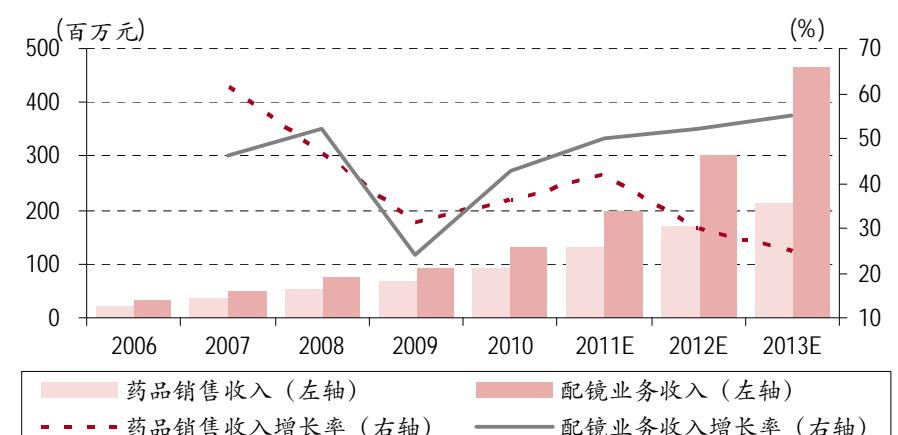
图表 29. 爱尔眼科检查治疗业务情况与预测



资料来源：公司资料及中银国际研究

公司的其他业务包括药品销售和配镜服务。2011年上半年，公司药品销售业务同比增长60.30%，我们认为随着公司眼科诊疗业务门诊量和手术量的提升，公司的药品销售业务将持续保持快速增长。上半年，公司配镜服务业务同比增长47.32%，我们注意到近年来配镜业务放量趋势明显，该业务市场空间巨大、毛利率较高，我们认为该业务将对公司增量做出重要贡献。我们预计2011-2013年药品销售业务收入增速为42%、30%、25%，配镜业务收入增速为50%、52%、55%。

图表 30. 爱尔眼科药品销售业务与配镜业务情况与预测



资料来源：公司资料及中银国际研究

超募资金物尽其用

公司上市时共计超募 5.42 亿元，截至 2011 年 7 月 31 日，超募资金已使用及拟使用 4.85 亿元，尚有 0.6 亿元的超募资金未计划使用，预计未来公司仍将以并购及设立新公司的方式向相关领域拓展业务。

图表 31. 公司超募资金的使用情况

超募资金用途	董事会及股东大会审议 通过时间	金额
新建昆明爱尔眼科医院	2010 年 1 月 25 日	3,709 万元
收购股权并增资南充麦格眼科门诊部有限责任公司	2010 年 3 月 5 日	1,100 万元
收购重庆明目麦格眼科门诊部有限责任公司的全部股权	2010 年 3 月 5 日	560 万元
收购股权并增资石家庄麦格明目眼科门诊部有限公司	2010 年 3 月 5 日	2,550 万
收购湖南康视医疗投资管理有限公司持有的济南爱尔 5.9% 的股权	2010 年 3 月 5 日	180 万元
收购湖南康视医疗投资管理有限公司持有的南昌爱尔的 49% 的股权	2010 年 3 月 5 日	550 万元
公司下属六家子公司配置治疗近视的飞秒激光设备	2010 年 3 月 5 日	2,400 万元
购置长春爱尔眼科医院医疗用房	2010 年 5 月 10 日	4,100 万元
收购股权和增资扩建的方式投资于天津麦格眼科医院有限责任公司	2010 年 6 月 7 日	3,880 万元
收购股权和增资扩建的方式投资郴州市光明眼科医院有限公司	2010 年 7 月 28 日	1,800 万元
与自然人卢渊共同投资新建怀化爱尔眼科医院有限公司	2010 年 10 月 22 日	900 万元
受让北京英智眼科医院 71.413% 的股权	2010 年 11 月 12 日	9,194.42 万元
受让北京华信英智眼镜有限公司 100% 股权	2010 年 11 月 12 日	125 万元
受让北京英智眼科医院 27.112% 的股权	2010 年 12 月 10 日	3,490.67 万元
在贵阳眼科原注册资本 50 万元的基础上，联合增资至持有贵阳眼科 70% 的股权	2010 年 12 月 10 日	2,345 万元
以收购股权并增资的方式投资西安古城	2011 年 2 月 14 日	6,722.34 万元
增资扩建重庆麦格	2011 年 2 月 14 日	1,860 万元
新建永州爱尔眼科医院	拟	1,400 万元
新建宜昌爱尔眼科医院	拟	1,600 万元
共计		48,466.43 万元
超募资金		54,161.25 万元
剩余超募资金		5,694.82 万元

资料来源：公司资料及中银国际研究

我们认为并购麦格眼科系列连锁医院与新建爱尔眼科连锁医院项目的实施有效的拓展了公司覆盖的区域，为公司阶段性的快速发展创造了新的条件，其他超募资金的使用也增强了公司的核心竞争力。公司的超募资金利用合理有效，很好的服务了公司的整体战略。

股权激励情况

为激励管理人员和高端技术人才，2010 年公司出台了相应的股票期权激励计划草案，并于 2011 年做出调整；调整后共向核心管理人员、核心技术（业务）人员以及其他公司董事会认为需要激励的人员共 194 人一次性授予 1,425.28 万股，占总股本的 3.37%。

公司自本期激励计划授予日起满 12 个月后，激励对象应在未来 72 个月内分六期行权；首次可行权数量占获授期权数量比例为 20%，其余五次皆为 16%。行权条件为以 2010 年净利润为基数，2011 -2016 年相对于 2010 年的净利润增长率分别不低于 20%、40%、65%、90%、110%、140%；2011 -2013 年和 2014-2016 年的净资产收益率分别不低于 9.6% 和 10%。

以授予日价格核算，股权激励费用约 5,000 万元，含每份期权价格 5.27 元；2011 年摊销费用 1182.90 万元，对净利润影响很小。

图表 32. 股权激励费用摊销情况

总摊销费 用(万元)	2011 年摊 销费用	2012 年摊 销费用	2013 年摊 销费用	2014 年摊 销费用	2015 年摊 销费用	2016 年摊 销费用	2017 年摊 销费用
4,694.06	1,182.90	1,480.19	869.97	567.46	353.62	187.76	52.16

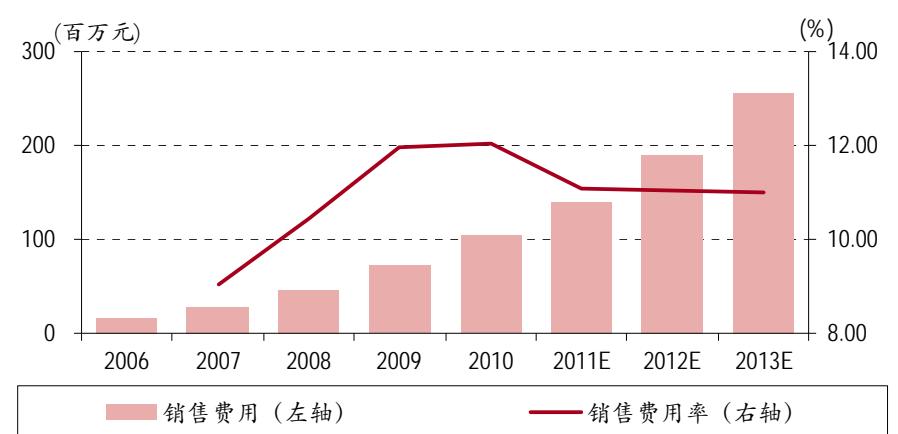
资料来源：公司数据

送股除权后行权价格为 25.89 元，与公司目前股价相近，我们认为股权激励计划能够对公司现阶段股价形成支撑。在公司市值日益壮大并保持高速发展的时刻，适当的股权激励有助于团结核心人员，将有利公司持续发展。

财务状况

2011年1-9月公司销售费用为1.17亿元，较上年同期增长48.91%，大幅增长的主要原因是新设怀化爱尔、南宁爱尔，新收购北京爱尔英智、天津爱尔、贵阳爱尔、西安爱尔古城医院，导致了广告及业务宣传费用增加。公司近几年销售费用率一直呈增长态势，我们认为主要原因是公司扩张较快，新增医院处在培育期所致。公司2011年第三季度的销售费用率首次出现同比下降，我们认为这显示了新增医院的经营状况正在逐渐步入正轨，预计公司未来2年公司的销售费率将保持小幅下降态势。

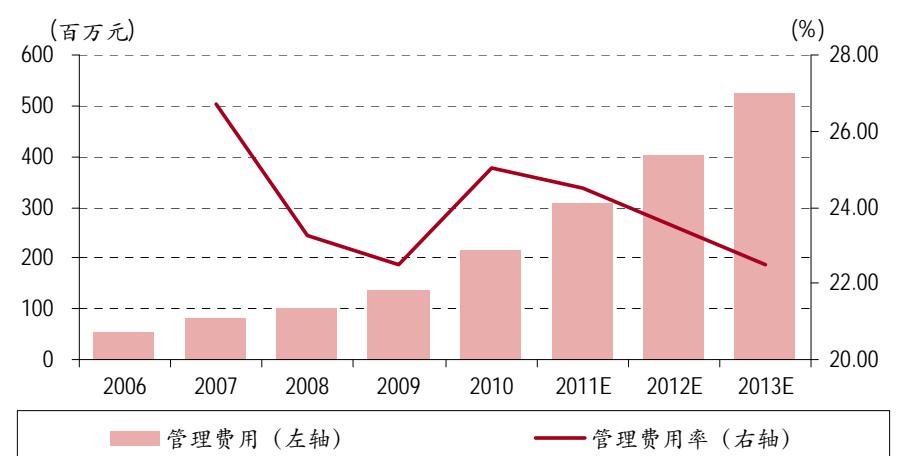
图表 33. 爱尔眼科销售费用及销售费用率情况与预测



资料来源：公司资料及中银国际研究

公司2011年1-9月管理费用2.29亿元，较上年同期增加49.31%，主要系公司规模扩大导致人工费用、房租费、折旧及长期待摊费用摊销以及办公、水电费增加所致。前三季度的管理费用率为23.7%，较去年同期下降0.7%，但仍高于2009年同期水平。我们认为2010年新增12家医院是造成当年管理费用率偏高的原因，考虑到公司2011年仅新增7家医院，未来的扩张将以三级医院为主，且速度可能放缓，预计未来2年公司的管理费用率将小幅下降至2009年的水平。

图表 34. 爱尔眼科管理费用及管理费用率情况与预测

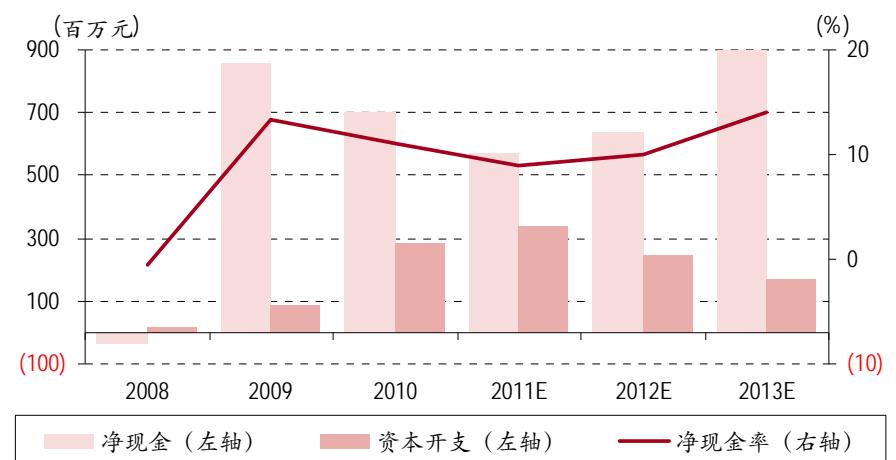


资料来源：公司资料及中银国际研究

公司 2008-2010 年的实际所得税率分别为 18.3%、27.7%、30.5%，我们认为近两年实际所得税率高于 25% 的原因是由于公司新成立的医院亏损所致。随着新增医院逐渐开始盈利，我们预计未来 3 年公司的所得税率将逐渐下降至 25%。

公司于 2009 年底上市，募集资金 8.95 亿元，目前公司账面上约有自有现金 4.5 亿元左右，剩余超募资金 0.6 亿元，现金较为充裕。根据以往经验，公司新建一家二级医院需要投入 3,000-5,000 万元，新建一家三级医院需要投入 1,000-2,000 万元，收购一家成熟二级医院需要 1-1.5 亿元。我们预计 2011-2013 年的资本开支分别为 3.4 亿元、2.5 亿元、1.7 亿元。

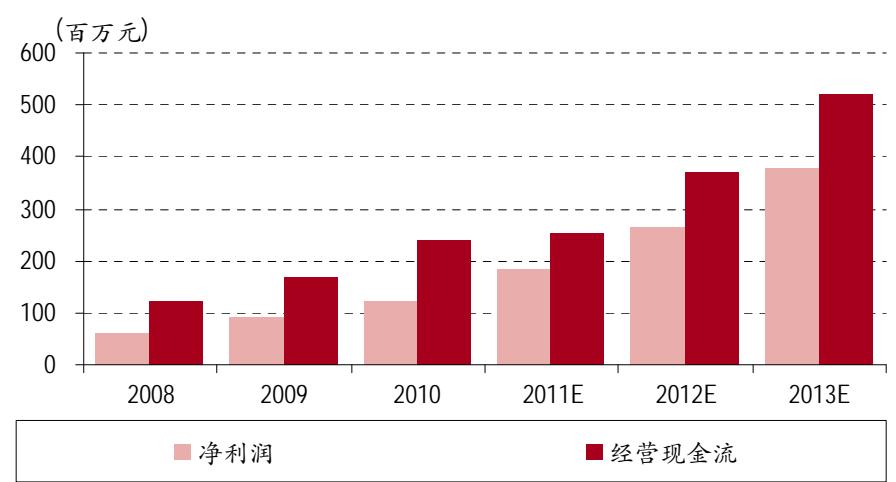
图表 35. 爱尔眼科净现金及资本开支情况与预测



资料来源：公司资料及中银国际研究

过去 3 年中，公司经营性现金流均高于同年净利润，显示了良好的盈利质量，也印证了医疗服务行业良好的现金流状况。我们预计未来公司的经营性现金流将继续高于净利润，预计 2011 年将达到 2.54 亿元。

图表 36. 爱尔眼科现金流情况与预测



资料来源：公司资料及中银国际研究

风险因素

服务因素：民营眼科医院相对于公立医院最大的竞争优势即是更加灵活的机制带来的更优质的服务。如果公司在高速扩张中服务水平不能保证，甚至出现严重的术后不良反应，将对公司的发展产生负面影响。

行业内恶性竞争风险：消费者关于眼科医疗的相关教育逐渐趋于成熟，而越来越多的民营眼科专科医院以单店或者连锁的模式参与竞争。在新一轮医疗技术提升和向消费者重新提供新技术的教育之前，眼科医疗领域竞争将愈发激烈。同时由于公司高速扩张带来的管理、公关能力相对脆弱，可能会提升业内恶性竞争风险。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	606	865	1,257	1,720	2,331
销售成本	(260)	(377)	(560)	(767)	(1,042)
经营费用	(177)	(265)	(356)	(475)	(643)
息税折旧前利润	169	223	341	477	646
折旧及摊销	(40)	(56)	(92)	(120)	(140)
经营利润(息税前利润)	129	166	249	357	506
净利润利息收入/(费用)	(4)	6	4	2	3
其他收益/(损失)	(0)	6	5	5	5
税前利润	124	179	258	364	514
所得税	(34)	(55)	(72)	(99)	(134)
少数股东权益	3	(4)	(2)	(2)	(3)
净利润	92	120	184	263	376
核心净利润	92	114	181	261	374
每股收益(人民币)	0.22	0.28	0.43	0.62	0.88
核心每股收益(人民币)	0.21	0.27	0.42	0.61	0.88
每股市息(人民币)	0.35	0.15	0.13	0.18	0.26
收入增长(%)	38	43	45	37	36
息税前利润增长(%)	62	29	50	43	42
息税折旧前利润增长(%)	43	32	53	40	35
每股收益增长(%)	51	30	53	43	43
核心每股收益增长(%)	50	24	59	44	43

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	124	179	258	364	514
折旧与摊销	40	56	92	120	140
净利息费用	4	(6)	(4)	(2)	(3)
运营资本变动	33	53	(20)	(13)	0
税金	(34)	(55)	(72)	(99)	(134)
其他经营现金流	2	12	1	1	1
经营活动产生的现金流	169	240	255	371	518
购买固定资产净值	(148)	(246)	(341)	(245)	(170)
投资减少/增加	0	0	0	0	0
其他投资现金流	(10)	(99)	(9)	(10)	(11)
投资活动产生的现金流	(157)	(345)	(350)	(255)	(181)
净增权益	900	11	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	0	(47)	(40)	(55)	(79)
其他融资现金流	(18)	(106)	(76)	(108)	(155)
融资活动产生的现金流	882	(49)	(36)	(53)	(76)
现金变动	894	(154)	(131)	64	261
期初现金	28	922	768	637	700
公司自由现金流	12	(105)	(87)	123	345
权益自由现金流	7	(109)	(91)	119	340

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	922	768	637	700	962
应收帐款	35	81	121	168	231
库存	28	47	70	98	135
其他流动资产	56	84	103	130	167
流动资产总计	1,041	980	931	1,095	1,495
固定资产	265	402	639	758	787
无形资产	6	100	119	134	144
其他长期资产	100	131	145	160	176
长期资产总计	371	633	903	1,051	1,107
总资产	1,412	1,613	1,834	2,147	2,602
应付帐款	88	161	209	268	344
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	26	79	107	151	229
流动负债总计	114	240	316	418	573
长期借款	64	64	64	64	64
其他长期负债	0	0	0	0	0
股本	134	267	427	427	427
储备	1,075	1,010	994	1,202	1,499
股东权益	1,208	1,277	1,421	1,629	1,926
少数股东权益	25	32	33	36	39
总负债及权益	1,412	1,613	1,834	2,147	2,602
每股帐面价值(人民币)	9.1	4.8	3.3	3.8	4.5
每股有形资产(人民币)	9.0	4.4	3.0	3.5	4.2
每股净负债/(现金)(人民币)	(6.4)	(2.6)	(1.3)	(1.5)	(2.1)

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	27.9	25.8	27.1	27.8	27.7
息税前利润率(%)	21.3	19.2	19.8	20.8	21.7
税前利润率(%)	20.5	20.7	20.5	21.2	22.0
净利率(%)	15.3	13.9	14.6	15.3	16.2
流动性					
流动比率(倍)	9.1	4.1	2.9	2.6	2.6
利息覆盖率(倍)	22.7	33.5	50.2	67.0	88.2
净权益负债率(%)					
净现金					
净现金					
净现金					
速动比率(倍)	8.9	3.9	2.7	2.4	2.4
估值					
市盈率(倍)	117.6	90.4	59.2	41.3	28.9
核心业务市盈率(倍)	118.4	95.3	60.0	41.7	29.1
目标价对应核心业务市	131.9	106.1	66.8	46.4	32.4
盈率(倍)					
市净率(倍)	2.8	5.3	7.7	6.7	5.6
价格/现金流(倍)	64.3	45.3	42.7	29.3	21.0
企业价值/息税折旧前利	59.3	45.8	30.3	21.5	15.5
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	37.6	36.5	38.3	39.9	40.7
应收账款周转天数	17.4	24.4	29.3	30.6	31.2
应付帐款周转天数	43.3	49.3	47.3	43.3	40.0
回报率					
股息支付率(%)	50.5	33.3	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	12.8	9.7	13.6	17.3	21.2
资产收益率(%)	9.9	8.2	10.8	13.3	16.0
已运用资本收益率(%)	16.0	13.3	17.9	22.5	27.4

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

通策医疗(600763.SS /人民币 23.65, 未有评级)

莱美药业(300006.SZ /人民币 20.79, 未有评级)

阳普医疗(300030.SZ /人民币 11.94, 买入)

翰宇药业(300199.SZ /人民币 41.90, 未有评级)

舒泰神(300204.SZ /人民币 61.18, 未有评级)

汤臣倍健(300146.SZ /人民币 83.49, 未有评级)

东阿阿胶(000423.SZ /人民币 48.99, 买入)

以 2011 年 11 月 30 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371