

**爱尔眼科 (300015.SZ) 保健产品及服务行业**
**评级：增持 维持评级**
**公司点评**
**燕智**  
联系人  
(8621)60870946  
yanz@gjzq.com.cn

**李敬雷**  
分析师 SAC 执业编号：S1130511030026  
(8621)61038219  
lijingl@gjzq.com.cn

**黄挺**  
分析师 SAC 执业编号：S1130511030028  
(8621)61038218  
huangting@gjzq.com.cn

## 新建两家医院，连锁网络稳步拓展；

### 事件

公司 9 月 25 日公告：拟与深圳鑫光投资管理有限公司共同投资建设深圳爱尔医院，其中公司投资 2,295 万元，持股 51%；拟投资 1,215.42 万元，在湖南省湘潭市设立眼科医院。

### 评论

**深圳眼科医疗需求大，爱尔加强华南布局：**公司此次在深圳新开医院，加强了在华南地区的布局，深圳爱尔规划筹建规模 9 千平方米，设计最大门诊量 800 人/天。深圳市常住人口 1036 万人，人均 GDP 达 11 万元，眼科治疗需求和消费能力排名全国前列。公司目前在华南地区的布局较为薄弱，目前仅设有广州爱尔（08 年设立）和韶关爱尔（12 年设立），未来有很大市场开拓空间。公司此次采用集团购买房产物业，上市公司租赁的方式，能有效控制前期投入成本，并消除租金上涨对医院盈利的侵蚀。

**地级市眼科医疗市场发展空间巨大，公司三级连锁逐步深化：**三级网络公司目前已运营的医院 36 家，医院连锁网络已覆盖了全国 21 个省会（直辖市）；公告筹建或拟收购的医院 7 家；设有上海在内的省会级眼科医院 24 家，地级市眼科医院 19 家。公司连锁化规模优势在国内已经无人能敌，在目前地级市消费升级的背景下，我们非常看好公司目前的三级连锁模式，地级市眼科医疗市场将成为新增长点。爱尔在地级市竞争优势明显，且是国内唯一一家具有耕耘地级市市场经验和实力的眼科医疗连锁机构。以湖南省为例，爱尔地级市医院的收入合计已经超过全省收入的 50%，且增速超过长沙爱尔，可以预期随着其他省份三级连锁逐步完善，公司未来的发展空间将进一步打开。

**准分子手术量有所下滑，影响正在逐月消退：**公司中报预增利润增速 10%-20%，2 月末的台湾封刀事件对准分子手术量影响较大，预计二季度整体准分子收入量同比略有下滑；但其他业务依然保持快速增长。今年 Q2 是封刀事件后第一个完整季度，也是对报表负面影响最大的一个季度。因此我们判断随着封刀事件逐渐被消费者淡忘，准分子手术量增速将逐月恢复，预计明年公司准分子手术量将恢复到正常增长轨道。

### 投资建议

公司是国内眼科医疗服务市场的绝对龙头企业，公司上市以来连锁医院数量已经从上市时的 19 家发展到超过 40 家，几乎覆盖了所有具有需求潜力的省会城市，公司的高速发展让国内所有竞争对手望尘莫及，充分体现了公司管理层的经营能力。

我们认为台湾封刀事件对于患者心理的影响是短期的，不会影响准分子手术市场长期的发展；同时，公司白内障手术、视光配镜、眼部整形等业务的良好发展，也将支撑公司未来稳定较快的增长。

考虑今年“台湾封刀事件”对准分子手术量的影响，我们调整公司 2012-2014 年 EPS 为 0.50 元、0.69 元、0.96 元（原 0.54 元、0.75 元、1.05 元），同比增长 24%，37%，40%，我们继续看好公司作为民营专科连锁医疗服务公司的投资价值。根据国金新评级制度，维持“增持”评级。

图表1: 各业务拆分预测

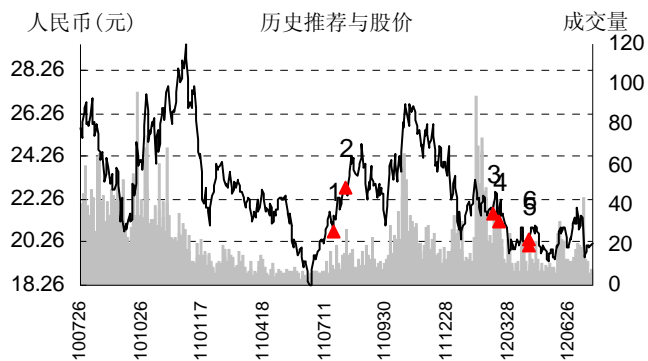
	2010	2011H1	2011	2012H1	2012E	2013E	2014E
医疗服务	64,075	43,900	97,304	52,284	122,287	167,060	231,627
YOY	43%	59%	52%	19%	26%	37%	39%
毛利率	60%	59%	59%	56%	57%	57%	57%
准分子手术	28,127	19,404	43,935	18,336	48,438	64,786	88,433
YOY	43%	63%	56%	-6%	10%	34%	37%
毛利率	71%	73%	72%	71%	71%	72%	72%
准分子手术量	41,880	24,051	54,554	21,646	57,281	71,602	93,082
YOY	14%	31%	30%	-10%	5%	25%	30%
准分子均价	6,716	8,068	8,054	8,471	8,456	9,048	9,501
YOY	24.9%	20.1%	20%	5%	5%	7%	5%
白内障手术	17,208	10,571	23,593	14,207	31,709	42,284	57,718
YOY	57%	49%	37%	34%	34%	33%	37%
毛利率	51%	46%	48%	48%	48%	48%	48%
白内障手术量	45165	24643	57874	31543	74079	94080	122305
YOY	50%	30%	28%	28%	28%	27%	30%
白内障均价	3810	4290	4077	4504	4280	4494	4719
YOY	5%	13%	7%	5%	5%	5%	5%
眼前段手术	5,426	3,610	7,770	5,054	10,877	15,228	21,320
YOY	47%	44%	43%	40%	40%	40%	40%
毛利率	29%	30%	26%	26%	26%	26%	26%
眼后段手术	3,147	3,043	6,214	4,869	9,942	14,913	22,369
YOY	48%	113%	97%	60%	60%	50%	50%
毛利率	37%	40%	38%	37%	37%	37%	37%
检查治疗	10,168	7,273	15,793	9,818	21,320	29,849	41,788
YOY	24%	56%	55%	35%	35%	40%	40%
毛利率	67%	67%	65%	65%	65%	65%	65%
药品销售	9,256	6,481	14,408	9,073	20,172	28,240	39,536
YOY	36%	60%	56%	40%	40%	40%	40%
毛利率	28%	28%	27%	27%	27%	27%	27%
配镜服务	13,149	7,972	19,331	11,161	27,063	41,948	67,117
YOY	43%	47%	47%	40%	40%	55%	60%
毛利率	59%	58%	58%	58%	58%	58%	58%
其他收入	7	13	18	20	30	45	65
YOY			151%	51%	65%	50%	44%
毛利率	85%	94%	93%	90%	90%	90%	90%
销售收入合计	86,488	58,366	131,061	72,539	169,552	237,293	338,345
YOY	43%		52%	24%	29%	40%	43%
毛利	48,753	32,484	72,519	38,277	91,146.30	127,816	182,019
	41%		49%	18%	26%	40%	42%

来源: 国金证券研究所

**历史推荐和目标定价(人民币)**

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-07-21	增持	20.79	50.00
2	2011-08-08	增持	22.79	50.00 ~ 50.00
3	2012-03-07	增持	21.55	N/A
4	2012-03-15	增持	21.18	N/A
5	2012-04-27	增持	20.11	22.00 ~ 25.00
6	2012-05-02	增持	20.36	22.00 ~ 25.00

来源：国金证券研究所


**投资评级的说明:**

买入：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；  
 增持：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 5% – 20%；  
 中性：预期未来 6 – 12 个月内变动幅度在 -5% – 5%；  
 减持：预期未来 6 – 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B