

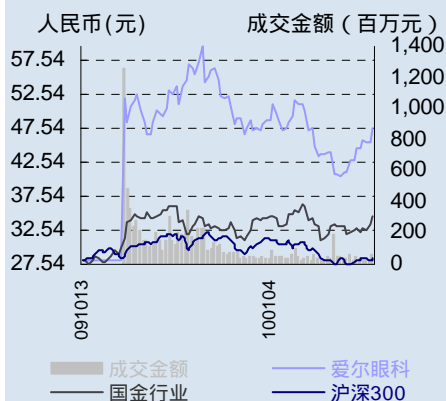
2010年02月25日

市价(人民币): 47.84元

目标(人民币): 52.25元

长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 33.50
 总市值(百万元) 6,386.64
 年内股价最高最低(元) 59.60/28.00
 沪深300指数 3292.13
 2008年股息率 0.00


相关报告

1 《内外兼修,搅动医疗服务市场的鲶鱼》, 2009.10.29

分析师: 黄挺

(8621)61038218
 huangting@gjzq.com.cn

联系人: 李龙俊

(8621)61038315
 lij@gjzq.com.cn

李敬雷

(8621)61038219
 lijingl@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

爱尔眼科 (300015.SZ)

——双引擎驱动公司高成长

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

| 项 目 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.292 | 0.390 | 0.614 | 0.693 | 1.049 | 1.524 |
| 净利润增长率 | N/A | 167.14% | 57.43% | 50.67% | 51.43% | 45.29% |
| 市场 EPS 预测均值(元) | N/A | N/A | N/A | 0.682 | 0.964 | 1.300 |
| 市盈率(倍) | N/A | N/A | N/A | 69 | 45.6 | 31.4 |
| 行业优化市盈率(倍) | 30.03 | 46.80 | 11.16 | 35.08 | 35.08 | N/A |
| 市场优化市盈率(倍) | 25.86 | 45.72 | 15.55 | 29.70 | 29.70 | N/A |
| 股息率 | N/A | N/A | N/A | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| PE/G(倍) | N/A | N/A | N/A | 1.36 | 0.89 | 0.69 |
| 净资产收益率 | 14.19% | 22.23% | 25.94% | 7.30% | 9.98% | 12.66% |
| 每股净资产(元) | 2.06 | 1.75 | 2.37 | 9.49 | 10.51 | 12.04 |
| 市净率(倍) | N/A | N/A | N/A | 1.53 | 1.38 | 1.21 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.74 | 0.92 | 1.21 | 1.00 | 1.41 | 2.05 |
| 已上市流通A股(百万股) | N/A | N/A | N/A | 33.50 | 33.50 | 33.50 |
| 总股本(百万股) | 50.00 | 100.00 | 100.00 | 133.50 | 133.50 | 133.50 |

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 近期我们走访了公司在湖北和湖南地区的医院网络, 对公司的经营战略和发展空间有了更加深入地认识。我们认为, 公司找到明确的市场定位, 并探索出成熟可复制的连锁发展模式, 内生性增长和连锁化扩张双重推动公司高成长。
- 国内眼科市场容量较大, 并保持持续增长; 公司作为行业龙头, 所占市场份额明显偏小, 未来拓展的空间较大:
 - ◆ 根据我们推算, 目前国内眼科市场规模(不含配镜)约 150 亿元; 同时, 在老年化、消费升级、医保投入等因素推动下, 眼科市场将持续增长。
 - ◆ 公司作为眼科连锁医疗的龙头企业, 所占市场份额不足 5%, 明显偏低, 未来拓展的空间较大。
- 公司找到明确的市场定位, 依赖灵活的管理体制和积极的市场态度, 掘金于“中段需求”这部分大市场:
 - ◆ 全国范围看, 绝大多数医院的眼科实力较弱, 仅有的少数几所知名医院每年的接诊量又非常有限。因此, 国内大部分眼科患者的就诊需求并未得到满足。而公司正是看准了“中段需求”这部分大市场。
 - ◆ 从我们的调研情况, 以及卫生部的眼科普查结果看, 国内绝大多数医院的眼科实力较弱, 难以同公司进行竞争。这一点在地级市表现得尤为明显。

- ◆ 公司为保证连锁扩张的质量和速度，在集团内设立了人才储备制度，成熟的老医院均同时承担着人才培养的任务。我们认为，公司在资金、人才和管理复制这三方面进行了较好的准备和规划。
- 公司通过连锁扩张和内生性增长的双引擎来驱动公司的快速发展：
 - ◆ 未来几年公司将完成对省会城市的覆盖；同时，公司将在“两湖地区”进行三级网络的经营模式探索。
 - ◆ 公司也通过积极营销来提高就诊量的增速，并主动调整服务结构来提高单次门诊的收入，以此推动单体医院的持续内生性增长。
- 我们预计公司 2009-2011 年的 EPS 分别为：0.693 元、1.049 元和 1.524 元，净利润年均符合增长率达到 48%。考虑到公司业绩的高速成长，以及近年快速扩张的节奏，我们认为公司应该享受较高的估值水平，合理的价格为 52.25 元，对应 2010 年业绩 50 倍 PE。
 - ◆ 2010 年公司将进入新一轮快速连锁扩张期，以二级医院为例，2009 年底公司正常营业的医院有 11 家，到 2010 年底该数目将增加至 17 家，2011 年则有望达到 22 家。
 - ◆ 公司将通过新建和收购两种模式来实现连锁扩张，虽然当期的投入较大，但这些新医院却是公司未来利润快速增长的基础。因此，我们认为，公司在快速扩张时期应该享受更高的估值水平。

内容目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 眼科医疗：持续增长的大市场 | 5 |
| 眼科市场容量大 | 5 |
| 老年化、消费升级、医保投入等因素推动眼科市场持续增长 | 5 |
| 准分子手术空间大 | 6 |
| 白内障手术空间大 | 8 |
| 行业龙头所占份额偏小，拓展空间巨大 | 10 |
| 公司作为眼科医疗行业的龙头医院，所占市场份额仍然很小 | 10 |
| 全国范围看，绝大多数医院的眼科医疗水平较低 | 10 |
| 公司“软实力”和“硬实力”均很突出 | 12 |
| 特色化经营，掘金“中段需求” | 14 |
| “中段”需求提供广阔的发展空间 | 14 |
| 连锁扩张的发展模式 | 14 |
| 高门槛的专业医疗服务 | 16 |
| 积极营销是公司的经营特色之一 | 17 |
| 双引擎推动公司高增长：连锁扩张+内生增长 | 17 |
| 公司下属医院保持良好的年龄结构 | 17 |
| 连锁扩张是公司发展主要推动力 | 18 |
| 成熟医院通过各种手段实现内生性增长 | 18 |
| 扩张要素：资金、业务人员、管理复制 | 19 |
| 扩张战略：二级网络布局、三级网络探索 | 19 |
| 未来几年公司将完成对省会城市的覆盖 | 19 |
| 两湖地区探索三级网络运营模式 | 20 |
| 成熟医院：充分挖掘内生性增长 | 20 |
| 眼科就诊量持续增长 | 20 |
| 服务产品结构调整推动收入加速增长 | 21 |
| 公司现有医院的服务能力远未达到饱和状态 | 21 |
| 盈利预测和投资建议 | 22 |
| 盈利预测 | 22 |
| 投资建议 | 23 |
| 附录：三张报表预测摘要 | 25 |

图表目录

| | |
|----------------------------|---|
| 图表 1：医疗服务是公司的主要收入来源 | 5 |
| 图表 2：医疗服务主要由各项眼科手术构成 | 5 |
| 图表 3：我国社会老年化趋势越来越明显 | 6 |

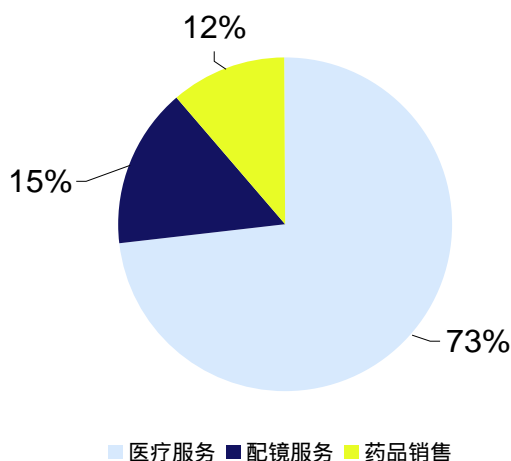
| | |
|---------------------------------------|----|
| 图表 4：中国青少年近视眼发病率快速提升..... | 7 |
| 图表 5：美国激光矫正视力手术基本维持在每年 100 万台以上 | 7 |
| 图表 6：公司准分子手术的均价逐年提高 | 8 |
| 图表 7：我国白内障手术开展率远低于其他国家 | 9 |
| 图表 8：近年来国内白内障手术量明显增长..... | 9 |
| 图表 9：大陆、台湾及美国等地龙头眼科机构在准分子市场的占有率 | 10 |
| 图表 10：综合性医疗结构的眼科医师队伍普遍比较薄弱..... | 11 |
| 图表 11：各类医疗机构的眼科设备配置情况..... | 11 |
| 图表 12：不同种类医院各项眼科医疗项目的开展率..... | 12 |
| 图表 13：公司医师队伍庞大..... | 12 |
| 图表 14：公司核心技术人员介绍 | 13 |
| 图表 15：公司部分高端眼科设备配置情况（单位：台） | 13 |
| 图表 16：武汉爱尔为患者及陪诊客户设置的咖啡吧..... | 14 |
| 图表 17：武汉爱尔为小儿患者设立的儿童乐园 | 14 |
| 图表 18：公司总部及三级连锁网络的架构 | 15 |
| 图表 19：部分医疗设备的平均购置价格（单位：万元） | 16 |
| 图表 20：较为成熟的二级医院 ROA 均超过 20%..... | 16 |
| 图表 21：公司深入基层进行市场 | 17 |
| 图表 22：公司的连锁医院的年龄结构良好 | 18 |
| 图表 23：公司门诊量和收入情况 | 21 |
| 图表 24：单次门诊的平均收入持续增长..... | 21 |
| 图表 25：连锁医院经营指标分析 | 22 |
| 图表 26：已建及拟建的二级医院的基本情况..... | 24 |

眼科医疗：持续增长的大市场

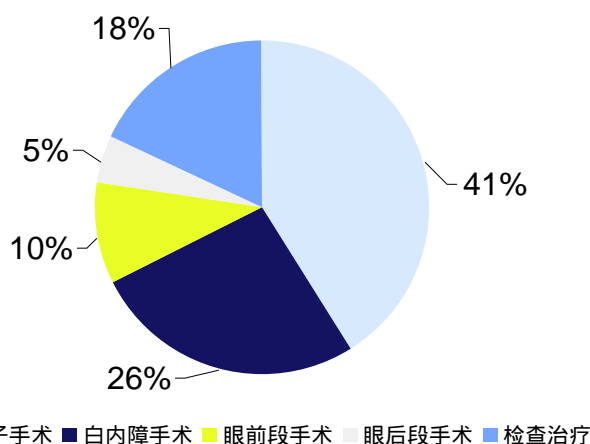
眼科市场规模较大

- 眼科医疗市场主要由医疗服务、药品销售和配镜服务构成，而医疗服务主要由各项眼科手术组成，份额较大的有准分子手术和白内障手术。
- ◆ 我们以爱尔的收入结构为例：医疗服务收入占比达到 73%，药品销售收入仅占 12%，其余由配镜服务贡献；
- ◆ 医疗服务中准分子手术占比为 41%，白内障手术占比为 26%，检查治疗仅占 18%。

图表1：医疗服务是公司的主要收入来源



图表2：医疗服务主要由各项眼科手术构成



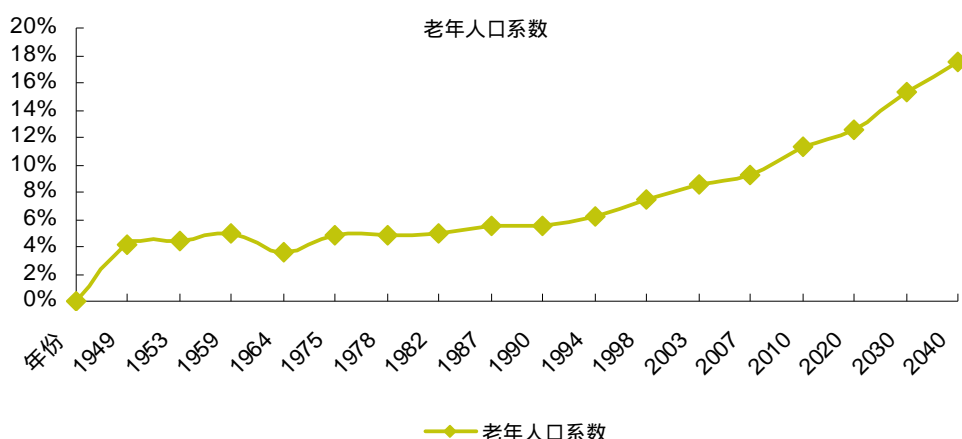
来源：招股说明书，国金证券研究所

- 由于缺乏权威部门对目前眼科市场规模的统计，我们通过两种方法来进行估计，得到国内眼科市场目前的规模（不含配镜）在 150 亿元左右。
- ◆ 《2007 中国卫生统计年鉴》披露，2006 年全国医院眼科用药约 20 亿元。公司药品收入占总收入（不含配镜）比例为 15%，而公立医院眼科的药品收入占比要接近 20%。因此，2006 年国内眼科市场规模（不含配镜）估计达到 100-133 亿元。再按照眼科市场 15% 的符合增长率计算，2009 年国内眼科市场规模（不含配镜）估计达到 152-202 亿元。
- ◆ 目前国内每年准分子手术量约为 80 万例，手术均价按照 5000 元/台计算，准分子手术收入占医疗服务收入比例为 30-40%。因此，国内眼科医疗服务市场有望达到 100-133 亿元。再加上药品销售收入，目前国内眼科市场规模（不含配镜）估计在 130-163 亿元。
- 相对于国内庞大的人口数量，当前的眼科市场规模明显偏小（按照 14 亿人口计算，人均眼科诊疗支出不到 11 块钱）。事实上，目前国内眼科患者的就诊率非常低，眼科市场还有巨大的潜力空间有待发掘。

老年化、消费升级、医保投入等因素推动眼科市场持续增长

- 社会老年化是推动眼科市场持续增长的主要因素之一。随着年龄增长，眼睛器官的各项机能逐渐下降，白内障等眼疾的患病率显著上升。
- ◆ 随着我国社会进入老龄化阶段，居民对包括眼科在内的医疗需求大大增加。截至 2007 年末，我国人口 13.2 亿，其中 65 岁以上老人 1.2 亿。我国社会老年化进程会继续深化，老年人口数目会继续增长，预计 2040 年我国 65 岁以上老人将接近 3 亿。

图表3：我国社会老年化趋势越来越明显



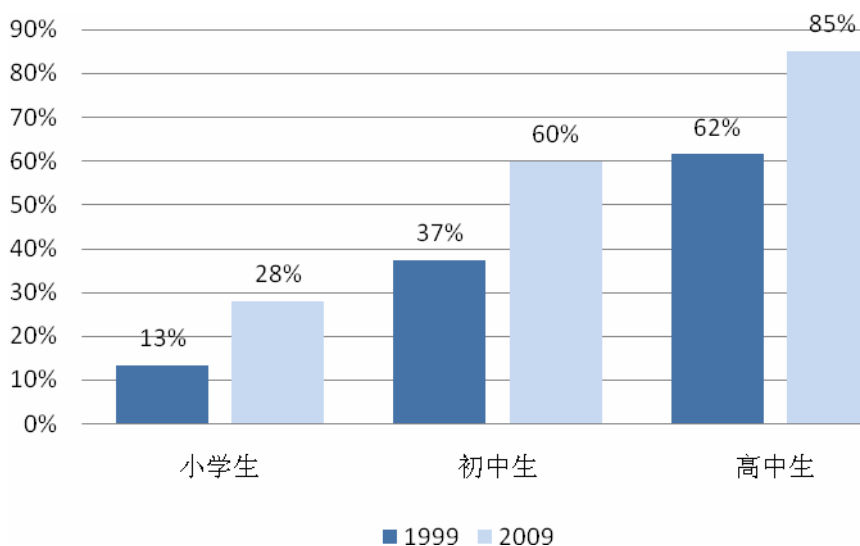
来源：国金证券研究所

- 政府重视、收入水平提高以及诊疗技术发展也成为眼科市场不断增长的重要推动力。
 - ◆ 近年来政府不断加大对医保的投入，建立新农合、城镇居民医保等基础医保体系，这将有力推动包括眼科在内的医疗市场增长。
 - ◆ 随着经济生活水平的提高，患者对医疗服务（特别是自费医疗）的购买力增加，自费项目占比相对较大的眼科医疗市场得到较大的发展。
 - ◆ 以屈光不正手术为例，技术的不断升级（从 RK 到 LASIK/LASEK，再到飞秒激光）不仅提高手术的安全性，还减少了手术前后患者用眼保护期，越来越多近视患者开始接受屈光手术。
- 我国眼科门急诊量和入院人次的年增长率在 10% 左右。由于人均诊疗费用的提高，眼科市场规模增长要高于门诊量和入院人次增长速度。
 - ◆ 2007 年全国眼科门急诊总量约 4700 万人次，眼科入院人次约 140 万人次，比 2003 年分别增长 38.24% 和 47.37%，年复合增长率分别为 8.43% 和 10.18%。
 - ◆ 收入水平的提高增加了医疗服务支付能力，医疗技术的发展也不断推出更高价格的医疗服务项目，因此人均诊疗费用持续增长。

作为近视眼第一大国，国内准分子手术市场空间大

- 我国是世界近视眼第一大国，近视眼患者数目众多，为准分子手术提供广阔的潜在市场。同时，国内近视患者群体仍在持续增加。
 - ◆ 2009 年我国近视人口达到 4.3 亿，近视发生率为 33.6%，是世界平均水平 22% 的 1.5 倍。我国学生的近视率成为世界第二，仅次于新加坡。
 - ◆ 防治儿童近视研究项目调查显示，目前中国青少年近视发病率高达 50%—60%，其中小学生为 28%、初中生为 60%、高中生为 85%。
 - ◆ 而“1999 年全国中小学生近视眼防治工作公告”显示，当时全国小学生的近视率为 13.35%，初中生为 37.44%，高中生为 61.51%。数据表明，近年来我国学生的近视眼发生率有急剧增加的趋势。

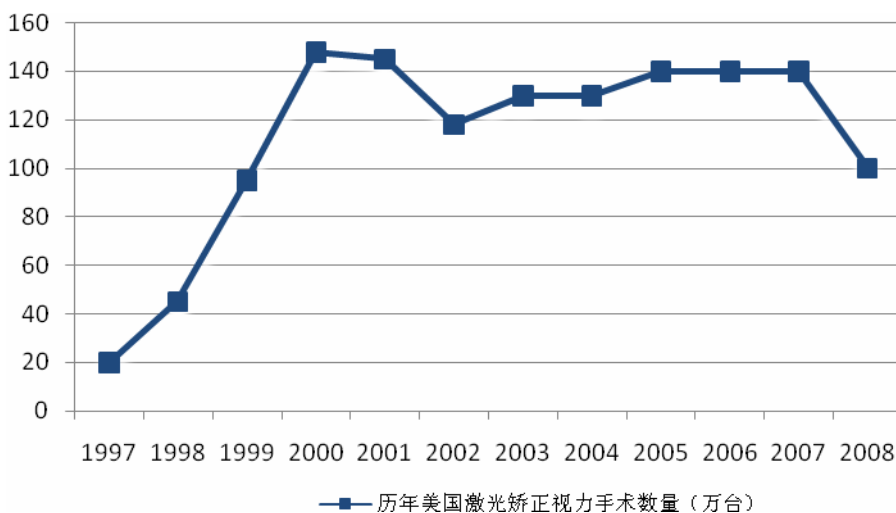
图表4：中国青少年近视眼发病率快速提升



来源：国金证券研究所

- ◆ 目前我国每年的新生儿数量约为 1600 万人，按照 50% 的近视发病率计算，我国每年大约增加 800 万近视眼患者。而目前国内每年准分子手术数量不及 100 万例。因此，我国近视人口仍然处于增长的势头。
- 虽然近年来国内准分子手术数量持续增加，但目前手术开展率仍然处于较低水平，未来还有较大的提升空间。
- ◆ 美国每年开展准分子手术的数量常年维持在 100 万例以上，美国人口约为 3.07 亿，近视眼患者约 6000 万。按每年 130 万台手术量计算，美国准分子手术的开展率分别为 0.42%（按总人口计算）和 2.17%（按患者数目计算）。

图表5：美国激光矫正视力手术基本维持在每年 100 万台以上



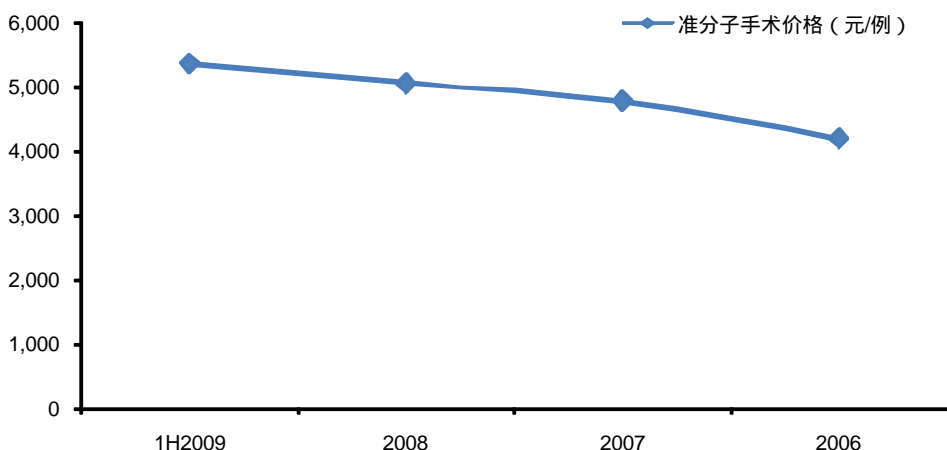
来源：国金证券研究所

- ◆ 台湾每年进行准分子手术的患者约有 5 万人，而台湾人口约为 2308 万，近视眼患者约 1000 万人。台湾准分子手术开展率约为 0.22%（按总人口计算）和 0.5%（按患者数目计算）。
- ◆ 我国城镇人口约有 6 亿人，按照台湾的手术开展率计算，我国每年准分子手术量有望达到 132 万台；我国拥有 4.3 亿近视人口，也按照台

湾的手术开展率计算，我国每年有望进行 215 万例准分子手术。而根据估计，目前国内每年大约开展 60-80 万台准分子手术。

- 我们认为，收入水平提高和手术接受度提升，将会推动国内准分子手术开展率逐步提升。
 - ◆ 国内准分子手术尚未包含在社会医疗保险项目内，而该手术的平均费用超过 5000 元/例。因此，随着居民收入水平的提升，患者的支付能力持续提高，国内准分子手术的需求会得到持续增长。
 - ◆ 患者对准分子手术的最大担忧在于手术的安全性。自 1985 年美国开展准分子手术来，全球完成该项手术的近视患者达到数千万。2008 年美国国际眼科年会的报告显示，目前全世界准分子手术术后患者满意率为 98.82%，高居所有手术之首。随着越来越多的手术样本证明其安全性，以及科技推动医疗水平不断进步，越来越多的近视患者开始接受准分子手术。
- 由于医疗技术不断发展、以及居民收入水平持续提升，以爱尔的数据为例，准分子手术的平均价格逐年提高。

图表6：公司准分子手术的均价逐年提高

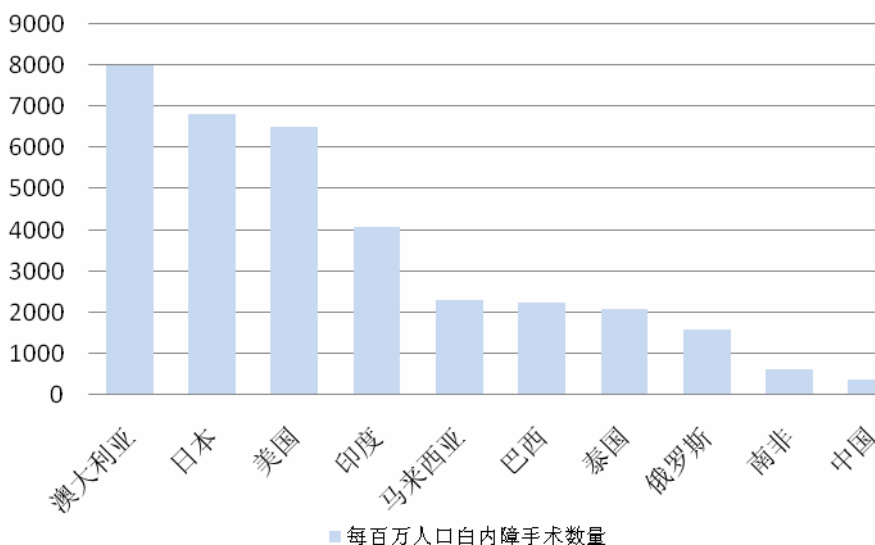


来源：国金证券研究所

在医保等因素推动下，国内白内障手术发展前景乐观

- 我国白内障患者数目庞大，已成为社会面临的严峻问题。
 - ◆ 我国 40 岁以上人群白内障的患病率达 18.85%，50-60 岁患病率高达 35%，60-70 岁上升至 80%，而 80 岁以上的老人几乎人人都有白内障。
 - ◆ 白内障的危害也十分严重，已成为我国首位致盲性眼病。我国现有盲人约 500 万，低视力人口约 710 万，而盲人中的 41.06%、低视力患者中的 49.38%是由于白内障所致。
- 手术是目前治疗白内障的最有效方法，但我国白内障手术的开展率远远落后于发达国家，甚至也大幅低于印度这样的发展中国家。
 - ◆ 下表数据来自 2006 年 WHO 发布的一项调查报告。当时，我国每百万人口白内障手术量仅有 380 例，远低于印度的 4067 例、马来西亚的 2290 例和泰国的 2090 例。

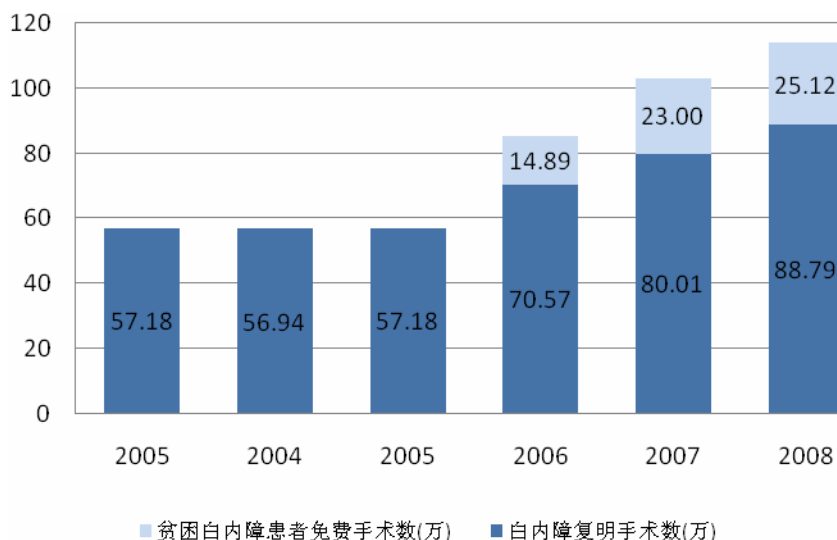
图表7：我国白内障手术开展率远低于其他国家



来源：WHO，国金证券研究所

- 导致我国大量白内障患者得不到治疗的主要原因是，多数患者缺乏经济能力和政府提供的保障程度较低。随着经济的发展以及政策的倾斜，这两个制约因素均有所改善，我国白内障手术量增长明显。
 - ◆ 随着经济的发展，百姓收入水平逐步提高，越来越多的白内障患者具备手术费用的支付能力。未来随着收入进一步提高，能够进行手术的患者数目将继续增加，并有能力购买更高价格的手术。
 - ◆ 政府也逐渐重视白内障问题，在政策方面不断给予倾斜。《全国防盲治盲规划（2006-2010年）》和《视力残疾康复“十一五”实施方案》提出期间内实现百万人口白内障手术量达800以上的目标。2009年公布的《医药卫生体制改革近期重点实施方案(2009-2011年)》将贫困白内障患者治疗列入国家重大公共卫生服务项目。

图表8：近年来国内白内障手术量明显增长



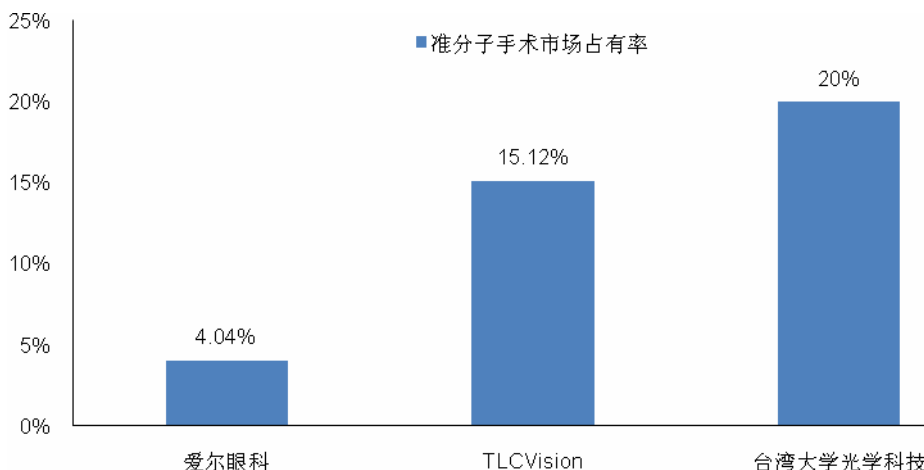
来源：卫生部，国金证券研究所

行业龙头所占份额偏小，拓展空间巨大

公司作为眼科医疗行业的龙头医院，所占市场份额仍然很小

- 公司是国内最大的眼科医疗机构，拥有国内数量最多的眼科医师队伍：医师数量 400 余名，其中副高级以上职称医师 120 多名。2008 年公司的门诊量累计达 63.11 万人次，手术量为 6.64 万例，门诊量、手术量均处于全国同行业首位。
- 作为国内眼科的龙头医院，公司所占的市场份额仍然很小。
 - ◆ 2008 年公司开展 2.83 万例准分子手术，仅占国内准分子手术市场（按照 70 万台/年计算）的 4.04%，还有很大的提升空间；2008 年公司开展 1.67 万例白内障手术，仅占当年国内白内障手术总量的 1.47%。
 - ◆ 2008 年，美国最大的连锁眼科医疗机构“TLCVision”在准分子市场的占有率为 15.12%；台湾地区的眼科龙头企业“台湾大学光学科技”占据准分子市场约 20%的份额。

图表9：大陆、台湾及美国等地龙头眼科机构在准分子市场的占有率



来源：国金证券研究所

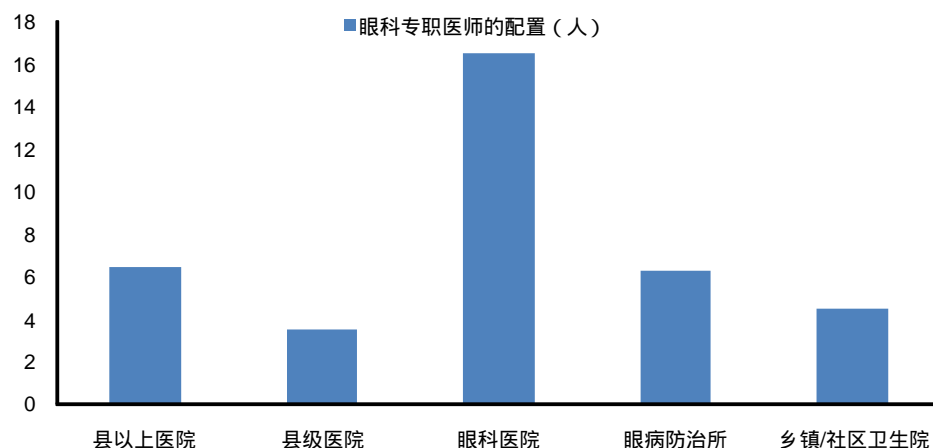
- 随着公司的连锁网络在全国范围内逐渐健全，公司所占市场份额也会逐步提升。
 - ◆ 根据我们调研的情况，2009 年长沙爱尔医院预计收入 8000 多万，占长沙眼科市场的 40%；武汉爱尔和黄石爱尔占当地眼科市场的份额均超过 25%。

全国范围看，绝大多数医院的眼科医疗水平较低

- 国内绝大多数综合医院中眼科地位较低，在资金投入、队伍建设和设配备等方面缺乏足够支持，医疗水平比较一般。
 - ◆ 根据国家卫生部 2006 年统计，国内医院眼科床位占比为 1.9%；据不完全统计，综合性医院里，眼科的收入占比仅为 2.5~5%。
 - ◆ 据不完全统计，国内尚有约 500 个县没有专业眼科，基本不能提供眼科服务。而根据我们的调研情况，黄石这样一个地级市没有自主开展白内障手术的能力（除了黄石爱尔）。
- 2003 年卫生部医政司在全国范围内对眼科医疗机构开展了一次普查，调查结果显示，我国眼科医疗资源整体上比较匮乏，同时还存在局部分布不均衡的现象。

- ◆ 从医师的配置来看，专业的眼科医院拥有更大规模的专职医师队伍，县级医院拥有的专职医师数量最少，县级以上的医院在医师配置方面也比较薄弱。

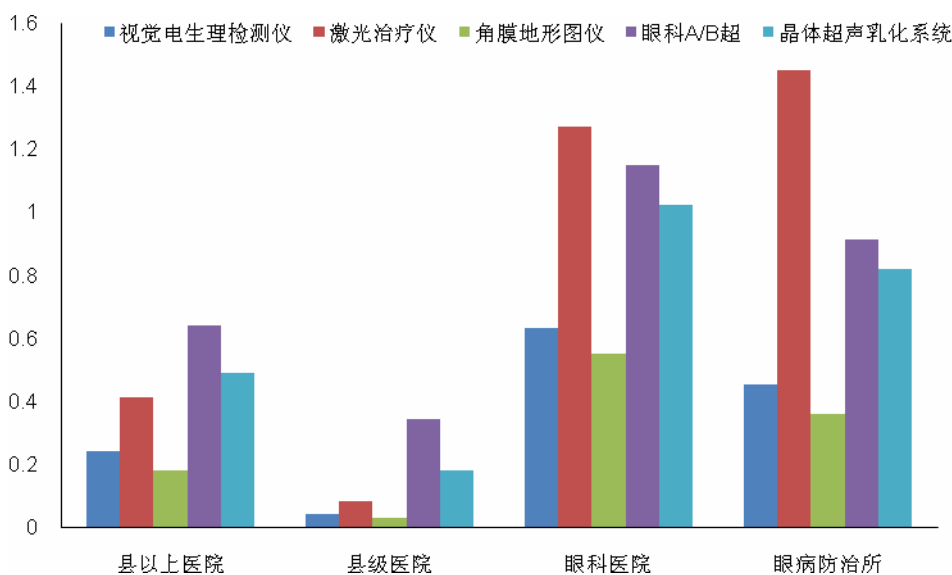
图表10：综合性医疗结构的眼科医师队伍普遍比较薄弱



来源：卫生部眼科医疗机构普查，国金证券研究所

- ◆ 综合性医院眼科的设备条件也比较差。以角膜地形仪为例，每 100 家县级医院仅拥有 3 台，每 100 家县以上医院也仅拥有 18 台，而每 100 家眼科医院则拥有 55 台。

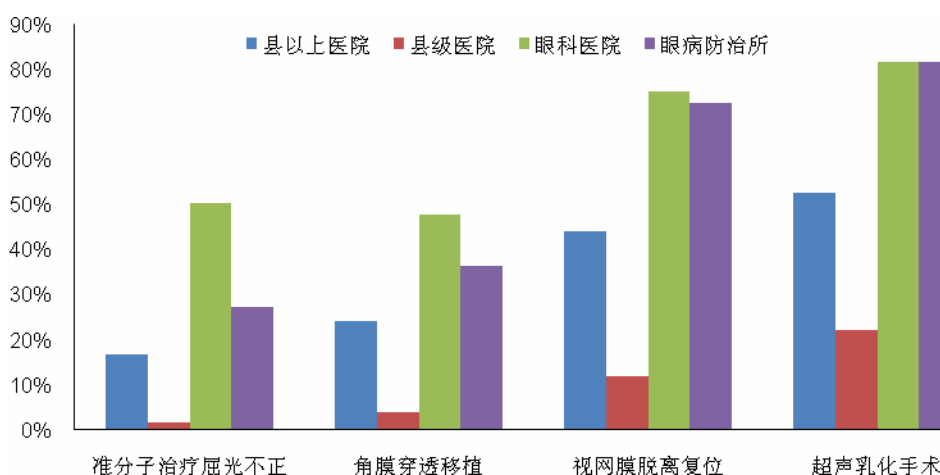
图表11：各类医疗机构的眼科设备配置情况



来源：国金证券研究所

- ◆ 由于人员和设备的投入不足，多数医院的眼科医疗水平较低，甚至许多诊疗项目都没有能力开展。例如，100 家县级医院仅有 1.7 家具备开展准分子治疗屈光不正手术的能力，县级以上医院准分子手术的开展率也仅有 16.88%。（开展率=具备开展某医疗项目能力的医院家数/该类医院的总计数目）

图表12：不同种类医院各项眼科医疗项目的开展率

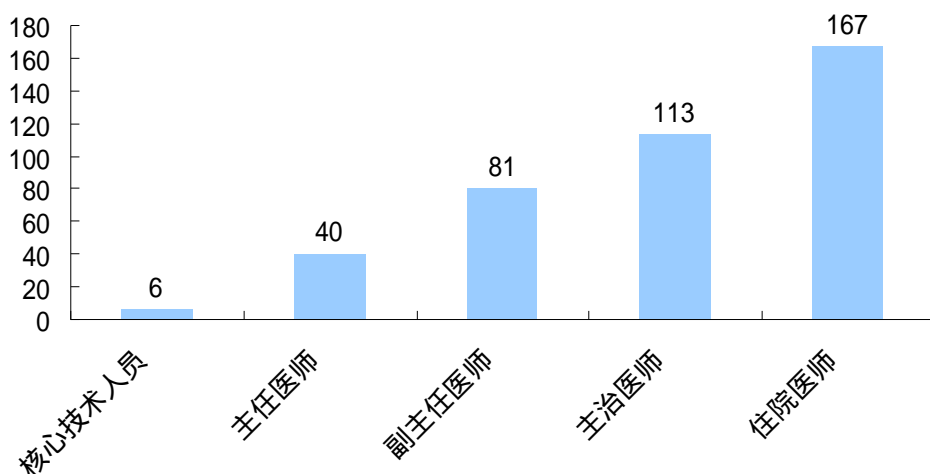


来源：国金证券研究所

公司“软实力”和“硬实力”均很突出

- 与少数国家级以及省级著名公立医院相比，公司的技术水平存在一定差距；但与占绝大多数的普通公立医院和基层医疗机构相比，公司在临床以及科研方面的技术优势明显。
- ◆ 公司拥有国内数量最多的眼科医师队伍：医师数量 400 余名，其中副高级以上职称医师 120 多名，21 人拥有博士学位，85 人拥有硕士学历，20 多人具有留学欧美的背景。

图表13：公司医师队伍庞大



来源：招股说明书，国金证券研究所

- ◆ 公司的核心技术人员均是在眼科领域拥有深厚的科研背景以及广泛的学术影响力的业内资深专家。

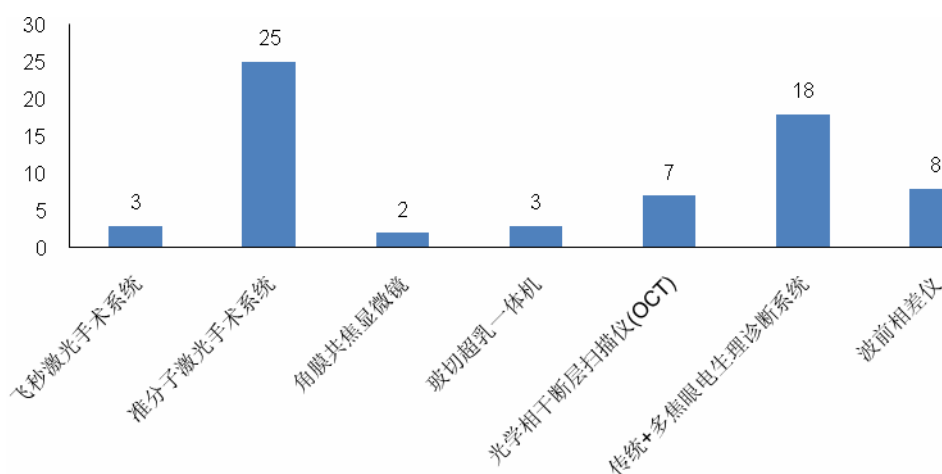
图表14：公司核心技术人员介绍

| 专家 | 履历 |
|-------|--|
| 盛耀华教授 | 现任中华医学会眼科学分会常委、上海市医学会眼科专业委员会主任委员、博士生导师、上海爱尔业务院长 |
| 蒋幼芹教授 | 曾任中华医学会眼科学分会青光眼学组组长、博士生导师 |
| 林丁教授 | 曾任北京同仁医院眼科行政副主任、硕士生导师，现任公司青光眼学组组长、长沙爱尔业务院长 |
| 龚淑贤教授 | 曾任全国斜视与小儿眼科学组委员、湖北省医学会眼科专业委员会常委 |
| 李绍伟博士 | 中华医学会眼科学分会青年委员、公司角膜病学组组长、硕士生导师 |
| 高汝龙教授 | 国内最早从事眼底激光治疗、玻璃体切除联合硅油填充治疗复杂视网膜脱离的专家之一，现任国际玻璃体视网膜学会委员、中国博士伦玻璃体手术俱乐部主席、广州爱尔业务院长 |

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司目前的眼科诊疗设备在种类、数量及先进程度等方面均居国内前列，其中多种设备为国内首家引进，如无限视觉系统 Infiniti 超声乳化仪，Intralase 飞秒激光角膜系统等。

图表15：公司部分高端眼科设备配置情况（单位：台）



来源：国金证券研究所

- 相对于公立医院，高度的服务意识也是公司的竞争优势之一。公司提出“以患者为中心”的服务理念，使患者更深切感受到公司提供的差异化服务。
 - ◆ 公司从服务手段、服务内容、治疗方式、材料使用和设备选择等方面入手，为患者设计了多层次、可选择性的眼科医疗服务产品。如准分子激光角膜屈光手术形成了从基本到高端的 5-15 种服务产品；白内障手术形成了从基本到高端的 6-12 种服务产品。多层次的诊疗项目满足了眼病患者的多层次、多元化的医疗需求。
 - ◆ 公司提供优雅的就诊环境和星级的就诊服务，开设 24 小时热线电话、对已术患者建立电子文档、短信通知活动、电话回访，密切关注患者满意度。

图表16：武汉爱尔为患者及陪诊客户设置的咖啡吧



来源：国金证券研究所

图表17：武汉爱尔为小儿患者设立的儿童乐园



特色化经营，掘金“中段需求”

“中段”需求提供广阔的发展空间

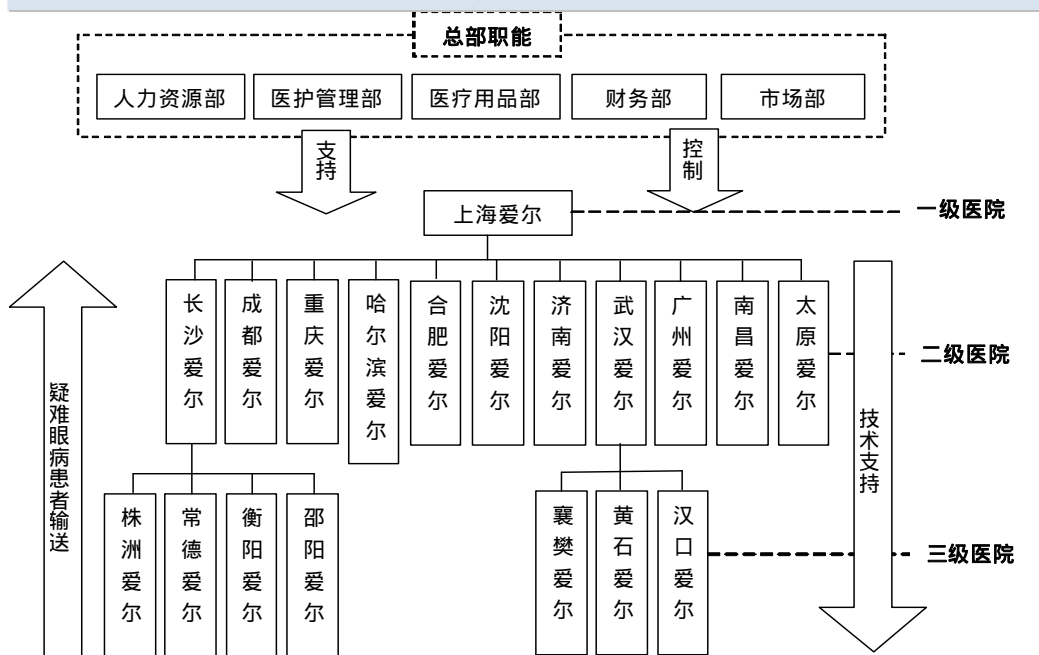
- 我国眼科医疗服务面临资源分布不均衡的状况，少数国家级以及省级著名公立医院占据优势资源，但能够满足的患者数目非常有限。
 - ◆ 在全国范围内，北京同仁医院、广州中山大学中山眼科中心以及上海复旦大学附属耳鼻喉科医院等少数几家公立医院，在临床和科研方面处于行业的领先地位。但这些医院的年门诊量约为 50 万人次，且疑难杂症患者较多。
 - ◆ 在地区范围内，我国每个省会级城市都有一到两家综合性医院的眼科或眼科专科医院在当地具有一定的影响，比如成都的四川大学华西医院眼科、重庆第三军医大学西南医院眼科、长沙的中南大学湘雅二院眼科、武汉的华中科技大学附属同济医院眼科、沈阳第四人民医院眼科等。这些医院的年门诊量则在 7-20 万人次。
 - ◆ 2007 年我国眼科门急诊总量约 4700 万人次，这说明绝大多数眼科患者仍在普通公立医院或基层医疗机构就诊。
- 满足“中段”需求是公司谋求差异化竞争的最佳选择：
 - ◆ 我国拥有 3700 多家眼科医疗机构，绝大多数都是医疗资源有限、患者认可度一般的普通公立医院和基层医疗机构。
 - ◆ 少数国家级以及省级著名公立医院拥有深厚的医疗资源和患者口碑，公司短期内难以在硬件和软件方面同这些医院竞争；但公司在临床和科研方面，以及品牌建设方面，则远远超过占绝大部分比例的普通公立医院和基层医疗机构。
 - ◆ 由于国家级以及省级著名公立医院满足的患者数目非常有限，且多数是高端需求；而普通公立医院和基层医疗机构提供的医疗水平并不高，无法满足多数患者的医疗需求；所以，公司在满足“中段”需求方面拥有很大的市场空间。

连锁扩张的发展模式

- 眼科医疗市场由于其固有的特色，适合连锁化的经营模式。

- ◆ 相对标准化的服务：眼科医疗服务中手术占比较大，大部分手术都有详细的标准流程，如准分子手术、白内障手术等。
- ◆ 口碑积累：医疗服务的高度专业性使患者缺乏辨别能力，口碑对于患者的就诊具有引导性。公司不仅通过旗下近二十家医院累积大规模的接诊量，还通过总部统一品牌运作打造“爱尔”的专业形象。
- ◆ 转诊和会诊机制：医疗资源基本按照自上而下逐级分配，基层机构的资源较为匮乏，因此存在转诊和会诊机制。公司打造 3 级连锁模式，一方面可以在集团内部完成患者的转诊，另一方面依托总部的学术委员会自上而下提升集团整体的医疗技能。
- 公司创造性建立“三级连锁”商业模式，并积极打造“总部引擎”，实现总部对各级连锁医院的业务支持和管理控制。
 - ◆ 临床及科研能力最强的上海爱尔作为一级医院，其承担着为集团提供技术支持的角色；以省会城市为据点的二级医院是集团的中坚力量，不仅为集团贡献盈利，而且为省内三级医院提供技术支持；深入地市级的三级医院扮演着区域覆盖的角色，其提供常见的基础眼科医疗服务，同时将疑难眼病患者输送到上级医院就诊。
 - ◆ 公司在连锁扩张中牢牢掌控对旗下连锁医院的管理控制力，总部层面设置了人力资源部、医护管理部、医疗用品部、财务部和市场部等控制部门，对下属医院的管理体系、诊疗服务、设备采购、财务收支等方面进行规范管理，并通过信息系统保持实时跟踪。同时，总部在学术资源、市场运作和品牌营销等方面给予有力支持。

图表18：公司总部及三级连锁网络的架构



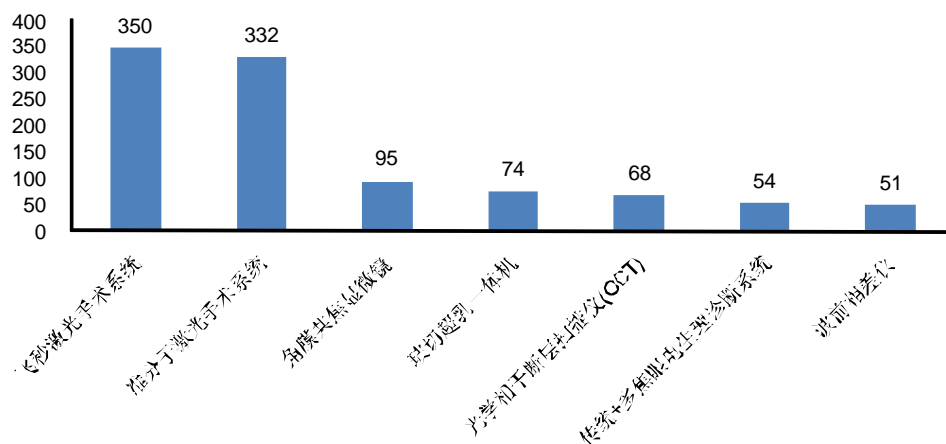
来源：国金证券研究所

- 连锁化经营是民营专科医疗机构实现规模扩张和品牌积累的有效路径。
 - ◆ 连锁化经营具有“多对一”的竞争优势：“三级连锁”模式实现了患者在连锁医院间的相互转诊以及医疗技术资源在体系内的顺畅流动，任何一家连锁医院都可以依托集团的整体力量参与当地的市场竞争。
 - ◆ 连锁化经营实现规模和品牌的正向促进：依托已有的品牌效应，连锁扩张时将明显缩短盈利周期和减少前期投入；连锁扩张带来规模的扩张和资源的积累，又进一步提升了品牌的认可度。

高门槛的专业医疗服务

- 与其他连锁业态相比，公司提供的产品具备以下鲜明特点：高门槛的专业性。而这又体现在两个方面，即专业技能的人才和高水平的资金投入
 - ◆ 医疗服务自身便具有很高的专业性，而患者这样一个特殊的消费群体又往往需要高质量的医疗服务保障。因此，提供医疗服务的人员不仅需要高水平的专业训练，还需要丰富的临床实践经验。
 - ◆ 高水平的现代医疗服务离不开先进的医疗设备。根据公司的披露数据，1 个二级医院的建设需要约 4000 万元；1 个三级医院的建设需要约 2000 万元。其中，主要的资金用于配置医疗设备。

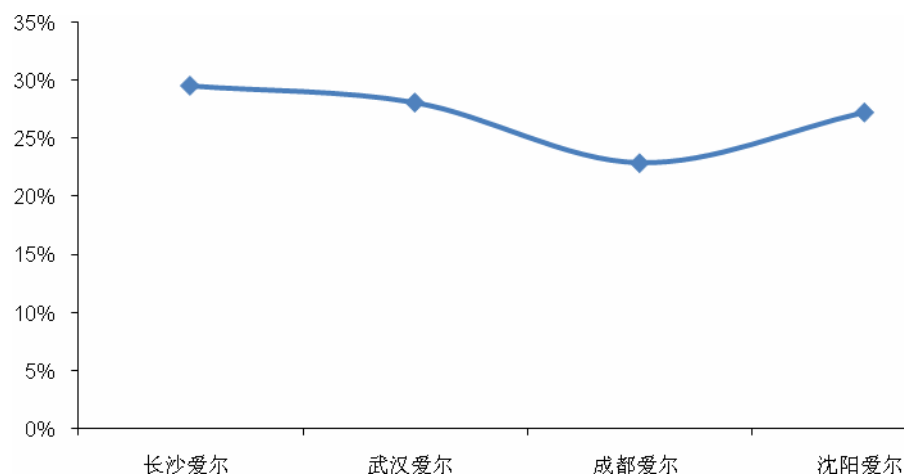
图表19：部分医疗设备的平均购置价格（单位：万元）



来源：公司招股说明书，国金证券研究所

- 高门槛的专业性虽然限制了公司的扩张速度，但也提供了相对温和的竞争环境。
 - ◆ 长沙爱尔、武汉爱尔、成都爱尔以及沈阳爱尔等 4 家二级医院均于 2005 年前成立，经营相对比较成熟。2008 年这四家医院的 ROA 为 23%-30%。
 - ◆ 高水平的 ROA 表明，医院的经营相对稳定，竞争环境相对温和，投资回报率较高。

图表20：较为成熟的二级医院 ROA 均超过 20%



来源：国金证券研究所

积极营销是公司的经营特色之一

- 作为医疗机构，积极营销是公司的显著特色。由于体制的原因，绝大多数公立医院基本没有营销意识，甚至都没有服务意识。公司充分利用灵活的民营机制，在集团内部积极推动营销理念：
 - ◆ 一方面，公司在总部设有市场部，负责集团统一的品牌运作；
 - ◆ 另一方面，公司在单体医院设有“双院长制”（CEO+业务院长），业务院长负责医疗业务、学术科研等工作，而 CEO 则主抓医院管理和市场营销。
- 公司积极营销的目标群体分为两类：普通的眼科患者；政府组织、公益基金等机构。
 - ◆ 普通眼科患者是主要的医疗服务购买群体，其具有自发性、非专业性、重视品牌和口碑等消费特征。针对这块潜在市场，公司一方面进行品牌营销，另一方面充分培育潜在消费者，如定期到社区和学校为居民和学生提供眼睛疾病筛查、长期为社区和学校提供眼病预防及眼保健宣传资料、定期为社区和学校提供眼科知识宣传讲座等。

图表 21：公司深入基层进行市场 推广所使用的“大篷车”



来源：国金证券研究所

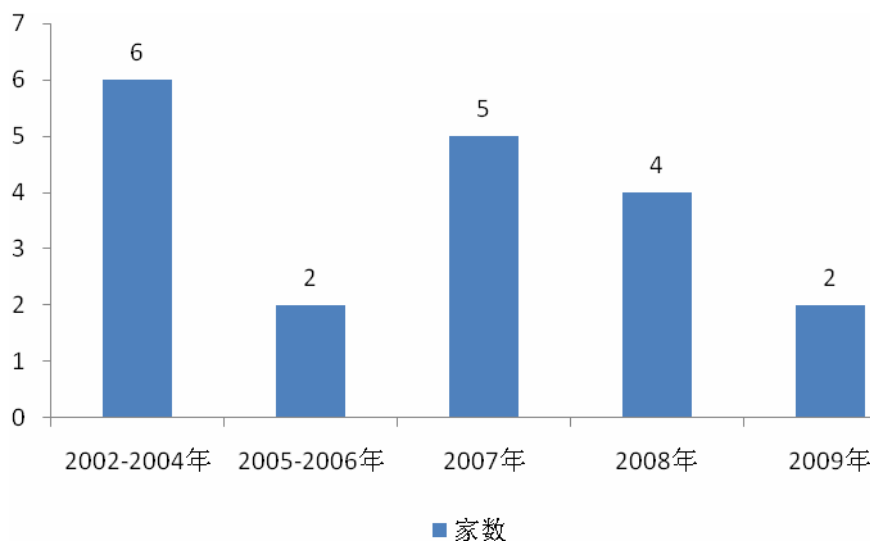
- ◆ 各级防盲办、残联等政府部门，以及国际狮子会等公益组织，往往会成批次地购买集体医疗服务，为经济困难的眼科患者提供免费的治疗。公司下属医院均设有专门人员负责这些机构的沟通和关系维护。

双引擎推动公司高增长：连锁扩张+内生增长

公司下属医院保持良好的年龄结构

- 从 2002 年 12 月成立第一家眼科医院至今，公司已经陆续建立了 19 家连锁眼科医院。从年龄结构来看，19 家连锁医院保持了良好的梯队关系。

图表22：公司的连锁医院的年龄结构良好



来源：国金证券研究所

- 通过分析各连锁医院的利润变化，我们明显发现：
 - ◆ 医院开业的前 1-2 年为投入期，大多数连锁医院的净利润为负；
 - ◆ 从第 3 年开始，基本上连锁医院都能进入盈利期，但由于处于业务拓展期，规模效应不明显以及打折促销手段较多，此时的利润增长尚不及收入增长；
 - ◆ 第三阶段为规模效应释放，市场份额逐步提升后，毛利率也逐步改善，同时由于固定成本占比较大，规模效应明显，此时的利润增长远高于收入增长；
 - ◆ 当医院进入饱和期后，收入增速明显放缓，但由于品牌地位稳固，公司尚可通过调整业务结构来寻找利润增长空间，此时的利润增长稍高于收入增长。
- 公司现有 19 家医院中，接近一半成立于 2007 年和 2008 年。这 9 家医院从 2009 年开始便进入利润贡献期。因此，目前的医院年龄结构对公司未来几年的高增长提供了保障。

连锁扩张是公司发展主要推动力

- 目前公司的“三级连锁”格局为：1 家一级医院；11 家二级眼科医院；7 家三级眼科医院。
- 公司计划在未来三年内再新建 15 家左右二级医院，完成对省会城市的覆盖，在全国范围内完成二级医院的网络建设。
 - ◆ 2010 年有望投入运营的二级医院包括长春爱尔、南京爱尔、南宁爱尔、南昌爱尔等。
- 同时，公司在未来三年内还进行三级网络经营模式的探索，目前选定在湖北和湖南两个省份进行试点。待两湖地区的三级网络经营模式成熟后，公司将把该模式推广至全国范围。

成熟医院通过各种手段实现内生性增长

- 公司 2005 年之前开业的医院有 6 家，这些医院目前基本保持 20% 以上的收入增速。这些成熟医院的内生性增长来自于以下几个方面：

- ◆ 由于患病率提升、基层医保体系逐步健全等原因，就诊患者数目仍然保持增长；
- ◆ 公司通过不断提高医疗水平，推出更高层次更丰富的医疗服务项目，患者人均医疗支出逐步提升。例如，公司近期引进的飞秒激光屈光手术价格超过万元/例，而普通的准分子激光屈光手术仅需 3600 元/例。

扩张要素：资金、业务人员、管理复制

- 公司通过 IPO 获得资金接近 9 亿元。按照 1 家二级医院投资额 4000 万估计，IPO 资金可供公司新建 22 家二级医院，完全可以满足公司对省会城市的覆盖。因此，公司在扩张方面基本不会受到资金的约束。
- 医师是医院最核心的业务资产之一，医师队伍的技术水平直接影响到医院的服务质量。因此，医师队伍的发展是公司在连锁扩张中重点考虑的因素之一。公司通过梯队培养和外部引进两种方式保障扩张发展中对医师的需求。
 - ◆ 公司非常注重人才的自主培养，制定了完善的人才培养机制。成熟的二级医院，比如武汉爱尔、长沙爱尔等，不仅考虑自身经营发展问题，还扮演着集团的人才培养基地的角色。公司在这些二级医院中设置了完善的梯队人才机制，多个学科已经形成 A/B 角配置，可以从中抽调部分人员，承担新建医院的诊疗工作。
 - ◆ 作为国内眼科的龙头医院，公司装备领先的眼科医疗设备，并为医师的学术科研提供有效支持（包括出国培训、学术成就发表等），是眼科医生快速成长和实现价值理想的良好平台。相比较之下，绝大多数医院的眼科（或者五官科）医疗资源投入较少，发展机会比较匮乏。因此，对于相当一部分医师，公司提供的人才环境和发展平台具有显著的吸引力。
 - ◆ 同时，相比较于僵硬的公立医院体制，公司更加灵活的人才管理体制不仅可以吸引优秀医师，还可以留住优秀医师。未来公司还计划通过合适的股权激励方案，进一步吸引和留住高水平的眼科医师。
- 管理复制主要包括两方面，即管理制度的复制和管理人才的复制。人才复制则是实现管理复制的关键因素，一方面是制度的复制相对容易一些，另一方面是总部的制度需要各医院的管理人员执行。
 - ◆ 公司建立了完善的医院制度，包括具体的医疗项目流程、财务和人力制度等，这些现有的规章制度可以完全复制到新建的医院中。
 - ◆ 公司建有管理人才储备计划，现有的连锁医院中都设有管理类的储备岗位。新医院建成后，或者将管理储备人才委派至新医院，或者将现有医院的管理人才委派至新医院，而提拔储备人才管理现有医院。
 - ◆ 公司自有的人才储备计划保障了公司扩张发展中对管理人才的需求，同时，公司也通过外聘来解决部分需求。但公司始终坚持高度控制的原则：即总部对连锁医院经营情况保持充分及时了解，医院则严格执行总部的规章制度。

扩张战略：二级网络布局、三级网络探索

未来几年公司将完成对省会城市的覆盖

- 公司二级网络基本以省会城市为据点，目前已经在武汉等地建立了 11 家二级眼科医院。未来三年，公司将新建 15 家左右二级医院，基本在全国范围内建立起二级网络（拉萨、西宁等人口偏少地区将暂时不考虑布局）。
- 公司计划通过自建和收购两种模式来丰富二级医院网络：

- ◆ 自建一个二级医院的投资额约为 4000 万元，收购一个成熟的二级医院则大约需要 1-1.5 亿元。
- ◆ 公司 IPO 募集资金达到 9 亿元，如果全部用于自建二级医院，资金尚有一定的富余空间；如果考虑到部分医院通过收购完成，公司仍需通过各种融资渠道补充资金。
- 快速布局二级医院网络对公司的长远发展非常重要，抢先在省会城市站稳脚跟对公司的战略布局有重大意义：
 - ◆ 首先，省会城市往往集中了全省的医疗资源，代表着省内医疗的最高水平。目前许多居民仍保持着到省会城市看病的就诊习惯。公司在省会城市的市场竞争中占得优势，将有利于在全省范围内树立坚实的品牌基础。
 - ◆ 其次，省会的二级医院发展到一定规模后，在人才和技术方面均有较强的储备实力，才能够有效地支持省内的三级医院网络的发展。
 - ◆ 同时，省会城市的人口数目庞大，具备较高的收入水平，并且拥有大规模的在读大学生群体。因此，省会城市往往拥有较大规模的眼科市场。

两湖地区探索三级网络运营模式

- 公司计划在湖北和湖南两省份试点三级网络运营模式，探索出三级网络成熟的经营模式。目前公司在湖南拥有衡阳爱尔等 5 家三级医院，在湖北拥有黄石爱尔等 3 家三级医院。公司计划今年将湖南的三级医院数目发展至 8-9 家，将湖北的三级医院增加至 5 家。
- 三级网络的深入将为公司打开更广阔的医疗市场，为公司在竞争中增加更多实力：
 - ◆ 从人口分布来看，国内超过 80% 的人口居住在省会城市以下。相应的，患者资源主体也分布于地级市及以下地区。
 - ◆ 医疗服务深入基层也是符合政府新医改方向。政府通过建立基层医疗机构、提高基层医院的报销比例等措施，积极引导患者在基层就医。
 - ◆ 积极布局三级网络，将潜在患者截留在地市级及以下地区。公司将竞争战线前移至地市级地区，将有利缓解二级医院在省会城市的竞争压力，获取更多的患者资源。
 - ◆ 公司的三级医院在地市级及以下地区具有明显的竞争优势。统一的品牌管理将大大提升三级医院在当地的认可度，同时从医疗资源方面来看，地市级及以下地区的医院在眼科方面的实力都比较薄弱。

成熟医院：充分挖掘内生性增长

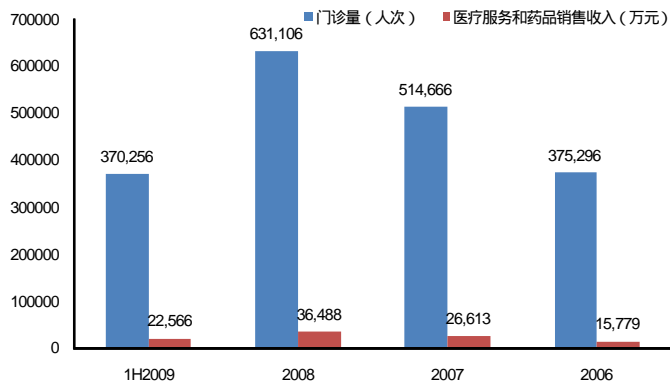
眼科就诊量持续增长

- 在人口老龄化、收入水平提高、医保体系逐步健全等因素推动下，眼科门诊量和入院人次数量均持续增长。
 - ◆ 2007 年全国眼科门急诊总量约 4700 万人次，眼科入院人次约 140 万人次，比 2003 年分别增长 38.24% 和 47.37%，年复合增长率分别为 8.43% 和 10.18%。
- 公司通过主动营销的手段，积极争取更多患者前来医院就诊。公司下属医院的门诊量和入院人次增长速度高于整体市场的增长。

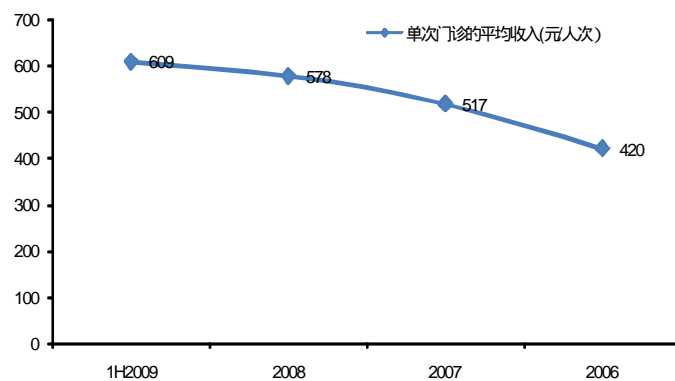
服务产品结构调整推动收入加速增长

- 公司大多数医疗服务项目均提供有几种不同价位的项目满足不同的患者需求。例如，准分子激光手术的价格区间为 3000-16000 元。随着收入水平提升，越来越多的患者选择水平更高价位更贵的医疗服务项目。
- 同时，随着医疗设备的不断进步和医生技术水平的不断提高，公司不断推出更高水平的医疗服务项目，如公司近期引进的飞秒激光屈光手术价格超过万元/例，而普通的准分子激光屈光手术仅需 3600 元/例。
- 通过服务产品结构调整，公司接诊的患者人均医疗费用支出逐步增加。因此，公司的销售收入增长速度高于门诊量和入院人次的增速。

图表23：公司门诊量和收入情况



图表24：单次门诊的平均收入持续增长



来源：国金证券研究所（单次门诊的平均收入=医疗服务和药品销售收入/门诊量）

公司现有医院的服务能力远未达到饱和状态

- 我们认为，营业面积是限制医院收入规模的最重要因素。因此，收入/面积也是衡量医院服务能力是否达到饱和的重要指标。
 - ◆ 限制医院销售规模的因素有很多，比如业务结构、医疗设备、医务人员、营业场所等。
 - ◆ 相对而言，业务结构的调整，医疗设备的添置是比较容易达到的；营业场所的扩充则需要较长的建设周期，并且营业场所的空间也限制了医务人员和医疗设备的规模。
 - ◆ 公司 17 家连锁医院中，成都爱尔已经达到了饱和状态（成都爱尔现已完成搬迁扩建工作），2008 年收入增长率仅为 8.59%，远远低于其他医院的增速。同时，我们观察收入/面积指标可以发现：成都爱尔 2008 年每平方米创造 1.84 万元收入，远远高于其他眼科医院。
- 除成都爱尔、衡阳爱尔以及常德爱尔以外，其他 14 家连锁医院的收入/面积指标都非常低，与成都爱尔的差距非常大。因此，我们认为，目前公司绝大多数连锁医院的服务能力没有达到饱和状态，部分医院离饱和状态的距离非常遥远。

图表25：连锁医院经营指标分析

| 公司名称 | 08收入/面积 | 08收入/医务人员 | 08收入/总资产 | 医务人员/面积 |
|-------|---------|-----------|----------|---------|
| 成都爱尔 | 1.84 | 40.97 | 0.81 | 22.24 |
| 长沙爱尔 | 0.51 | 42.30 | 1.17 | 82.76 |
| 武汉爱尔 | 0.64 | 53.49 | 1.27 | 83.94 |
| 衡阳爱尔 | 1.36 | 33.97 | 0.92 | 25.00 |
| 黄石爱尔 | 0.31 | 23.58 | 1.00 | 74.94 |
| 常德爱尔 | 1.34 | 26.08 | 0.84 | 19.45 |
| 上海爱尔 | 0.56 | 35.73 | 0.78 | 63.75 |
| 重庆爱尔 | 0.37 | 32.38 | 0.96 | 87.79 |
| 哈尔滨爱尔 | 0.19 | 16.01 | 0.82 | 82.72 |
| 株洲爱尔 | NA | 39.75 | 0.71 | NA |
| 沈阳爱尔 | 0.96 | 38.03 | 0.88 | 39.67 |
| 合肥爱尔 | 0.41 | 28.58 | 0.95 | 69.73 |
| 济南爱尔 | 0.48 | 16.83 | 0.53 | 35.38 |
| 邵阳爱尔 | NA | 6.83 | 0.28 | NA |
| 襄樊爱尔 | 0.10 | 5.40 | 0.16 | 55.53 |
| 广州爱尔 | 0.36 | 14.34 | 0.49 | 39.40 |
| 汉口爱尔 | 0.06 | 4.42 | 0.07 | 70.59 |

来源：国金证券研究所

盈利预测和投资建议

盈利预测

- 我们预计，2010 年底公司将拥有约 17 家二级医院和 14 家三级医院；2011 年公司将新增加约 5 家二级医院和 5 家三级医院：
 - ◆ 公司募投项目中，成都爱尔、济南爱尔、太原爱尔、岳阳爱尔、襄樊爱尔、汉口门诊部等已经开始营业，非募投项目南昌爱尔和菏泽爱尔也开始营业，这些分院自 2010 年起将会对公司收入和利润产生较大影响。
 - ◆ 募投项目中的长春爱尔和南宁爱尔也将于 2010 年开始营业，同时，公司将在 2010 年新建昆明爱尔等若干所二级医院。这些分院将对公司 2010 年的收入和利润产生部分影响。
 - ◆ 同时，公司将在两湖地区进行三级网络模式试点，2010 年将湖南的三级医院数目发展至 8-9 家，将湖北的三级医院增加至 5 家。

- 同时，我们判断：二级医院开业第一年将亏损 450-900 万元，第二年盈利为-100—100 万元；三级医院开业第一年将亏损 150-300 万元，第二年盈利 0-200 万元。
- 在以上盈利假设的基础上，我们预计公司 2009-2011 年的 EPS 分别为：0.693 元、1.049 元和 1.524 元，净利润年均符合增长率达到 48%。

投资建议

- 我们非常看好公司未来的发展前景，认为公司有希望成长为国内医疗行业的大型企业：
 - ◆ 国内眼科市场容量较大，并在人口老龄化、医疗保障水平提高等因素推动下，将有望实现持续增长；
 - ◆ 公司实现明确的市场定位，在“中段需求”方面找到广阔的发展空间，并通过集团连锁的方式实现品牌和规模的不断积累，牢牢占据国内眼科市场的龙头地位；
 - ◆ 公司建有完善的管理体制和组织结构，并通过人才储备计划实现扩张所需的医疗人才和管理人才的准备，有效地满足公司快速连锁扩张过程中对 3 要素（资金、人才、管理）的需求。
- 考虑到公司业绩的高速成长，以及近年快速扩张的节奏，我们认为公司应该享受较高的估值水平，合理的价格为 52.25 元，对应 2010 年业绩 50 倍 PE。
 - ◆ 2010 年公司将进入新一轮快速连锁扩张期，以二级医院为例，2009 年底公司正常营业的医院有 11 家，到 2010 年底该数目将增加至 17 家，2011 年则有望达到 22 家。
 - ◆ 公司将通过新建和收购两种模式来实现连锁扩张，虽然当期的投入较大，但这些新医院却是公司未来利润快速增长的基础。因此，我们认为，公司在快速扩张时期应该享受更高的估值水平。

图表26：已建及拟建的二级医院的基本情况

| 医院 | 开业时间 | 城市 | 人口（万人） | 人均可支配收入（元） | 人均消费支出（元） | 2008年收入 | 2008年净利润 |
|----------|---------|-----|----------|------------|-----------|-----------|----------|
| 成都爱尔 | 2002年 | 成都 | 1,124.96 | 14,367.60 | 11,146.80 | 3,482.22 | 987.38 |
| 武汉爱尔 | 2003年 | 武汉 | 833.24 | 16,712.40 | 11,433.00 | 10,323.81 | 2,282.80 |
| 长沙爱尔 | 2003年 | 长沙 | 645.14 | 18,282.20 | 12,960.00 | 6,132.87 | 1,551.92 |
| 上海爱尔 | 2005年 | 上海 | 1,391.04 | 26,674.90 | 19,397.90 | 3,001.34 | -392.12 |
| 重庆爱尔 | 2006年 | 重庆 | 3,257.05 | 16,942.60 | 12,849.90 | 3,270.07 | 158.60 |
| 哈尔滨爱尔 | 2007年 | 哈尔滨 | 989.86 | 14,588.60 | 10,791.20 | 1,296.91 | -281.83 |
| 合肥爱尔 | 2007年 | 合肥 | 486.73 | 15,590.60 | 11,752.00 | 2,143.25 | 190.30 |
| 济南爱尔 | 2007年 | 济南 | 603.99 | 20,802.20 | 13,904.60 | 437.67 | -202.55 |
| 沈阳爱尔（收购） | 2007年 | 沈阳 | 713.51 | 17,013.10 | 14,667.90 | 5,818.08 | 1,804.01 |
| 广州爱尔 | 2008年 | 广州 | 784.14 | 25,316.70 | 20,836.00 | 559.45 | -54.07 |
| 太原爱尔 | 2009年 | 太原 | 360.23 | 15,230.00 | 10,799.00 | NA | NA |
| 南昌爱尔 | 2009年 | 南昌 | 461.52 | 15,112.30 | 11,551.30 | NA | NA |
| 长春爱尔 | 预计2010年 | 长春 | 752.53 | 15,002.50 | 12,719.70 | NA | NA |
| 昆明爱尔 | 预计2010年 | 昆明 | 528.52 | 14,468.30 | 10,045.40 | NA | NA |
| 南宁爱尔 | 预计2010年 | 南宁 | 691.69 | 14,983.50 | 10,268.00 | NA | NA |
| 南京爱尔 | 预计2010年 | 南京 | 758.89 | 23,122.70 | 15,132.70 | NA | NA |
| 贵阳爱尔 | 预计2010年 | 贵阳 | 363.93 | 13,816.80 | 10,507.30 | NA | NA |
| 杭州爱尔 | NA | 杭州 | 677.64 | 24,103.60 | 16,719.10 | NA | NA |

来源：国金证券研究所

附录 2：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入 | 191 | 315 | 439 | 607 | 948 | 1,266 |
| 增长率 | | 64.7% | 39.4% | 38.2% | 56.2% | 33.6% |
| 主营业务成本 | -92 | -138 | -196 | -261 | -417 | -544 |
| % 销售收入 | 48.4% | 43.8% | 44.6% | 43.0% | 44.0% | 43.0% |
| 毛利 | 99 | 177 | 243 | 346 | 531 | 721 |
| % 销售收入 | 51.6% | 56.2% | 55.4% | 57.0% | 56.0% | 57.0% |
| 营业税金及附加 | -5 | -12 | -16 | -24 | 0 | 0 |
| % 销售收入 | 2.8% | 3.7% | 3.6% | 4.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业费用 | -17 | -29 | -46 | -67 | -123 | -152 |
| % 销售收入 | 8.7% | 9.1% | 10.5% | 11.0% | 13.0% | 12.0% |
| 管理费用 | -54 | -84 | -102 | -130 | -218 | -291 |
| % 销售收入 | 28.2% | 26.7% | 23.3% | 21.5% | 23.0% | 23.0% |
| 息税前利润（EBIT） | 23 | 53 | 79 | 124 | 189 | 278 |
| % 销售收入 | 11.9% | 16.8% | 18.1% | 20.5% | 20.0% | 22.0% |
| 财务费用 | -5 | -7 | -6 | -1 | 1 | -1 |
| % 销售收入 | 2.6% | 2.2% | 1.3% | 0.2% | -0.1% | 0.1% |
| 资产减值损失 | 0 | -1 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 0 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| % 税前利润 | 0.0% | 9.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业利润 | 18 | 49 | 73 | 123 | 190 | 278 |
| 营业利润率 | 9.4% | 15.7% | 16.6% | 20.3% | 20.1% | 21.9% |
| 营业外收支 | 1 | -1 | 0 | 3 | 3 | 3 |
| 税前利润 | 19 | 48 | 73 | 126 | 193 | 281 |
| 利润率 | 10.0% | 15.2% | 16.6% | 20.8% | 20.4% | 22.2% |
| 所得税 | -6 | -12 | -13 | -31 | -48 | -70 |
| 所得税率 | 30.9% | 25.2% | 18.3% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 净利润 | 13 | 36 | 60 | 94 | 145 | 210 |
| 少数股东损益 | -1 | -3 | -2 | 2 | 5 | 7 |
| 归属于母公司的净利润 | 15 | 39 | 61 | 92 | 140 | 203 |
| 净利率 | 7.6% | 12.4% | 14.0% | 15.2% | 14.8% | 16.1% |

现金流量表（人民币百万元）

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------|------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 0 | 0 | 0 | 94 | 145 | 210 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 0 | 0 | 0 | 20 | 31 | 54 |
| 非经营收益 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 营运资金变动 | 0 | 0 | 0 | 19 | 11 | 8 |
| 经营活动现金净流 | 0 | 0 | 0 | 134 | 189 | 274 |
| 资本开支 | -102 | -96 | -91 | -103 | -166 | -512 |
| 投资 | 0 | 9 | -35 | -1 | 0 | 0 |
| 其他 | 0 | -1 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金净流 | -102 | -88 | -129 | -104 | -166 | -512 |
| 股权募资 | 31 | 25 | 0 | 938 | -3 | 0 |
| 债权募资 | 64 | -25 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 其他 | -3 | -4 | -4 | -4 | -4 | -4 |
| 筹资活动现金净流 | 92 | -3 | -4 | 934 | -8 | -3 |
| 现金净流量 | -10 | -92 | -133 | 963 | 15 | -242 |

资产负债表（人民币百万元）

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 39 | 39 | 28 | 991 | 1,006 | 764 |
| 应收款项 | 39 | 12 | 23 | 26 | 41 | 55 |
| 存货 | 12 | 20 | 25 | 29 | 46 | 60 |
| 其他流动资产 | 28 | 27 | 25 | 15 | 23 | 29 |
| 流动资产 | 118 | 98 | 101 | 1,061 | 1,116 | 909 |
| % 总资产 | 35.4% | 27.3% | 25.5% | 73.5% | 68.2% | 48.1% |
| 长期投资 | 2 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 168 | 198 | 218 | 360 | 491 | 946 |
| % 总资产 | 50.6% | 55.3% | 54.9% | 24.9% | 30.0% | 50.0% |
| 无形资产 | 45 | 62 | 77 | 20 | 27 | 34 |
| 非流动资产 | 215 | 260 | 295 | 382 | 521 | 981 |
| % 总资产 | 64.6% | 72.7% | 74.5% | 26.5% | 31.8% | 51.9% |
| 资产总计 | 333 | 358 | 397 | 1,444 | 1,637 | 1,890 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 103 | 51 | 59 | 69 | 110 | 144 |
| 其他流动负债 | 15 | 12 | 12 | 17 | 26 | 34 |
| 流动负债 | 118 | 63 | 71 | 85 | 137 | 179 |
| 长期贷款 | 64 | 64 | 64 | 64 | 64 | 65 |
| 其他长期负债 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债 | 183 | 127 | 135 | 149 | 201 | 244 |
| 普通股股东权益 | 103 | 175 | 237 | 1,267 | 1,404 | 1,607 |
| 少数股东权益 | 47 | 56 | 25 | 27 | 32 | 39 |
| 负债股东权益合计 | 333 | 358 | 397 | 1,444 | 1,637 | 1,890 |

比率分析

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.146 | 0.390 | 0.614 | 0.693 | 1.049 | 1.524 |
| 每股净资产 | 2.056 | 1.753 | 2.366 | 9.491 | 10.514 | 12.038 |
| 每股经营现金净流 | #DIV/0! | #DIV/0! | #DIV/0! | 1.005 | 1.413 | 2.052 |
| 每股股利 | 1.000 | 0.500 | 0.700 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 14.19% | 22.23% | 25.94% | 7.30% | 9.98% | 12.66% |
| 总资产收益率 | 4.38% | 10.88% | 15.48% | 6.40% | 8.56% | 10.76% |
| 投入资本收益率 | 7.38% | 13.43% | 19.92% | 6.86% | 9.47% | 12.20% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | N/A | 64.71% | 39.45% | 38.17% | 56.19% | 33.58% |
| EBIT增长率 | N/A | 131.74% | 50.13% | 56.47% | 52.41% | 46.95% |
| 净利润增长率 | N/A | 167.14% | 57.43% | 50.67% | 51.43% | 45.29% |
| 总资产增长率 | N/A | 7.56% | 10.69% | 264.15% | 13.34% | 15.48% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 7.4 | 7.3 | 6.1 | 6.0 | 6.0 | 6.0 |
| 存货周转天数 | 23.5 | 41.7 | 41.9 | 40.0 | 40.0 | 40.0 |
| 应付账款周转天数 | 105.8 | 128.7 | 89.0 | 90.0 | 90.0 | 90.0 |
| 固定资产周转天数 | 302.6 | 219.8 | 168.4 | 191.7 | 163.8 | 252.2 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | 16.79% | 10.66% | 13.73% | -71.64% | -65.60% | -42.48% |
| EBIT利息保障倍数 | 4.6 | 7.6 | 14.1 | 97.9 | -201.6 | 345.9 |
| 资产负债率 | 54.97% | 35.56% | 33.93% | 10.35% | 12.26% | 12.89% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-----|-----|-----|-----|-----|
| 强买 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 持有 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 卖出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|--------------|----|-------|-----|
| 1 2009-10-29 | 减持 | 28.00 | N/A |

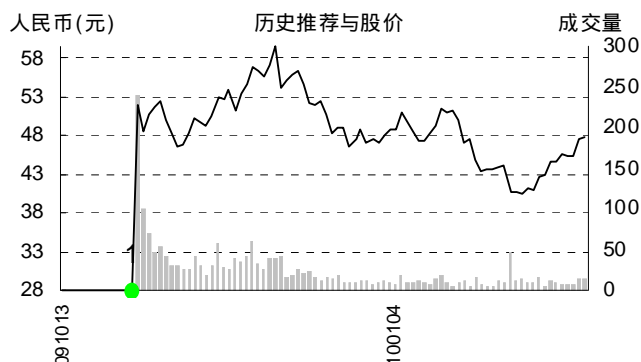
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。