



分析师

孙伟娜

电话: 010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

爱尔眼科 (300015)
增持(首次)

医药生物/调研报告



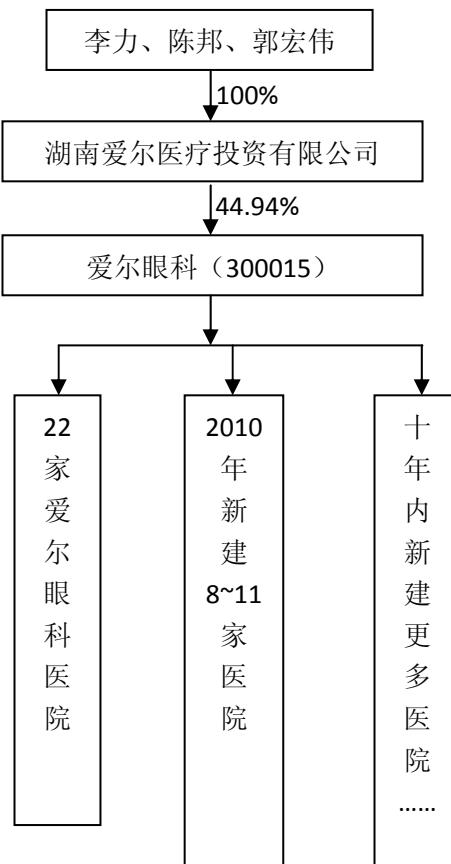
优于口腔连锁的眼科连锁

2010 年 3 月, 我们组织部分机构投资者前往爱尔眼科调研, 主要为了解公司三级连锁扩张的情况和持续性。

1 公司概况: 连锁眼科医疗龙头

1.1 股权结构

图 1: 爱尔眼科股权结构



资料来源: 公司数据、宏源证券研究所

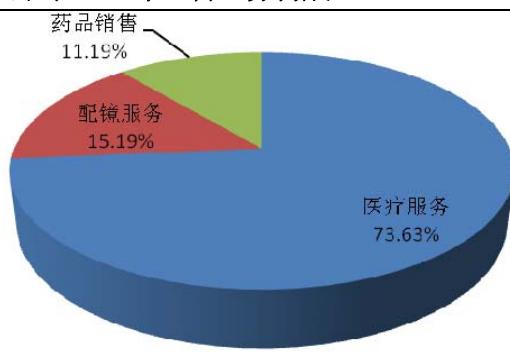
1.2 主营业务及财务状况

爱尔眼科是国内规模最大的眼科连锁医疗机构，主营业务为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。其中准分子激光手术治疗近视、远视、散光，白内障手术，医学验光配镜对主营收入贡献最大，2009 年占总收入的 88.82%。2002 年公司成立第一家眼科医院，目前已在全国 12 个省（直辖市）设立了 22 家连锁眼科医院，年门诊量和手术量居全国首位。公司采取“三级连锁”的商业模式，拥有医师数量 400 余名。2009 年报中披露，2010 年将新增 8~11 家医院，其中在省会和直辖市通过新建或收购的方式设立 5~8 家，在湖南的地级市新建或收购 2~3 家，在湖北新建 1~2 家。目前菏泽爱尔和南京爱尔即将开始营业。

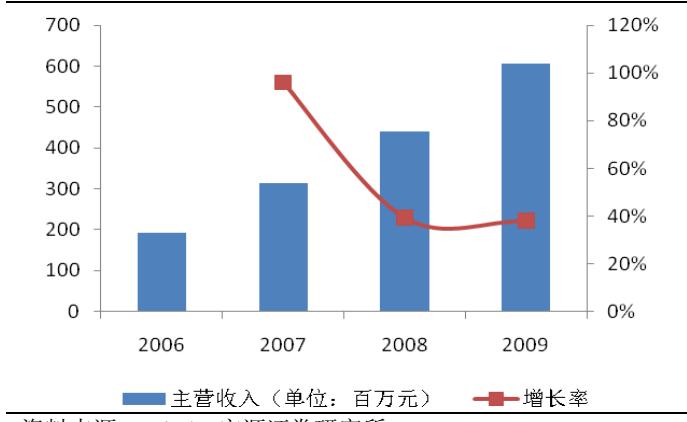
2005 年，“爱尔”被评选为湖南省著名品牌；2006 年，在《人民日报》下属《健康时报》主办的“全国最具实力特色专科医院”评选活动中，公司当选为“全国最具实力特色眼科医院”。在 2008 年及 2009 年中国最具投资价值企业评选中，公司连续两年入选“清科中国最具投资价值企业 50 强”。

2009 年公司实现主营收入 6.1 亿元，同比增长 38.1%，归属于母公司的净利润 9249 万，同比增长 50.7%，净资产收益率 22%。2006~2009 年公司营业收入年复合增长率为 46.9%，净利润年复合增长率为 85.7%。随着 IPO 募集资金的运用，公司连锁医院扩张加快，未来 3~5 年，公司业绩将处于高速发展时期。

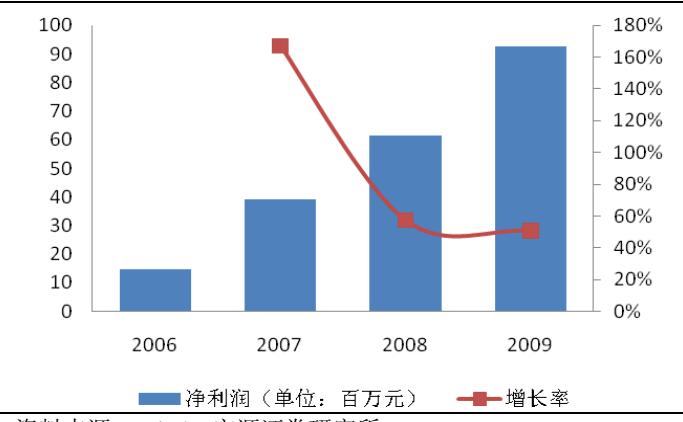
图 2：公司 2009 年主营业务构成



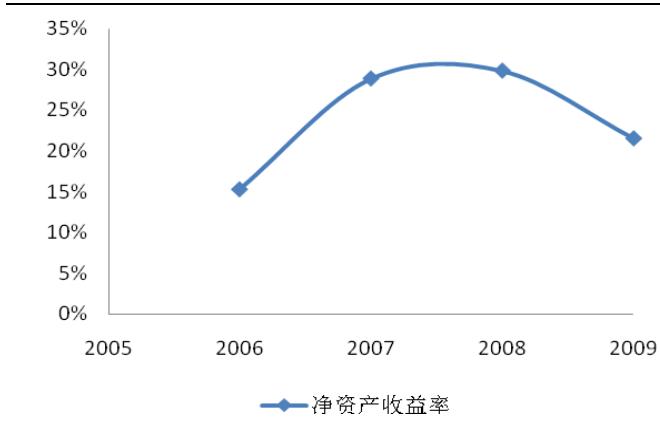
资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 3: 公司主营收入及增长率


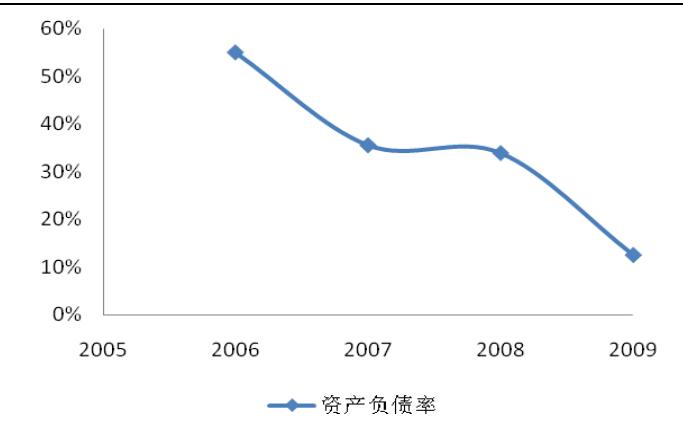
资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 4: 公司净利润及增长率


资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 5: 公司加权平均 ROE 变化


资料来源: Wind, 宏源证券研究所

图 6: 公司资产负债率变化


资料来源: Wind, 宏源证券研究所

2 行业概况：开发程度不高但增速较快

2.1 眼科医疗市场开发程度不高

卫生部 2006 年的统计显示，综合性医院眼科的收入占医院总收入的比例仅为 2.5~5%，眼科疾病就诊率很低。县级以上医院准分子手术开展率为 16.88%，但县级医院仅为 1.7%。按照我国庞大的人口基数，我国眼科医疗市场开发程度不高，并且市场集中度低，全国有多达 3700 多家眼科医疗机构，前 8 位的收入总额占该行业总收入的比重低于 20%。

2.2 眼科医疗增速较快

虽然眼科医疗的规模占医院总收入的比例很小，但眼科门诊增长率高于全国医疗服务行业的整体门诊增长率。爱尔眼科各项业务的增速都较快。准分子激光手术 2009 年增长 37.7%，未来增速至少保持 25%，手术均价目前约 5000 元/例，由于使用飞秒激光设备的比例会逐渐增加，手术均价有望继续上升，2010 年均价有望突

破 6000 元/例；

白内障手术 2009 年增速达到 77.5%，过去 3 年增速都不低于 60%，由于 2009 年国家启动了“百万贫困白内障患者复明工程”，未来 3~5 年增速将不低于 40%；

医学验光配镜 2009 年增长 24%，连续 3 年在湖南排名第一位，未来 3~5 年有望维持 20~25% 的增速；

眼底病手术 2009 年增长 20%；青光眼手术，由于专家力量很强，基数比较低，增速有望维持 30% 以上；眼整形手术 2009 年增速 22%，基数比较低，未来有望维持 20% 以上；斜弱视手术，是增长较快的一类手术，主要针对 18 岁以下青少年，2009 年增长 20%；角膜及眼表手术，手术量全国第一，拥有全国知名的眼库，2009 年增长 28%，但供体缺少是永远存在的矛盾。

总之，爱尔眼科各项业务以白内障和准分子激光手术增长最快，增速在 40%~80% 之间，其他手术也维持 25% 左右的增速，基本都处于快速增长阶段。

3 爱尔眼科未来利润增长点

3.1 政策支持是原动力

2009 年 4 月，国家公布的《医药卫生体制改革近期重点实施方案》中提到的 5 项改革之一就是推进公立医院改革，首次提出鼓励社会资本进入医疗服务领域；2010 年 2 月，国家公布的《关于公立医院改革试点的指导意见》中，再次提出加快推进多元化办医格局，鼓励社会资本进入医疗服务领域，鼓励社会力量举办非营利性医院；2010 年 3 月 24 日，在国务院常务会议上，温家宝第三次提出鼓励民营资本进入医疗领域。医改政策的支持将在税收、医保方面给公司带来发展动力。

白内障、青光眼等项目都列入国家医保范围，眼科医疗设备已与国际接轨。爱尔眼科医院已纳入到城镇职工医保、城镇居民医保及农村合作医疗保障体系。所有诊疗服务免征营业税，免征期限已不再有年限限制。所得税方面，在购买大型医疗设备时，如准分子激光设备，可以申请减免所得税。子公司成都爱尔、重庆爱尔由于地处西部，2007~2010 年享受所得税税率为 15%，母公司及其他子公司的企业所得税税率为 25%。公立医院改革目前刚刚起步，还看不出有什么影响，或许随着公立医院改革的推进，爱尔眼科未来可以收购公立医院的眼科门诊。

2009 年 7 月，卫生部启动“百万贫困白内障患者复明工程”，为每例患者补助手术费用 800 元，3 年内目标完成 100 万例。2009 年全国已完成 20 万例，2010 年目标
请务必阅读正文之后的免责条款部分

为 35 万例，分到湖南 5 万例，爱尔分到 2 万例，其中长沙爱尔分到 1 万例，湖南其他爱尔分到 1 万例。湖南总共有 20 多家医院承接这个项目，还有大量没有能力做白内障手术能力的空白县，卫生部给的政策是都可以去空白县找病人。从完成手术的能力看，以长沙爱尔为例，2009 年共完成白内障手术 3000 例，2010 年要完成 1 万例存在医生不够的问题，但是爱尔可以在集团内共享医生，因此完成的难度不大，与日本每个眼科医生每年完成白内障手术的数量相比，完成 1 万例也是完全可能的。

3.2 三级连锁模式具有可复制性

爱尔眼科创造性地建立了“三级连锁”商业模式，即上海爱尔作为一级医院，省会城市爱尔作为二级医院，地级及以下城市爱尔作为三级医院。一级医院主要特点是为二级医院输送人才、收集疑难杂症会诊；二级医院的特点则是全面覆盖各种眼病；三级医院的最大特点是覆盖地域广，主攻常见病。三类医院可以共享医生，互相借助资源，互补缺点，对患者来说，看起病来享受的服务周到，没有后顾之忧。对爱尔来说，三级模式既注重了服务的高级别，更注重了全国的覆盖度，而且三级连锁模式具有可复制性，随着规模的扩大，难度反而减小，成本和费用率也将降低。

3 投资建议及盈利预测

目前 A 股上的连锁医疗公司仅有口腔连锁和眼科连锁两种，作为唯一口腔连锁的是通策医疗，作为唯一眼科医疗的是爱尔眼科，我们认为眼科连锁与口腔连锁有本质不同，主要体现在以下几点：

(1) 口腔医疗私人诊所非常多见，而眼科私人诊所或机构非常少见，主要原因是眼科的医疗技术壁垒和医疗风险很高，意味着爱尔眼科所具有的垄断优势更大，而行业竞争更小。

(2) 口腔医疗对大型设备依赖较少，而眼科需要依赖大量先进的高精尖设备，意味着眼科医生不大可能独自开设诊所，而是更忠诚的集中在大型的眼科医疗机构。

(3) 口腔医疗自费项目较多，而眼科受到国家前所未有的政策支持，医保项目较多。

从以上 3 点，我们认为爱尔眼科具备的竞争力和成长性将超过通策医疗，通策医疗在较多连锁医院盈利能力不佳的情况下，尚能连续 3 年净利润增速 50% 以上，享受 60 倍的市场估值，因此给予爱尔眼科 60~80 倍的 PE 仍较为合理。预计 2010~2012

年 EPS 分别为 1.04、1.37，对应 PE 为 68、52，看好公司长期投资价值，首次给予“增持”评级，12 个月目标价 90 元（除权后 45 元）。

风险提示

医疗事故风险。

连锁医院租房的租金太贵。

表 1：爱尔眼科盈利预测表

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	439.1	606.5	836.8	1,091.5	1,393.1
减:营业成本	195.7	260.2	355.1	461.5	586.7
营业税费	15.9	8.4	11.6	15.2	19.3
销售费用	45.9	72.4	100.4	131.0	167.2
管理费用	102.2	136.5	188.3	245.6	313.5
财务费用	5.6	4.4	-0.1	-0.8	-0.0
资产减值损失	1.3	1.1	1.3	1.5	1.8
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-
营业利润	72.5	123.4	180.2	237.6	304.8
加:营业外净收支	0.5	0.9	-	-	-
利润总额	73.0	124.3	180.2	237.6	304.8
减:所得税	13.3	34.4	45.0	59.4	76.2
净利润	61.4	92.5	138.7	182.8	234.5
EPS(元)	0.46	0.69	1.04	1.37	1.76
PE	154.3	102.9	68.3	51.8	40.3
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	28.0	921.7	920.5	873.2	905.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	23.1	34.8	48.0	62.7	80.0
应收票据	-	-	-	-	-
预付帐款	8.9	34.4	47.5	62.0	79.1
存货	25.3	28.3	39.1	51.0	65.1
其他流动资产	15.7	21.7	-0.0	-0.0	-0.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	202.5	221.6	314.1	450.2	562.0
在建工程	15.1	42.9	251.0	272.9	348.3

无形资产	1.5	1.4	1.9	2.5	3.2
其他非流动资产	76.3	105.0	8.2	8.2	8.2
资产总额	396.5	1,412.0	1,630.6	1,782.8	2,051.6
短期债务	-	-	-	-	-
应付帐款	55.6	87.7	121.1	157.9	201.5
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	14.5	25.9	9.9	12.2	14.9
长期借款	64.0	64.0	64.0	64.0	64.0
其他非流动负债	-	-	-	-	-
负债总额	134.5	178.1	287.1	326.2	372.6
少数股东权益	25.4	25.4	22.4	18.5	13.4
股本	100.0	133.5	133.5	133.5	133.5
留存收益	136.6	1,075.0	1,179.0	1,316.1	1,492.0
股东权益	262.0	1,233.9	1,334.9	1,468.1	1,638.9
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	59.7	89.9	135.1	178.2	228.6
加:折旧和摊销	53.1	58.6	64.3	100.6	139.1
资产减值准备	1.3	1.1	1.3	1.5	1.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	6.6	5.1	4.8	-0.1	-0.8
投资收益	-	-	-	-	-
少数股东损益	-1.7	-2.6	-3.6	-4.6	-5.9
营运资金的变动	0.5	14.6	75.7	-3.3	-3.9
经营活动产生现金流量	121.2	169.1	272.8	271.5	359.5
投资活动产生现金流量	-129.0	-157.4	-135.5	-237.1	-251.3
融资活动产生现金流量	-3.5	881.9	66.4	-35.7	-46.9

资料来源：宏源证券研究所

销售经理: 万玮
联系电话: 010-88085990
电子邮箱: wanwei1@hysec.com

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相關服務。

本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券研究所评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来6-12个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来6-12个月跑赢上证综指+5%--+15%
		持有	未来6-12个月与上证综指偏离-5%--+5%
		减持	未来6-12个月跑输上证综指5%以上
	行业评级	增持	未来6-12个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来6-12个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来6-12个月跑输上证综指5%以上