

行业增长将持续 市占率有望提高

研究结论

我们分析认为，爱尔眼科具有良好的成长前景，准分子和白内障手术业务均有很大的空间；公司成长将主要来自于其所在市场整体规模的增长和市场份额的提高。其中市场规模的增长将来自于相关医疗服务普及度的提高，以及技术进步所带来的产品升级；市场份额的提高则来自于公司借助自身技术、资金、品牌等优势优势的横向扩张。虽然短期新院的扩张会侵蚀公司利润，但快速扩张期过后有望逐渐贡献利润增长。

眼科行业仍有巨大增长空间。我们分析认为中国眼科市场空间依然巨大，行业增长仍将持续相当长的时间。在近视领域，消费能力提高和技术进步将是推动行业增长的重要动力；我们估计我国适合屈光矫正手术的人群应超过美国一倍，但目前年手术量仍与美国类似，市场仍有成倍拓展空间；而在技术方面，随着飞秒激光的引进，Lasik 手术安全性和精密性大幅提高，国内市场飞秒占有亦快速上升。在其他领域，随老龄化的继续，白内障等相关手术的需求量仍将持续，市场需求量庞大。

行业集中度有提高空间。目前我国眼科市场集中度较低，鲜有全国性连锁机构。而美国的连锁机构目前市场占有率仍接近 10%，日本行业龙头市场占有率已达 65%。我们分析认为，与美国日本不同，中国的连锁机构面临的竞争将主要来自于公立医院，但由于目前全国的连锁竞争对手较少，我国的全国性龙头企业仍有望攫取更多的市场份额，市场占有率至少有一倍以上的提高空间。

爱尔眼科将获得外延和内生增长的双重驱动。爱尔眼科作为国内目前最大的全国性连锁眼科机构，在资金实力、医师资源、品牌知名度上较其他全国性竞争对手均有优势，其通过快速省外扩张的方式虽然短期内会侵蚀公司利润，但有希望较快的扩大市场占有率；另一方面，公司目前有很大市场位于中部及二线城市，这些区域消费水平和对眼科手术接受度的提高将进一步带动公司的内生性增长；飞秒激光系统的引进也进一步带动了公司的产品升级，飞秒手术占比的提高有望成为公司增长的又一内部动力。

盈利预测：在主业内生性增长和新建医院逐渐减亏的带动下，预期公司 2011 年-2013 年有望保持高速增长，预计业绩分别为 0.68 元，1.03 元和 1.57 元，复合增长有望达 50% 以上。虽然目前表现 PE 为 48 倍，较为昂贵；但分拆看公司实际盈利医院估值仅为 36 倍以下，亏损新院均处于收入快速增长状态，短期有望扭亏为盈，这部分亏损显然不能用 PE 来估值。因从长期的角度我们看好医疗服务行业，且我们认为公司所处的市场份额和市场总量均有提升空间，因此虽短期估值高，仍建议可择机配置，首次给予公司增持评级。

风险因素：医疗事故纠纷风险；Lasik 手术安全性风险。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

庄琰

医药行业分析师

8621-63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030004

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

投资评级 买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 7 月 4 日) 32.69 元

目标价格 42.00 元

总股本/A 股 (亿股) 2.67

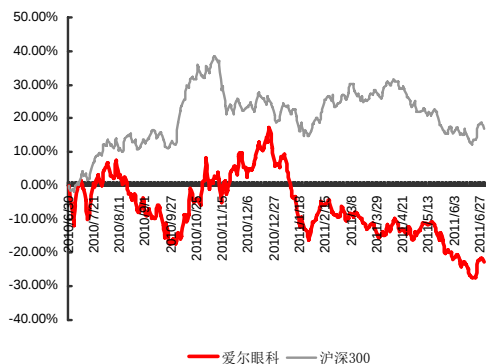
A 股市值 (亿元) 87

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 7 月 5 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测 单位：百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	865	1251	1713	2267
同比(%)	43%	45%	37%	32%
净利润	120	181	275	420
同比(%)	30%	50%	52%	53%
毛利率(%)	56.4%	57.9%	57.9%	58.0%
ROE(%)	9.5%	12.7%	16.7%	21.2%
每股收益(元)	0.45	0.68	1.03	1.57
P/E (倍)	72.57	48.36	31.74	20.77
P/B (倍)	6.67	6.01	5.20	4.31

目 录

爱尔眼科简介	4
1. 眼科行业仍有望保持快速内生增长	5
1.1 准分子屈光手术空间大 技术进步将成重要推力	5
1.1.1 中国适用的人群基数大 接受能力将逐步提高	5
1.1.2 技术进步是推进行业增长的重要动力	6
1.2. 白内障手术量仍有很大空间	7
2. 行业集中度有提高空间	8
2.1 国外市场集中度较高	8
2.2 国内全国性的连锁企业较少	9
3. 爱尔眼科将受外延和内生增长的双重驱动	10
3.1 外延：战略布局志在长远	10
短期实现全国快速布点	10
新建医院影响短期利润，未来增速拐点可期	10
3.2 内生：技术更新与覆盖率提高仍将拉动增长	11
准分子屈光手术和白内障手术依然是增长主要动力	11
技术进步和消费能力提高将成为增长源泉	12
4.盈利预测与估值	14
风险因素：	15

图表目录

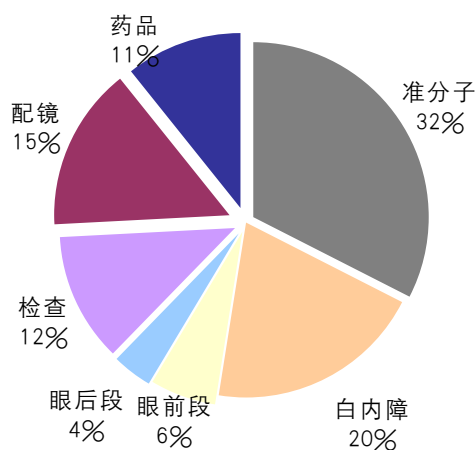
图 1. 爱尔眼科销售收入分布	4
图 2. 爱尔眼科收入增长情况	4
图 3. 公司股权结构	4
图 4. 公司高管直接持股和期权激励授予情况	4
图 5. 美国准分子手术人数与消费者信心指数	6
图 6. 中国准分子屈光手术量	6
图 7. 2009 年 2 月品川眼科引入达芬奇后的月手术量增速	7
图 8. 中国白内障手术率较低	8
图 9. 美国白内障手术普及率高	8
图 10. 中国、美国、日本市场占有率比较	9
图 11. 公司目前已经完成布点的省	10
图 12. 估算成熟医院与 09-10 年新开医院的收入	11
图 13. 估算成熟医院与 09-10 年新开医院的利润	11
图 14. 公司毛利润构成图	12
图 15. 公司各主要板块的增速	12
图 16. 公司准分子手术单价情况	12
图 17. 我国城镇居民人均可支配收入与手术均价	13
表 1: 中国、美国、日本准分子屈光手术推算对比表	5
表 2. 飞秒激光普及率	6
表 3. 公司分业务盈利假设	14
附表: 财务报表预测与比率分析	16

爱尔眼科简介

爱尔眼科是一所总部位于长沙的民营综合性眼科医疗连锁机构，截止 2010 年底，公司在全国 19 个省已经拥有了 31 家已运营的连锁医院，规模水平远高于竞争对手。公司品牌知名度高，医师力量也比较强，截止 2010 年 12 月底，全职医生 660 余名，护士 1800 余名。

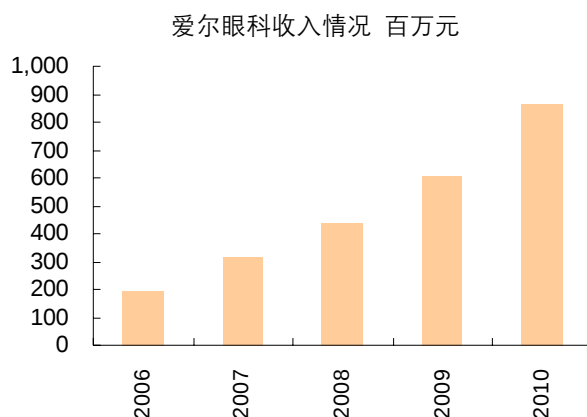
公司作为全眼科的医疗机构，主业包括准分子手术、白内障手术、眼前段与后端手术、检查、配镜等多项业务，其中准分子手术和白内障手术合计收入占比超过一半。公司自 2003 年成立以来通过内生和外延的增长实现了飞速的发展，其中 2006-2010 年的收入复合增长率达到 45.8%，净利润的复合增长率达到 69.5%，2010 年实现净利润 1.2 亿元左右。

图 1. 爱尔眼科销售收入分布



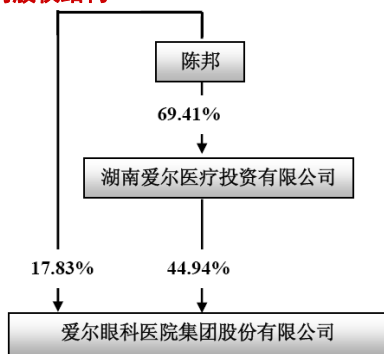
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 2. 爱尔眼科收入增长情况



在股权结构上，董事长陈邦通过直接和间接的方式控制了爱尔眼科 60%以上的股权，是公司的实际控制人；公司总经理与副总经理亦有直接持股。同时公司 2011 年上半年完成股权激励授权，授予 194 四名激励对象 890.8 万份股票期权，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 年-2013 年和 2014-2016 年的净资产收益率分别不低于 9.6%和 10%，行权价为 41.43 元。

图 3. 公司股权结构



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4. 公司高管直接持股和期权激励授予情况

万股/份	职务	现直接持股	股权激励
陈邦	董事长	4,760	N.A.
李力	总经理	1,432	100
郭宏伟	董事/副总经理	908	80
韩忠	董事/财务总监/董秘	N.A.	53
万伟	副总经理	160	20
李爱明	副总经理	N.A.	20

1. 眼科行业仍有望保持快速内生增长

我们认为中国的眼科行业市场空间依然巨大,其市场需求潜力主要来自于庞大的近视人群和老龄化人口,这些客户群体和潜在客户所带来的屈光矫正手术、配镜和白内障手术需求构成了行业未来巨大的发展空间;而市场开拓的拉动力则主要来自于居民接受能力的提高和眼科手术技术的进步。爱尔眼科所处的眼科的主要业务是准分子屈光手术、白内障手术和配镜等业务,在行业的拉动下,我们预计公司将取得快速的内生增长。

1.1 准分子屈光手术空间大 技术进步将成重要推力

我们认为在居民接受能力提高以及技术进步的带动下,准分子屈光手术的行业增长仍将持续相当长的时间。

1.1.1 中国适用的人群基数大 接受能力将逐步提高

我国适用准分子屈光手术的人口基数较大。据估计,目前我国佩戴眼镜的人数估计在 3-4 亿人(考虑到现代的生活方式和日益加剧的学习竞争压力,该人数可能有增无减),而美国佩戴眼镜的人数估计在 1.88 亿人,日本约为 6000 万人左右,以等比例估算行业潜力,我国适合屈光矫正手术的人群应近美国一倍。但目前年手术量与累计手术量仍与美国类似,仅仅高于日本每年准分子手术量的一倍左右,因此考虑到人口基数的原因,公司业务的市场应仍有成倍拓展空间。

表 1: 中国、美国、日本准分子屈光手术推算对比表

万人/例	中国	美国	日本
佩戴眼镜人数	30,000~40,000	18,000	6,000
适合激光屈光手术人数	>10,000	6,400	2,133
累计手术数	500-1000	740~1100	140~200
目前手术量	~110	110	40~50
龙头最高市场份额	4%	15%/12%	65%
龙头企业	爱尔眼科	TLC/LCA	品川

资料来源: 东方证券研究所估计 (其中美国数据由 LCA 提供, TLC2010 年申请破产保护, 近期开始恢复扩张, 日本与中国数据由品川网站及东方证券推算而得)

居民接受能力的提升将成为市场拓展的长期推动因素。从美国的经验来看, 90 年代中期开始到 2000 年是准分子手术的快速拓展期, 此后逐渐成熟; 而在一个成熟的市场, 准分子手术的数量与消费者信心指数密切相关, 在处于经济危机的 08-09 年, 美国的手术量下滑到了 80 万例左右但 2010 年随着经济的缓慢复苏, 其手术量也逐渐恢复到了 100 万例左右; 这体现了准分子屈光手术作为可选消费品的特征, 其市场增长可能与消费者的承受能力相关。

我们认为在中国, 准分子手术作为一个整体, 其应该仍然处于快速增长的阶段; 而且考虑到目前国民消费能力的不断提高, 越来越多的人将有能力接受准分子手术, 因此除非出现大的经济危机, 未

来参与准分子屈光手术人数有望继续增加。(居民采用准分子手术的客观需求是存在的,比如各类公职人员考试,参军等多种社会职业、职务均会促使近视人群试图摆脱眼镜)

图 5. 美国准分子手术人数与消费者信心指数

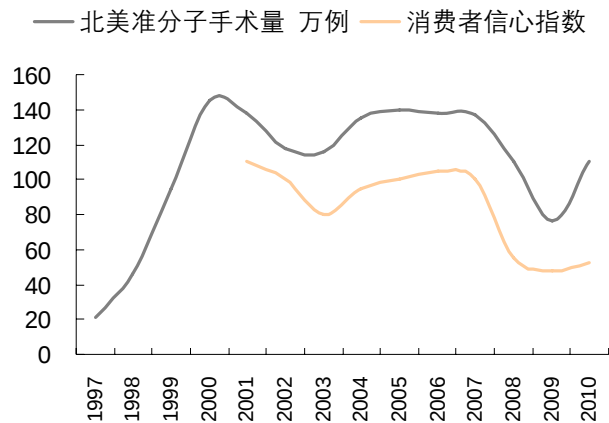
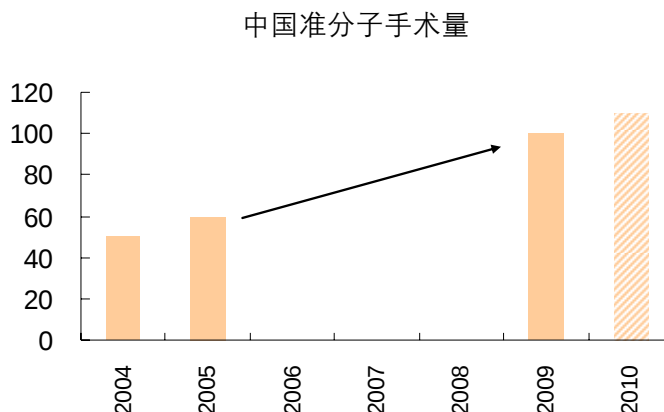


图 6. 中国准分子屈光手术量 (不完全统计)



资料来源: LCA, 东方证券研究所

1.1.2 技术进步是推进行业增长的重要动力

除了国内消费水平提高这一长期动力外,技术进步也是推动国内国际准分子屈光手术快速增长的重要动力。自准分子手术诞生以来,其技术进步就不曾间断。从最初的 PRK 到 Lasik, Lasek, 其手术安全性和精密度不断提高,推动了准分子手术的普及,但仍然是老一代借助角膜板层刀的技术。

到 2001 年,随着 FDA 批准 Intralase 飞秒激光应用于准分子手术,实现彻底无刀化,准分子手术的安全性和舒适性有了质的提高。目前国外基本上 70% 以上准分子手术均采用飞秒激光,日本更高达 80-90%;国内自 2005 年爱尔眼科引入 Intralase 后,飞秒市场占有率亦快速提高,带动了屈光手术技术的提高。

表 2. 飞秒激光普及率

	中国	美国	日本
引入飞秒的时间	2005	2001	<=2005
飞秒激光普及率	快速增长	>70%	>80%
目前主要飞秒设备	Intralase Ziemer 快速上升	Intralase	Ziemer

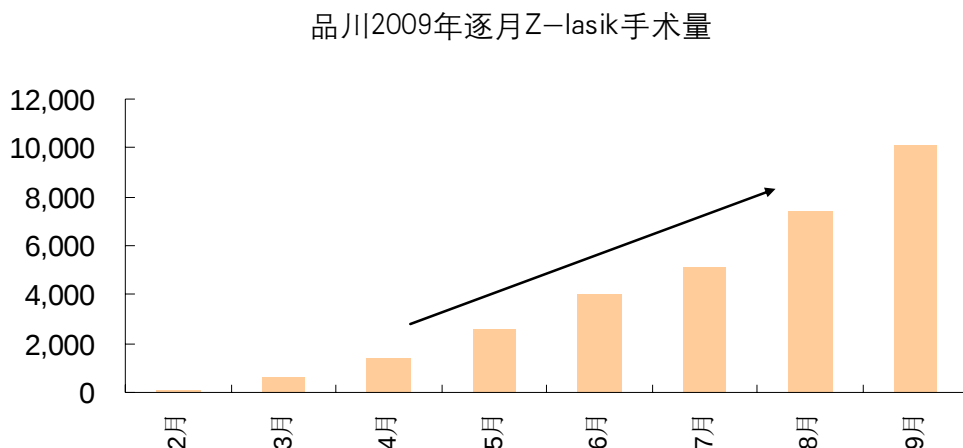
资料来源:东方证券研究所

但是传统 Intralase 飞秒+准分子激光系统仍然有改善空间:其患者需要头部长时间固定,而且制作完成角膜瓣后需要移位,等待气泡消失,从而会使患者感觉疲劳等问题。近几年针对这些问题 Intralase 也在不断的推出新一代产品,而瑞士 Ziemer 开发的达芬奇等先进飞秒系统也在近几年大举进入市场。根据日本和台湾的使用经验表明,达芬奇飞秒系统的引进均在短期内带来了业务量的快速增长,其中日本品川使用达芬奇系统的 Z-Lasik 手术 9 个月内就将月手术量提高到了 1 万例(当

年增收 5000 万美元以上），台湾大学眼科集团引入 Z-lasik 一年内就累计万例手术。目前国内多家眼科医院也引进了达芬奇飞秒系统，长沙、合肥等多家爱尔眼科连锁医院也大力引进了这一系统。

就飞秒激光整体而言，根据我们的调研，大量的公立和私立的眼科医院均是在去年才开始较多的引入飞秒激光系统，预计飞秒系统的技术进步将进一步推动我国眼科市场的快速增长。

图 7. 2009 年 2 月品川眼科引入达芬奇后的月手术量增速



资料来源：东方证券研究所

1.2. 白内障手术量仍有很大空间

随老龄化的继续，白内障等常规手术的需求量仍将持续，而且与 Lasik 手术相比，我国白内障手术率更低于国际平均水平。据统计，目前全球白内障盲人数量为 2000 万左右，而我国就有 500 多万（未失明的患者更多），其中贫困地区人口在 100 多万。目前我国的白内障手术率远低于国际水平，每百万人口白内障手术量不足 500（2008 年数据），而美国和印度分别为 5000 和 3100，差距很大。

虽然我国从 1988 年开始通过残疾人三项康复计划、视觉第一中国行动等计划合计实施了近千万例的白内障手术，2009 年又通过“百万贫困白内障患者复明工程”加大白内障手术普及率，取得了一定的效果，但是考虑到我国人口基数大，每年新增的白内障患者近百万例，每年数十万例的手术量无法有效控制白内障；白内障手术市场需求很大，而且根据美国的经验，50%以上的 65 岁以上老人均在单眼或双眼患有白内障。美国目前有大约 4000 万老年人，中国正在快速老龄化。

我们认为，在居民消费水平提高和人口老龄化加剧的双重推动下，国内白内障手术的需求将非常大，各地区相关的医疗机构仍有很大的业务拓展空间（至少在业务量上）。

图 8. 中国白内障手术率较低

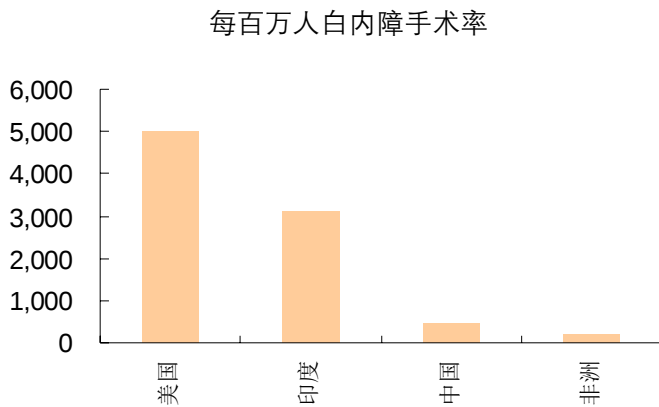
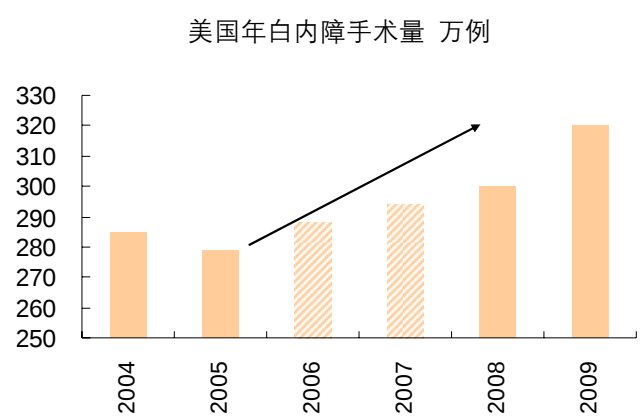


图 9. 美国白内障手术普及率高



资料来源:卫生部, ACRSC, 东方证券研究所

2. 行业集中度有提高空间

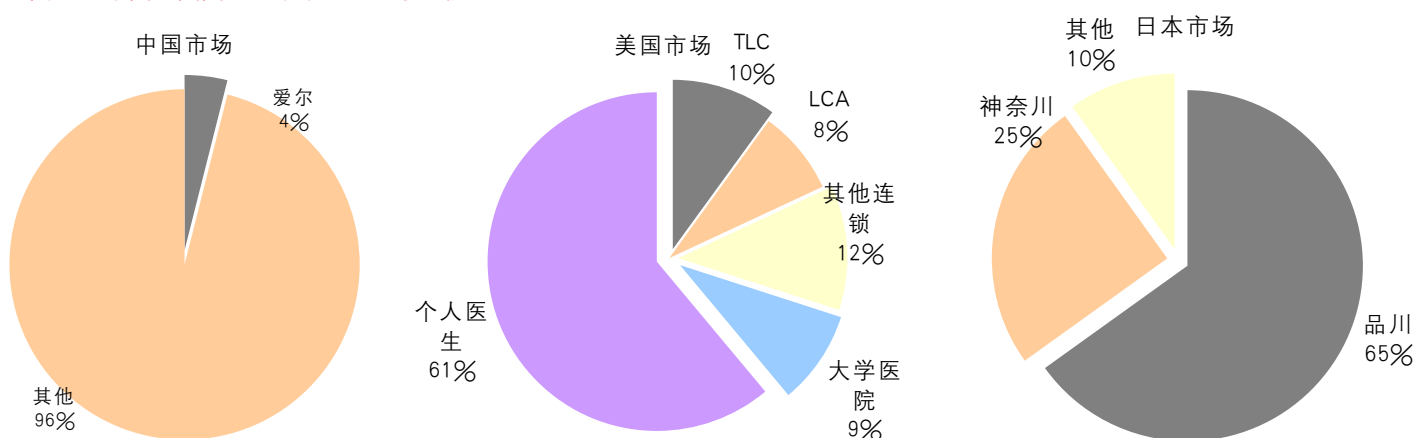
在市场方面, 目前我国眼科市场的集中度较低, 鲜有全国性的连锁机构。而美国的连锁机构目前的市场占有率仍接近 10%, 日本行业龙头市场占有率已经达到 65%。我们认为, 与美国日本不同, 中国的连锁机构面临的竞争将主要来自于公立医院, 但由于目前全国的连锁竞争对手较少, 我国的龙头企业仍有望攫取更多的市场份额, 市场占有率至少有一倍以上的提高空间

2.1 国外市场集中度较高

国外的眼科市场集中率较国内高, 连锁眼科机构较多, 其业务也以准分子手术为主。目前美国市场的连锁企业主要有 TLC, LCA 和 Vision Care holdings, 分别拥有 80 余家、40 余家和 30 余家分店。其中 TLC 和 Vision Care holdings 由于金融危机的原因分别在 2009 年和 2010 年申请了破产保护, 但随着金融危机的好转, TLC 于 2011 年重新开始分院。目前美国眼科 (主要是准分子屈光手术) 市场上连锁眼科医院集团占据了约 30% 的市场份额 (其中 LCA2010 年占有率约 8%, TLC 曾经达到 15%), 大学医院占据了 9% 的市场份额, 其余市场分为个体眼科医生占据。

而日本由于地域较小, 市场集中度更高。连锁眼科机构, 品川眼科目前占据了 65% 以上的市场份额, 排名第二的神奈川眼科诊所手术量大约为品川的 1/2。集中度很高, 品川的快速发展得益于其以飞秒技术快速切入市场, 从而抢占了大量的市场份额。

图 10. 中国、美国、日本市场占有率比较



资料来源：LCA、科林咨询、东方证券研究所估算

2.2 国内全国性的连锁企业较少

从整体来看，国内的眼科（准分子屈光手术）的市场集中度不高，最大的全国性连锁机构爱尔眼科目前也仅有 30 余家连锁医院，市场占有率估计在 4% 左右，低于美国和日本的水平；其余眼科连锁机构包括麦格（已经被爱尔收购）、博爱眼科（6 家左右）、普瑞眼科（6 家左右）和艾格眼科（2 家左右），其规模、知名度和资金实力均与爱尔眼科有一定差距。

而与国外不同，国内的市场格局呈现区域化竞争的特点，各个区域的公立医院眼科机构具有较强的实力，如：复旦大学附属眼耳鼻喉医院、中山大学中山眼科中心、中南大学湘雅二院眼科、华中科技大学附属同济医院眼科、四川大学华西医院眼科等，因此市场份额呈现出全国分散，区域集中的特点。

但考虑到眼科（准分子屈光手术）技术进步快，依靠设备和品牌往往能够实现快速的扩张（比如日本的品川），我们认为，目前国内的眼科连锁龙头如爱尔眼科，可以凭借资金和设备的更新实现市场份额的较快的提升（尤其是在一些公立医院实力不强的二三线城市），市场集中度有较大的提高空间。

3. 爱尔眼科将受外延和内生增长的双重驱动

爱尔眼科作为国内目前最大的全国性连锁眼科机构，在资金实力、医师资源、设备和品牌知名度上与全国性的竞争对手相比均有一定优势；其通过快速省外扩张的方式虽然短期内侵蚀公司利润，但可以较快实现全国布点，以期扩大市场占有率；另一方面，考虑到目前公司在中部、西部以及二线城市有较高的市场占有率，这些区域消费水平的提高将进一步带动公司的内生性增长；同时公司紧跟技术进步，目前公司已经拥有了 20 余台飞秒激光系统，去年开始大量引入 Ziemer 的飞秒激光系统，进一步带动了公司的产品升级，有望成为公司内生增长的主要动力。

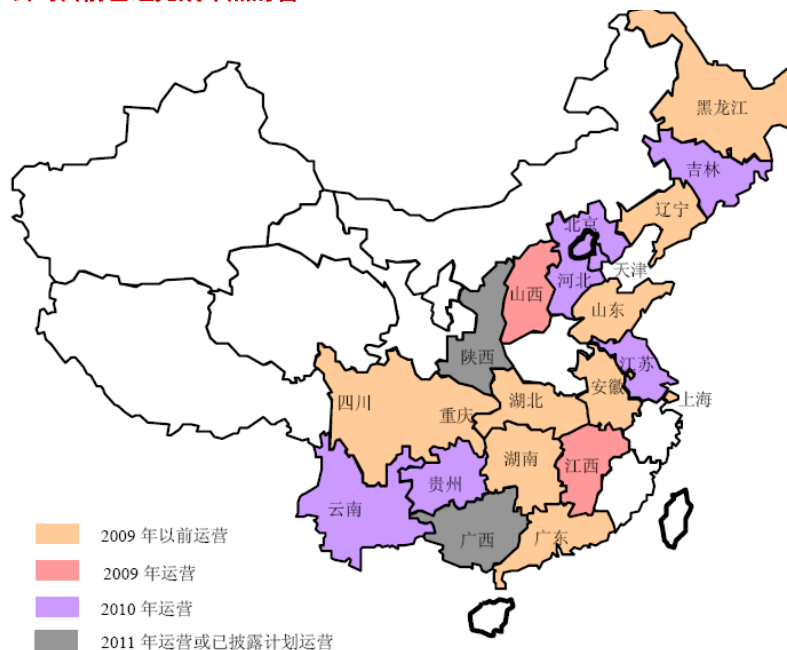
3.1 外延：战略布局志在长远

短期实现全国快速布点

公司连锁扩张战略坚持横向、纵向同步发展。其中横向以拓展全国省会市场为主，纵向目前主要以湖南、湖北两个片区完善三级医院网络为主。

根据公司 2010 年年报，截止 2010 年年末，公司已经在 19 个省拥有 31 家已经运营的连锁医院；其中 2011 年公司兼并收购了包括北京英智、郴州光明、天津麦格、重庆麦格、石家庄麦格、南充麦格等六家眼科医院的股权，还通过自建或增资扩股分别在昆明、长春、菏泽、南京、岳阳、贵阳等城市投资设立了连锁医院，并相继开业运营。根据公司公开披露的信息，预计 2011 年公司仍将争取新建或收购 10 家左右的医院，其中 2011 年 2 月已经完成了西安古城医院的收购。

图 11. 公司目前已经完成布点的省



资料来源：公司公告，东方证券研究所

新建医院影响短期利润，未来增速拐点可期

短期快速扩张医院将不可避免的影响公司短期利润，2010 年公司实现净利润 1.2 亿元，同比增长仅 30%，但是其中包含了新开医院产生的 5800 万的亏损。如果我们仅关注公司 2009 年以及以前建立的较成熟的医院，09-10 年均保持了 60%以上的高速增长，增长势头迅猛。

图 12. 估算成熟医院与 09-10 年新开医院的收入 万元

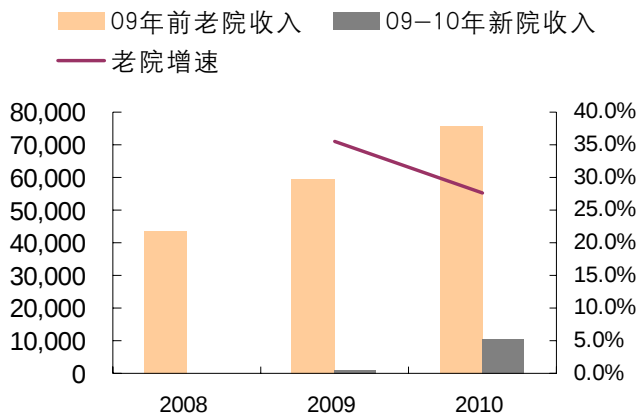
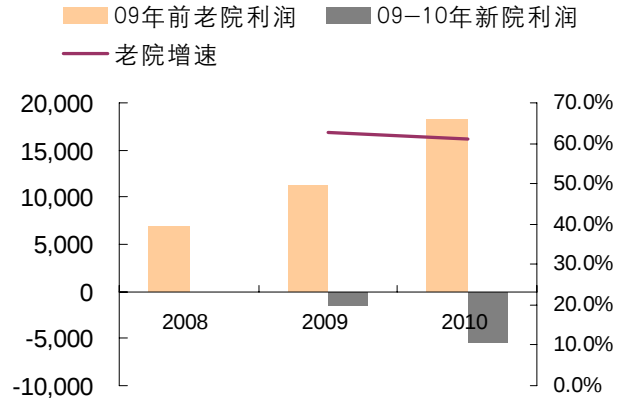


图 13. 估算成熟医院与 09-10 年新开医院的利润 万元



资料来源：东方证券研究所

我们认为，为了实现市场的快速布局，短期快速的横向扩张将成为公司的近期的主要策略，新办医院由于开办费和销售收入不足的原因在办院的 1-2 年时间内均会产生一定的亏损，对公司业绩会产生影响。但是随着医院的培育和扩张速度的逐渐放缓，新开办医院的亏损将有望大幅减少，同时原有医院也将持续增长，公司的增速拐点可期；同时一些收购的成熟眼科医院如英智眼科，也可以在收购初期就贡献利润。我们认为公司短期的扩张将对长远的业绩增长打下基础，其利润增速有望在 2012-2013 年开始逐步改善。

由于目前爱尔眼科全国性眼科连锁机构竞争对手较少，主要的企业包括麦格（已经被爱尔收购）、博爱眼科（6 家左右）、普瑞眼科（6 家左右）和艾格眼科（2 家左右），其规模、知名度和资金实力均与爱尔眼科有一定差距。而在局部地区虽然一些发达省市的公立医院如复旦大学附属眼耳鼻喉医院、中山大学中山眼科中心等在当地具有较强的影响力，但在很多二线省会城市，公司凭借其较强的全国品牌有是和灵活的经营机制，依然会有相对的竞争优势。尤其在国家鼓励民营机构进入医疗服务领域的政策的推动下，我们看好公司通过外延扩张不断提升市场占有率的可行性。

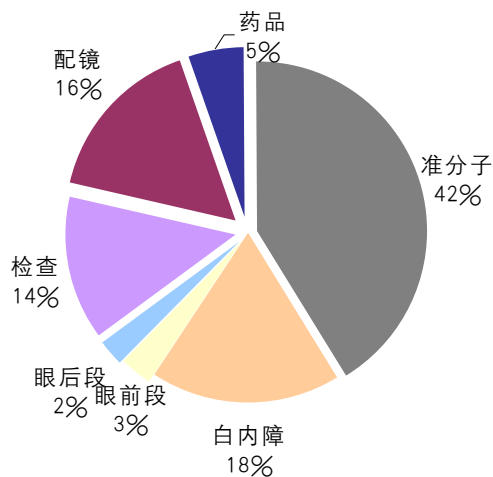
3.2 内生：技术更新与覆盖率提高仍将拉动增长

准分子屈光手术和白内障手术依然是增长主要动力

公司目前的业务主要分为医疗服务，配镜服务和药品销售三大块，其中医疗服务业务是利润和增长的主要来源，占公司毛利润的 74.1%，占 2010 年毛利润增长的 78.7%。在医疗服务业务中，准分子手术依然是利润和收入贡献的主力，2010 年公司准分子手术实现收入 2.81 亿元，同比增长 43%；实现毛利 2 亿元，同比增长 48%。白内障手术增长也很快，2010 年实现收入 1.72 亿元，同比增

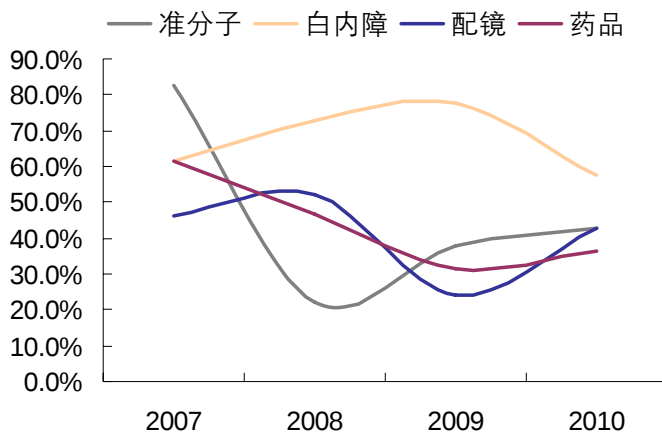
长 57.5%，实现毛利润 8700 万元，同比增长 61%。二者合计占据公司收入的 52.4%，毛利的 59%，毛利润增长额的 69.1%，是公司增长的主要来源。

图 14. 公司毛利润构成图



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 15. 公司各主要板块的增速

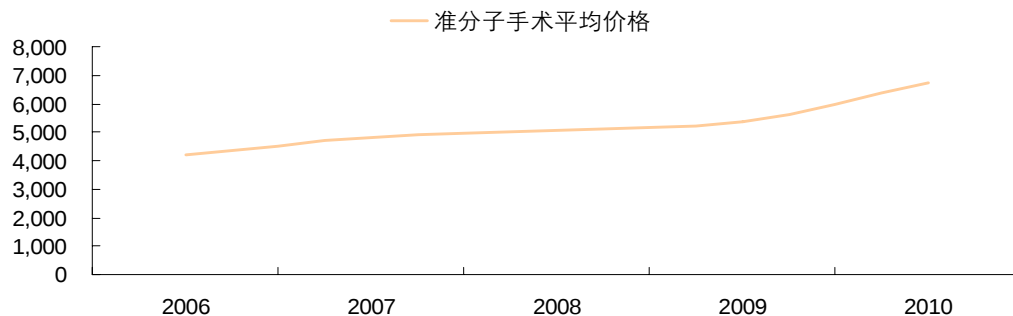


根据我们前述对行业的分析，我们认为，公司的销售收入增长很重要的部分仍将来自于准分子屈光手术和白内障手术业务。

技术进步和消费能力提高将成为增长源泉

正如我们上文所述，准分子手术历经了从 PRK 到飞秒激光的逐步升级过程，每次升级都大幅提高了手术的安全性、精密性，降低了不良反应的发生率，提高准分子手术的接受程度。爱尔眼科在国内一直走在引进先进技术的前列，2005 年，公司在国内第一次引入 Intralase 飞秒激光，而近年，公司又开始引入推广 Ziemer 达芬奇飞秒激光系统。我们预计，在公司及时更新设备，以及对先进飞秒系统的大力推广下，公司的准分子屈光手术收入的单价会不断提高，并带动准分子业务高速增长。近几年，公司的准分子手术单价一直处于稳步的上升过程，2010 年，在飞秒激光业务占比提高的带动下，公司准分子手术的单价由 2009 年 5376 元上升到 2010 年的 6716 元。

图 16. 公司准分子手术单价情况 元/例

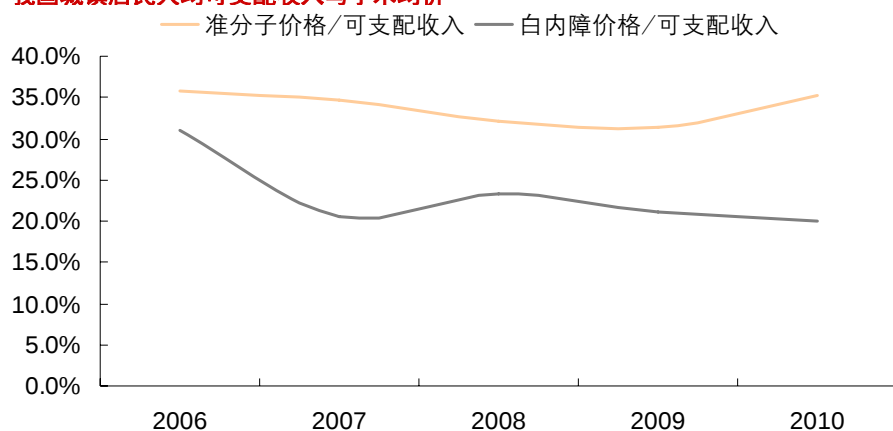


资料来源：公司公告，东方证券研究所

目前我们估计公司拥有超过 20 台的飞秒激光，而去年开始引入 Ziemer 达芬奇飞秒激光可能超过 10 台。

除了技术革新有望推动公司主业内生增长外，我们认为随着我国二三线城市的居民消费能力的提高，以及随着国家对白内障手术宣传的不断推广和费用上的支持，居民对准分子手术和白内障手术接受程度均将不断提高，也将带动公司业务的发展。（如果我们简单的对比一下城镇居民人均可支配收入与主要眼科手术的价格可以发现，虽然飞秒手术在 10 年提高了公司的准分子手术均价，但其与可支配收入的比值仍然与 06 年相仿；而白内障手术与人均收入的比值整体处于下降状态）

图 17. 我国城镇居民人均可支配收入与手术均价



资料来源：国家统计局，东方证券研究所

我们认为在技术进步和消费能力的双重推动下，公司的主要业务准分子手术和白内障手术业务未来均将取得不错的内生增长。

4.盈利预测与估值

我们认为，在主业内生性增长和新建医院逐渐减亏的带动下，公司 2011 年–2013 年有望保持高速增长，预计业绩分别为 0.68 元，1.03 元和 1.57 元。

分主业来看，预计准分子业务在飞秒激光的带动下，销售收入有望继续快速增长，白内障等其他业务也将保持较快的增速。而在高毛利业务占比提高，新医院收入增长的带动下，公司整体毛利率水平也将逐步提高。

表 3. 公司分业务盈利假设

收入假设	百万元	2010	2011	2012	2013
准分子手术	收入	281.3	407.8	579.1	781.8
	增速	43.0%	45.0%	42.0%	35.0%
白内障手术	收入	172.1	271.9	380.6	513.9
	增速	57.5%	58.0%	40.0%	35.0%
其他	收入	411.5	571.5	752.9	970.9
	增速	37%	38.9%	31.7%	29.0%
合计	收入	864.9	1,251.3	1,712.6	2,266.6
	增速	42.6%	44.7%	36.9%	32.3%
	毛利率	56.4%	57.9%	57.9%	58.0%
老医院	收入	760.2	1,010.3	1,262.8	1,578.5
	增速	27.6%	25.0%	25.0%	25.0%
09 年起新院	收入	104.7	241.0	449.8	688.0
	增速		130.2%	86.7%	53.0%

资料来源：东方证券研究所

虽然目前表现 PE 为 48 倍，略显昂贵；但分拆来看公司 2009 年的老医院是主要的盈利医院，2010 年贡献净利润为 1.8 亿元左右，预计 2011 年这部分医院的盈利贡献应在 2.4 亿元左右，公司的市值对应这部分成熟医院估值仅为 36 倍左右，这部分医院未来有望维持 30%左右的利润增长，因此相对合理；而亏损新院均处于收入快速增长状态，短期有望扭亏为盈，比如岳阳、昆明、南京等医院，这部分医院产生了数千万元的亏损，使公司表现 PE 较高，但有望扭亏的亏损显然不适合用 PE 来估值。

因此整体看我们认为公司短期估值处于合理水平。因从长期的角度我们看好医疗服务行业，且我们认为公司所处的市场份额和市场总量均有提升空间，因此虽然短期估值高，仍建议可择机配置，首次给予增持评级。一年目标价 42 元，一方面考虑到其对应 2012 年表现 PE40 倍，PEG0.8，如果分拆看其成熟医院估值约 35 倍，新开医院亏损额将持续收窄；另一方面考虑到公司股权激励行权价 41.43 元，可作为中长期价值底线之参考标准。

风险因素：

医疗事故纠纷风险：医疗服务机构均会面对医疗事故纠纷，其所带来的医疗事故赔偿会给公司带来经济损失；而作为统一品牌进行推广的连锁企业，医疗事故风险是则是对集团形象的最大风险；

Lasik 手术风险：Lasik 手术的小规模争议仍然存在，但我们认为随着飞秒激光等更先进的设备投入市场，这方面的风险正在减少。

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn