

医疗服务III  
署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6-12 个月目标价: 35.00 元

当前股价: 24.28 元

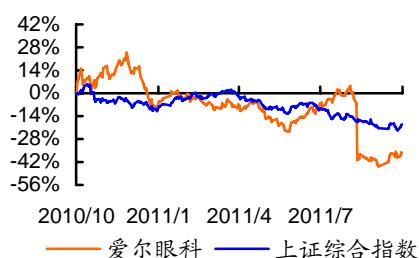
评级调整: 维持

### 基本资料

上证综合指数	2427.48
总股本(百万)	427
流通股本(百万)	120
流通市值(亿)	29
EPS (TTM)	0.35
每股净资产(元)	3.06
资产负债率	18.9%

### 股价表现

(%)	1M	3M	6M
爱尔眼科	6.91	8.51	9.39
上证综合指数	1.43	-10.19	-17.40



### 相关报告

- 《爱尔眼科-三季报预增符合预期，全年高增长几成定局》2011-9-29  
 《爱尔眼科-新建永州、宜昌两个三级医院，湖南湖北布局再下两城》2011-8-29  
 《爱尔眼科-未来三年的高增长值得期待》  
 2011-8-25

爱尔眼科 300015

强烈推荐

### 三季报继续符合预期，全年高增长已成定局

爱尔发布三季报，1-9月收入 9.67 亿，增长 53.6%；净利润 1.34 亿，增长 52.65%，合 EPS0.315 元。7-9 月收入 3.83 亿，增长 47.8%，净利润 5454 万，增长 52.67%，合 EPS0.13 元。各项指标均符合预期。

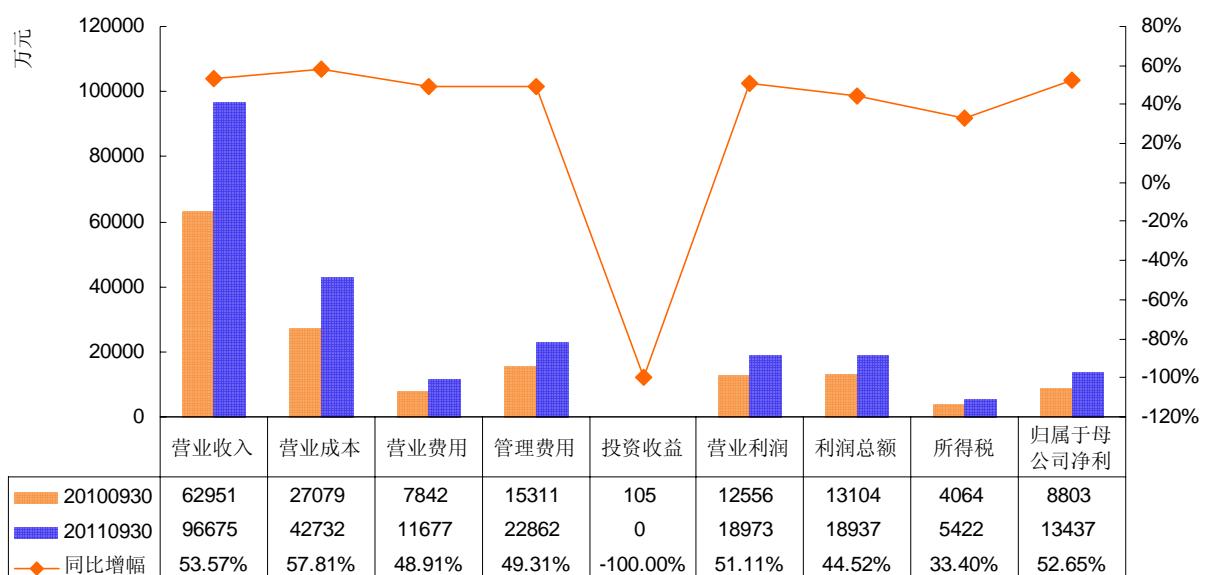
- 公司继中报略超市场预期以来，三季度继续保持高增长，全年快速增长几成定局。这符合我们的一贯判断：11 年成为利润快速释放的元年。从报表看各项指标均较健康：1-9 月毛利率略有下降 1.18%，三项费用率也下降了 1.13%，均属正常波动；
- 三季度净利润合 EPS0.128 元，为各季度之最（第一、二季度分别为 0.085、0.102）。主要由于暑期是准分子手术旺季，经过几年的推广，公司飞秒激光手术量的比例不断提升，使得准分子手术量和均价一同提升。白内障业务也保持了快速增长。
- 公司今明两年计划完成全国二级医院布局，湖南、湖北三级医院布局。
  - 爱尔上市时 19 家店，目前 36 家店，包括 1 家一级医院、21 家二级医院，14 个三级医院（结构将有调整，规划归 7 个大区管理）。11 年新建南宁、永州、宜昌医院，收购西安眼科医院。
  - 湖南 14 个地级行政单位中爱尔三级医院中已有 8 家，湖北 4 家，我们预计 2 年之内湖南还会新增 4 家店，湖北新增 5 家左右。二级医院中还剩福建、浙江、河南、甘肃、新疆未布局，多家医院正在商谈中。
  - 我们认为未来 2 年之内还会新增 5 家二级医院，9 家三级医院。
- 高成长仍将持续：第一，从各店经营情况来看，老店稳健增长、新店逐步走向盈利。第二，从扩张速度来看，连锁扩张 11 年速度不会超过 10 年，高增长发力。第三，从业务条线的经营来看，准分子手术量增长率恢复，目前飞秒激光的比例达 50-60%，结构型调整在 2 年内仍有空间。未来公司还会大力发展配镜、医学美容等业务。
- 我们维持一贯判断：11 年是利润快速释放的元年，未来三年的高增长值得期待，维持 11-13 年 EPS 预测为 0.42、0.65、0.96 元。作为我们 11 年重点品种，强烈推荐，详情参考我们曾发布的 3 篇医疗服务深度、1 篇公司深度和多篇点评报告。
- 风险提示：医疗服务事故风险，房屋租赁是否到位的风险。

### 主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	865	1191	1710	2328
同比(%)	43%	38%	44%	36%
归属母公司净利润(百万元)	120	179	277	411
同比(%)	30%	49%	55%	48%
毛利率(%)	56.4%	58.5%	58.4%	60.0%
ROE(%)	9.4%	12.6%	16.4%	19.5%
每股收益(元)	0.28	0.42	0.65	0.96
P/E	86.21	58.00	37.40	25.25
P/B	8.12	7.33	6.13	4.93
EV/EBITDA	39	38	25	17

资料来源：中投证券研究所

图 1 爱尔眼科主要盈利性指标变化情况



数据来源：公司半年报，中投证券研究所

表 1：爱尔眼科的季度盈利性数据

财务指标	10年1Q	10年2Q	10年3Q	10年4Q	11年1Q	11年2Q	11年3Q	3Q同比	3Q环比
营业收入	17542	19485	25925	23537	26060	32306	38309	47.77%	18.58%
营业成本	7631	8364	11084	10656	11434	14447	16851	52.02%	16.63%
营业费用	1421	2474	3947	2583	3230	3543	4904	24.23%	38.41%
管理费用	4992	4754	5565	6320	6167	7818	8877	59.52%	13.55%
财务费用									-383.09%
	-46	66	70	-704	33	-14	39	-44.26%	%
营业利润	3564	3719	5272	4542	5143	6246	7584	43.86%	21.42%
利润总额	3963	3753	5388	4764	5074	6247	7616	41.34%	21.91%
所得税	1332	1041	1691	1387	1361	1983	2078	22.87%	4.78%
归属母公司净利	2630	2600	3572	3228	3642	4341	5454	52.67%	25.62%
<b>EPS</b>	<b>0.06</b>	<b>0.06</b>	<b>0.08</b>	<b>0.08</b>	<b>0.09</b>	<b>0.10</b>	<b>0.128</b>	<b>0.04</b>	<b>0.03</b>
毛利率(%)	56.5	57.1	57.2	54.7	56.1	55.3	56.0	-1.23	0.73
营业费用率(%)	8.1	12.7	15.2	11.0	12.4	11.0	12.8	-2.43	1.83
管理费用率(%)	28.5	24.4	21.5	26.9	23.7	24.2	23.2	1.70	-1.03
财务费用率(%)	-0.3	0.3	0.3	-3.0	0.1	0.0	0.1	-0.17	0.14
销售净利润率(%)	15.0	13.3	13.8	13.7	14.0	13.4	14.2	0.46	0.80

资料来源：爱尔眼科历年报表、中投证券研究所，单位为万元，EPS 和比率同比环比值为直接相减 \* EPS 按最新股本摊薄

**附：财务预测表**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
<b>流动资产</b>	980	1161	1448	1903	<b>营业收入</b>	865	<b>1191</b>	1710	2328
现金	774	925	1108	1450	营业成本	377	494	712	931
应收账款	34	47	67	91	营业税金及附加	1	12	18	24
其它应收款	47	65	93	126	营业费用	104	149	188	256
预付账款	48	63	90	118	管理费用	216	298	422	568
存货	47	62	90	118	财务费用	-6	5	5	5
其他	30	0	0	0	资产减值损失	3	3	3	3
<b>非流动资产</b>	633	592	667	708	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	392	441	500	549	<b>营业利润</b>	171	231	362	540
无形资产	2	2	2	2	营业外收入	12	12	12	12
其他	239	150	165	157	营业外支出	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	1613	1753	2115	2611	<b>利润总额</b>	179	238	370	548
<b>流动负债</b>	240	242	326	411	所得税	55	60	92	137
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	124	179	277	411
应付账款	136	179	257	337	少数股东损益	4	0	0	0
其他	104	63	68	74	<b>归属母公司净利润</b>	120	179	277	411
<b>非流动负债</b>	64	64	64	64	EBITDA	249	257	392	574
长期借款	64	64	64	64	EPS (元)	0.45	0.42	0.65	0.96
其他	0	0	0	0					
<b>负债合计</b>	304	306	390	475					
少数股东权益	32	32	32	32					
股本	267	427	427	427					
资本公积	739	579	579	579					
留存收益	271	410	687	1098					
归属母公司股东权益	1277	1416	1693	2104					
<b>负债和股东权益</b>	1613	1753	2115	2611					
<b>现金流量表</b>									
<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>主要财务比率</b>				
<b>经营活动现金流</b>	240	148	288	417	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
净利润	124	179	277	411	<b>成长能力</b>				
折旧摊销	84	21	25	29	营业收入	42.6%	37.8%	43.6%	36.1%
财务费用	-6	5	5	5	营业利润	38.5%	35.0%	56.9%	49.2%
投资损失	-1	0	0	0	归属于母公司净利润	30.1%	48.7%	55.1%	48.1%
营运资金变动	26	-59	-22	-31	<b>盈利能力</b>				
其它	13	2	3	3	毛利率	56.4%	58.5%	58.4%	60.0%
<b>投资活动现金流</b>	-345	48	-100	-70	净利率	13.9%	15.0%	16.2%	17.7%
资本支出	246	80	100	70	ROE	9.4%	12.6%	16.4%	19.5%
长期投资	0	0	0	0	ROIC	16.4%	24.7%	34.0%	46.5%
其他	-99	128	0	0	<b>偿债能力</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	-49	-46	-5	-5	资产负债率	18.9%	17.5%	18.4%	18.2%
短期借款	0	0	0	0	净负债比率	21.04%	20.91%	16.42%	13.47%
长期借款	0	0	0	0	流动比率	4.08	4.80	4.44	4.63
普通股增加	134	160	0	0	速动比率	3.88	4.54	4.17	4.34
资本公积增加	-139	-160	0	0	<b>营运能力</b>				
其他	-44	-46	-5	-5	总资产周转率	0.57	0.71	0.88	0.99
<b>现金净增加额</b>	-154	151	183	342	应收账款周转率	31	28	28	28
					应付账款周转率	3.44	3.14	3.27	3.14
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.28	0.42	0.65	0.96
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.35	0.67	0.98
					每股净资产(最新摊薄)	2.99	3.31	3.96	4.92
					<b>估值比率</b>				
					P/E	86.21	58.00	37.40	25.25
					P/B	8.12	7.33	6.13	4.93
					EV/EBITDA	39	38	25	17

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来6~12个月内股价升幅30%以上  
推荐：预期未来6~12个月内股价升幅10%~30%  
中性：预期未来6~12个月内股价变动在±10%以内  
回避：预期未来6~12个月内股价跌幅10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来6~12个月内行业指数表现优于市场指数5%以上  
中性：预期未来6~12个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡：预期未来6~12个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

## 研究团队简介

**中投医药团队荣誉：**2007年和2009年《新财富》最佳分析师评选中入围；“2008年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第2名，2008年新财富最佳分析师医药行业第3名；2010年新财富、水晶球、金牛奖均为第5名。2010年财经风云榜最佳证券分析师（医药行业唯一一个）。

### 中投医药团队成员：

- 周锐**，医药行业首席分析师，理学博士，3年医药行业从业经验，8年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；  
**余方升**，医药行业研究助理，理学学士，经济学硕士，2009年加入中投证券研究所，负责中药行业研究；  
**余文心**，医药行业研究助理，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；  
**江琦**，医药行业研究助理，上海交大生物工程学士，经济学硕士，2010年加入中投证券研究所，负责生物制药行业及医药流通研究；  
**王威**，医药行业研究助理，工学硕士，5年医疗器械行业从业经验，2010年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究；

## 免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路6003号荣超商务中心  
A座19楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街18号丰融国际大  
厦15层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路580号南证大厦16  
楼  
邮编：200041  
传真：(021) 62171434