

**医疗服务**
**署名人:** 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

**参与人:** 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

**6-12个月目标价:** 32.00元

当前股价: 21.35元

评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2244.58
总股本(百万)	427
流通股本(百万)	119
流通市值(亿)	25
EPS	0.45
每股净资产(元)	4.78
资产负债率	18.86%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
爱尔眼科	-9.41	3.28	10.93
医药生物	-14.61	-17.27	-26.79
沪深300指数	-3.36	-9.47	-21.67


**爱尔眼科**
**300015**
**强烈推荐**
**与医药行业政策利空无关的优质医疗服务企业**

近期我们调研了爱尔眼科，与公司董事长、董秘进行了充分沟通交流。

➤ 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。

二级医院中武汉、长沙、沈阳、成都等成熟医院保持了25%以上的收入增速，一般而言利润增速要更快一些。三级医院中益阳依然保持了强势增长，常德、株洲、衡阳、黄石等医院盈利也逐步向好。

第二，从扩张层面来看，未来主要是三级医院的布点，投资规模相对小，前期投入也从11年开始逐渐成效，进入利润释放期。

爱尔09年上市19家店，10年新增了13家达32家，11年新增6家达38家。一般而言，新建二级医院需投入3500-4000万，三级医院需投入1500-1800万。09年-11年的扩张以二级医院为主，投资额较大，2-3年之后盈利。12-13年公司将会布完福建、浙江、河南、甘肃、新疆5个省会城市及湖南湖北的三级医院，并考虑四川的三级医院布点，深圳医院也将于2012年开业。相较09-10年，三级医院的投资规模相对小一些，前期投入也逐步进入收获期。

第三，从业务条线的经营来看，准分子方面，飞秒激光对普通激光手术的替代远没有结束；白内障方面，被压抑的白内障治疗需求仍处在加速释放期。未来公司还会大力发展配镜、医学美容等业务。在部分成熟门店也会更加精耕细作。

➤ 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，11-13年EPS预测为0.42、0.63、0.94元。在医保控费、招标降价、鼓励民营资本进入医疗服务等的大政策背景下，医疗服务是唯一只有利好没有利空政策的子板块，预期向上，预计未来两年都会享有高估值。受医药板块持续下跌的影响，目前已具有较强的吸引力。作为我们11-12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	865	1327	1952	2738
收入同比(%)	43%	53%	47%	40%
归属母公司净利润	120	181	270	403
净利润同比(%)	30%	50%	50%	49%
毛利率(%)	56.4%	55.9%	56.8%	57.8%
ROE(%)	9.4%	12.7%	16.0%	19.3%
每股收益(元)	0.28	0.42	0.63	0.94
P/E	75.81	50.49	33.77	22.61
P/B	7.14	6.43	5.40	4.36
EV/EBITDA	34	31	21	14

资料来源：中投证券研究所

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	980	1197	1492	1975
现金	774	925	1096	1427
应收账款	34	52	77	108
其他应收款	47	72	106	149
预付账款	48	74	107	146
存货	47	74	106	146
其他流动资产	30	0	0	0
<b>非流动资产</b>	633	592	667	708
长期投资	0	0	0	0
固定资产	392	441	500	549
无形资产	2	2	2	2
其他非流动资产	239	150	165	157
<b>资产总计</b>	1613	1789	2159	2683
<b>流动负债</b>	240	276	375	496
短期借款	0	0	0	0
应付账款	136	211	305	418
其他流动负债	104	65	71	78
<b>非流动负债</b>	64	64	64	64
长期借款	64	64	64	64
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>负债合计</b>	304	340	439	560
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	412	682	1085
归属母公司股东权益	1277	1418	1688	2091
<b>负债和股东权益</b>	1613	1789	2159	2683

**现金流量表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	240	148	276	406
净利润	124	181	270	403
折旧摊销	84	21	25	29
财务费用	-6	5	5	5
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	26	-62	-28	-36
其他经营现金流	13	3	3	4
<b>投资活动现金流</b>	-345	48	-100	-70
资本支出	246	80	100	70
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-99	128	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-49	-46	-5	-5
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	134	160	0	0
资本公积增加	-139	-160	0	0
其他筹资现金流	-44	-46	-5	-5
<b>现金净增加额</b>	-154	151	171	331

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万

**利润表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	865	1327	1952	2738
营业成本	377	585	842	1156
营业税金及附加	1	14	20	28
营业费用	104	163	238	334
管理费用	216	315	476	660
财务费用	-6	5	5	5
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	171	243	367	552
营业外收入	12	12	12	12
营业外支出	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	179	251	375	560
所得税	55	70	105	157
<b>净利润</b>	124	181	270	403
少数股东损益	4	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	120	181	270	403
EBITDA	249	270	398	587
EPS (元)	0.28	0.42	0.63	0.94

**主要财务比率**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	42.6%	53.4%	47.1%	40.3%
营业利润	38.5%	42.2%	51.1%	50.4%
归属于母公司净利润	30.1%	50.1%	49.5%	49.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	56.4%	55.9%	56.8%	57.8%
净利率	13.9%	13.6%	13.8%	14.7%
ROE	9.4%	12.7%	16.0%	19.3%
ROIC	16.4%	24.9%	32.8%	45.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	18.9%	19.0%	20.4%	20.9%
净负债比率	21.04	18.82%	14.57	11.43%
流动比率	4.08	4.34	3.97	3.98
速动比率	3.88	4.07	3.69	3.69
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.57	0.78	0.99	1.13
应收账款周转率	31	29	29	28
应付账款周转率	3.44	3.36	3.27	3.20
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.42	0.63	0.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.35	0.65	0.95
每股净资产(最新摊薄)	2.99	3.32	3.95	4.89
<b>估值比率</b>				
P/E	75.81	50.49	33.77	22.61
P/B	7.14	6.43	5.40	4.36
EV/EBITDA	34	31	21	14

## 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—2011年连续5年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜，2008年和2011在卖方分析师水晶球奖中获得第2名；2010年和2011年财经风云榜最佳证券分析师；团队成员余文心获得2011年度医药信息达人称号（证券行业唯一一个）；

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，医药行业分析师，理学学士，经济学硕士，2009年加入中投证券研究所，2年证券行业从业经验，负责中药研究；

余文心，医药行业分析师，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，医药行业分析师，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010年加入中投证券研究所，负责生物制药及医药流通研究；

王威，医药行业分析师，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股研究。

## 免责条款

本报告由中投证券有限责任公司（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。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

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