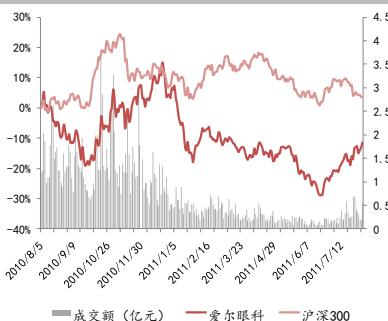


投资评级

谨慎推荐

近一年股价走势图



公司基本情况

总股本(万股)	26,700
流通股本(万股)	7,480
每股净资产(元)	4.75
资产负债率(%)	19.40

研发部

宋凯
SAC 执业证书编号: S1340511070001
联系电话: 010-68858138
Email: songkai@cnpsec.com

准分子手术量同比增长 31%

——爱尔眼科 (300015) 半年报点评

事件:

公司公布了 2011 年中报，营业收入 5.84 亿元，同比增长 57.63%；营业利润 1.14 亿元，同比增长 56.37%；利润总额 1.13 亿元，同比增长 46.74%；归属于母公司净利润 7983 万元，同比增长 52.63%；扣除非经常性损益后母公司净利润增速为 66.54%。基本每股收益 0.30 元。利润分配预案为每 10 股转增 6 股。

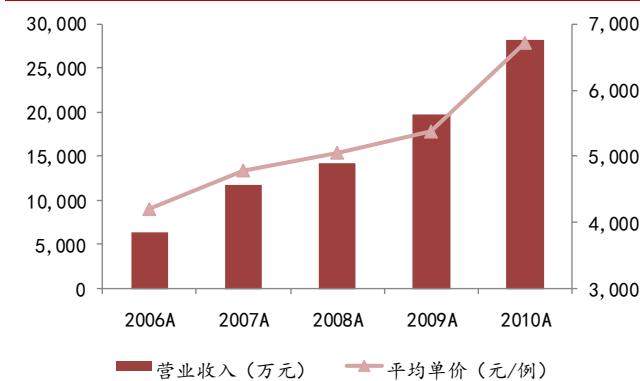
点评:

- **门诊人数和手术量增速超过 35%。**2011年上半年，公司门诊量达 628,046 人次，同比增长 36.63%；手术量 72,225 例，同比增长 39.15%；主营业务的大幅增长是带动公司业绩上升的主要原因。
- **准分子手术和白内障手术高速增长。**公司高毛利率的准分子手术营业收入达到 1.94 亿元，同比增长了 62.78%，毛利率为 72.60%，同比上升了 1.71 个百分点。其拉动因素包括两个方面，一是准分子手术量达到约 24000 例，同比增长了约 31%；二是在各类准分子手术构成中，飞秒激光手术量增加导致的平均单台准分子手术价格上升，每例手术平均单价由去年同期的 6485 元上升到报告期的 8068 元。准分子手术是公司最主要的业务，收入占比为 33%，这部分业务收入增长快，毛利率高，带动公司净利润实现较高的增速。此外，公司白内障手术实现营业收入 1.06 亿元，同比增长了 49%，手术量为 24643 例，同比增长了 30%，毛利率为 45.57%，同比减少了 5.82 个百分点，毛利率的下降主要是由于低毛利率的高端晶体使用量增大。
- **医院网点布局日臻完善。**截至 2011 年 6 月底，公司已营业的连锁医院网点达 34 家，这一数字 2010 年上半年为 28 家，2010 年全年为 31 家。报告期内，公司用超募资金新建了南宁爱尔眼科医院和怀化爱尔眼科医院，扩建了郴州爱尔眼科医院、贵阳爱尔眼科医院以及重庆明目麦格眼科门诊部，收购并增持了西安爱尔古城眼科医院 70% 的股权，并用自有资金增持了株洲爱尔眼科医院 24.87% 的股权，其中，南宁爱尔、怀化爱尔已于 2011 年 3 月开业，贵阳爱尔已于 2011 年 6 月开业，郴州爱尔已于 2011 年 7 月开业。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 0.69 元、1.03 元和 1.47 元，对应前一交易日收盘价 37 元的动态市盈率为 54 倍、36 倍和 25 倍。公司手术量保持了高增长，带动业绩大幅提升，虽然目前

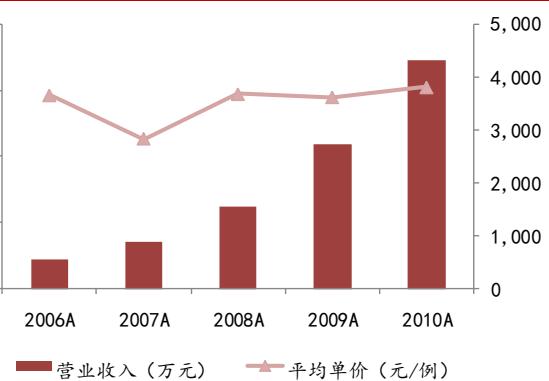
估值较高，但我们认为公司国内医院布点完善，未来手术量能够保持高增长趋势，我们维持公司“谨慎推荐”的投资评级。

● 风险提示。盈利能力低于预期。

图表 1：公司准分子手术收入和单价



图表 2：公司白内障手术收入和单价



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 3：公司医疗服务项目盈利预测（万元）

	项目	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
准分子手术	营业收入	14,287	19,674	28,127	45,003	65,255	91,357
	收入增速	22%	38%	43%	60%	45%	40%
	数量（例）	28,259	36,600	41,881	54,445	70,234	87,792
	手术量增速	16%	30%	14%	30%	29%	25%
	平均单价（元/例）	5,056	5,375	6,716	8,266	9,291	10,406
	毛利率	65%	69%	71%	73%	74%	74%
白内障手术	营业收入	6,156	10,927	17,208	26,672	39,474	57,237
	收入增长率	73%	77%	57%	55%	48%	45%
	数量（例）	16,733	30,187	45,167	58,717	76,332	99,232
	手术量增速	33%	80%	50%	30%	30%	30%
	平均单价（元/例）	3,679	3,620	3,810	4,542	5,171	5,768
	毛利率	46%	49%	51%	45%	46%	46%
眼前段手术	营业收入	3,279	3,699	5,426	7,705	10,787	14,670
	增长率		13%	47%	42%	40%	36%
	毛利率	43%	33%	29%	29%	29%	29%
眼后段手术	营业收入	1,822	2,132	3,147	6,608	10,573	16,389
	增长率		17%	48%	110%	60%	55%
	毛利率	50%	41%	37%	40%	40%	40%
检查治疗	营业收入	5,783	8,219	10,168	15,251	22,115	31,624
	增长率	22%	42%	24%	50%	45%	43%
	毛利率	64%	73%	67%	66%	66%	66%

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 4: 爱尔眼科盈利预测 (单位: 万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	60,645	86,488	134,448	196,113	278,996
增长率	38.11%	42.61%	55.45%	45.87%	42.26%
营业成本	26,020	37,734	58,060	83,914	119,624
毛利率	57.09%	56.37%	56.82%	57.21%	57.12%
营业税金及附加	842	68	105	154	218
销售费用	7,244	10,424	16,887	24,867	35,963
管理费用	13,648	21,631	32,442	47,146	66,234
财务费用	435	-613	13	20	84
期间费用率	35.17%	36.36%	36.70%	36.73%	36.66%
资产减值损失	114	251	550	600	650
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	105	0	0	0
营业利润	12,341	17,097	26,391	39,413	56,224
加: 营业外收入	198	1,162	600	0	0
减: 营业外支出	107	392	700	0	0
其中: 非流动资产处置净损失	31	0	0	0	0
利润总额	12,432	17,867	26,291	39,413	56,224
减: 所得税	3,440	5,451	7,887	11,824	16,867
所得税率	27.67%	30.51%	30.00%	30.00%	30.00%
净利润	8,991	12,416	18,404	27,589	39,357
增长率	50.67%	38.09%	48.22%	49.91%	42.65%
减: 少数股东损益	-258	385	-10	0	0
归属于母公司所有者的净利润	9,249	12,031	18,414	27,589	39,357
增长率	50.72%	30.08%	53.05%	49.83%	42.65%
基本每股收益(元)	0.88	0.45	0.69	1.03	1.47

数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来6个月内，股票涨幅高于沪深300指数20%以上；
谨慎推荐： 预计未来6个月内，股票涨幅高于沪深300指数10%—20%；
中性： 预计未来6个月内，股票涨幅介于沪深300指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来6个月内，股票涨幅低于沪深300指数10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来6个月内，行业指数涨幅高于沪深300指数5%以上；
中性： 预计未来6个月内，行业指数涨幅介于沪深300指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来6个月内，行业指数涨幅低于沪深300指数5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来6个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数10%以上；
谨慎推荐： 预计未来6个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数5%—10%；
中性： 预计未来6个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来6个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为5.6亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于2002年，从事单一经纪业务。2006年4月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009年3月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009年10月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009年10月21日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010年11月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工200余名，保有客户数量5万余人，管理客户资产逾50亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。