

医疗服务

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: 60.00元

当前股价: 37.68元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2554.02
总股本(百万)	267
流通股本(百万)	75
流通市值(亿)	28
EPS (TTM)	0.55
每股净资产(元)	4.90
资产负债率	18.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
爱尔眼科	8.53	10.79	1.82
上证综合指数	-7.82	-7.95	-10.78



相关报告

《爱尔眼科-业绩超出市场预期, 高增长开始发力》2011-8-8

《爱尔眼科-业绩增长低点已过, 未来两年将迎来高增长》2011-4-8

《爱尔眼科-收购增资西安古城医院, 高成长值得期待》2011-2-14

爱尔眼科

300015

强烈推荐

未来三年的高增长值得期待

23日, 我们参加了公司股东会, 与管理层进行了交流。我们认为, 随着扩张速度的放缓、老店稳健增长、新店逐步走向盈利, 11年开始公司未来三年的高增长值得期待。

- 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。
- 成熟老店增速仍然可观, 目前不会遭遇天花板效应。我们预计老店长沙、株洲、武汉、沈阳、成都、衡阳等仍能保持30%以上的增速, 盈利远没达到天花板。成都爱尔将成为武汉、沈阳、长沙之后第四家收入过亿的医院。
- 新店增长空间大, 目前经营情况和预期一致。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。前期收入规模小, 亏损较多, 二级医院一般2-3年盈利, 三级医院1-2年盈利。从目前的经营情况来看, 基本所有医院都能达到预定目标。二级医院中如南京爱尔, 去年3月开业, 当年因开办费摊销导致亏损数额较大, 但预计今年底能够盈亏平衡。三级医院中岳阳爱尔去年开业, 第一年亏损200万, 今年预计会盈利。对于特例上海爱尔, 今年有望拿到医保资质, 也将原主管湖北地区的集团副总裁调任, 公司对未来仍抱有强烈信心。
- 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。
- 爱尔上市时为19家店, 1年之内扩张了13家。11年下半年预计再新建4-6家, 全年速度也不会超过10年。
- 公司今明年的计划是完成全国布局, 目前二级医院中还剩福建、浙江、河南、甘肃、新疆未布局。三级医院中湖南已有7家, 湖北已有3家, 我们预计2年之内湖南会新增5家店, 湖北新增6家左右。
- 募投资金、超募资金一共还有近2个亿结余, 预计下半年将用完, 公司将通过各种途径解决资金问题。
- 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到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等业务。
- 我们维持一贯判断: 11年成为利润快速释放的元年, 未来三年的高增长值得期待。预测11-13年EPS为0.67、1.04、1.54元, 作为我们11年重点品种, 持续推荐, 详情参考3篇医疗服务深度和多篇点评报告。风险提示: 医疗服务事故风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	865	1230	1632	2210
同比(%)	43%	32%	43%	35%
归属母公司净利润(百万元)	120	180	278	411
同比(%)	30%	50%	54%	48%
毛利率(%)	56.4%	58.6%	59.4%	61.6%
ROE(%)	9.4%	12.7%	16.4%	19.5%
每股收益(元)	0.45	0.67	1.04	1.54
P/E	83.62	55.83	36.25	24.45
P/B	7.88	7.10	5.94	4.78
EV/EBITDA	38	36	24	16

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
流动资产				
现金	980	1154	1431	1874
应收账款	774	928	1110	1453
其它应收款	34	45	64	87
预付账款	47	62	89	120
存货	48	60	84	108
其他	47	59	84	107
非流动资产				
长期投资	633	592	667	708
固定资产	0	0	0	0
无形资产	392	441	500	549
其他	2	2	2	2
资产总计	1613	1746	2097	2582
流动负债				
短期借款	240	233	307	380
应付账款	0	0	0	0
其他	136	170	240	307
非流动负债				
长期借款	64	64	64	64
其他	64	64	64	64
负债合计	104	297	371	444
少数股东权益	32	32	32	32
股本	267	267	267	267
资本公积	739	739	739	739
留存收益	271	411	689	1100
归属母公司股东权益	1277	1417	1695	2106
负债和股东权益	1613	1746	2097	2582

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流				
净利润	240	151	287	418
折旧摊销	124	180	278	411
财务费用	84	21	25	29
投资损失	-6	5	5	5
营运资金变动	104	0	0	0
其他	26	-56	-22	-30
投资活动现金流				
资本支出	13	1	1	1
长期投资	-345	48	-100	-70
其他	246	80	100	70
筹资活动现金流				
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	134	0	0	0
其他	-139	0	0	0
现金净增加额	-49	-46	-5	-5

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	865	1230	1632	2210
营业成本	377	471	663	849
营业税金及附加	1	12	17	23
营业费用	104	137	180	244
管理费用	216	279	403	546
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
营业利润	171	233	362	541
营业外收入	12	12	12	12
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	179	240	370	549
所得税	55	60	93	137
净利润	124	180	278	411
少数股东损益	4	0	0	0
归属母公司净利润	120	180	278	411
EBITDA	249	259	393	575
EPS (元)	0.45	0.67	1.04	1.54

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	42.6%	31.6%	43.4%	35.4%
营业利润	38.5%	36.0%	55.8%	49.3%
归属于母公司净利润	30.1%	49.8%	54.0%	48.3%
获利能力				
毛利率	56.4%	58.6%	59.4%	61.6%
净利率	13.9%	15.8%	17.0%	18.6%
ROE	9.4%	12.7%	16.4%	19.5%
ROIC	16.4%	24.9%	34.0%	46.6%
偿债能力				
资产负债率	42.6%	31.6%	43.4%	35.4%
净负债比率	21.04%	21.53%	17.24%	14.41%
流动比率	4.08	4.95	4.66	4.93
速动比率	3.88	4.69	4.38	4.65
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.68	0.85	0.94
应收账款周转率	31	27	28	28
应付账款周转率	3.44	3.07	3.23	3.11
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.67	1.04	1.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	0.57	1.08	1.56
每股净资产(最新摊薄)	4.78	5.31	6.35	7.89
估值比率				
P/E	83.62	55.83	36.25	24.45
P/B	7.88	7.10	5.94	4.78
EV/EBITDA	38	36	24	16

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。

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