

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: 38.00元

当前股价: 21.93元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2392.06
总股本(百万)	427
流通股本(百万)	120
流通市值(亿)	26
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	-9.92	10.69	-0.58
上证综合指数	-8.43	-13.31	-19.84



相关报告

- 《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-业绩超出市场预期，高增长开始发力》2011-8-8

爱尔眼科 300015

强烈推荐

三季报预增符合预期，全年高增长几成定局

公司1-9月净利润预计1.28亿至1.36亿，预增45%-55%，合EPS0.30-0.32元，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。
- 三季度净利润预计为4781-5662万，合EPS0.11-0.13元，一般为各季度之最（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（未来结构可能调整）。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。
 - 根据以上测算，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。
- 高成长仍将延续：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。维持11-13年EPS预测为0.42、0.65、0.96元（按新股本），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	77.87	52.38	33.78	22.80
P/B	7.34	6.62	5.53	4.45
EV/EBITDA	35	34	22	15

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	1161	1448	1903
应收账款	774	925	1108	1450
其它应收款	34	47	67	91
预付账款	47	65	93	126
存货	48	63	90	118
其他	47	62	90	118
其他	30	0	0	0
非流动资产	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	239	150	165	157
资产总计	1613	1753	2115	2611
流动负债	240	242	326	411
短期借款	0	0	0	0
应付账款	136	179	257	337
其他	104	63	68	74
非流动负债	64	64	64	64
长期借款	64	64	64	64
其他	0	0	0	0
负债合计	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
负债和股东权益	1613	1753	2115	2611

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	240	148	288	417
净利润	124	179	277	411
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	-59	-22	-31
其他	13	2	3	3
投资活动现金流	-345	48	-100	-70
资本支出	246	80	100	70
长期投资	0	0	0	0
其他	-99	128	0	0
筹资活动现金流	-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	-44	-46	-5	-5
现金净增加额	-154	151	183	342

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	1191	1710	2328
营业成本	377	494	712	931
营业税金及附加	1	12	18	24
营业费用	104	149	188	256
管理费用	216	298	422	568
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	231	362	540
营业外收入	12	12	12	12
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	179	238	370	548
所得税	55	60	92	137
净利润	124	179	277	411
少数股东损益	4	0	0	0
归属母公司净利润	120	179	277	411
EBITDA	249	257	392	574
EPS（元）	0.45	0.42	0.65	0.96

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	42.6%	37.8%	43.6%	36.1%
营业利润	38.5%	35.0%	56.9%	49.2%
归属于母公司净利润	30.1%	48.7%	55.1%	48.1%
获利能力				
毛利率	56.4%	58.5%	58.4%	60.0%
净利率	13.9%	15.0%	16.2%	17.7%
ROE	9.4%	12.6%	16.4%	19.5%
ROIC	16.4%	24.7%	34.0%	46.5%
偿债能力				
资产负债率	18.9%	17.5%	18.4%	18.2%
净负债比率	21.04%	20.91%	16.42%	13.47%
流动比率	4.08	4.80	4.44	4.63
速动比率	3.88	4.54	4.17	4.34
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.71	0.88	0.99
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
每股指标（元）				
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
估值比率				
P/E	77.87	52.38	33.78	22.80
P/B	7.34	6.62	5.53	4.45
EV/EBITDA	35	34	22	15

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