

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: 28.00元

当前股价: 21.94元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2460.69
总股本(百万)	427
流通股本(百万)	119
流通市值(亿)	26
EPS	0.45
每股净资产(元)	4.78
资产负债率	18.86%

股价表现

相关报告

爱尔眼科-业绩快报点评 2012-02-28

爱尔眼科-与医药行业政策利空无关的优质医疗服务企业 2012-01-18

爱尔眼科-三季报继续符合预期，全年高增长已成定局 2011-10-27

爱尔眼科
300015**强烈推荐**
韶关、益阳爱尔进一步完善三级医院布局

爱尔眼科公告，1800万新建广东韶关爱尔，持股90%；484万收购湖南益阳新欧视眼科，持股100%。

投资要点:

➤ **韶关、益阳爱尔进一步完善了公司的三级医院布点。**

韶关爱尔位于广东、湖南、江西交界处，交通便利，区位优势明显，常住人口283万。预计未来8年年均收入2000万，净利润320万。广州爱尔作为广东地区的二级医院，原有营业面积小，正在谋求新的发展。另有深圳爱尔将于2012年开业。韶关爱尔作为补充可增强公司在广东地区的市场占有率。

益阳新欧视眼科成立不久，益阳离长沙仅一小时车程，常住人口431万。预计未来8年年均收入1030万，净利润70万。至此，爱尔湖南地区已有衡阳、株洲、常德、邵阳、岳阳、郴州、怀化、永州、益阳9家三级医院，还剩湘潭、张家界、娄底、湘西自治州中未布局。

至此，爱尔已经拥有18家三级医院（包括暂未开业的），包括湖南地区9家（如上），湖北地区4家（汉口、宜昌、襄樊、黄石），山东1家（菏泽）、四川1家（南充）、云南1家（个旧）、安徽1家（淮北）、广东1家（韶关）。

➤ **从扩张层面来看，未来医院布点投资规模相对小一些，前期投入也会逐步显现成效。**

爱尔09年上市19家店，10年新增了13家达32家（以二级医院为主），11年新增6家达38家。12年新建韶关、收购益阳爱尔达40家（包括未开业的）。09年-11年上半年的扩张以二级医院为主，投资额较大，2-3年之后盈利。12-14年公司将会争取布完甘肃、福建、浙江、河南、新疆5个省会城市及湖南湖北的三级医院，并在局部探索新的模式。同时也考虑四川等的三级医院及深圳、宁波、大连等经济发达地区的医院布点。相较09-10年投资规模相对小一些，前期投入也逐步进入收获期。

➤ 我们维持一贯观点：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，医院板块是唯一只有利好没有利空政策的子板块，爱尔是医疗服务中的龙头企业。我们预测11-13年业绩0.40、0.59、0.84，维持强烈推荐评级。

风险提示：物业租赁风险；医疗事故风险；准分子受到媒体报道短期影响风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	865	1311	1892	2629
收入同比(%)	43%	52%	44%	39%
归属母公司净利润	120	171	253	361
净利润同比(%)	30%	42%	48%	43%
毛利率(%)	56.4%	55.9%	56.5%	57.2%
ROE(%)	9.4%	12.2%	15.2%	17.8%
每股收益(元)	0.28	0.40	0.59	0.84
P/E	78.30	55.01	37.29	26.12
P/B	7.38	6.69	5.67	4.66
EV/EBITDA	35	34	23	17

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	980	1185	1457	1893
现金	774	916	1072	1363
应收账款	34	51	74	103
其他应收款	47	71	103	143
预付账款	48	73	104	142
存货	47	73	104	142
其他流动资产	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
其他非流动资产	239	150	165	157
资产总计	1613	1777	2124	2601
流动负债	240	273	367	484
短期借款	0	0	0	0
应付账款	136	209	297	406
其他流动负债	104	65	70	77
非流动负债	64	64	64	64
长期借款	64	64	64	64
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	304	337	431	548
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	402	655	1016
归属母公司股东权益	1277	1408	1661	2021
负债和股东权益	1613	1777	2124	2601

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	240	140	261	366
净利润	124	171	253	361
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	-61	-25	-33
其他经营现金流	13	3	3	4
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
其他投资现金流	-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
其他筹资现金流	-44	-46	-5	-5
现金净增加额	-154	142	156	291

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	1311	1892	2629
营业成本	377	578	822	1124
营业税金及附加	1	14	20	27
营业费用	104	161	232	322
管理费用	216	321	467	655
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	230	343	493
营业外收入	12	12	12	12
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	179	238	351	501
所得税	55	67	98	140
净利润	124	171	253	361
少数股东损益	4	0	0	0
归属母公司净利润	120	171	253	361
EBITDA	249	256	373	527
EPS (元)	0.28	0.40	0.59	0.84

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	42.6%	51.5%	44.3%	39.0%
营业利润	38.5%	34.6%	49.1%	43.7%
归属于母公司净利润	30.1%	42.3%	47.5%	42.7%
获利能力				
毛利率	56.4%	55.9%	56.5%	57.2%
净利率	13.9%	13.1%	13.4%	13.7%
ROE	9.4%	12.2%	15.2%	17.8%
ROIC	16.4%	23.6%	30.8%	40.6%
偿债能力				
资产负债率	18.9%	19.0%	20.3%	21.1%
净负债比率	21.04	18.96%	14.83	11.69%
流动比率	4.08	4.33	3.96	3.91
速动比率	3.88	4.07	3.68	3.62
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.77	0.97	1.11
应收账款周转率	31	29	28	28
应付账款周转率	3.44	3.35	3.25	3.19
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.28	0.40	0.59	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.33	0.61	0.86
每股净资产(最新摊薄)	2.99	3.30	3.89	4.73
估值比率				
P/E	78.30	55.01	37.29	26.12
P/B	7.38	6.69	5.67	4.66
EV/EBITDA	35	34	23	17

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药股研究。

免责条款

本报告由中国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.china-invs.cn>

深圳市

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

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

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