



买入

13% ↑

目标价格: 人民币 23.80

300015.SZ 原目标价格: 人民币 26.00

股价: 人民币 21.05

目标价格基础: 42 倍 2012 年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 受台湾医师封刀事件影响, 准分子业务增速回落, 但量价齐升趋势不变, 事件影响有望逐步淡化。
- 1 季度新增三家医院, 2012 全年扩张顺利启动。

主要催化剂/事件

- 2 季度准分子手术量增速回升。
- 新增连锁医院业绩超预期。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(12)	(3)	(0)	(5)
相对新华富时 A50 指数	(24)	(6)	(3)	11
发行股数 (百万)	427			
流通股 (%)	28			
流通股市值 (人民币 百万)	2,519			
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	41			
净负债比率 (%) (2012E)	净现金			
主要股东 (%)				
湖南爱尔医疗投资有限公司	44.94			

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 4 月 20 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药: 医疗服务

王军

(8621) 2032 8310

jun.wang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

*寇嘉辉为本报告重大贡献者

爱尔眼科

准分子业务增速回落, 全年扩张启动顺利

公司 2012 年 1 季度实现营收 3.55 亿元, 同比增长 36.05%; 归属上市公司净利润 4,759 万元, 同比增长 30.67%, 实现每股收益 0.11 元; 略低于我们此前预期, 主要原因是受台湾医师封刀事件影响, 准分子业务增速回落约 10%, 同时股权激励费用摊销也压低了净利润增速。同期公司扩张开始启动, 先后收购成都眼科医院 51% 的股权, 联合投资新建韶关爱尔, 受让益阳新欧视眼科医院 100% 股权等, 我们预计今年将新增 5-8 家连锁医院。我们认为台湾医师封刀事件属于短期波动因素, 其影响将逐步淡化; 2012-2013 年公司主要手术业务量价提升趋势不变, 新增连锁医院启动顺利, 同时建院高峰时所建医院逐步进入盈利周期, 公司中长期增长较为确定。我们小幅下调目标价至 23.80 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 准分子手术业务量价齐升趋势不变: 受台湾封刀事件影响, 1 季度准分子手术业务增速回落约 10%, 但仍保持约 26% 的速度增长; 同时考虑到飞秒激光手术替代及公司拥有较强的定价权, 准分子业务量价齐升趋势不变。
- 台湾医师封刀事件负面影响未来将逐步淡化; 同时 2、3 季度入伍参军的近视治疗需求将启动, 也会逐渐稀释事件影响。

评级面临的主要风险

- 公司高速扩张中新成立连锁医院服务水平下降。
- 行业竞争日益激烈, 提升恶性竞争及爆发公关危机的风险。

估值

- 我们略微下调公司 2012-2014 年每股盈利预测至 0.57 元、0.81 元、1.14 元, 公司 2011-2014 年复合增长率约为 42%, 根据 1 倍 PEG 水平, 给予公司 2012 年 42 倍市盈率, 将公司目标价由 26.00 元下调至 23.80 元, 维持买入评级不变。

投资摘要

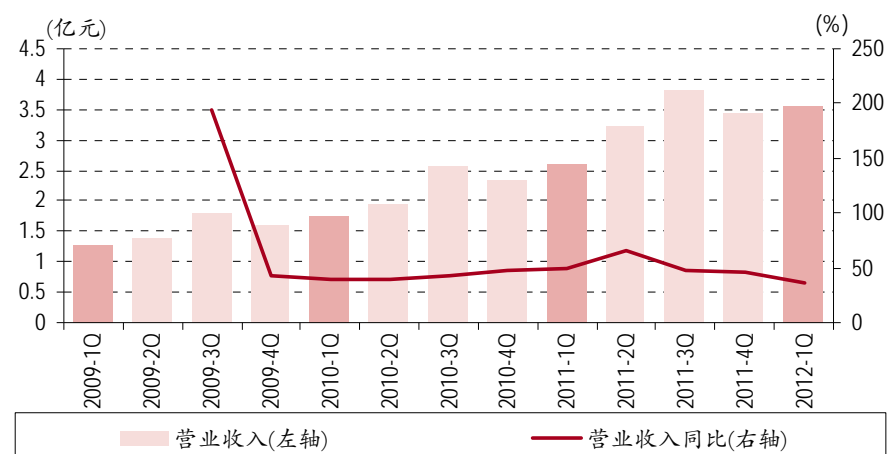
年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入 (人民币 百万)	865	1,311	1,753	2,356	3,132
变动 (%)	43	52	34	34	33
净利润 (人民币 百万)	120	172	242	345	487
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.282	0.402	0.566	0.806	1.140
变动 (%)	30	43	41	42	41
先前预测每股收益 (人民币)			0.604	0.852	1.183
调整幅度 (%)			(6)	(5)	(4)
全面摊薄市盈率 (倍)	74.7	52.3	37.2	26.1	18.5
每股现金流量 (人民币)	0.562	0.602	0.605	0.889	1.264
价格/每股现金流量 (倍)	37.5	35.0	34.8	23.7	16.7
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	37.4	27.1	21.1	15.3	10.9
每股股息 (人民币)	0.350	0.150	0.170	0.242	0.342
股息率 (%)	0.7	0.7	0.8	1.1	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

高增长延续，利润增速低于预期

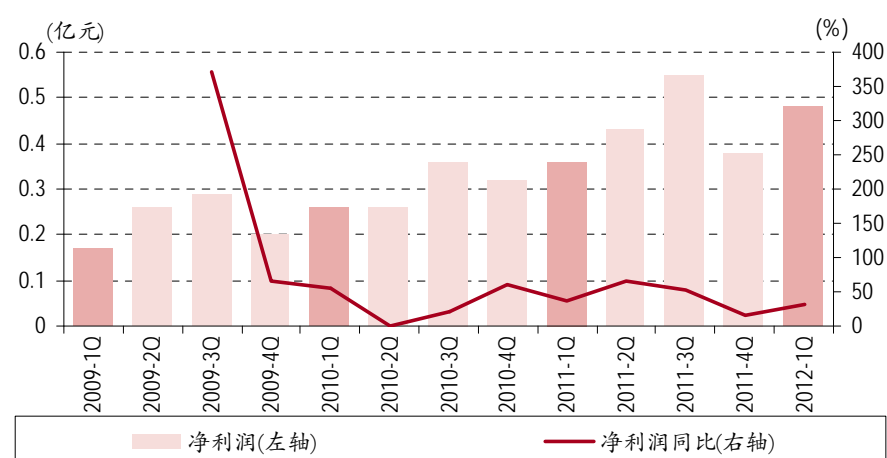
公司 2012 年 1 季度实现营收 3.55 亿元，同比增长 36.05%；归属上市公司净利润 4,759 万元，同比增长 30.67%，实现每股收益 0.11 元。此前公司针对 1 季度的业绩预测公告是净利润同比增长 30-45%，实际业绩为公告下限值，低于市场与我们此前的预期。

图表 1. 爱尔眼科最近三年营业收入及增长分季度列示



资料来源：公司数据

图表 2. 爱尔眼科最近三年净利润及增长分季度列示



资料来源：公司数据

公司 1 季度经营性现金流为 5,169 万元，高于当期净利润，公司财务健康。

台湾医师封刀事件影响准分子业务业绩增速，完全恢复还需等待

此前国内媒体报道的台湾医师封刀事件，以及对准分子手术风险的渲染对公司准分子业务造成负面影响，这是公司利润增速低于预期的主要原因。2011 年该项业务占公司总收入的 34%，毛利的 43%。我们预计该事件后公司准分子业务增速回落 10%，主要原因是事件发酵后潜在消费者消费恐慌带来手术量增速回落（飞秒激光替代普通 LASIK 引发的手术单价提升仍符合预期）。事件发生后，公司采取一系列措施，同时准分子手术的安全性也得到了国内外专家（包括此前公开宣布封刀的台湾医师）的进一步确认，我们判断该事件的负面影响将逐步淡化，但准分子手术的潜在消费者心理的完全恢复仍需一段时间。

每年的 2、3 季度是入伍参军群体近视治疗的高峰期，该群体消费具有一定刚性，我们判断 2、3 季度手术量增速回落将被稀释。

股权激励费用摊销是利润增速低于预期的另一原因

公司于 2010 年出台股权激励计划，并于 2011 年 5 月做了调整。调整后 2012 年需要摊销费用 1,480.19 万元，预计 1 季度摊销 370 万元；而 2011 年同期没有该项费用摊销。扣除这部分因素影响，公司 2012 年 1 季度归属上市公司净利润同比增长接近 40%。

图表 3. 爱尔眼科股权激励费用摊销情况

总摊销费 用(万元)	2011 年摊 销费用	2012 年摊 销费用	2013 年摊 销费用	2014 年摊 销费用	2015 年摊 销费用	2016 年摊 销费用	2017 年摊 销费用
4,694.06	1,182.90	1,480.19	869.97	567.46	353.62	187.76	52.16

资料来源：公司数据

财务科目发生重大变化，公司盈利能力稳定

公司一季报公告财务科目发生重大变化：此前房租费及经营租入房屋装修费摊销计入管理费用变更，2012 年起按经营和管理部门使用房屋的面积，对房租费及经营租入房屋装修费进行分摊，分别计入管理费用、主营成本核算。这对公司各项主要业务毛利率及管理费用产生直接影响。财务科目变化导致毛利率与费用率同期数据失去可比性。

图表 4. 爱尔眼科财务科目调整对毛利率的影响（以 2011 年业绩为例）

项目	2011 年调整前			2011 年调整后		
	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入	营业成本	毛利率(%)
医疗服务	97,304.93	39,936.88	58.96	97,304.93	48,129.92	50.54
准分子业务	43,935.46	12,507.20	71.53	43,935.46	16,206.55	63.11
白内障	23,593.47	12,370.69	47.57	23,593.47	14,357.25	39.15
眼前段手术	7,769.52	5,736.48	26.17	7,769.52	6,390.68	17.75
眼后段手术	6,213.62	3,847.16	38.09	6,213.62	4,370.34	29.67
检查治疗	15,792.86	5,475.34	65.33	15,792.86	6,805.09	56.91
药品销售	14,408.28	10,510.77	27.05	14,408.28	10,510.77	27.05
视光服务	19,330.83	8,093.72	58.13	19,330.83	9,721.37	49.71
合计	131,044.04	58,541.37	55.33	131,044.04	68,362.05	47.83

资料来源：公司数据

图表 5. 爱尔眼科财务科目调整对管理费用的影响（以 2011 年业绩为例）

项目	2011 年调整前	2011 年调整后
管理费用-房租费	6,634.42	401.19
管理费用-折旧与长期待摊费摊销	4,937.34	1,349.88

资料来源：公司数据

1 季度公司毛利率为 46.05%，同比下降约 10 个百分点；同期销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 9.52%、17.54%和-0.01%，同比分别下降 2.87%、6.12%和 0.14%，三项费用率合计减少 9.13%；我们认为公司盈利能力基本维持稳定。

2012 年连锁医院扩张启动顺利

1 季度公司扩张开始启动，先后收购成都康桥眼科医院 51% 的股权，联合投资新建韶关爱尔，受让益阳新欧视眼科医院 100% 股权等。成都康桥眼科医院为二级医院，去年收入在 5,000 万以上，在渠道方面有一定资源且在当地有一定品牌影响力，我们预计收购康桥眼科能够对现有成都爱尔眼科医院形成有效补充，有利于加速挖掘成都地区的庞大市场；受让益阳新欧视体现出公司持续强化中南地区地级市布局的战略意图，投资新建韶关爱尔有利于加强公司在华南区域的市场覆盖面和行业地位。

我们预计今年将新增 5-8 家连锁医院，预计包括 2-3 家二级医院和 3-5 家三级医院。深圳爱尔、兰州爱尔等都将成为今年公司扩张的重要看点。

风险因素

公司高速扩张中新成立连锁医院服务水平下降。

行业竞争日益激烈，提升恶性竞争及引发公共关系危机风险。

下调盈利预测，维持买入评级

我们略微下调公司 2012-2014 年每股盈利预测至 0.57 元、0.81 元、1.14 元，公司 2011-2014 年复合增长率约为 42%，根据 1 倍 PEG 水平，给予公司 2012 年 42 倍市盈率，下调公司目标价至 23.80 元，维持**买入**评级不变。

图表 6. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2011 年 1 季度	2012 年 1 季度	同比变动%
营业收入	260.6	354.6	36.1
营业成本	(114.3)	(191.3)	67.3
营业税	(0.1)	(0.3)	123.5
毛利润	146.1	163.0	11.6
销售费用	(32.3)	(33.8)	4.6
管理费用	(61.7)	(62.2)	0.1
营业利润	52.1	67.0	28.6
资产减值损失	0.4	0.6	46.0
投资收益	0.0	0.0	
财务费用	0.3	(0.0)	
营业外收入	1.1	2.0	(90.8)
营业外支出	(1.7)	(1.7)	0.1
税前利润	50.7	66.8	31.6
所得税	(13.6)	(18.6)	36.8
少数股东权益	(0.7)	(0.5)	(24.3)
归属上市公司股东净利润	36.4	47.6	30.7

主要比率(%)

毛利率	56.1	46.1
经营利润率	20.0	18.9
净利率	14.0	13.4

资料来源：公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	865	1,311	1,753	2,356	3,132
销售成本	(377)	(585)	(910)	(1,225)	(1,628)
经营费用	(265)	(412)	(437)	(576)	(751)
经营利润(息税前利润)	223	313	406	556	753
折旧及摊销	(56)	(76)	(72)	(85)	(96)
息税折旧前利润	166	237	333	470	656
净利息收入/(费用)	6	11	6	5	7
其他收益/(损失)	6	(8)	(5)	(5)	(5)
税前利润	179	240	334	471	658
所得税	(55)	(68)	(92)	(126)	(171)
少数股东权益	(4)	0	0	0	0
净利润	120	172	242	345	487
核心净利润	114	174	245	348	490
每股收益(人民币)	0.28	0.40	0.57	0.81	1.14
核心每股收益(人民币)	0.27	0.41	0.57	0.81	1.15
每股股息(人民币)	0.15	0.15	0.17	0.24	0.34
收入增长(%)	43	52	34	34	33
息税前利润增长(%)	29	43	41	41	40
息税折旧前利润增长(%)	32	41	29	37	35
每股收益增长(%)	30	43	41	42	41
核心每股收益增长(%)	24	52	41	42	41

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	179	240	334	471	658
折旧与摊销	56	76	72	85	96
净利息费用	(6)	(11)	(6)	(5)	(7)
运营资本变动	53	(12)	(53)	(47)	(39)
税金	(55)	(68)	(92)	(126)	(171)
其他经营现金流	12	33	2	2	3
经营活动产生的现金流	240	257	258	380	540
购买固定资产净值	(246)	(261)	(271)	(225)	(170)
投资减少/增加	0	1	0	0	0
其他投资现金流	(99)	(99)	(13)	(14)	(16)
投资活动产生的现金流	(345)	(359)	(284)	(239)	(186)
净增权益	11	7	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(47)	(40)	(64)	(73)	(103)
其他融资现金流	(106)	(97)	(122)	(140)	(200)
融资活动产生的现金流	(49)	(50)	(58)	(67)	(97)
现金变动	(154)	(151)	(84)	73	258
期初现金	922	768	617	533	606
公司自由现金流	(105)	(101)	(16)	150	365
权益自由现金流	(109)	(105)	(20)	146	361

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	768	617	533	606	864
应收帐款	81	71	103	146	205
库存	47	78	116	162	223
其他流动资产	84	106	125	150	187
流动资产总计	980	872	877	1,065	1,479
固定资产	402	518	705	839	911
无形资产	100	146	168	186	200
其他长期资产	131	186	209	229	252
长期资产总计	633	850	1,082	1,254	1,363
总资产	1,613	1,722	1,960	2,319	2,842
应付帐款	161	161	202	254	320
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	79	82	100	135	209
流动负债总计	240	242	302	390	529
长期借款	64	64	64	64	64
其他长期负债	0	2	2	2	2
股本	267	427	427	427	427
储备	1,010	940	1,118	1,390	1,774
股东权益	1,277	1,368	1,546	1,817	2,201
少数股东权益	32	46	46	46	46
总负债及权益	1,613	1,722	1,960	2,319	2,842
每股帐面价值(人民币)	4.8	3.2	3.6	4.3	5.2
每股有形资产(人民币)	4.4	2.9	3.2	3.8	4.7
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.6)	(1.3)	(1.1)	(1.3)	(1.9)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	25.8	23.9	23.1	23.6	24.0
息税前利润率(%)	19.2	18.1	19.0	20.0	21.0
税前利润率(%)	20.7	18.3	19.1	20.0	21.0
净利率(%)	13.9	13.1	13.8	14.6	15.5
流动性					
流动比率(倍)	4.1	3.6	2.9	2.7	2.8
利息覆盖率(倍)	33.5	39.8	55.9	74.3	97.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.9	3.3	2.5	2.3	2.4
估值					
市盈率(倍)	74.7	52.3	37.2	26.1	18.5
心业务市盈率(倍)	78.8	51.7	36.6	25.8	18.3
目标价对应核心业务市					
盈率(倍)	89.1	58.4	41.4	29.2	20.7
市净率(倍)	4.4	6.6	5.8	4.9	4.1
价格/现金流(倍)	37.5	35.0	34.8	23.7	16.7
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	37.4	27.1	21.1	15.3	10.9
周转率					
存货周转天数	36.5	39.0	39.0	41.5	43.2
应收帐款周转天数	24.4	21.1	18.1	19.3	20.5
应付帐款周转天数	49.3	42.5	37.6	35.0	33.0
回报率					
股息支付率(%)	33.3	37.3	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	9.7	13.0	16.61	20.49	24.24
资产收益率(%)	8.2	10.3	13.1	16.1	18.9
已运用资本收益率(%)	13.3	17.8	22.0	26.9	31.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有无修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371