

医疗服务

署名人: 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 余文心

S09600512080012

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6-12 个月目标价: 28.00 元

当前股价: 16.67 元

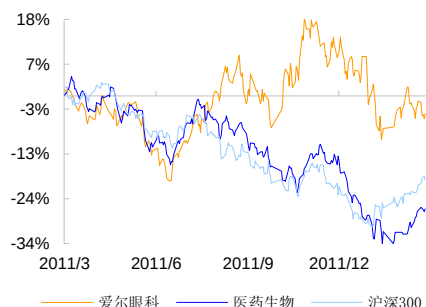
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2066.21
总股本(百万)	427
流通股本(百万)	129
流通市值(亿)	19
EPS	0.40
每股净资产(元)	3.20
资产负债率	17.92%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
爱尔眼科	-1.09	-18.40	-19.06
医药生物	2.13	-2.06	8.26
沪深 300 指数	1.71	-4.75	-14.40



相关报告

爱尔眼科-新一期股权激励有利于公司的长远发展 2012-10-19

爱尔眼科-新建深圳、湘潭爱尔, 全国布点如期进行 2012-07-26

爱尔眼科-准分子风波对短期业绩有影响, 恢复须待时日, 中长期确定性强

爱尔眼科

300015

强烈推荐

业绩基本符合预期, 明年将恢复增长, 利润逐步释放

爱尔眼科发布三季报: 1-9 月营业收入 12.19 亿元, 同比增长 26.14%; 实现归属上市公司股东净利润 1.48 亿元, 同比增长 10.21%, 合 EPS 0.35 元。其中三季度单季度收入增长 24.46%, 归属上市公司股东净利润同比增长 3.59%, 业绩基本符合预期。

投资要点:

- **收入和利润增速逐步恢复:** 封刀门事件发生在 2 月 14 日, 公司 2 季度、3 季度单季收入增速分别为 20.15%、24.46%; 营业利润增速分别为 -18.89%、-2.5%, 季度数据不断好转。
- **封刀门事件对准分子手术的影响是业绩增速缓的主要原因。** 据我们逐月跟踪的数据, 3、4 月份公司准分子业务受到较大影响, 5 月正慢慢消除, 手术量恢复到去年同期的 80-85% 之间, 金额与去年持平 (飞秒激光的比例提升所致)。6 月份保持了 5 月份的恢复趋势。7 月准分子手术 7100 台, 是去年同期的 90%; 8、9 月份的数据也均为同期 85-90% 左右。我们认为民众心理恢复需一段时间, 未来将会出现恢复性增长。另外, 白内障增长和配镜业务都保持了 40% 以上的高增长。公司在视光学、眼整形等领域有明确规划, 未来会成为另一业绩增长极。
- **未来扩张计划逐步减缓, 利润有望逐步释放。** 今年以来公司新建了兰州、永州、宜昌、韶关、深圳、湘潭爱尔, 扩建了南充麦格、收购了益阳新欧视和成都康桥眼科医院 51% 的股权, 目前 44 家医院还剩深圳未开业。未来公司将会逐步控制扩张节奏, 主要精力放在现有医院的经营上。
- **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。** 爱尔作为民营资本进入医疗服务行业的优秀代表, 虽然短期增长压力大估值高, 但我们看好准分子风波消除后的发展, 预测 12-14 年业绩 0.48、0.65、0.93 元, 对应 PE 40、28、20 倍。

风险提示: 新医院开业盈利时间变长。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1311	1683	2339	3205
收入同比(%)	52%	28%	39%	37%
归属母公司净利润	172	187	249	346
净利润同比(%)	43%	9%	33%	39%
毛利率(%)	55.3%	52.9%	52.6%	52.6%
ROE(%)	12.6%	12.5%	14.3%	16.6%
每股收益(元)	0.40	0.44	0.58	0.81
P/E	40.77	37.49	28.10	20.24
P/B	5.13	4.70	4.03	3.36
EV/EBITDA	19	18	14	11

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	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	872	1163	1496	1993
现金	636	904	1133	1497
应收账款	49	63	88	120
其他应收款	21	27	38	52
预付账款	46	62	87	120
存货	78	106	149	203
其他流动资产	41	0	0	0
非流动资产	850	703	706	666
长期投资	0	0	0	0
固定资产	505	492	481	450
无形资产	15	15	15	15
其他非流动资产	329	195	209	202
资产总计	1722	1866	2202	2659
流动负债	242	266	352	463
短期借款	0	0	0	0
应付账款	151	205	286	391
其他流动负债	91	61	66	72
非流动负债	66	64	64	64
长期借款	64	64	64	64
其他非流动负债	2	0	0	0
负债合计	309	330	416	527
少数股东权益	46	46	46	46
股本	427	427	427	427
资本公积	537	537	537	537
留存收益	403	526	775	1122
归属母公司股东权益	1368	1490	1740	2086
负债和股东权益	1722	1866	2202	2659

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	257	237	335	439
净利润	172	187	249	346
折旧摊销	110	85	97	110
财务费用	-11	5	5	5
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-42	-42	-19	-26
其他经营现金流	28	2	3	4
投资活动现金流	-359	100	-100	-70
资本支出	261	80	100	70
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-98	180	0	0
筹资活动现金流	-50	-70	-5	-5
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	160	0	0	0
资本公积增加	-201	0	0	0
其他筹资现金流	-8	-70	-5	-5
现金净增加额	-151	268	230	364

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	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1311	1683	2339	3205
营业成本	585	794	1110	1518
营业税金及附加	1	1	2	2
营业费用	161	206	289	393
管理费用	326	409	579	798
财务费用	-11	5	5	5
资产减值损失	6	6	6	6
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	242	262	349	483
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	240	260	346	481
所得税	68	73	97	135
净利润	172	187	249	346
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	172	187	249	346
EBITDA	341	352	451	598
EPS（元）	0.40	0.44	0.58	0.81

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	51.5%	28.4%	39.0%	37.0%
营业利润	41.7%	8.2%	33.1%	38.6%
归属于母公司净利润	42.9%	8.8%	33.4%	38.8%
获利能力				
毛利率	55.3%	52.9%	52.6%	52.6%
净利率	13.1%	11.1%	10.7%	10.8%
ROE	12.6%	12.5%	14.3%	16.6%
ROIC	17.1%	22.1%	28.6%	40.3%
偿债能力				
资产负债率	17.9%	17.7%	18.9%	19.8%
净负债比率	20.74	19.41%	15.39	12.13%
流动比率	3.60	4.38	4.25	4.30
速动比率	3.27	3.98	3.83	3.86
营运能力				
总资产周转率	0.79	0.94	1.15	1.32
应收账款周转率	30	28	29	29
应付账款周转率	4.08	4.47	4.52	4.48
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.44	0.58	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.55	0.78	1.03
每股净资产(最新摊薄)	3.20	3.49	4.07	4.88
估值比率				
P/E	40.77	37.49	28.10	20.24
P/B	5.13	4.70	4.03	3.36
EV/EBITDA	19	18	14	11

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 年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。

免责声明

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，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，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，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。该研究报告谢绝媒体转载。

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	北京市	上海市
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434