

医疗服务
署名人: 余文心

S0960512080012

0755-82026922

yuwenxin@china-invs.cn

署名人: 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@china-invs.cn

爱尔眼科
300015
强烈推荐
基本面见底，准分子手术量逐步恢复，向上趋势确定

爱尔眼科作为医疗服务的优质龙头公司，12 年业绩受台湾准分子手术封刀门的影响，净利润约 1.82 亿，同比增长 5-10%。

三年来我们一直对公司保持密切跟踪，并走访下属多家医院。我们认为，公司基本面已见底，准分子手术量逐步恢复，值得长期持有。

投资要点:

➢ 从各条线业务来看，准分子逐步恢复，白内障有望保持高增长。

1、11 年准分子手术收入 4.4 亿，例数约 5.44 万例，均价为 8053 元，12 年我们预计收入持平，例数为 5.2 万例，下滑约 5%，均价约 8500 元，主要原因是飞秒激光比例提升所致（目前占比达到 50%，预计未来可达到 70-80%）。从单月数据来看，12 年 3-5 月收到较大影响，之后逐步恢复，13 年 1 月同比恢复良好。我们预计 13 年量增长 15%-20% 左右，价格提升 5%，整体收入增长 20% 左右。

2、11 年白内障手术收入 2.4 亿，例数约 5.78 万例，均价为 4076 元，12 年我们预计收入 3.3 亿，增长 38%，例数约 8 万例，均价持平。我们预计 13 年总体收入增长 25%-30%。

3、视光配镜业务:随着屈光不正的低龄化和人们对医学验光配镜重视程度的提高，将保持高速增长。其它占比小的业务如眼前景、眼后段快速增长符合预期。

第二，从新店经营情况来看，13 年新店亏损将减少。

2009 年上市时公司 19 家店，目前新建+收购 44 家店，受封刀门事件影响，部分正常情况下应实现盈利的医院 12 年仍然亏损，医院 12 年有约 20 家店报表亏损，额度达到 1 亿元，对 12 年业绩影响较大。我们预计 13 年新开店亏损能控制在 5000-6000 万左右，主要原因是：A.上海纳入医保增长加快；B.主要店面准分子手术的恢复和其它业务的增长；C.13 年深圳、汉口店开业所需费用要小于 12 年 6 家店开业。

➢ 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，公司正在逐步走出准分子风波，基本面已经见底，向上趋势确立。我们给予 12-14 年业绩 0.43、0.58、0.82 元，13 年增长 25-40% 之间，对应目前 PE45、33、23 倍，维持强烈推荐的投资评级。详情请参考历年 20 篇爱尔眼科深度+点评报告。

风险提示：新店收入慢于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1311	1709	2390	3247
收入同比(%)	52%	30%	40%	36%
归属母公司净利润	172	182	246	350
净利润同比(%)	43%	6%	35%	42%
毛利率(%)	55.3%	52.1%	51.5%	51.0%
ROE(%)	12.6%	12.2%	14.2%	16.8%
每股收益(元)	0.40	0.43	0.58	0.82
P/E	48.50	45.92	33.92	23.80
P/B	6.10	5.62	4.82	4.01
EV/EBITDA	23	23	18	13

资料来源：中投证券研究所

6-12 个月目标价: 26.00 元

当前股价: 19.52 元

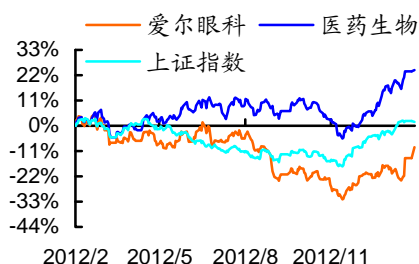
评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2421.56
总股本(百万)	433
流通股本(百万)	340
流通市值(亿)	66
EPS	0.34
每股净资产(元)	3.38
资产负债率	19.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
爱尔眼科	9.72%	17.95%	-4.03%
医药生物	6.15%	20.54%	14.52%
上证指数	4.51%	20.19%	14.50%


相关报告

《爱尔眼科-大股东增持彰显公司信心》
2012-12-7

《爱尔眼科-业绩基本符合预期,明年将恢复增长,利润逐步释放》2012-10-26

《爱尔眼科-新一期股权激励有利于公司的长远发展》2012-10-17

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	872	1164	1500	2007	营业收入	1311	1709	2390	3247
现金	636	898	1124	1494	营业成本	585	819	1160	1590
应收账款	49	64	90	122	营业税金及附加	1	1	2	2
其它应收款	21	28	39	53	营业费用	161	210	295	376
预付账款	46	64	91	125	管理费用	326	414	578	779
存货	78	110	155	213	财务费用	-11	5	5	5
其他	41	0	0	0	资产减值损失	6	6	6	6
非流动资产	850	703	706	666	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	505	492	481	450	营业利润	242	255	344	489
无形资产	15	15	15	15	营业外收入	3	3	3	3
其他	329	195	209	202	营业外支出	6	6	6	6
资产总计	1722	1867	2206	2673	利润总额	240	252	341	487
流动负债	242	272	365	482	所得税	68	71	96	136
短期借款	0	0	0	0	净利润	172	182	246	350
应付账款	151	211	299	410	少数股东损益	-0	0	0	0
其他	91	61	66	72	归属母公司净利润	172	182	246	350
非流动负债	66	64	64	64	EBITDA	341	344	446	604
长期借款	64	64	64	64	EPS (元)	0.40	0.43	0.58	0.82
其他	2	0	0	-0	主要财务比率				
负债合计	309	336	429	546	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	46	46	46	46	成长能力				
股本	427	427	427	427	营业收入	51.5%	30.4%	39.8%	35.9%
资本公积	537	537	537	537	营业利润	41.7%	5.1%	35.1%	42.2%
留存收益	403	521	766	1117	归属于母公司净利润	42.9%	5.6%	35.4%	42.5%
归属母公司股东权益	1368	1485	1731	2081	获利能力				
负债和股东权益	1722	1867	2206	2673	毛利率	55.3%	52.1%	51.5%	51.0%
现金流量表					净利率	13.1%	10.6%	10.3%	10.8%
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	ROE	12.6%	12.2%	14.2%	16.8%
经营活动现金流	257	231	331	444	ROIC	17.1%	21.5%	28.2%	40.8%
净利润	172	182	246	350	偿债能力				
折旧摊销	110	85	97	110	资产负债率	17.9%	18.0%	19.5%	20.4%
财务费用	-11	5	5	5	净负债比率	20.74	19.02%	14.91	11.72%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	3.60	4.27	4.11	4.16
营运资金变动	-42	-42	-19	-24	速动比率	3.27	3.87	3.68	3.72
其它	28	2	3	4	营运能力				
投资活动现金流	-359	100	-100	-70	总资产周转率	0.79	0.95	1.17	1.33
资本支出	261	80	100	70	应收账款周转率	30	29	29	29
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	4.08	4.52	4.55	4.49
其他	-98	180	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-50	-70	-5	-5	每股收益(最新摊薄)	0.40	0.43	0.58	0.82
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.54	0.78	1.04
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.20	3.48	4.05	4.87
普通股增加	160	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-201	0	0	0	P/E	48.50	45.92	33.92	23.80
其他	-8	-70	-5	-5	P/B	6.10	5.62	4.82	4.01
现金净增加额	-151	262	226	369	EV/EBITDA	23	23	18	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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 $\pm 10\%$ 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——2012 年连续 6 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，2012 年获第 1 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，10 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，负责中药研究；

余文心，医药行业分析师，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，负责医疗器械及部分中药股研究。

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

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