

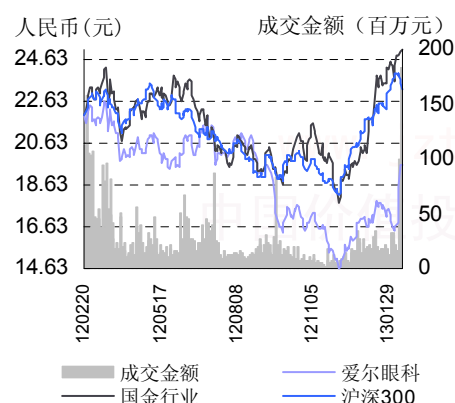
爱尔眼科 (300015.SZ) 保健产品及服务行业

评级: 增持 维持评级
公司研究

市价(人民币): 19.55 元

长期竞争力评级: 高于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	340.45
总市值(百万元)	84.58
年内股价最高最低(元)	22.60/14.63
沪深 300 指数	2685.61


相关报告

1. 《三季度环比复苏, 准分子正在恢复中;》, 2012.10.26
2. 《准分子影响较大, 其他业务持续增长;》, 2012.8.21
3. 《新建两家医院, 连锁网络稳步拓展;》, 2012.7.27

叶苏

 联系人
(8621)60753906
yesu@gjzq.com.cn

李敬雷

 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺

 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项 目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.451	0.402	0.427	0.570	0.788
每股净资产(元)	4.78	3.20	3.63	4.21	5.00
每股经营性现金流(元)	0.90	0.60	0.90	1.12	1.36
市盈率(倍)	98.18	61.99	45.65	34.19	24.73
行业优化市盈率(倍)	38.33	22.01	26.01	26.01	26.01
净利润增长率(%)	30.08%	42.90%	6.13%	35.22%	38.24%
净资产收益率(%)	9.42%	12.57%	11.77%	13.73%	15.95%
总股本(百万股)	267.00	427.20	427.20	432.65	432.65

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 这是一篇公司更新报告。市场目前比较关注准分子手术的恢复情况, 我们前期对公司近况进行了更新, 结论如下:
- “封刀门”事件的影响正在消除, 准分子激光手术量增长环比恢复显著: 2012 年 2 月媒体报道的“封刀门”事件对准分子激光手术的市场需求、消费者心理形成暂时搁浅, 手术量增速明显放缓。虽然争议犹在, 但准分子仍然是目前治疗近视最好的手术方法之一, 公司去年四季度以来手术量环比恢复显著。虽然 1 月份同比仍下降, 但从基数角度考虑预计 2013 年将实现较快的同比增长;
- 今年地市级医院的网络布局依然是公司的工作重点, 费用继续投入: 公司目前运营的连锁医院 44 家, 两湖地区的三级连锁体系日益成熟, 未来仍需将连锁医院覆盖到更多的省市, 最终完成全国省会城市的网络全覆盖;
- 医学配镜业务将扶植成为公司的另一主导业务: 医学配镜业务曾经是做医疗服务的配套项目, 收入占比多年维持 15% 左右; 公司努力进行市场教育以区分医学配镜和普通配镜, 宣导医学配镜对于视力保护的重要性, 未来将积极扩充视光配镜的品类, 试点社区视光门诊部, 将医学配镜发展成为公司的另一主导业务之一;
- 白内障手术成长性继续看好: 我国白内障复明手术率仅为发达国家的十分之一, 从民生角度出发, 政策对于白内障手术的保障力度在逐步加大, 医保报销比例也在提升。白内障领域的增长潜力仍然看好, 手术需求旺盛。

投资建议

- 在专科医疗连锁大市场中, 民营眼科医院有着先天良好的发展基因。公司内生与外延扩张的发展路径清晰, 龙头地位无可撼动, 目前还处于投入期, 过半医院尚未实现盈利, 随着全国网络布局的完善和先期医院培育成熟, “封刀门”事件影响散去之后, 业绩增长有望提速。

估值

- 我们预测公司 2012-2014 年 EPS0.427 元、0.570 元和 0.788 元, 同比增长 6%、35% 和 38%。目前动态 PE35 倍, 从价值角度维持“增持”评级。

风险

- “封刀门”事件影响持续, 准分子手术恢复缓慢。

内容目录

“封刀门”影响渐渐消散，准分子手术市场需求大	3
准分子手术量环比回升显著	3
我国是近视第一大国，准分子激光手术市场需求大	3
美国眼科行业高度发达，准分子激光手术量大	4
白内障手术成长性继续看好	5
医学配镜业务将是公司未来的主导业务之一	6
先发优势强者恒强，地市级医院的连锁扩张继续进行	7
投资建议与盈利预测	8
附录：三张报表预测摘要	10

图表目录

图表 1：爱尔准分子手术量	4
图表 2：爱尔准分子手术单价逐年提升	4
图表 3：北美地区激光矫正手术	4
图表 4：世界人口大国 2006 年白内障复明手术比较	5
图表 5：亚洲各国 2006 年白内障复明手术比较	5
图表 6：2011 年卫生部白内障复明手术各省信息	6
图表 7：公司白内障手术销售收入（万元）	6
图表 8：公司各业务板块收入占比	7
图表 9：公司视光配镜业务历年收入	7
图表 10：盈利预测	9

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

“封刀门”影响渐渐消散，准分子手术市场需求大

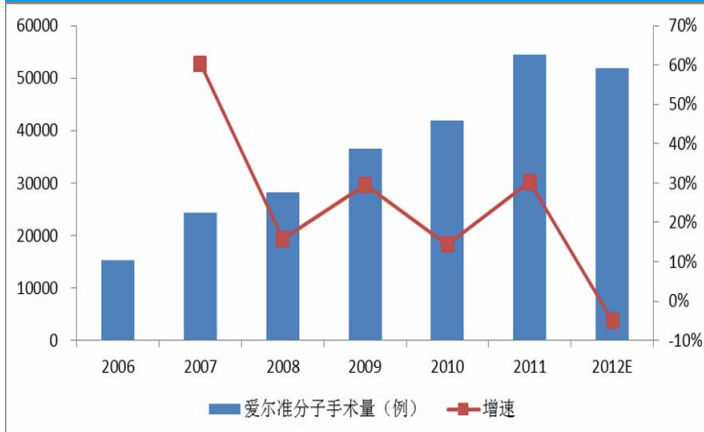
准分子手术量环比回升显著

- 2012 年 2 月媒体报道的“台湾封刀”事件，焦点集中在准分子手术后遗症上，对消费者心理造成影响，导致部分消费者犹豫或者推迟手术，2012 年全年公司收入和利润增速明显放缓，准分子手术量基本与 2011 年持平。
- 公司积极应对媒体的负面报道，借助权威学术机构和学者发声，验证手术的安全性，并针对后遗症的报道，推广终生术后管理服务等增值服务，消除患者对于后遗症的顾虑，增强患者的消费粘性。
- 准分子激光手术矫正视力的学术争论实际上从手术批准开始一直处于争论中，并且也不断的改进手术方法和设备，当前的飞秒激光技术已经和 10 年前的设备有了飞跃的进步。“封刀门”事件时隔一年，学术定论未停止，但准分子手术仍然是目前矫正近视最好的方法之一。
- 手术发展近 20 年来，全球数千万患者通过准分子激光手术摘掉眼镜提高视力，并已经证明激光手术效果稳定可靠，并未发生过严重的后遗症。
 - 2008 年美国国际眼科年会的报告显示，全世界准分子手术术后患者满意率为 98.82%，高居所有手术之首，大量的手术样本证明手术的安全性。而封刀门事件中所提及的患者后遗症问题，可能跟早期的设备和技术有关，在近几年设备和手术技术的改进过程中，安全性已经比 90 年代高出很多。
- 随着消费者对于媒体报道的遗忘，后遗症对消费者心理的影响正在渐渐散去，从去年底开始，公司的准分子手术量已经呈现显著回升。
 - 我们援引发表于 2005 年《眼视光学杂志》上对 443 个准分子激光手术患者的调查：“大部分患者表示有关手术原理曾咨询过医生，也留意过科普宣传，但真正促成手术的原因是咨询曾经做过手术的朋友或亲人，而且多数患者反复咨询、考察几个甚至十几个患者。可见，在决定手术前患者是非常谨慎的。”

我国是近视第一大国，准分子激光手术市场需求大

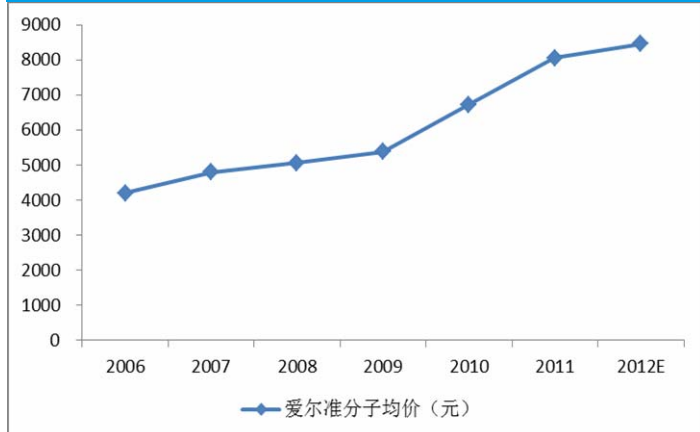
- 我国是近视第一大国，卫生部统计数据表明 2009 年近视人口高达 4.3 亿，近视发生率 33.6%，是世界平均水平 22% 的 1.5 倍；中小学生的近视率仅次于新加坡位居世界第二。中小学生近视发病率高达 50-60%，按每年 1600 万新生儿计算，每年新增近视患者 800 万，并有不断增加的趋势。
- 近年来国内准分子手术数量持续增长，但目前年手术量约 80 万例，手术开展率仅 0.18%。
 - 台湾人口约 2300 万，近视患者约 1000 万，每年进行准分子手术的患者约 5 万例，手术开展率 0.5%。
- 我们认为，准分子激光手术类比于整容整形，对一部分人群甚至是刚性需求；整个行业的需求，短期与封刀事件有一定影响，从长期看，收入水平的提高和手术接受度的提升，准分子的渗透率仍然具备很大的提升空间。
- 随着医疗技术的不断发展以及居民收入水平的持续提升，更先进的飞秒激光技术已经在逐步取代普通的准分子手术，手术的安全性在不断的提高，准分子手术的平均价格也在逐年提高，整体市场的发展具有很大的潜力。我们预计 2013 年起，爱尔的准分子手术业务将回归持续增长的态势。

图表1: 爱尔准分子手术量



来源: 公司年报 国金证券研究所

图表2: 爱尔准分子手术单价逐年提升

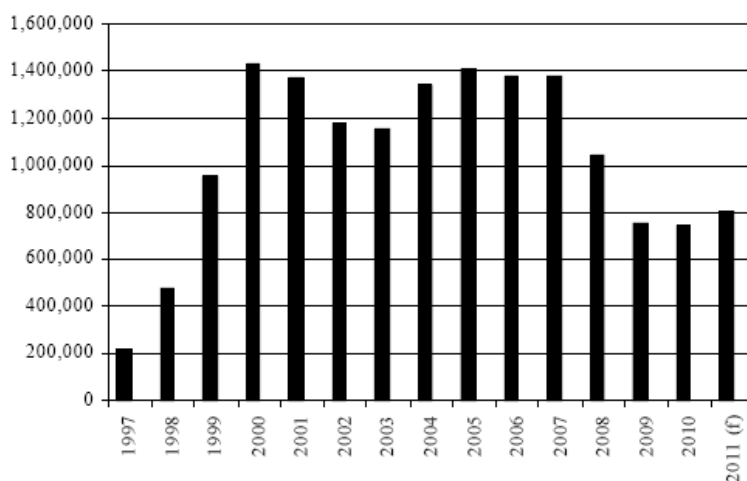


美国眼科行业高度发达，准分子激光手术量大

- 美国眼科行业高度发达且成熟，行业规模年均增长 2%。每年用于白内障治疗的医疗费用估计为 68 亿美元，每年花费在矫正视力上的总费用超过 150 亿美元。
- 美国人口约 3 亿，近视眼患者 6000 万左右。FDA 自 1995 年开放准分子激光角膜屈光手术以来，矫正手术经历了 1999-2008 年的繁荣期，年手术量平均 140 万例。
- 美国统计数据表明做过近视矫正手术的患者达到 1500 万。也就是说四分之一的近视患者进行了矫正手术。目前仍然保持着每年 80 万例手术的增量，手术开展率约为 1.33%。

图表3: 北美地区激光矫正手术

Estimated Number of Laser Vision Correction Procedures in North America per Year



Source: Market Scope, December 2010

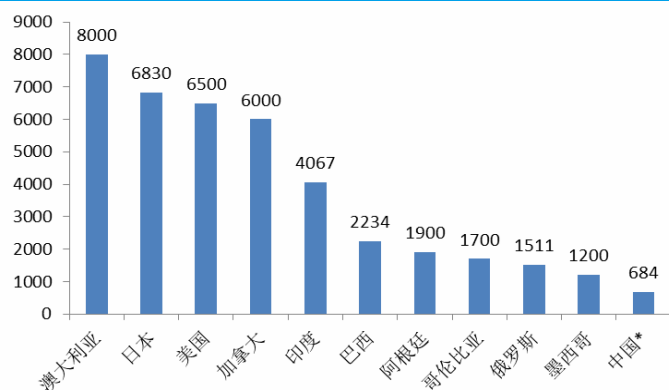
(f) = 2011 data forecasted by Market Scope

来源: market scope, 国金证券研究所

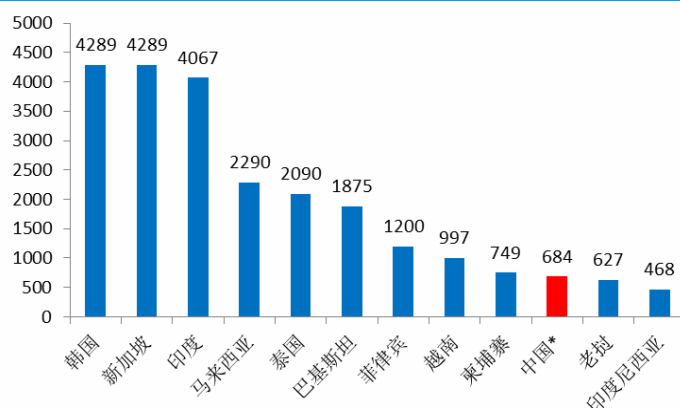
白内障手术成长性继续看好

- 白内障是眼球里面晶状体混浊造成的一种视力疾病，白内障是最常见的致盲和视力残疾的原因，伴随人的衰老和机体功能退化，约 25% 的人患有较为严重的白内障。
- 我国白内障患者数目庞大，40 岁以上人群白内障的患病率达到 18%，50-60 岁人群患病率 35%，60-70 岁人群上升至 80%，80 岁以上老人几乎人人都有白内障视力障碍，已经成为严峻的社会问题。国内现有白内障患者 500 万人，每年新增 50 万患者，有 200 万急需白内障手术的患者。
- 手术置换人工晶体是治疗白内障最有效的办法，但我国白内障手术开展率远远落后于发达国家，2011 年我国白内障复明手术 91.4 万例，正常来说，每百万人应实施 5000 例白内障手术，而全国平均才做到 684 例，不到标准值的七分之一，手术率仅为发达国家的十分之一。

图表4：世界人口大国 2006 年白内障复明手术比较



图表5：亚洲各国 2006 年白内障复明手术比较



来源：WHO, 国金证券研究所 备注：中国为 2011 年最新数九

- 由于我国各地经济发展水平以及地区环境差异较大，使得各省白内障复明手术水平存在较大差异。2009-2011 年，国家提出“百万贫困白内障患者复明工程”，各地患者经过筛查之后可到就近符合条件的医院进行手术，3 年手术量有了较大的提升，但整体手术率仍然落后，从民生角度出发，政策对于白内障手术的保障力度在逐步加大，医保报销比例也在提升。我们认为，白内障领域的增长潜力很大。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

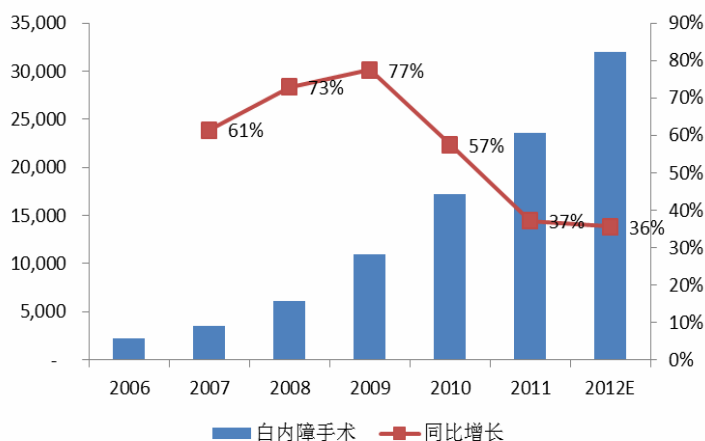
图表6: 2011年卫生部白内障复明手术各省信息

排名	(省、市)	2011年CSR	2011年报送手术例数	2009年CSR	排名	(省、市)	2011年CSR	2011年报送手术例数	2009年CSR
1	上海	1699	39103	1663	17	河北	652	46813	617
2	云南	1051	48317	636	18	陕西	623	23240	417
3	山东	1035	99095	1148	19	湖北	606	34700	403
4	天津	985	12741	968	20	广西	606	27874	531
5	西藏	936	2807	1203	21	海南	574	4975	1741
6	宁夏	817	5149	779	22	浙江	535	29133	492
7	湖南	810	53174	676	23	辽宁	509	32274	665
8	青海	787	4433	712	24	江苏	479	37663	574
9	山西	776	27713	1157	25	内蒙古	477	11779	457
10	广东	770	80331	859	26	贵州	463	16097	434
11	河南	725	68170	692	27	新疆	412	8978	190
12	福建	719	26535	515	28	江西	409	18233	3355
13	甘肃	679	17365	691	29	安徽	403	23996	367
14	四川	664	53371	526	30	北京	385	7550	1835
15	黑龙江	661	25316	418	31	吉林	302	8285	374
16	重庆	658	18983	743		全国	684	914193	781

来源: 卫生部、国金证券研究所

- 公司进一步加大医保报销覆盖医院的数量, 医保报销收入仅占公司收入比重的 20%左右, 有很多医院的白内障项目不在医保范围之内, 一定程度上影响了公司白内障手术的开展。2013 年 2 月 1 日起, 上海爱尔纳入医保, 在医保审批极其严格的上海, 标志着爱尔的医院管理水平、医生技术都得到认可, 也为上海爱尔的发展提供了条件, 有利于公司于公立医院平等竞争, 提升白内障手术的市场占有率。
- 从公司近几年的业务发展来看, 白内障手术保持快速的增长。虽然“百万复明”项目结束, 但由于医保制度的逐步健全和患者意识提升, 白内障手术的需求依然旺盛。

图表7: 公司白内障手术销售收入(万元)



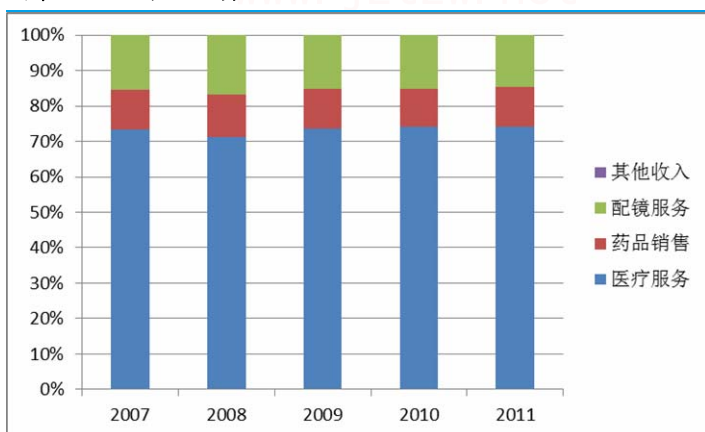
来源: 公司年报 国金证券研究所

医学配镜业务将是公司未来的主导业务之一

- 公司的医学配镜业务曾经是作为公司医疗服务的补充项目, 可提供的产品选择较少。此前历年收入仅占公司营业总收入的 15%, 2011 年实现收入 1.93 亿元, 同比增长 47%。
- 公司努力地进行市场教育以区分医学配镜和普通配镜, 宣导医学配镜对于视力保护的重要性。医学配镜需要对眼睛做多项检查和验光, 以确保眼镜佩戴的准确、舒适和持久, 保持恒定视力。

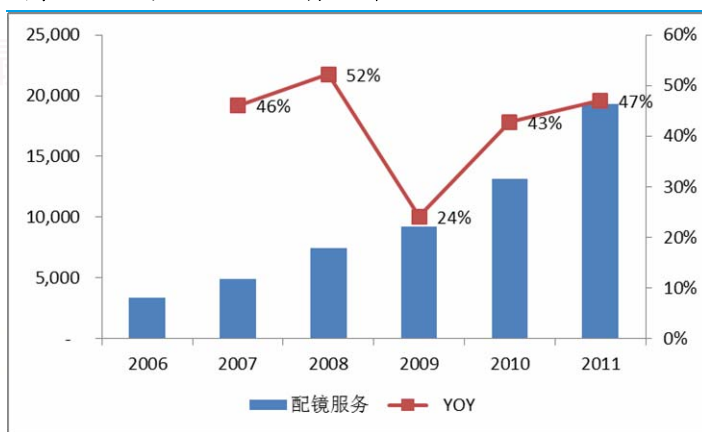
- 医学验光是一个动态的多程序的临床诊断过程，内容包括验光的度数、眼位、裂隙灯、眼底镜、调节力、双眼单视功能、辐辏集合功能，双眼调节平衡，主视眼的辨别，最后综合上述各种情况出具科学的验光处方，达到戴镜清晰、舒适、美观和保健的目的，同时使非手术矫正屈光不正、矫正斜视等医疗技术达到了较高水平。从内容上看，医学验光仅验光内容就达到 21 项。
- 大量调查，尤其是对多年配戴眼镜者调查显示：通过医学验光后配戴框架眼镜或隐形眼镜者，发生视疲劳的可能性极低，近视的屈光状态更稳定，发展缓慢或停止。
- 医学验光是配一副屈光准确、舒适健康眼镜的前提，也是配镜作为视光医学重要内容的直接体现。普通的配镜仅仅是验光和配镜，检查内容只有医学验光的 1/5，仅仅是让屈光不正的患者看清物体，操作简单，但验光度数存在偏差，则可能对视力造成永久性的弱化和伤害。
- 发达国家一直将配镜视为严格的医学行为，要求验光师有医学院视光专业学习背景，配镜必须由专业验光师进行医学验光后出具内容详细的验光处方。我国目前对于商业配镜的管制非常宽松，对患者因配镜造成的伤害也难以解决。
- 公司未来将积极扩充视光配镜的品类，以吸引更多客户，减少客源流失，并优先试点社区视光门诊部，将医学配镜发展成为公司的主导业务之一。

图表8：公司各业务板块收入占比



来源：公司年报 国金证券研究所

图表9：公司视光配镜业务历年收入



先发优势强者恒强，地市级医院的连锁扩张继续进行

- 公司已经运营的医院 44 家，三级连锁体系日渐成熟，网络下沉至地市级市场，由于地市级医院的公立医院竞争力比省会城市弱，具备良好的民营企业发展的沃土。
- 公司目前牢牢占住两湖地区，下沉扩张的步伐显著加快，并且市场培育良好。随着三线城市消费水平的提升，对眼科医疗的需求正在快速增长，无论是准分子手术还是白内障、眼病手术、配镜业务，地市级医院的竞争程度较弱，凭借公司全国性连锁品牌、技术和服务，公司已经形成强大的规模效应。
- 湖南地区有衡阳、株洲、常德、邵阳、岳阳、郴州、怀化、永州、益阳、湘潭 11 家地市级医院，从目前发展的情况看，地市级医院投入小，合计收入规模已经与省会长沙爱尔相当，并且收入增长势头很快；湖北地区以武汉为核心，建立了黄石、襄樊、汉口、宜昌等多家三级医院。二级编号

- 在眼科这个医疗市场，目前爱尔还难以遇到强有力的竞争对手。从竞争角度看，公司的扩张步伐已经遥遥领先，先发优势已经非常显著。我们认为，公司三级连锁网络还能够从两湖地区向外扩张，未来两年时间仍然将连锁医院覆盖到更多的省市，最终完成全国省会城市的网络全覆盖。
- 公立医院的核心技术优势在于科研极其尖端疾病的诊断和技术，如复旦大学附属眼耳鼻喉科医院、中山大学附属眼科医院、北京同仁医院等，医生水平和综合技术实力强于爱尔，但是公立三甲医院的核心资源优势难以复制，受到体制的约束，目前的连锁扩张基本不可能，只能限制在当地。
- 普瑞医疗等民营眼科连锁医院在技术、品牌、网络布局、门诊量、手术量等方面已经远远落后于爱尔眼科，作为目前唯一一家 A 股上市的眼科连锁企业，借助资本市场的力量，爱尔近三年将竞争对手远远甩在身后。

投资逻辑

- 眼科医疗大市场中，爱尔仍然是强有力的市场龙头，借助先发优势，目前难以遇到强有力的竞争对手；公司成长路径清晰，内生增长和连锁扩张推动公司保持持续成长性和领先优势。
- **“封刀门”事件的影响正在消除，准分子激光手术量增长环比恢复显著：**2012 年 2 月媒体报道的“封刀门”事件对准分子激光手术的市场需求、消费者心理形成暂时搁浅，手术量增速明显放缓，时隔一年学术定论未停止，准分子仍然是目前治疗近视最好的手术方法之一，去年四季度以来手术量环比恢复显著，预计 2013 年将实现较快的同比增长；
- **医学配镜业务将扶植成为公司的另一主导业务：**医学配镜业务曾经是做医疗服务的配套项目，收入占比多年维持 15% 左右；公司努力地进行市场教育以区分医学配镜和普通配镜，宣导医学配镜对于视力保护的重要性，未来将积极扩充视光配镜的品类，试点社区视光门诊部，将医学配镜发展成为公司的主导业务之一；
- **白内障手术成长性继续看好：**我国白内障复明手术率仅为发达国家的十分之一，从民生角度出发，政策对于白内障手术的保障力度在逐步加大，医保报销比例也在提升。白内障领域的增长潜力仍然看好，手术需求旺盛。
- **地市级医院的网络布局依然是公司的工作重点，扩张仍将继续：**公司运营的连锁医院已经达到 44 家，两湖地区的三级连锁体系日益成熟，未来仍然将连锁医院覆盖到更多的省市，最终完成全国省会城市的网络全覆盖；
- 公司目前还处于投入期，20 多家医院还未实现盈利，每年累计亏损超过 1 亿，我们认为，随着网络布局的逐步完善，未来对市场扩张的投入会逐步收窄，而先期建设医院的陆续成熟，公司业绩有望提速，公司的龙头地位无可撼动。

投资建议与盈利预测

- 在专科医疗连锁大市场中，民营眼科医院有着先天良好的发展基因。公司内生与外延扩张的发展路径清晰，龙头地位无可撼动，目前还处于投入期，过半医院尚未实现盈利，随着全国网络布局的完善和先期医院培育成熟，“封刀门”事件影响散去之后，业绩增长有望提速。

- 我们预测公司 2012-2014 年 EPS0.427 元、0.570 元和 0.788 元，同比增长 6%、35%和 38%。目前动态 PE35 倍，从价值角度维持“增持”评级。

图表10：盈利预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
医疗服务	44,652	64,075	97,304	116,448	154,645	210,702
YOY	43%	43%	52%	20%	33%	36%
毛利率	61%	60%	59%	48%	48%	48%
准分子手术	19,674	28,127	43,935	43,825	53,782	71,315
准分子手术里	36,599	41,880	54,554	51,826	61,155	79,501
YOY	30%	14%	30%	-5%	18%	30%
准分子均价	5,375	6,716	8,054	8,456	8,794	8,970
YOY	6.3%	24.9%	20%	5%	4%	2%
白内障手术	10,927	17,208	23,593	31,105	41,805	55,308
白内障手术里	30184	45165	57874	74079	94821	119475
YOY	80%	50%	28%	28%	28%	26%
白内障均价	3620	3810	4077	4199	4409	4629
YOY	-2%	5%	7%	3%	5%	5%
眼前段手术	3,699	5,426	7,770	10,877	15,228	21,320
眼后段手术	2,132	3,147	6,214	9,320	13,981	20,971
检查治疗	8,219	10,168	15,793	21,320	29,849	41,788
药品销售	6,783	9,256	14,408	20,172	28,240	39,536
YOY	31%	36%	56%	40%	40%	40%
毛利率	29%	28%	27%	24%	24%	24%
配镜服务	9,210	13,149	19,331	27,063	37,888	53,044
YOY	24%	43%	47%	40%	40%	40%
毛利率	60%	59%	58%	50%	50%	50%
其他收入	7	18	18	30	45	65
YOY			151%	55%	50%	44%
毛利率		85%	93%	80%	80%	80%
销售收入合计	60,645	86,488	131,061	163,713	220,818	303,347
YOY	38%	43%	52%	25%	35%	37%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	606	865	1,311	1,637	2,208	3,033
增长率		42.6%	51.5%	24.9%	34.9%	37.4%
主营业务成本	-260	-377	-585	-893	-1,210	-1,666
%销售收入	42.9%	43.6%	44.7%	54.5%	54.8%	54.9%
毛利	346	488	725	745	999	1,367
%销售收入	57.1%	56.4%	55.3%	45.5%	45.2%	45.1%
营业税金及附加	-8	-1	-1	-2	-2	-3
%销售收入	1.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-72	-104	-161	-200	-267	-364
%销售收入	11.9%	12.1%	12.3%	12.2%	12.1%	12.0%
管理费用	-136	-216	-326	-286	-383	-523
%销售收入	22.5%	25.0%	24.9%	17.5%	17.4%	17.3%
息税前利润 (EBIT)	129	166	237	257	346	477
%销售收入	21.3%	19.2%	18.1%	15.7%	15.7%	15.7%
财务费用	-4	6	11	0	2	4
%销售收入	0.7%	-0.7%	-0.8%	0.0%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-1	-3	-6	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	123	171	242	256	348	481
营业利润率	20.3%	19.8%	18.5%	15.6%	15.8%	15.8%
营业外收支	1	8	-2	0	0	0
税前利润	124	179	240	256	348	481
利润率	20.5%	20.7%	18.3%	15.6%	15.8%	15.8%
所得税	-34	-55	-68	-72	-98	-135
所得税率	27.7%	30.5%	28.4%	28.0%	28.0%	28.0%
净利润	90	124	172	184	251	346
少数股东损益	-3	4	0	2	4	5
归属于母公司的净利润	92	120	172	182	247	341
净利率	15.3%	13.9%	13.1%	11.1%	11.2%	11.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	90	124	172	184	251	346
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	60	87	116	125	141	168
非经营收益	5	3	-1	6	2	2
营运资金变动	15	26	-30	67	84	65
经营活动现金净流	169	240	257	382	478	581
资本开支	-147	-246	-259	-2	-309	-310
投资	-10	-99	-99	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-157	-345	-359	-3	-309	-310
股权募资	900	11	7	0	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	1
其他	-18	-60	-57	-4	-2	-2
筹资活动现金净流	882	-49	-50	-4	-2	-1
现金净流量	894	-154	-151	375	167	271

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	922	774	636	1,011	1,178	1,449
应收款项	35	81	71	135	181	266
存货	28	47	78	98	126	160
其他流动资产	56	78	87	109	147	202
流动资产	1,041	980	872	1,353	1,633	2,076
%总资产	73.7%	60.8%	50.6%	65.2%	64.7%	66.8%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	265	402	518	715	884	1,025
%总资产	18.7%	24.9%	30.1%	34.4%	35.0%	33.0%
无形资产	106	230	326	5	5	5
非流动资产	371	633	850	723	891	1,032
%总资产	26.3%	39.2%	49.4%	34.8%	35.3%	33.2%
资产总计	1,412	1,613	1,722	2,076	2,523	3,108
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	93	169	170	293	397	547
其他流动负债	21	71	72	121	213	302
流动负债	114	240	242	414	611	849
长期贷款	64	64	64	64	64	65
其他长期负债	0	0	2	0	0	0
负债	178	304	309	478	675	914
普通股股东权益	1,208	1,277	1,368	1,550	1,797	2,138
少数股东权益	25	32	46	48	52	57
负债股东权益合计	1,412	1,613	1,722	2,076	2,523	3,108

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益	0.693	0.451	0.402	0.427	0.570	0.788
每股净资产	9.052	4.783	3.201	3.628	4.206	5.004
每股经营现金净流	1.267	0.899	0.602	0.895	1.119	1.360
每股股利	0.350	0.150	0.150	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	7.65%	9.42%	12.57%	11.77%	13.73%	15.95%
总资产收益率	6.55%	7.46%	9.99%	8.79%	9.78%	10.97%
投入资本收益率	7.18%	8.42%	11.47%	11.12%	13.03%	15.19%
增长率						
主营业务收入增长率	38.11%	42.61%	51.54%	24.91%	34.88%	37.37%
EBIT增长率	62.25%	29.01%	42.55%	8.26%	34.83%	37.79%
净利润增长率	50.72%	30.08%	42.90%	6.13%	35.22%	38.24%
总资产增长率	256.10%	14.23%	6.76%	20.55%	21.55%	23.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	8.4	11.0	11.6	10.0	10.0	12.0
存货周转天数	37.6	36.5	39.0	40.0	38.0	35.0
应付账款周转天数	94.8	106.2	89.6	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	133.4	165.4	140.7	122.8	94.1	67.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-69.51%	-54.27%	-40.47%	-59.28%	-60.26%	-63.04%
EBIT利息保障倍数	29.6	-27.1	-21.6	596.4	-155.3	-122.6
资产负债率	12.61%	18.86%	17.92%	23.02%	26.74%	29.40%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	2	3	3	5	14
增持	0	3	3	10	33
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.38	1.43	1.55	1.64

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-08-08	增持	22.79	50.00 ~ 50.00
2 2012-03-07	增持	21.55	N/A
3 2012-03-15	增持	21.18	N/A
4 2012-04-27	增持	20.11	22.00 ~ 25.00
5 2012-05-02	增持	20.36	22.00 ~ 25.00
6 2012-07-27	增持	20.03	N/A
7 2012-08-21	增持	20.70	N/A
8 2012-10-26	增持	16.41	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net