

谨慎买入

19% ↑

目标价格: 人民币 23.00

原评级: 买入 原目标价格: 人民币 20.92

300015.CH

价格: 人民币 19.26

目标价格基础: 40 倍 13 年市盈率估值

板块评级: 增持

本报告要点

- 准分子手术预计 13 年 2 季度恢复增长态势
- 白内障等眼科手术与视光业务高增长

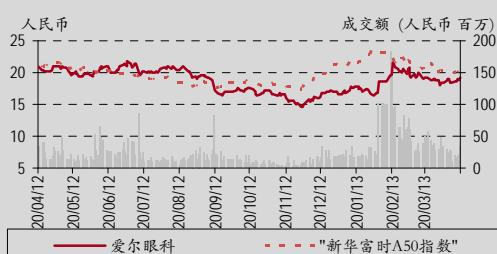
我们的观点有何不同?

- 13 年加强费用投入有利于夯实未来成长性

主要催化剂/事件

- 11 年新增医院进入盈利周期

股价表现



	(%)			
	今年	1 月	3 月	12 月
绝对	13	2	8.3	-
相对新华富时 A50 指数	15	1	11.6	-
发行股数(百万)	2,432			
流通股(%)	28			
流通股市值(人民币 百万)	13,871			
3个月日均交易额(人民币 百万)	25			
资产负债比率(%) (2013E)				
主要股东(%)				
湖南爱尔医疗投资有限公司	45			

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

以 2013 年 4 月 19 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@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

焦阳

(8621) 2032 8587

yang.jiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512090002

*寇嘉烨为本报告重大贡献者

爱尔眼科

准分子手术量逐渐恢复, 夯实成长基础

爱尔眼科 2013 年实现销售收入 16.40 亿元, 同比增长 25.14%; 实现归属于上市股东净利润 1.83 亿元, 同比增长 6.33%, 实现每股收益 0.43 元, 基本符合预期。其中 2012 年 4 季度单季度收入和净利润分别为 4.21 亿元和 3,473 万元, 分别同比增长 22.3% 和 -7.5%。2012 年 2 月“封刀门”事件后, 公司准分子手术量在 3 月低点基础上逐渐恢复。我们估计 2013 年 1 季度准分子手术量同比持平, 预计 2013 年 2 季度手术量将重拾增长; 同时公司白内障等眼科手术业务及视光业务维持高增长。我们预计 2013 年公司将加强新增连锁医院的宣传推广工作, 相关费用将有所上升, 但公司成长基础将得以进一步夯实, 投资逻辑将更为明确。我们下调公司 2013-2014 年每股收益预测至 0.576 元和 0.799 元, 15 年每股收益预测为 1.104 元, 上调目标价至 23.00 元, 评级由买入下调至谨慎买入。

支撑评级的要点

- 准分子手术预计 13 年 2 季度恢复增长态势: 我们估计 2012 年公司完成准分子手术量约 52,000 例, 同比下降 4%, 手术单价同比提升 7%。“封刀门”事件后公司准分子手术量季度环比提升, 至 2013 年 1 季度准分子手术量同比持平, 我们预计 2013 年 2 季度手术量将重拾增长。
- 白内障等眼科手术与视光业务高增长: 公司 2012 年完成白内障手术量同比增长 40%, 单价同比持平。公司眼前段手术业务、配镜业务 2012 年也均有 40% 以上的同比增速。我们预计以上业务高增长态势将持续至 2013 年。

评级面临的主要风险

- 新增门诊盈利能力恢复不达预期。

估值

- 我们下调公司 2013-2014 年每股收益预测至 0.576 元和 0.799 元, 15 年每股收益预测为 1.104 元, 基于 40 倍 2013 年市盈率, 目标价由 20.92 元上调至 23.00 元, 评级由买入下调至谨慎买入。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	1,311	1,640	2,031	2,742	3,662
变动(%)	52	25	24	35	34
净利润(人民币 百万)	172	183	246	341	472
全面摊薄每股收益(人民币)	0.402	0.428	0.576	0.799	1.104
变动(%)	43	6	35	39	38
先前预测每股收益(人民币)			0.605	0.809	
调整幅度(%)			(5)	(1)	
全面摊薄市盈率(倍)	50.5	47.5	35.3	25.4	18.4
每股现金流量(人民币)	0.602	0.707	0.522	0.816	1.140
价格/每股现金流量(倍)	33.8	28.8	38.9	24.9	17.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	156.1	139.1	121.5	89.6	67.5
每股股息(人民币)	0.150	0.150	0.173	0.240	0.331
股息率(%)	0.7	0.7	0.9	1.2	1.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

业绩符合预期

2013年实现销售收入16.40亿元，同比增长25.14%；实现归属于上市股东净利润1.83亿元，同比增长6.33%，实现每股收益0.43元，基本符合预期。其中2012年4季度单季度收入和净利润分别为4.21亿元和3473万元，分别同比增长22.3%和-7.5%。公司业绩增速放缓的主要原因是准分子手术量受到“封刀门”事件影响。

受“封刀门”事件及2012年1季度财务政策调整影响，公司2012年综合毛利率为44.9%，同比表现下降10.4个百分点；剔除财务政策调整影响，公司综合毛利率同比下降约2.9个百分点。2012年公司销售费用率与管理费用率分别为12.06%与17.34%，剔除财务政策调整影响均有所下降，我们认为这是公司在“封刀门”事件后相应收缩宣传推广投入，同时加强费用控制所致。受准分子手术量同比下滑导致利润贡献结构变化影响，2012年公司实现净利率11.1%，同比下降2个百分点。

准分子手术业务逐渐恢复

2012年2月“封刀门”事件后，公司准分子手术量开始同比下滑。我们预计2012年4个季度公司准分子手术量同比增速分别为+12%、-11%、-5%、-2%，后3个季度呈同比降幅缩减态势。考虑到手术量逐步恢复及春节等因素影响，我们估计2013年1季度准分子手术量同比持平，预计2013年2季度准分子手术量同比重拾增长。我们认为在2012年低基数的基础上，2013年有望实现准分子手术量同比增长20%。

2012年，受益于定价更高的飞秒激光放量，我们估计公司准分子手术业务单价同比增长7%，驱动2012年准分子手术业务销售收入同比增长2%。我们认为飞秒激光手术放量趋势仍将延续，在不考虑人为提价的基础上，预计2013年公司准分子手术单价同比提升5%。

其他手术业务与视光业务维持高增长

2012年公司完成白内障手术量同比增长40%，单价同比持平，实现销售收入同比增长41.24%。受益于白内障手术仍然相对较低的渗透率，我们预计白内障手术高增长将在2013年得以维持。受益于北京英智的整合与经验技术的推广，2012年公司眼前段手术业务同比增长41.48%，在2011年低基数基础上维持高增长态势，同时2012年公司眼后段手术业务收入同比增长25.59%，我们预计公司眼前段手术与眼后段手术收入2013年仍将稳健增长。

2012年公司视光业务成为公司业务拓展的重心之一，目前按收入贡献已成为公司第三大业务。公司报告期实现销售收入2.75亿元，同比增长42.44%。我们认为公司积极拓展三级医院的战略将有利于毛利率相对较高的视光业务的加速成长，同时有利于对于整体成本与费用的摊销控制。

稳健扩张，加强新店培育

2012年公司新增6家连锁医院，截至目前公司旗下连锁医院数量已增加至44家。分区域来看，西南、西北、华南等近年来增量地区业务增长较快，而成熟医院较多的华中、东北等地区受“封刀门”事件影响较大，增速回落趋势明显。西南地区已成为华中地区之后的第二大市场，成都、重庆连锁医院持续业绩贡献逐渐增长。截至2012年底，我们认为受“封刀门”事件影响，公司约有近半数连锁医院未实现盈利，2013年公司的首要任务将是加强近年来新增门店培育工作。我们预计2013年公司将新增3-5家连锁医院，扩张速度相应有所放缓。

图表 1.2012 年业绩摘要

(人民币，百万)	2011 年报	2012 年报	同比(%)
营业收入	1,310.6	1,640.1	25.1
营业成本	585.4	902.5	54.2
毛利润	725.2	737.6	1.7
营业税金及附加	0.9	1.4	52.8
管理费用	326.0	284.4	(12.7)
销售费用	161.3	197.8	22.6
经营利润	237.1	254.1	7.2
资产减值	5.8	4.1	(28.4)
财务费用	(11.0)	(2.5)	(77.5)
营业外收入	3.1	3.9	23.0
营业外支出	5.5	9.9	77.8
税前利润	239.9	246.4	2.7
所得税	68.2	64.3	(5.6)
归属于母公司的净利润	171.9	182.8	6.3
基本每股收益(元)	0.4	0.4	
毛利率(%)	55.3	44.9	
净利率(%)	13.1	11.1	

资料来源：公司公告，中银国际研究

盈利预测与估值

我们持续看好公司的成长逻辑。2012年受“封刀门”事件影响，2013年受加速新店培育影响，公司业绩增速均将有所回落，但我们预计随着“封刀门”事件影响淡化，新店进入盈利周期，2014年公司业绩将有望重拾高增长态势。我们下调公司2013-2014年每股收益预测至0.576元和0.799元，15年每股收益预测为1.104元，基于40倍2013年市盈率，上调目标价至23.00元，评级由买入下调至谨慎买入。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	1,311	1,640	2,031	2,742	3,662
销售成本	(585)	(902)	(1,109)	(1,501)	(2,002)
经营费用	(412)	(385)	(518)	(692)	(935)
经营利润(息税前利润)	313	352	405	548	725
折旧及摊销	(76)	(98)	(72)	(85)	(96)
息税折旧前利润	237	254	332	463	629
净利润收入/(费用)	11	2	6	(2)	(2)
其他收益/(损失)	(8)	(10)	(8)	(8)	(8)
税前利润	240	246	329	452	618
所得税	(68)	(64)	(83)	(111)	(147)
少数股东权益	0	1	0	0	0
净利润	172	183	246	341	472
核心净利润	174	188	252	348	478
每股收益(人民币)	0.40	0.43	0.58	0.80	1.10
核心每股收益(人民币)	0.41	0.44	0.59	0.81	1.12
每股股息(人民币)	0.15	0.15	0.17	0.24	0.33
收入增长(%)	52	25	24	35	34
息税前利润增长(%)	43	7	31	39	36
息税折旧前利润增长(%)	41	12	15	35	32
每股收益增长(%)	43	6	35	39	38
核心每股收益增长(%)	52	8	34	38	37

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	240	246	329	452	618
折旧与摊销	76	98	72	85	96
净利息费用	(11)	(2)	(6)	2	2
运营资本变动	(12)	(2)	(92)	(83)	(85)
税金	(68)	(64)	(83)	(111)	(147)
其他经营现金流	33	25	3	2	3
经营活动产生的现金流	257	302	223	348	487
购买固定资产净值	(261)	(226)	(271)	(225)	(170)
投资减少/增加	1	0	0	0	0
其他投资现金流	(99)	(103)	(22)	(24)	(27)
投资活动产生的现金流	(359)	(329)	(293)	(249)	(197)
净增权益	7	18	0	0	0
净增债务	0	0	(64)	0	0
支付股息	(93)	(64)	(64)	(74)	(102)
其他融资现金流	(150)	(144)	(122)	(149)	(207)
融资活动产生的现金流	(50)	(61)	(122)	(76)	(104)
现金变动	(151)	(89)	(192)	24	186
期初现金	774	630	537	345	369
公司自由现金流	(101)	(28)	(61)	101	293
权益自由现金流	(105)	(31)	(128)	97	288

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	630	537	345	369	555
应收账款	71	132	194	275	384
库存	78	95	142	197	272
其他流动资产	93	117	136	163	201
流动资产总计	872	882	817	1,003	1,411
固定资产	518	588	775	908	981
无形资产	146	235	266	294	319
其他长期资产	186	225	263	289	317
长期资产总计	850	1,048	1,304	1,491	1,616
总资产	1,722	1,930	2,121	2,494	3,028
应付帐款	161	207	261	328	411
短期债务	0	64	0	0	0
其他流动负债	82	88	107	145	226
流动负债总计	242	359	368	473	638
长期借款	64	0	0	0	0
其他长期负债	2	2	2	2	2
股本	427	427	427	427	427
储备	940	1,073	1,255	1,523	1,892
股东权益	1,368	1,500	1,682	1,950	2,319
少数股东权益	46	69	69	69	69
总负债及权益	1,722	1,930	2,121	2,494	3,028
每股帐面价值(人民币)	3.2	3.5	3.9	4.6	5.4
每股有形资产(人民币)	2.9	3.0	3.3	3.9	4.7
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.3)	(1.1)	(0.8)	(0.9)	(1.3)

主要比率

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	23.9	21.5	19.9	20.0	19.8
息税前利润率(%)	18.1	15.5	16.4	16.9	17.2
税前利润率(%)	18.3	15.0	16.2	16.5	16.9
净利率(%)	13.1	11.1	12.1	12.5	12.9
流动性					
流动比率(倍)	3.6	2.5	2.2	2.1	2.2
利息覆盖率(倍)	39.8	40.4	52.9	69.6	89.2
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)	3.3	2.2	1.8	1.7	1.8
估值					
市盈率(倍)	50.5	47.5	35.3	25.4	18.4
核心业务市盈率(倍)	49.9	46.3	34.4	25.0	18.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	57.8	53.6	39.9	28.9	21.0
市净率(倍)	6.3	5.8	5.2	4.5	3.7
价格/现金流(倍)	33.8	28.8	38.9	24.9	17.8
企业价值/息税折旧前利润率(倍)	156.1	139.1	121.5	89.6	67.5
周转率					
存货周转天数	39.0	35.0	39.0	41.2	42.7
应收帐款周转天数	21.1	22.6	29.3	31.2	32.8
应付帐款周转天数	42.5	40.1	40.4	37.5	35.2
回报率					
股息支付率(%)	37.3	35.1	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	13.0	12.7	15.46	18.81	22.10
资产收益率(%)	10.3	10.0	12.1	14.8	17.1
已运用资本收益率(%)	17.8	16.9	20.3	24.8	28.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；

持有：预计该公司股价在未来 12 个月内上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告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，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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