

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

业绩低点已过，未来值得期待

爱尔眼科2012年营业收入16.40亿，同比增长25.14%，营业利润2.52亿，同比增长4.18%；归属于母公司的净利润1.83亿，同比增6.33%，实现EPS0.43，拟10派1.0元。

投资要点：

➤ **准分子封刀门事件对12年业绩有较大影响。爱尔全年收入增25%，利润增6%，低于年初预期，主要原因是封刀门事件影响。4季度收入增22%，利润减7%，EPS0.08元。**

其中：**准分子激光收入4.48亿元，增长2%，其中手术量我们预计同比下滑5-10%，价格提升10-15%。**目前飞秒激光的比例已经超过了50%。**白内障手术收入3.32亿，增长41%，手术量增长40%，仍然保持了较高增速，价格维持；眼前段手术1.1亿，增长42%；眼后段手术7804万，增长26%，检查治疗和药品收入增速分别为28%、35%。配镜业务增长势头迅猛，收入同比增长42%，维持了去年的较高增速。**公司引进了该领域的顶级专家，配镜业务有望成为公司下一个大力培育的领域。

➤ **业绩低点已过，未来值得期待。我们跟踪并走访下属医院，封刀门事件发生在12年2月14日晚，去年3月份准分子手术量下滑非常厉害，而今年同比增长预计有50%。**

➤ **从扩张层面来看，未来大的布点主要有广州、深圳等医院开业，及部分三级医院的布点，随着爱尔对品牌建设的投入加大，新店将逐步走向盈利。**

➤ **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，我们预测13-15年EPS为0.57、0.75、1.02元，维持强烈推荐的投资评级。**

风险提示：

➤ **医疗服务事故风险，房屋租赁是否到位的风险。**

主要财务指标

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	1640	2298	3152	4275
收入同比(%)	25%	40%	37%	36%
归属母公司净利润	183	242	320	434
净利润同比(%)	6%	33%	32%	36%
毛利率(%)	45.0%	51.6%	50.9%	50.1%
ROE(%)	12.2%	13.9%	15.5%	17.4%
每股收益(元)	0.43	0.57	0.75	1.02
P/E	46.32	34.94	26.50	19.50
P/B	5.64	4.86	4.11	3.39
EV/EBITDA	21	18	15	11

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： 19.26元

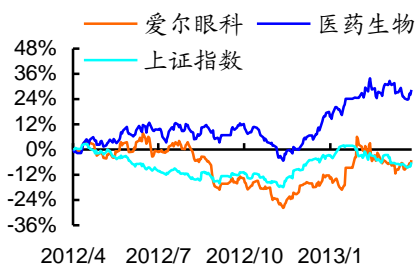
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2244.64
总股本(百万)	433
流通股本(百万)	340
流通市值(亿)	66
EPS	0.42
每股净资产(元)	3.47
资产负债率	18.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
爱尔眼科	1.64%	8.26%	9.74%
医药生物	2.37%	9.32%	15.21%
上证指数	-0.57%	-3.13%	5.47%



相关报告

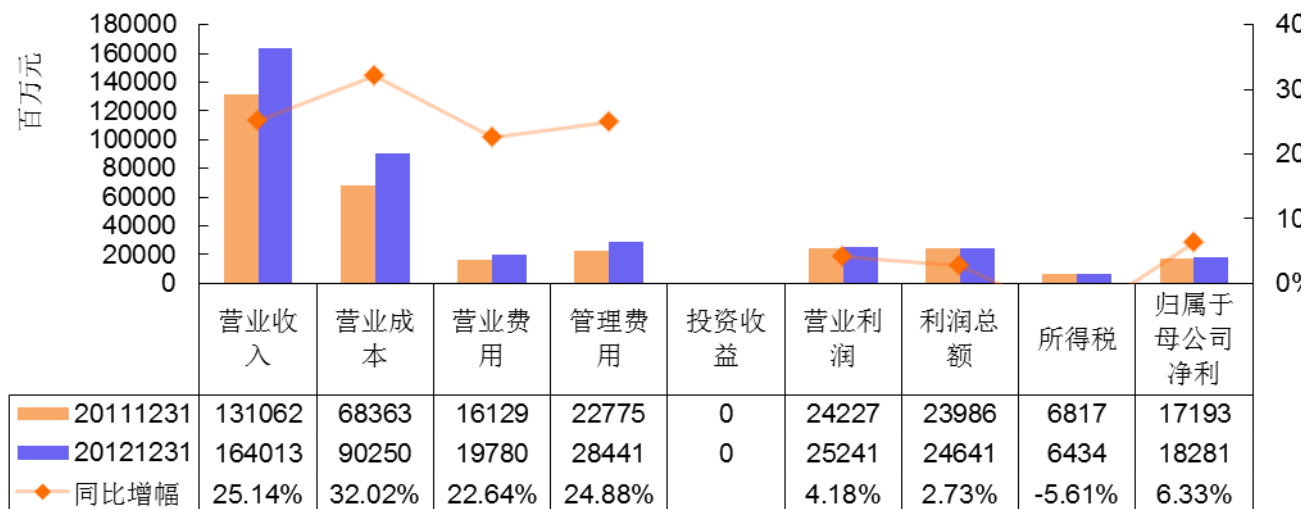
《爱尔眼科-基本面见底，准分子手术量逐步恢复，向上趋势确定》2013-2-19

《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

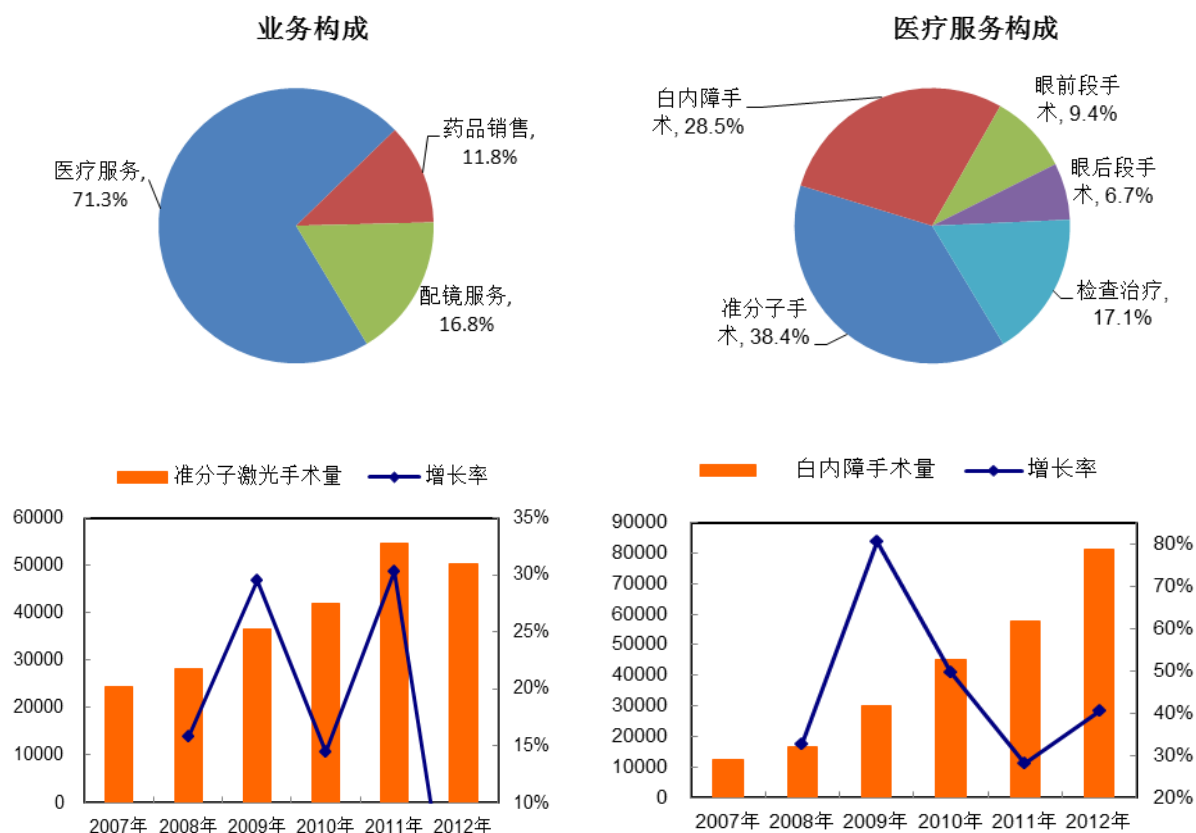
图 1 爱尔眼科主要盈利性指标变化情况

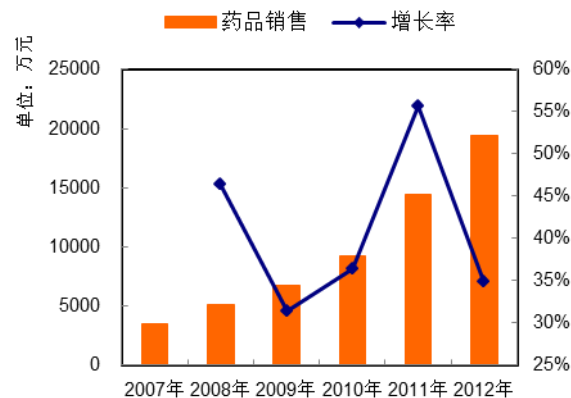
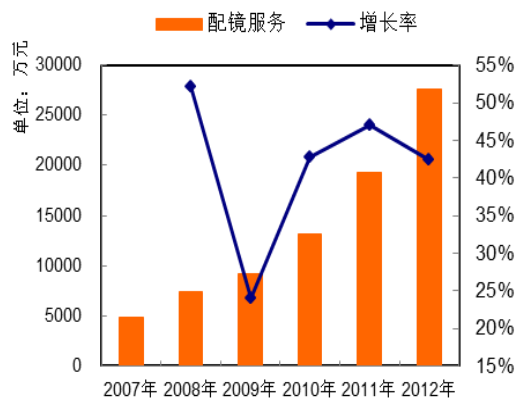
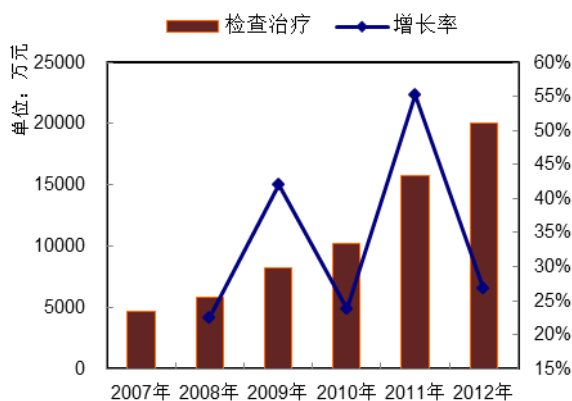
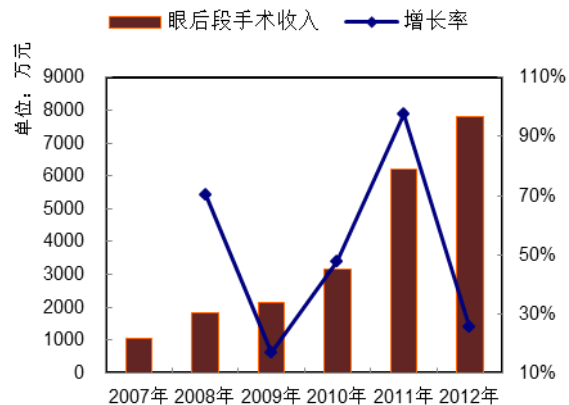
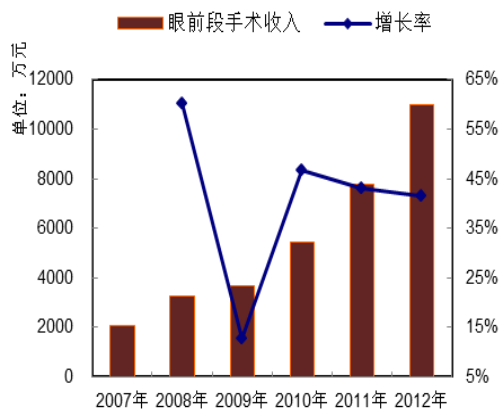


数据来源：公司年报，中投证券研究总部

爱尔眼科各项业务中最大的一类是医疗服务，2012 年占比约 71%，其中又以准分子手术和白内障手术为主。配镜业务和药品收入分别占到 17%、12%。

图 2：爱尔眼科历年主要业务的增长情况





资料来源：公司历年报表、中投证券研究总部

表：爱尔下属主要医院12年经营情况

公司	开业 时间	2012年 收入（万 元）	收入同比 增速	2012年 利润（万 元）	利润同比 增速	2011年 收入（万 元）	收入同 比增速	2011年 利润（万 元）	利润同 比增速
武汉爱尔	2003	20789.37	16.11%	6151.93	15.06%	17905.51	20.63%	5346.86	5.98%
沈阳爱尔	2005	17320.26	7.13%	4383.77	15.10%	16168.16	19.89%	3808.56	9.20%
长沙爱尔	2004	12640.57	6.64%	4352.14	8.16%	11853.74	19.68%	4023.98	15.97%
成都爱尔	2002	9727.33	9.25%	2149.03	8.06%	8903.71	45.30%	1988.69	15.74%
重庆爱尔	2006	9323.72	25.89%	1901.21	20.82%	7406.11	37.38%	1573.65	118.50%
成都康桥	2012	6493.06		712.47					
北京英智爱尔	2010	5987.67	-5.62%	833.30	-31.24%	6344.42	13.35%	1211.9	-3.07%
衡阳爱尔	2003	5501.04	28.70%	1453.51	0.21%	4274.3	31.57%	1450.44	35.82%
株洲三三一爱尔	2004	4457.52	12.17%	978.80	-8.21%	3973.82	23.37%	1066.34	48.43%
广州爱尔	2008	4140.14	10.48%	669.77	2.58%	3747.26	42.11%	652.93	58.42%
常德爱尔	2004					2260.36	16.37%	696.55	23.11%

数据来源：公司历年年报，中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	882	1333	1755	2367	营业收入	1640	2298	3152	4275
现金	557	971	1254	1683	营业成本	902	1113	1549	2133
应收账款	86	121	165	224	营业税金及附加	1	2	2	3
其它应收款	46	65	89	121	营业费用	198	283	390	495
预付账款	48	59	82	113	管理费用	284	549	753	1026
存货	95	118	164	226	财务费用	-2	5	5	5
其他	50	0	0	0	资产减值损失	4	4	4	4
非流动资产	1048	787	781	733	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	578	554	534	493	营业利润	252	343	450	609
无形资产	15	15	15	15	营业外收入	4	4	4	4
其他	455	218	233	225	营业外支出	10	10	10	10
资产总计	1930	2120	2537	3101	利润总额	246	337	444	603
流动负债	359	309	406	536	所得税	64	94	124	169
短期借款	0	0	0	0	净利润	182	242	320	434
应付账款	189	234	325	448	少数股东损益	-1	0	0	0
其他	169	76	81	88	归属母公司净利润	183	242	320	434
非流动负债	2	0	0	0	EBITDA	393	441	560	732
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.43	0.57	0.75	1.02
其他	2	0	0	0					
负债合计	361	309	406	536	主要财务比率				
少数股东权益	69	69	69	69	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	427	427	427	427	成长能力				
资本公积	551	551	551	551	营业收入	25.1%	40.1%	37.2%	35.6%
留存收益	522	764	1084	1518	营业利润	4.2%	35.7%	31.3%	35.4%
归属母公司股东权益	1500	1742	2062	2496	归属于母公司净利润	6.3%	32.5%	31.9%	35.9%
负债和股东权益	1930	2120	2537	3101	获利能力				
					毛利率	45.0%	51.6%	50.9%	50.1%
					净利率	11.1%	10.5%	10.1%	10.2%
					ROE	12.2%	13.9%	15.5%	17.4%
					ROIC	15.3%	24.1%	30.5%	40.9%
					偿债能力				
					资产负债率	18.7%	14.6%	16.0%	17.3%
					净负债比率	17.73	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.46	4.31	4.32	4.42
					速动比率	2.19	3.93	3.92	4.00
					营运能力				
					总资产周转率	0.90	1.13	1.35	1.52
					应收账款周转率	23	21	21	21
					应付账款周转率	5.30	5.26	5.54	5.52
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.43	0.57	0.75	1.02
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.66	0.91	1.18
					每股净资产(最新摊薄)	3.51	4.08	4.83	5.84
					估值比率				
					P/E	46.32	34.94	26.50	19.50
					P/B	5.64	4.86	4.11	3.39
					EV/EBITDA	21	18	15	11

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, 3 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, 北京大学临床药学、澳门大学医药管理双硕士, 北大药学、经济学学士。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

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