

**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

**6-12个月目标价:** 28.00元

当前股价: 20.83元

评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	1950.01
总股本(百万)	433
流通股本(百万)	340
流通市值(亿)	71
EPS	0.11
每股净资产(元)	3.68
资产负债率	17.5%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
爱尔眼科	-8.73%	9.99%	23.06%
医药生物	-7.34%	-3.53%	22.11%
上证指数	-14.96%	-15.26%	-11.60%

**爱尔眼科****300015****强烈推荐****收购公立宁波光明眼病医院, 进军浙江市场**

上证报今日报道, 爱尔眼科已通过公开竞拍的方式, 以自有资金3759万元, 受让宁波光明眼病医院及其舟山分院100%产权。

**投资要点:**

- 公司实现在浙江省的布局, 进一步完善了网点。

宁波光明眼病医院创建于1952年, 是当地为数不多的能够开展全眼科手术的大型专业眼科医院, 2012年收入4000余万元, 其医院规模、手术量及技术实力均居宁波眼科业前列, 在宁波乃至浙东地区享有较高知名度和美誉度。

爱尔眼科年初曾因商业房产租售价格居高不下而停止杭州医院项目。这次收购帮助公司完善了在浙江省的网点布局。上海、南京、宁波等三家医院将逐步发挥协同作用, 互为支撑, 共同提高公司在长三角市场的市场占有率和品牌影响力。

- 这是爱尔首次涉足公立医院的收购, 是较为重要的突破。未来也不排除其它地区类似进展的可能。
- 过去10年, 爱尔依靠先发优势树立了眼科民营医院全国第一的市场地位, 在两湖地区打造了爱尔的强品牌; 未来10年, 爱尔将新扩张的地区依靠自己的品牌优势战胜竞争的对手的先发优势。
- 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3、4、5月份同比增长预计有40-50%。
- 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, 值得长期持有。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。在6月24日的中投医药半年度策略中爱尔也成为13年下半年我们重点推荐的标的。

**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

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>				
现金	882	1333	1755	2367
应收账款	557	971	1254	1683
其它应收款	86	121	165	224
预付账款	46	65	89	121
存货	48	59	82	113
其他	95	118	164	226
<b>非流动资产</b>				
长期投资	50	0	0	0
固定资产	1048	787	781	733
无形资产	578	554	534	493
其他	15	15	15	15
<b>资产总计</b>	1930	2120	2537	3101
<b>流动负债</b>				
短期借款	359	309	406	536
应付账款	0	0	0	0
其他	189	234	325	448
<b>非流动负债</b>				
长期借款	169	76	81	88
其他	2	0	0	0
<b>负债合计</b>	361	309	406	536
<b>少数股东权益</b>	69	69	69	69
股本	427	427	427	427
资本公积	551	551	551	551
留存收益	522	764	1084	1518
<b>归属母公司股东权益</b>	1500	1742	2062	2496
<b>负债和股东权益</b>	1930	2120	2537	3101

**现金流量表**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>经营活动现金流</b>				
净利润	302	282	389	503
折旧摊销	182	242	320	434
财务费用	143	94	106	118
投资损失	-2	5	5	5
营运资金变动	0	0	0	0
其它	-33	-75	-46	-60
<b>投资活动现金流</b>				
资本支出	13	17	5	6
长期投资	226	80	100	70
其他	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>				
短期借款	-103	281	0	0
长期借款	-61	-69	-5	-5
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	14	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	-11	-69	-5	-5

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	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	1640	2298	3152	4275
<b>营业成本</b>	902	1113	1549	2133
<b>营业税金及附加</b>	1	2	2	3
<b>营业费用</b>	198	283	390	495
<b>管理费用</b>	284	549	753	1026
<b>财务费用</b>	-2	5	5	5
<b>资产减值损失</b>	4	4	4	4
<b>公允价值变动收益</b>	0	0	0	0
<b>投资净收益</b>	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	252	343	450	609
<b>营业外收入</b>	4	4	4	4
<b>营业外支出</b>	10	10	10	10
<b>利润总额</b>	246	337	444	603
<b>所得税</b>	64	94	124	169
<b>净利润</b>	182	242	320	434
<b>少数股东损益</b>	-1	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	183	242	320	434
<b>EBITDA</b>	393	441	560	732
<b>EPS (元)</b>	0.43	0.57	0.75	1.02

**主要财务比率**

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>成长能力</b>				
营业收入	25.1%	40.1%	37.2%	35.6%
营业利润	4.2%	35.7%	31.3%	35.4%
归属于母公司净利润	6.3%	32.5%	31.9%	35.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	45.0%	51.6%	50.9%	50.1%
净利率	11.1%	10.5%	10.1%	10.2%
<b>ROE</b>	12.2%	13.9%	15.5%	17.4%
<b>ROIC</b>	15.3%	24.1%	30.5%	40.9%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标(元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
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

#### 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—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 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。

#### 免责条款

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，旨为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，但我们将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