



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: 36.00元

当前股价: 27.27元

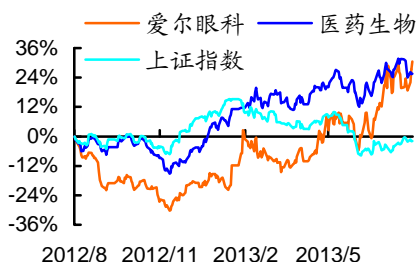
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2072.96
总股本(百万)	433
流通股本(百万)	340
流通市值(亿)	93
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	16.29%	20.07%	28.70%
医药生物	3.20%	4.39%	12.56%
上证指数	4.03%	-10.07%	-10.88%



爱尔眼科

300015

强烈推荐

旺季准分子快速恢复, 社区配镜业务模式优秀

爱尔眼科13年上半年收入9亿, 增长21%, 利润1.01亿, 增11%, EPS0.24, 扣非利润1.05亿, 增15%, 经营活动现金流1.71亿, 增55%。近期我们对爱尔眼科下属门店及湖南首家国际标准眼视光门诊部进行了调研, 整体认为旺季准分子快速恢复, 向上趋势确立, 公司新试水的社区配镜业务模式优秀。是不可多得的价值投资品种。

投资要点:

- 公司准分子手术1-6月2.5亿增长21%, 符合预期, 恢复趋势确立; 白内障1.7亿增长12%, 略低于预期原因是公司上半年重心放在准分子业务上, 停止了部分低毛利的白内障手术。下半年随着白内障会议等召开将有所恢复。视光业务1.53亿增长32%, 其它眼前段眼后段也保持了快速增长。
- 旺季准分子快速恢复, 向上趋势确立。
 - ✓ 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%, 属于低基数的恢复性增长。
 - ✓ 我们跟踪并走访下属医院, 暑期公司大力开展了准分子业务的推广, 行业整体回暖以及前期宣传取得较好效果, 旺季的高基数快速增长证明公司已经走出封刀门事件的阴影, 向上趋势已经确立。
- 我们同时实地调研了湖南首家国际标准眼视光门诊部。这是爱尔在视光业务方面的新尝试, 专业性、便捷性突出, 对居民吸引力高, 我们认为此种业务模式优秀, 未来可能抢占部分普通商业配镜的市场。
 - ✓ 该门诊部位于长沙市雨花区万家丽中路一段318号西子商业中心, 周边聚集了众多大型的中高端居民住宅区, 大约占地200余平米。
 - ✓ 与普通眼镜店仅仅配镜不同, 社区门诊设置了医生坐诊, 可第一时间为居民解决近视、老视、视觉疲劳、儿童斜视弱视、低视力康复等, 此外白内障手术、准分子激光手术等都可以在此有效咨询。疑难患者再转诊到爱尔长沙医院, 极大的提高了居民就诊的便捷性、专业性。社区门诊中还设置了青少年视觉训练恢复室等多个专业治疗的区域。刚开业不久, 但我们观察一下午客流从未间断。
- 爱尔作为民营资本进入医疗服务行业的优秀代表, 其建立的48家医院的强大网络是医疗服务行业无法被超越的平台, 延展性很强, 是不可多得的价值投资品种。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、7月月报和8月月报中爱尔也成为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

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 ±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，北京大学临床医学、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	北京市	上海市
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434