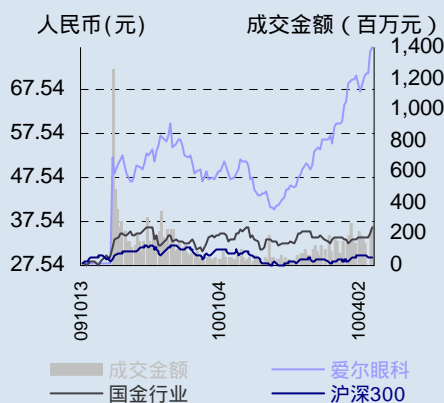


2010 年 04 月 14 日

**市场数据(人民币)**

市价(元)	70.95
已上市流通A股(百万股)	33.50
总市值(百万元)	18,943.65
年内股价最高最低(元)	77.01/28.00
沪深 300 指数	3403.71
2008 年股息率	0.00%


**相关报告**

- 1 《加快连锁扩张步伐》，2010.3.14
- 2 《双引擎驱动公司高成长》，2010.3.1

**分析师:黄挺**

 (8621)61038218  
 huangting@gjzq.com.cn

**联系人:李龙俊**

 (8621)61038315  
 lij@gjzq.com.cn

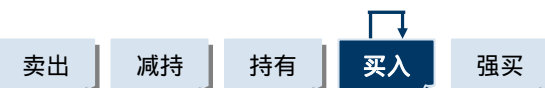
**李敬雷**

 (8621)61038219  
 lijingl@gjzq.com.cn

 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷  
 泰滨江大厦 15A 层 (200011)

**爱尔眼科 (300015.SZ)**

——符合预期高增长


**公司基本情况(人民币)**

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.390	0.614	0.693	1.042	1.524	2.195
净利润增长率	167.14%	57.43%	50.72%	50.36%	46.27%	44.05%
先前预期每股收益(元)				1.042	1.524	2.195
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	1.001	1.414	N/A
市盈率(倍)	N/A	N/A	70.44	68.09	46.55	32.32
行业优化市盈率(倍)	46.80	11.16	35.08	35.08	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A	N/A
PE/G(倍)	N/A	N/A	1.39	1.35	1.01	0.73
已上市流通A股(百万股)	N/A	N/A	26.80	33.50	33.50	33.50
总股本(百万股)	100.00	100.00	133.50	133.50	133.50	133.50

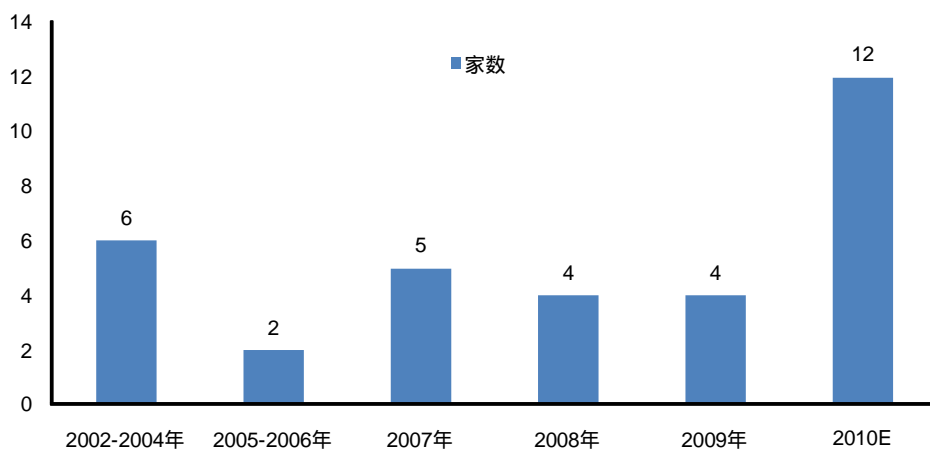
来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

**基本结论**

- 2010 年 1 季度公司实现营业收入 1.75 亿元，较去年同期增长 39.04%，实现归属于公司股东的净利润 2630 万元，较去年同期增长 54.97%。实现每股收益 0.2 元。
- 营业税的减免和返还将成为公司今年利润大幅增长的因素之一。
  - ◆ 2009 年中期相关政府部门出台鼓励民营医院发展的优惠政策，自 2009 年起免征营业税，之前的营业税按照 5.5% 的税率缴纳，但有“免税 3 年”的优惠政策。
  - ◆ 2010 年 1 季度公司缴纳的营业税金及附加为 5.22 万元，去年同期为 586.6 万元；同时，由于公司收到政府给予的上市奖励款及税款的返还，本期的营业外收入达到 430 万，较去年同期增长 235%。
  - ◆ 公司去年的营业税缴纳到 8 月份，总计缴纳 842 万元，这些税款将在今年陆续返还。
- 公司收入的大幅增长源于老医院的内生增长和新建医院的增量贡献；同时，新建医院对本期的利润产生一定拖累。
  - ◆ 公司本期较去年同期增加了 7 所医院，2009 年 3 月底公司正常营业的医院为 17 家，2010 年 3 月底公司正常营业的医院达到 24 家。
  - ◆ 2010 年 1 季度公司新开业的医院有南京爱尔、菏泽爱尔和昆明爱尔等 3 家医院。由于开办费用等一次性计入，本期公司的管理费用为 4992 万元，较去年同期增长 78.41%。
- 我们认为，2010 年公司将有望通过新建和并购的方式建议 6-8 家二级医院、4-6 家三级医院：

- ◆ 根据公司已经披露的信息，2010 年将会有南京爱尔（已开业）、昆明爱尔（已开业）、重庆爱尔（完成收购）、石家庄爱尔（完成收购）、贵阳爱尔和长春爱尔等 6 家二级医院成立。
- ◆ 公司将在湖南省的地级城市新建或收购 2-3 家医院，在湖北新建 1-2 家医院。同时，公司完成了对南充爱尔的收购行为。
- 我们预计，截至 2010 年底，公司旗下处于营业状态的二级医院有望达到 19 家；三级医院有望达到 14 家。

图表1：公司下属医院的年龄结构



来源：国金证券研究所

- 我们认为，到 2012 年公司有望完成对省会城市的覆盖，构建起完善的二级医院网络，二级医院总数将达到 26 家左右；同时，公司将在湖北和湖南两省份试点三级网络运营模式，探索出三级网络成熟的经营模式后，将开始三级医院网络的建设阶段。
- 我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为：1.042 元、1.524 元和 2.195 元，净利润年均符合增长率达到 45%。考虑到公司业绩的高速成长，以及近年快速扩张的节奏，我们认为公司具备长期投资价值，维持“买入”的投资评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	315	439	606	948	1,266	1,744
增长率		39.4%	38.1%	56.3%	33.6%	37.8%
主营业务成本	-138	-196	-260	-417	-544	-732
% 销售收入	43.8%	44.6%	42.9%	44.0%	43.0%	42.0%
毛利	177	243	346	531	721	1,011
% 销售收入	56.2%	55.4%	57.1%	56.0%	57.0%	58.0%
营业税金及附加	-12	-16	-8	0	0	0
% 销售收入	3.7%	3.6%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-29	-46	-72	-123	-152	-209
% 销售收入	9.1%	10.5%	11.9%	13.0%	12.0%	12.0%
管理费用	-84	-102	-136	-218	-291	-401
% 销售收入	26.7%	23.3%	22.5%	23.0%	23.0%	23.0%
息税前利润（EBIT）	53	79	129	189	278	401
% 销售收入	16.8%	18.1%	21.3%	20.0%	22.0%	23.0%
财务费用	-7	-6	-4	-4	-3	-4
% 销售收入	2.2%	1.3%	0.7%	0.4%	0.3%	0.2%
资产减值损失	-1	-1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	4	0	0	0	0	0
% 税前利润	9.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	49	73	123	185	275	397
营业利润率	15.7%	16.5%	20.3%	19.5%	21.7%	22.8%
营业外收支	-1	0	1	3	3	3
税前利润	48	73	124	188	278	400
利润率	15.2%	16.6%	20.5%	19.8%	22.0%	22.9%
所得税	-12	-13	-34	-47	-69	-100
所得税率	25.2%	18.3%	27.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	36	60	90	141	208	300
少数股东损益	-3	-2	-3	2	5	7
归属于母公司的净利润	39	61	92	139	203	293
净利率	12.4%	14.0%	15.3%	14.7%	16.1%	16.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	36	60	90	141	208	300
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	49	54	60	50	65	79
非经营收益	3	5	5	1	1	1
营运资金变动	4	2	15	33	8	11
经营活动现金净流	92	121	169	225	282	392
资本开支	-96	-91	-147	-46	-146	-147
投资	9	-35	-10	-1	0	0
其他	-1	-3	0	0	0	0
投资活动现金净流	-88	-129	-157	-47	-146	-147
股权募资	25	0	900	0	-8	0
债权募资	-25	0	0	0	0	1
其他	-4	-4	-18	-4	-22	-22
筹资活动现金净流	-3	-4	882	-4	-30	-21
现金净流量	1	-11	894	174	106	224

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	39	28	922	1,095	1,202	1,426
应收款项	12	23	35	41	55	76
存货	20	25	28	46	60	80
其他流动资产	27	25	56	23	29	39
流动资产	98	101	1,041	1,205	1,346	1,621
% 总资产	27.3%	25.5%	73.7%	76.5%	74.7%	75.5%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	198	218	265	357	435	499
% 总资产	55.3%	54.9%	18.7%	22.6%	24.1%	23.3%
无形资产	62	77	106	10	18	24
非流动资产	260	295	371	370	455	526
% 总资产	72.7%	74.5%	26.3%	23.5%	25.3%	24.5%
资产总计	358	397	1,412	1,576	1,800	2,146
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	51	59	93	110	144	194
其他流动负债	12	12	21	44	52	64
流动负债	63	71	114	154	196	258
长期贷款	64	64	64	64	64	65
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	127	135	178	218	260	323
普通股股东权益	175	237	1,208	1,330	1,508	1,784
少数股东权益	56	25	25	27	32	39
负债股东权益合计	358	397	1,412	1,576	1,800	2,146

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.390	0.614	0.693	1.042	1.524	2.195
每股净资产	1.753	2.366	9.052	9.964	11.297	13.362
每股经营现金净流	0.922	1.212	1.267	1.684	2.113	2.935
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	22.23%	25.94%	7.65%	10.45%	13.49%	16.43%
总资产收益率	10.88%	15.48%	6.55%	8.83%	11.30%	13.65%
投入资本收益率	13.43%	19.92%	7.18%	10.00%	13.01%	15.93%
增长率						
主营业务收入增长率	64.71%	39.45%	38.11%	56.26%	33.58%	37.76%
EBIT增长率	131.74%	50.13%	62.25%	46.98%	46.95%	44.03%
净利润增长率	167.14%	57.43%	50.72%	50.36%	46.27%	44.05%
总资产增长率	8.18%	10.69%	256.10%	11.58%	14.28%	19.21%
资产管理能力						
应收账款周转天数	7.3	6.1	8.4	6.0	6.0	6.0
存货周转天数	41.7	41.9	37.6	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	128.7	89.0	94.8	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	219.8	168.4	133.4	93.5	72.3	51.4
偿债能力						
净负债/股东权益	10.66%	13.73%	-69.51%	-75.97%	-73.85%	-74.63%
EBIT利息保障倍数	7.6	14.1	29.6	44.8	79.9	102.1
资产负债率	35.56%	33.93%	12.61%	13.83%	14.44%	15.06%

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	3	6	6	6
买入	0	4	5	5	5
持有	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.75	1.65	1.63	1.61

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 2009-10-29	减持	28.00	N/A
2 2010-03-01	买入	50.90	52.25 ~ 52.25
3 2010-03-14	买入	56.30	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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



### 投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

### 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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

### 特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。