

分析师: 涂羚波

执业证书编号: S0050208010103

Tel: 010-59355910

Email: tulb@chinans.com.cn

地址: 北京市金融大街 5 号新  
盛大厦 7 层(100140)**医药生物****投资评级**

本次评级:	中性
跟踪评级:	未评级
目标价格:	34.4

**市场数据**

市价(元)	41.76
上市的流通 A 股(亿股)	0.67
总股本(亿股)	2.67
52 周股价最高最低(元)	29.27-78.79
上证指数/深证成指	2661.71/11164.79
2009 年股息率	0.00%

**52 周相对市场表现****相关研究**

《爱尔眼科新股研究: “三级连锁”是其核心模式》 200910.29

**爱尔眼科(300015. SZ)****投资要点**

● **盈利低于预期。**公司实现收入 37,026.34 万元, 较去年同期增长 38.93%; 实现营业利润 7,283.34 万元, 较去年同期增长 31.10%; 实现净利润 5,342.30 万元, 较去年同期增长 26.18%; 归属于母公司的的净利润 5230.44 万元, 较去年同期增长 21.98%。每股收益 0.20 元。

● **综合毛利率下降和管理费用率上升导致盈利增速低于收入增速。**上半年公司医疗服务毛利率、药品销售毛利率同比分别下降了 1.41、2.41 个百分点, 配镜服务上升了 0.34 个百分点, 带来整体毛利率下降了 1.05 个百分点。同时, 由于公司处于快速扩张期, 销售费用率、管理费用率同比分别增长了 0.48、5.46 个百分点, 导致期间费用率同比上涨 4.64 个百分点。

● **横向扩张与纵向渗透并举发展连锁医院。**上半年公司一方面兼并收购了南充麦格、重庆麦格、石家庄麦格、天津麦格等四家医院 100%的股权, 以及湖南康视持有的南昌爱尔、济南爱尔的全部股权; 另一方面, 采取自建方式分别在昆明、长春、菏泽、南京等城市设立了连锁医院。目前, 公司连锁医院已达 28 家, 虽然短期带来费用快速增长, 长期为公司可持续性增长提供保证。

● **各项业务均取得了快速增长。**上半年公司医疗服务、药品销售、配镜服务分别实现销售收入 27572 万元、4043 万元、5412 万元, 同比分别增长 41%、32%、33%, 保持了快速的增长。

**公司财务数据及预测**

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	606.45	865	1213	1686
增长率(%)	38.11	43	40	39
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	92.49	115.71	177.92	266.44
增长率(%)	50.72	25	54	50
毛利率(%)	57.09	58	59	59
净资产收益率(%)	7.65	9	12	15
EPS(元)	0.88	0.43	0.67	1.00
P/E(倍)	120.55	95.51	62.11	41.48
P/B(倍)	9.60	8.35	7.36	6.25

来源: 公司年报、民族证券

- **准分子激光手术前景看好。**上半年医疗服务业务中的准分子激光手术、白内障手术、眼前段手术、眼后段手术、检查治疗等五项业务分别实现 48.61%、38.05%、32.12%、50.54%、32.47%的增长。准分子收入主要是手术量同比增加 3,441 例以及飞秒激光手术量的增加导致单台准分子价格上涨所致。公司是较早介入飞秒激光手术的医院之一，国内市场渗透率还很低，潜力巨大。
- **给予“中性”评级。**预计公司 2010、2011、2012 年分别实现净利润 1.16 亿元、1.78 亿元、2.66 亿元，同比分别增长 25%、54%、50%，每股收益 0.43 元、0.67 元、1.00 元。对应动态市盈率分别为 95.5 倍、62.1 倍、41.2 倍。公司发展前景看好，但估值已贵，给予“中性评级”。

**表1：公司收入和毛利预测**

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>准分子手术(百万元)</b>	196.74	285.27	399.38	539.16
毛利率	69.22%	70.50%	71.22%	70.00%
毛利润(百万元)	136.18	201.12	284.44	377.41
增长率	37.70%	45.00%	40.00%	35.00%
<b>白内障手术(百万元)</b>	109.27	150.79	203.57	264.64
毛利率	49.43%	51.00%	51.00%	51.00%
毛利润(百万元)	54.01	76.90	103.82	134.97
增长率	77.49%	38.00%	35.00%	30.00%
<b>眼前段手术(百万元)</b>	36.99	48.09	60.11	72.14
毛利率	32.89%	32.89%	32.89%	32.89%
毛利润(百万元)	12.17	15.82	19.77	23.73
增长率	12.83%	30.00%	25.00%	20.00%
<b>眼后段手术(百万元)</b>	21.32	27.72	33.26	39.91
毛利率	40.94%	39.00%	38.00%	37.00%
毛利润(百万元)	8.73	10.81	12.64	14.77
增长率	17.02%	30.00%	20.00%	20.00%
<b>检查治疗(百万元)</b>	82.19	140.55	240.34	410.98
毛利率	72.82%	71.00%	71.00%	71.00%
毛利润(百万元)	59.85	99.79	170.64	291.80
增长率	42.13%	40.00%	35.00%	30.00%
<b>医疗服务合计(百万元)</b>	446.52	652.42	936.67	1326.84
毛利率(%)	60.68%	61.99%	63.13%	63.51%
毛利润(百万元)	270.94	404.44	591.31	842.67
增长率	42.53%	46.11%	43.57%	41.66%
<b>药品销售(百万元)</b>	67.63	87.92	114.30	148.59
毛利率	29.20%	26.50%	26.50%	26.50%
毛利润(百万元)	19.75	23.30	30.29	39.38
增长率	31.42%	30.00%	30.00%	30.00%
<b>配镜服务(百万元)</b>	92.10	124.34	161.64	210.13
毛利率	57%	57%	57%	57%
毛利润(百万元)	52.58	70.98	92.28	119.96
增长率	38.11%	35.00%	30.00%	30.00%
<b>收入合计(万元)</b>	606.25	864.68	1212.60	1685.55
毛利润(百万元)	343.27	498.72	713.88	1002.01
毛利率	56.62%	57.68%	58.87%	59.45%
增长率	38.11%	42.63%	40.24%	39.00%
营业成本率	43.38%	42.32%	41.13%	40.55%

资料来源：民族证券

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>					<b>营业收入</b>	606	865	1213	1686
现金及等价物	922	1113	1384	1757	营业成本	260	366	499	684
应收帐款	18	26	36	50	营业税金及附加	8	13	18	25
存货	28	40	54	74	销售费用	72	104	146	202
其它流动资产	73	104	146	203	管理费用	136	225	303	405
<b>非流动资产</b>	371	528	680	776	财务费用	4	1	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0
固定资产及其他	364	519	667	759	公允价值变动净	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
无形资产	6	9	12	17	<b>营业利润</b>	123	157	247	370
其它非流动资产	1	1	1	1	营业外收入	2	5	0	0
<b>资产总计</b>	1412	1811	2300	2860	营业外支出	1	1	0	0
<b>流动负债</b>	114	161	219	300	<b>利润总额</b>	124	161	247	370
短期借款	0	0	0	0	所得税	34	45	69	104
应付帐款	83	117	160	219	<b>净利润</b>	90	116	178	266
其它流动负债	31	43	59	81	少数股东损益	-3	0	0	0
<b>非流动负债</b>	64	300	554	767	<b>归属于母公司所</b>	92	116	178	266
长期借款	64	300	554	767	EBITDA	129	157	247	370
其它非流动负债	0	0	0	0	EPS (元)	0.69	0.43	0.67	1.00
<b>负债合计</b>	178	461	773	1066					
少数股东权益	25	25	25	25					
归属于母公司所有者权益	1208	1324	1502	1769					
<b>负债和股东权益</b>	1412	1811	2300	2860					

**现金流量表**

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	
<b>经营活动现金流</b>					<b>成长能力</b>				
净利润	90	116	178	266	营业收入	38.1%	42.6%	40.2%	39.0%
资产减值准备	1	0	0	0	营业利润	70.2%	27.0%	57.7%	49.8%
折旧和摊销	59	79	102	116	归属母公司净利	50.7%	25.1%	53.8%	49.8%
公允价值变动损失	0	0	0	0					
财物费用	4	1	0	0	<b>盈利能力</b>				
营运资本变动	-4	-4	-8	-10	毛利率	57.1%	57.7%	58.9%	59.4%
投资收益	0	0	0	0	净利率	15.3%	13.4%	14.7%	15.8%
<b>投资活动现金流</b>	-134	-236	-254	-213	ROE	7.7%	8.7%	11.8%	15.1%
资本支出	-134	-236	-254	-213	ROIC	3.9%	6.9%	8.5%	10.4%
其它	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
<b>融资活动现金流</b>	878	236	254	213	资产负债率	12.6%	25.5%	33.6%	37.3%
权益性融资	882	0	0	0	流动比率	9.1	8.0	7.4	7.0
负债净变化	0	236	254	213	速动比率	8.9	7.7	7.2	6.7
财务费用	-4	-1	0	0	<b>营运能力</b>				
<b>现金净增加额</b>	894	191	271	373	总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6
期初现金余额	28	922	1113	1384	应收帐款周转率	33.4	33.4	33.4	33.4
期末现金余额	922	1113	1384	1757	应付帐款周转率	3.1	3.1	3.1	3.1
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.69	0.43	0.67	1.00
					每股经营现金	1.12	0.72	1.02	1.40
					每股净资产	9.05	4.96	5.63	6.62
					<b>估值比率</b>				
					P/E	59.7	95.5	62.1	41.5
					P/B	4.6	8.3	7.4	6.2
					EV/EBITDA	21.2	17.3	11.0	7.4

资料来源：公司报表、民族证券

## 分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备8年医药行业的从业经验，以及8年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn