

医疗服务

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6-12个月目标价: 60.00元

当前股价: 44.03元

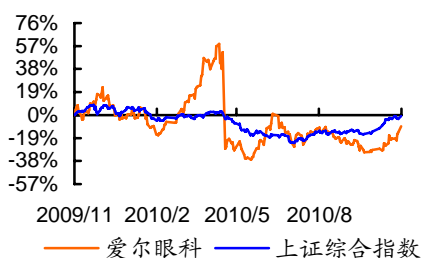
评级调整: 上调

基本资料

| | |
|-----------|---------|
| 上证综合指数 | 3054.02 |
| 总股本(百万) | 267 |
| 流通股本(百万) | 75 |
| 流通市值(亿) | 33 |
| EPS (TTM) | 0.41 |
| 每股净资产(元) | 4.62 |
| 资产负债率 | 12.6% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|--------|----|-------|-------|
| 爱尔眼科 | 15 | 2.42 | 25.23 |
| 上证综合指数 | 27 | 15.79 | 6.39 |



相关报告

《爱尔眼科-连锁扩张速度加快, 未来 3-5 年是黄金发展期》2010-3-15
《爱尔眼科-眼科连锁第一品牌, 高壁垒高成长性》2010-3-10
《医改深水区破冰, 公立医院改革渐行渐清晰》2010-4-21

爱尔眼科

300015

强烈推荐

小荷才露尖尖角, 上调投资评级至强烈推荐

11月1日, 爱尔公布股权激励草案, 拟向激励对象(董事、高管、核心管理及技术人员等)授予900万份股票期权, 约占总股本3.37%; 行权价格41.58元; 行权条件为: 以2009年净利润为基数, 2011-2016年相对于09年的净利润增长率分别不低于25%、50%、75%、100%、130%、160%。

投资要点:

- **医疗服务领域空间巨大。**美国最大的医疗服务集团HCA鼎盛时期市值超过730亿美元, 拥有约285000名雇员, 旗下涵盖350多家医院、145个门诊外科中心、550个家庭护理机构以及其它附属企业; 2006年330亿美元的退市回购创造到美国当年最大的杠杆收购案, 目前正在再度IPO。我们认为中国医疗服务领域出现大市值公司是必然趋势。
- **政策利好将加速民营医院的发展。**李克强总理在医改工作会议上强调推进公立医院改革、允许社会资本进入医疗服务领域等, 相关政策有望近期出台。民营资本投资医疗服务的春天已经到来。
- **专科连锁中眼科服务最具有发展空间。**卫生部数据显示, 眼科患者需求与医疗资源配置存在较大矛盾, 我国专科医院中眼科医院利润率具首位。爱尔将显著受益于飞秒激光的替代升级、白内障业务的扩大及自身快速扩展步伐。
- **随着募投医院逐步迈向成熟, 未来利润增长将会超过收入增长。**公司1-10月共开业6家、收购4家医院, 费用较大导致短期利润增长低于收入增速。根据我们测算, 一般新建及收购医院可在一年半至三年内达到盈亏平衡甚至贡献利润。随着募投医院逐步成熟, 未来利润增长将会超越收入增长。
- **股权激励有利于公司的长远发展。**医院经营具有极高的专业性、技术性, 快速扩张期间高级管理人才和优秀的眼科医生是核心保证。公司此次股权激励有利于稳定核心管理及技术人才, 为10年高速增长奠定基石。
- **爱尔作为A股为数不多的医疗服务上市公司, 估值虽然不低, 但无论成长性和确定性都是最好的投资标的, 我们给予10-12年EPS为0.47、0.71、1.06元, 上调投资评级至强烈推荐。**我们将会发布医疗服务领域第2篇深度报告, 敬请关注。
- **风险提示:** 医疗服务领域质量风险。

主要财务指标

| 单位: 百万元 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 606 | 812 | 1118 | 1539 |
| 同比(%) | 38% | 34% | 38% | 38% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 92 | 126 | 191 | 282 |
| 同比(%) | 51% | 36% | 51% | 48% |
| 毛利率(%) | 57.1% | 57.8% | 59.3% | 60.3% |
| ROE(%) | 7.7% | 9.8% | 12.9% | 16.0% |
| 每股收益(元) | 0.35 | 0.47 | 0.71 | 1.06 |
| P/E | 127.11 | 93.34 | 61.62 | 41.73 |
| P/B | 9.73 | 9.13 | 7.95 | 6.68 |
| EV/EBITDA | 59 | 59 | 40 | 27 |

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|--------|--------|-------|--------|
| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E | 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 流动资产 | 1041 | 1077 | 1225 | 1512 | 营业收入 | 606 | 812 | 1118 | 1539 |
| 现金 | 922 | 948 | 1050 | 1276 | 营业成本 | 260 | 343 | 456 | 611 |
| 应收账款 | 18 | 24 | 33 | 46 | 营业税金及附加 | 8 | 8 | 12 | 16 |
| 其它应收款 | 17 | 22 | 31 | 42 | 营业费用 | 72 | 97 | 134 | 185 |
| 预付账款 | 34 | 45 | 60 | 81 | 管理费用 | 136 | 191 | 257 | 346 |
| 存货 | 28 | 38 | 50 | 67 | 财务费用 | 4 | 5 | 5 | 5 |
| 其他 | 22 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 非流动资产 | 371 | 432 | 515 | 563 | 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 | 222 | 295 | 370 | 430 | 营业利润 | 123 | 167 | 253 | 375 |
| 无形资产 | 1 | 1 | 1 | 1 | 营业外收入 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 其他 | 148 | 136 | 143 | 131 | 营业外支出 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 资产总计 | 1412 | 1510 | 1740 | 2075 | 利润总额 | 124 | 168 | 254 | 376 |
| 流动负债 | 114 | 133 | 172 | 225 | 所得税 | 34 | 42 | 64 | 94 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 90 | 126 | 191 | 282 |
| 应付账款 | 83 | 110 | 146 | 196 | 少数股东损益 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 31 | 23 | 26 | 30 | 归属母公司净利润 | 92 | 126 | 191 | 282 |
| 非流动负债 | 64 | 64 | 64 | 64 | EBITDA | 186 | 185 | 276 | 402 |
| 长期借款 | 64 | 64 | 64 | 64 | EPS (元) | 0.69 | 0.47 | 0.71 | 1.06 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 负债合计 | 178 | 197 | 236 | 289 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 25 | 25 | 25 | 25 | 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 股本 | 134 | 267 | 267 | 267 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 877 | 744 | 744 | 744 | 营业收入 | 38.1% | 33.9% | 37.7% | 37.7% |
| 留存收益 | 198 | 277 | 468 | 749 | 营业利润 | 70.2% | 35.3% | 51.7% | 47.8% |
| 归属母公司股东权益 | 1208 | 1288 | 1478 | 1760 | 归属于母公司净利润 | 50.7% | 36.2% | 51.5% | 47.7% |
| 负债和股东权益 | 1412 | 1510 | 1740 | 2075 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 | 57.1% | 57.8% | 59.3% | 60.3% |
| | | | | | 净利率 | 15.3% | 15.5% | 17.1% | 18.3% |
| | | | | | ROE | 7.7% | 9.8% | 12.9% | 16.0% |
| | | | | | ROIC | 20.3% | 24.4% | 31.4% | 42.3% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 12.6% | 13.0% | 13.5% | 13.9% |
| | | | | | 净负债比率 | 35.94 | 32.52% | 27.16 | 22.12% |
| | | | | | 流动比率 | 9.13 | 8.11 | 7.14 | 6.71 |
| | | | | | 速动比率 | 8.87 | 7.83 | 6.84 | 6.41 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.67 | 0.56 | 0.69 | 0.81 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 42 | 36 | 37 | 37 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 3.85 | 3.55 | 3.57 | 3.58 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.35 | 0.47 | 0.71 | 1.06 |
| | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.63 | 0.49 | 0.78 | 1.13 |
| | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 4.53 | 4.82 | 5.54 | 6.59 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 127.11 | 93.34 | 61.62 | 41.73 |
| | | | | | P/B | 9.73 | 9.13 | 7.95 | 6.68 |
| | | | | | EV/EBITDA | 59 | 59 | 40 | 27 |

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

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 2006 年、2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名;

余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药及医药政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药行业研究;

王威, 医药行业研究助理, 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, 负责医疗器械行业研究。

訾猛, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(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。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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, 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和信息, 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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

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

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

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