

周锐

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

爱尔眼科

300015

推荐

连锁扩张速度加快，未来 3-5 年是黄金发展期

爱尔眼科公布 2009 年年报，实现每股收益 0.69 元，公司拟每 10 股转增 10 股派 3.5 元。

投资要点：

6-12 个月目标价：80 元

当前股价：56.30 元

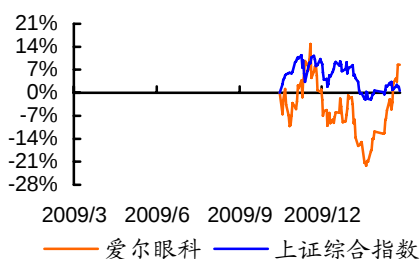
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	3013.41
总股本(百万)	134
流通股本(百万)	34
流通市值(亿)	19
EPS (TTM)	
每股净资产 (元)	1.96
资产负债率	33.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
爱尔眼科	23.03	7.65	0.00
上证综合指数	-0.16	-7.20	0.79



相关报告

《爱尔眼科-眼科连锁第一品牌，高壁垒高成长性》2010-3-10

- **收入利润均大幅增长，现金流状况良好。**爱尔眼科 2009 年营业收入同比增长 39.1%，在毛利率提升、营业税免征等因素的拉动下利润总额同比大增 70.3%，归属于母公司的净利润同比增长 50.7%，经营性现金流同比增长 39.6%，财务状况整体良好；
- **准分子手术增长开始加速。**2009 年公司准分子激光手术量同比增长 29.2%，增速加快，同时单价同比提高 6.61%，随着公司大力推进飞秒激光技术的应用，未来手术均价仍将提高；
- **白内障手术量大增。**公司白内障手术量大增长 80%，受公益手术量增加原因，单价有所降低，但毛利率仍然有所提升，对公司业务贡献明显。
- **沈阳、广州、重庆、成都、衡阳、株洲等下属医院增长势头良好。**公司的下属医院中沈阳爱尔营业收入同比大幅增长 75.8%，08 年 6 月收购的广州爱尔 09 年的增长势头也十分迅猛，衡阳、株洲虽然规模小，但收益率非常高，体现了爱尔品牌的辐射效应。
- **连锁扩张加速迹象明显。**爱尔眼科上市后扩张速度明显加快，目前已经有 22 家医院，年内预计将新增 8-11 家医院，除了已经开张的菏泽、南京爱尔之外，还将有长春、昆明、南宁、贵阳、盘锦等医院开业，济南、成都爱尔扩建，通过收购麦格眼科获得石家庄、南充等医院。
- **未来 3-5 年是公司黄金发展期，维持推荐评级。**爱尔目前正处于黄金发展期，有望实现超常规的增长，公立医院改革等政策也对公司发展构成有力支撑，我们预计公司 10-12 年将实现每股收益 1.06、1.59 和 2.52 元，目前 2010 年动态 PE53 倍，虽然估值较高，但考虑到公司的高成长性，给予推荐的投资评级。

主要财务指标

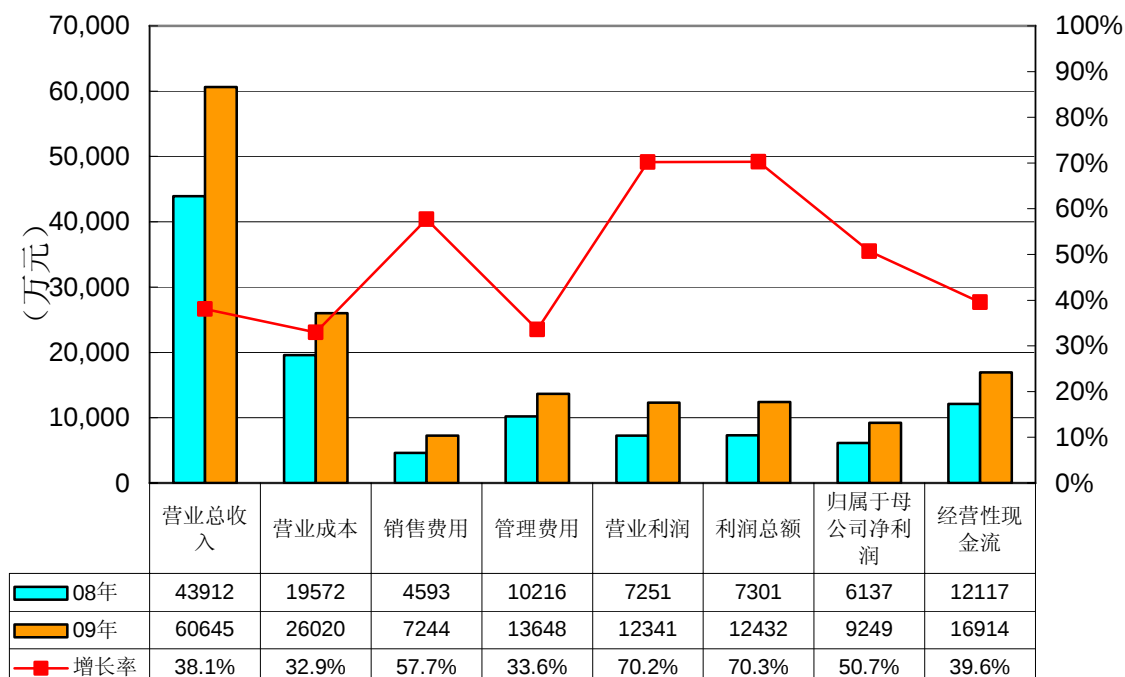
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	606	812	1134	1655
同比(%)	38%	34%	40%	46%
归属母公司净利润(百万元)	92	141	213	337
同比(%)	51%	53%	51%	58%
毛利率(%)	57.1%	57.8%	59.4%	61.4%
ROE(%)	7.7%	10.8%	14.0%	18.2%
每股收益(元)	0.69	1.06	1.59	2.52
P/E	81.26	53.24	35.33	22.30
P/B	6.22	5.77	4.96	4.06
EV/EBITDA	36	33	22	14

资料来源：中投证券研究所

一、主要盈利性指标表现良好

爱尔眼科 2009 年营业收入同比增长 38.1%，毛利率略有提升，在营业税免征的拉动下，利润总额同比大幅增长 70.3%，归属于母公司的净利润同比增长 50.7%，经营性现金流保持了同比快速增长，同时经营性现金流要高于净利润，表示出公司报表良好的经营质量。

图 1 爱尔眼科主要盈利性指标变化情况



数据来源：公司年报，中投证券研究所

二、白内障手术增长超过预期

爱尔眼科各项业务中最大的一类是医疗服务，其中又以准分子手术和白内障手术为主。

准分子激光收入 2009 年公司手术量同比增长 29.2%，单价同比提高 6.61%，较 2008 年同比增速明显加快。

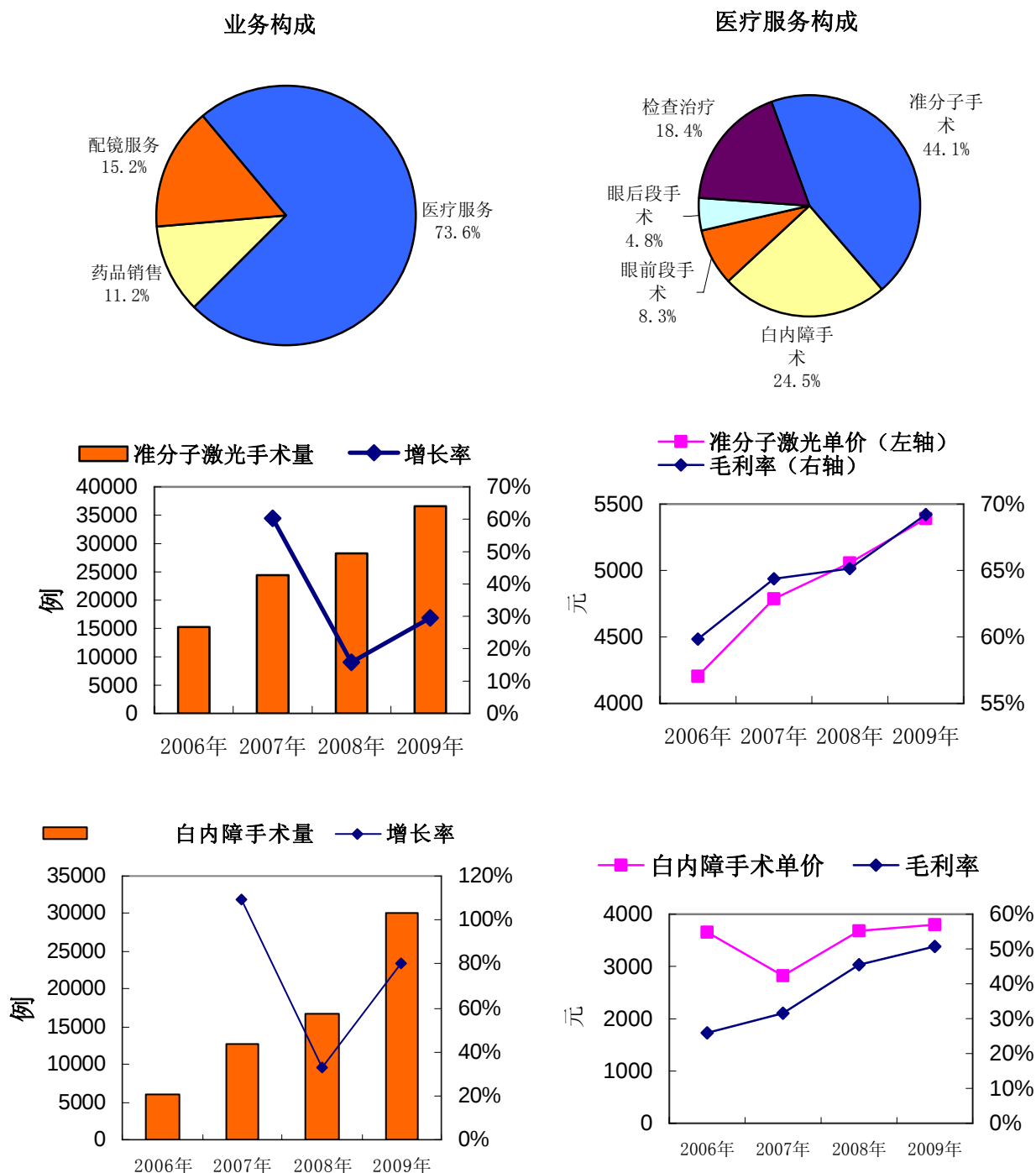
白内障手术量大幅增长 80%，由于公益手术的量增长迅速，单价有所降低，但毛利率仍然有所提高。

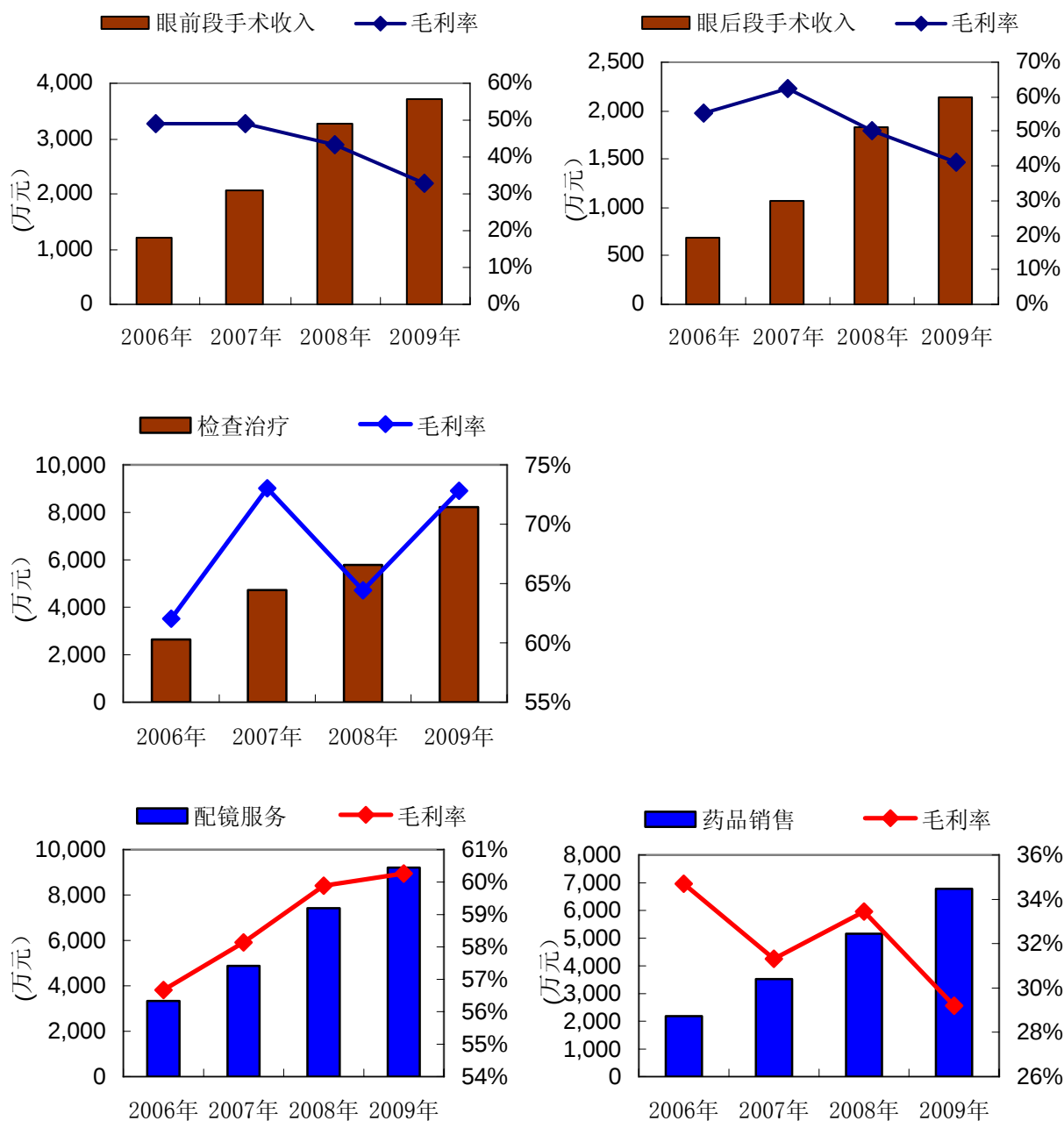
眼前段和眼后段手术量仍然持续增长，毛利率有所降低。

检查治疗的收入增长幅度高达 42.13%。

医疗服务以外，公司的配镜业务增长势头良好，收入同比增长 24.06%，毛利率也有所提升。

图 2：爱尔眼科历年主要业务的增长情况





资料来源：公司历年报表、中投证券研究所

三、连锁扩张加速迹象明显

从目前公司的下属医院增长情况来看，沈阳爱尔营业收入同比大幅增长75.8%，08年6月收购的广州爱尔09年的增长势头也十分迅猛。

公司上市后，连锁扩张的速度明显加快，目前已经有22家下属医院。岳阳、菏泽、南京爱尔先后开业，年内预计还将有长春、昆明、南宁、贵阳和盘锦爱尔5家医院开业，济南爱尔和成都爱尔扩建，同时公司通过并购麦格眼科，

新获得了石家庄、重庆和南充 3 家医院，扩张速度明显加快。

公司在年报中提出 2010 年将新增 8-11 家医院，其中在省会和直辖市通过新建或收购的方式设立 5-8 家，在湖南的地级市新建或收购 2-3 家，在湖北新建 1-2 家。

表 1：爱尔眼科所属医院的盈利情况

	开办年份	持股比例	总资产 (万)	净资产 (万)	08 年收 入 (万)	08 年利 润 (万)	09 年收入 (万)	09 年利 润 (万)	备注
一级医院									
上海爱尔	2005 年	60%	3848	3344	3001	-392	3387	-383	
二级医院									
成都爱尔	2002	100%	4304	3726	3482	987	4812	1282	
武汉爱尔	2003	100%	8117	6061	10324	2283	11846	2533	
长沙爱尔	2004		5250	4489	6133	1552			
沈阳爱尔	2005	100%	6613	5641	5818	1804	10228	2435	收购
重庆爱尔	2006	100%	3420	2828	3270	159	3984	221	
哈尔滨爱尔	2007	60%	1585	6	1297	-282			收购
合肥爱尔	2007	100%	2267	1364	2143	190	2692	268	
济南爱尔	2007	51%	832	-18	438	-203			
广州爱尔	2008	95%	1143	924	559	-54			收购
汉口爱尔	2008	100%	2034	954	150	-54			
南昌爱尔	2009	51%						-467	
太原爱尔	2009	100%						-655	
三级医院									
衡阳爱尔	2003	100%	2059	1595	1902	416	2462	714	
株洲爱尔	2004	51%	2960	2263	2107	416	2709	697	
常德爱尔	2004	100%	1732	1367	1461	236			
黄石爱尔	2004	92%	1245	988	1250	150			
邵阳爱尔	2008	100%	1085	323	301	-246			
襄樊爱尔	2008	100%	1729	1215	275	-224			
岳阳爱尔	2009	100%		1380				-119	

数据来源：公司公告，中投证券研究所

四、未来 3-5 年是黄金发展期

爱尔眼科是一家未来业务发展明确的眼科连锁医院，目前在行业内的领先优势已经确立，预计未来 3-5 年将是公司的黄金发展阶段，之后也将维持较快的增长速度。

我们预计在 2010-2011 年公司将基本完成在全国省会级城市的布点，2012-2013 年三级医院的数量将有大的增长，预计 1 个二级医院就对应 5 个左右的三级医院。

未来随着公司大力推进飞秒激光的应用，预计准分子激光业务的均价将稳步提高，毛利率也有相应提升；

白内障业务随着医保覆盖面增加，手术量继续大幅增长，均价将略有下降。

根据公司 2009 年年报，我们对 3 月 10 日深度报告中的盈利预测进行了微调，我们预测 2010-2012 年爱尔眼科的 EPS 为 1.06、1.59 和 2.52 元。目前虽然估值较高，但考虑到公司的高成长性，PEG 仍然处于合理的位置，我们仍然给予推荐评级，建议可以作为重点配置。

表 2：分业务类型预测

业务分类	2009E	2010E	2011E	2012E
1、医疗服务	44960	63334	93655	144632
毛利率	60.1%	60.2%	61.4%	62.7%
准分子手术	19270	27305	42391	70687
毛利率	66.5%	66.2%	67.6%	69.0%
准分子手术量	35888	46655	62984	91327
准分子均价	5369	5853	6730	7740
白内障手术	12143	19125	30123	47443
毛利率	50.0%	51.2%	52.5%	53.7%
白内障手术量	29617	44426	66639	99959
白内障均价	4100	4305	4520	4746
眼前段手术	3934	4721	5666	6799
毛利率	44.0%	44.0%	44.0%	44.0%
眼后段手术	2095	2410	2771	3187
毛利率	48.0%	48.0%	48.0%	48.0%
检查治疗	2105	2736	3557	4625
毛利率	72.0%	72.0%	72.0%	72.0%
2、药品销售	2471	2957	3447	3990
毛利率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
3、配镜服务	6236	7483	8980	10775
毛利率	59.0%	59.0%	59.0%	59.0%
合计	60062	81457	115402	170728
毛利率	55.6%	56.3%	57.9%	59.8%

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	1093	1264	1615	营业收入	606	812	1134	1655
现金	922	963	1087	1365	营业成本	260	343	460	639
应收账款	18	24	34	50	营业税金及附加	8	8	12	17
其它应收款	17	22	31	45	营业费用	72	97	135	197
预付账款	34	45	61	85	管理费用	136	171	238	348
存货	28	38	51	70	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	187	283	449
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	1525	1778	2177	利润总额	124	188	284	449
流动负债	114	133	173	235	所得税	34	47	71	112
短期借款	0	0	0	0	净利润	90	141	213	337
应付账款	83	110	147	204	少数股东损益	-3	0	0	0
其他	31	23	26	31	归属母公司净利润	92	141	213	337
非流动负债	64	64	64	64	EBITDA	186	206	306	476
长期借款	64	64	64	64	EPS (元)	0.69	1.06	1.59	2.52
其他	0	0	0	0					
负债合计	178	197	237	299	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	134	134	134	成长能力				
资本公积	877	877	877	877	营业收入	38.1%	33.9%	39.7%	45.9%
留存收益	198	292	505	842	营业利润	70.2%	51.8%	50.9%	58.6%
归属母公司股东权益	1208	1303	1516	1853	归属于母公司净利润	50.7%	52.6%	50.7%	58.4%
负债和股东权益	1412	1525	1778	2177	获利能力				
					毛利率	57.1%	57.8%	59.4%	61.4%
					净利率	15.3%	17.4%	18.8%	20.4%
					ROE	7.7%	10.8%	14.0%	18.2%
					ROIC	20.3%	27.3%	34.9%	50.2%
					偿债能力				
					资产负债率	12.6%	12.9%	13.3%	13.7%
					净负债比率	35.94	32.52%	26.97	21.41%
					流动比率	9.13	8.23	7.29	6.87
					速动比率	8.87	7.94	7.00	6.57
					营运能力				
					总资产周转率	0.67	0.55	0.69	0.84
					应收账款周转率	42	36	37	38
					应付账款周转率	3.85	3.55	3.58	3.63
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.69	1.06	1.59	2.52
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.27	1.10	1.72	2.64
					每股净资产(最新摊薄)	9.05	9.76	11.35	13.88
					估值比率				
					P/E	81.26	53.24	35.33	22.30
					P/B	6.22	5.77	4.96	4.06
					EV/EBITDA	36	33	22	14

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

分析师简介

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, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 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。

主要研究覆盖化学药&医药商业&现代中药: 海正药业、华海药业、新和成、浙江医药、恒瑞医药、华东医药、国药股份、一致药业、康缘药业、天士力等

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。未经中投证券事先书面同意, 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	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	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