

扩张步伐加快，长期成长可期

爱尔眼科 (300015)

评级: 增持 (维持)

股价: 40.93 元

跟踪报告

2010 年 7 月 23 日 星期五

东海医药研究小组

屈昀、袁舰波

执业证书编号: S0630208010053

执业证书编号: S0630208010052

021-50586660-8643

qy@longone.com.cn

医药生物行业/医疗服务

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股) 2.67

流通股本(亿股) 0.67

总市值(亿元) 109.28

流通市值(亿元) 27.42

市场表现

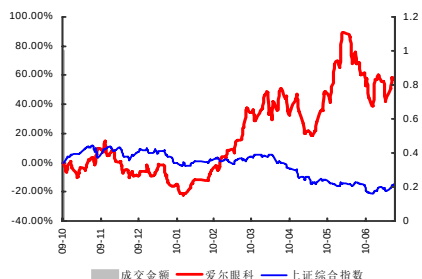
绝对涨幅 (%) 相对涨幅 (%)

1 个月 (9.85) (8.93)

3 个月 7.09 22.61

6 个月 72.67 91.55

个股相对上证综指走势图



投资要点

- **公司处于快速扩张期:** 上半年公司新开业了菏泽爱尔、南京爱尔和昆明爱尔 3 家医院, 收购了麦格眼科南充、重庆、石家庄、天津 4 家公司, 一共新增 7 家医院, 爱尔连锁门店已经达到 26 家。预计 10 年下半年公司还将新建 3-4 家医院, 包括即将开业的长春爱尔、贵阳爱尔等。至于麦格剩下的 2 家成都麦格和贵阳麦格则由于是非盈利性医院, 因此预计公司不会对其采取收购行为。预计公司 1-2 年内完成全国省会城市的布点, 同时在湖南湖北地区深化三级医院网络的建设。
- **公司主要业务快速增长:** 公司 09 年准分子手术量增加 8341 例, 收入 1.9 亿元, 同比增长 37.7%; 白内障手术量增加 13453 例, 收入 1.09 亿元, 同比大增 77.49%。随着近视人群及老年人群的增长, 眼科手术市场将快速扩容。公司是国内眼科医疗的绝对龙头, 主营业务将保持较快的发展速度。
- **核心优势保障公司长远发展:** 公司的“三级连锁”商业模式可复制性强, 眼科龙头的品牌溢价也随着公司的上市得以加强, 此外领先的技术水平和医疗设备也将保障公司的长远发展。
- **盈利预测与估值:** 我们预测公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.51 元、0.74 元和 1.03 元, 目前公司估值水平较高, 但鉴于公司的长期成长能力, 我们给予公司“增持”评级。

盈利预测及重要数据	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	43,912	60,645	84,839	125,313	170,042
增长率	39.40%	38.11%	39.89%	47.71%	35.69%
营业利润(万元)	7,251	12,341	15,725	22,773	31,460
增长率	47.00%	70.19%	27.42%	44.82%	38.15%
净利润(万元)	6137	9,249	13,692	19,829	27,393
增长率	57.40%	50.72%	48.04%	44.82%	38.15%
每股净资产(元)	2.37	9.05	4.83	5.28	5.89
每股收益(元)	0.61	0.69	0.51	0.74	1.03

资料来源: 东海证券研究所

□ 公司处于快速扩张期

公司 09 年年报中对 10 年三级连锁网络的建设做出了一个规划，10 年预计新增 8-11 家医院，其中省会城市和直辖市新建二级医院 5-8 家，并在湖南湖北完善三级医院网络的建设，新增湖南 2-3 家，湖北 1-2 家。

从上半年情况来看，公司新开业了菏泽爱尔、南京爱尔和昆明爱尔 3 家医院，收购了麦格眼科南充、重庆、石家庄、天津 4 家公司，一共新增 7 家医院，截止至上半年爱尔连锁门店已经达到 26 家。

预计 10 年下半年公司还将新建 3-4 家医院，包括即将开业的长春爱尔、贵阳爱尔等。至于麦格剩下的 2 家成都麦格和贵阳麦格则由于是非盈利性医院，因此公司不会对其采取收购行为。

整体来看，公司的“三级连锁”模式可复制性强，扩张速度快。预计公司 1-2 年内将完成全国省会城市的布点，同时在湖南湖北地区深化三级医院网络的建设。

□ 公司主要业务快速增长

公司收入主要来源于三块业务：医疗服务、药品销售和配镜服务，其中医疗服务是公司作为连锁医院的核心业务，包括准分子手术、白内障手术、眼前段手术、眼后段手术、检查治疗等业务；药品销售和配镜服务则是相关延伸业务。

医疗服务业务中收入规模最大、毛利率最高的是准分子手术，09 年手术量增加 8341 例，收入 1.9 亿元，同比增长 37.7%，收入占比 44%，毛利占比 50%；其次是白内障手术，09 年手术量增加 13453 例，收入 1.09 亿元，同比大增 77.49%。

近年来随着近视人群及老年人群的增长，以及手术安全性的提高，越来越多的人接受进行准分子、白内障等眼科手术。而目前我国的眼科医疗市场开发程度还很低，3 亿近视人群每年接受准分子手术的仅 50-60 万例；每年每百万人口白内障手术仅 620 例，为印度的 1/8，未来可开拓空间还非常大，目前整体眼科医疗市场空间预计达到 150 亿元。

公司是国内眼科医疗的绝对龙头，同公立医院眼科相比，公司的仪器设备、服务质量更为上乘；同民营眼科医院相比，公司 IPO 后拥有更强大的品牌溢价能力和资金实力，因此主营业务能够保持较快的发展速度。

□ 核心优势保障公司长远发展

从商业模式上看，公司创造性的“三级连锁”模式非常好的适应了我国眼科医疗服务行业“全国分散、地区集中”的市场格局，可复制性强，扩张成本低、扩张速度快。我们前面已经分析，随着公司布点步伐的加快，公司的资源整合能力将快速提升，龙头地位更加巩固。

从品牌优势上看，民营连锁医院主要依靠口碑式营销模式进行业务推广。公司是眼科医疗行业龙头，成功上市更是对“爱尔”品牌最好的宣传，品牌将成为公司长远发展最有力的保障。此外公司还通过积极参与白内障“百万复明工程”等公益活动有效得提升了公司影响力。

从技术优势上看，公司拥有 400 多人的眼科医师队伍，公司的学术委员会均为眼科界资深专家，并且随着公司的上市，更多优秀的医师还将加入公司。虽然目前公司扩张速度较快，但主要眼科手术如准分子、白内障等手术时间均很短，一天可完成数十甚至上百例手术，因此我们认为市场无须担心公司医师的充足问题。另外，公司在国内率先开展飞秒激光角膜移植等手术也彰显了公司在医疗技术及医疗设备方面的领先优势。

□ 盈利预测及估值

我们认为公司所处的眼科医疗市场广阔，公司上市后品牌及资金优势得以加强，扩张速度加快，整体将迎来高速增长期。预计 2010-2012 是公司利润的高速爆发期，2012 年后随着主要网络的建设完成，公司将步入成熟发展期。我们调整了公司的盈利预测至 2010-2012 年 EPS 分别为 0.51 元、0.74 元和 1.03 元，目前公司估值水平较高，但鉴于公司的长期成长能力，我们给予公司“增持”评级。

表 1：公司盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	43,912	60,645	84,839	125,313	170,042
增长率	39.4%	38.1%	39.9%	47.7%	35.7%
营业利润(万元)	7,251	12,341	15,725	22,773	31,460
增长率	47.0%	70.2%	27.4%	44.8%	38.1%
净利润(万元)	6137	9249	13692	19829	27393
增长率	57.4%	50.7%	48.0%	44.8%	38.1%
每股净资产(元)	2.37	9.05	4.83	5.28	5.89
每股收益(元)	0.61	0.69	0.51	0.74	1.03

资料来源：东海证券研究所

附表：三大表预测

资产负债表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	3939	2804	92171	101373	109886	130026
应收款项	1222	2308	3481	4649	6866	9317
存货净额	1958	2533	2835	3753	5610	7559
其他流动资产	1430	893	3445	2545	3759	2721
流动资产合计	9789	10106	104106	112320	126122	149623
固定资产	19805	21766	26453	35184	42812	45812
无形资产及其他	154	151	140	135	131	126
投资性房地产	6074	7629	10497	10497	10497	10497
长期股权投资	0	0	0	0	0	100
资产总计	35822	39651	141196	158136	179562	206158
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	0
应付款项	4359	5191	8324	4034	6031	8126
其他流动负债	1980	1861	3084	16408	24388	32972
流动负债合计	6338	7052	11408	20442	30419	41098
长期借款及应付债券	6400	6400	6400	6400	6400	6400
其他长期负债	0	0	0	0	0	100
长期负债合计	6400	6400	6400	6400	6400	6500
负债合计	12738	13452	17808	26842	36819	47598
少数股东权益	5552	2541	2541	2232	1783	1164
股东权益	17531	23658	120847	129062	140960	157396
负债和股东权益总计	35822	39651	141196	158136	179562	206158
利润表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	31490	43912	60645	84839	125313	170042
营业成本	13780	19572	26020	36743	54821	73917
营业税金及附加	1160	1586	842	848	1253	1700
销售费用	2850	4593	7244	10181	15038	20405
管理费用	8408	10216	13648	21210	31328	42510
财务费用	695	564	435	132	100	48
投资收益	440	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	103	130	114	0	0	0
其他收入	(207)	(260)	(229)	0	0	0
营业利润	4934	7251	12341	15725	22773	31460
营业外净收支	(147)	50	91	0	0	0
利润总额	4787	7301	12432	15725	22773	31460
所得税费用	1205	1334	3440	2359	3416	4719
少数股东损益	(316)	(169)	(258)	(326)	(472)	(652)
归属于母公司净利润	3898	6137	9249	13692	19829	27393
增长率	167.1%	57.4%	50.7%	48.0%	44.8%	38.1%
现金流量表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	3898	6137	9249	13692	19829	27393
资产减值准备	103	27	(16)	(114)	0	0
折旧摊销	3809	3885	4041	2502	3635	4946

公允价值变动损失	(103)	(130)	(114)	0	0	0
财务费用	695	564	435	132	100	48
营运资本变动	(4678)	(1940)	(2554)	7734	4687	7418
其它	(419)	(196)	(242)	(195)	(448)	(619)
经营活动现金流	2610	7783	10365	23619	27704	39137
资本开支	(6956)	(5978)	(8799)	(11114)	(11259)	(7941)
其它投资现金流	(474)	(326)	(607)	2174	0	0
投资活动现金流	(7240)	(6304)	(9406)	(8940)	(11259)	(8041)
权益性融资	0	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0	0
支付股利、利息	0	0	(4673)	(5477)	(7932)	(10957)
其它融资现金流	4686	(2614)	97754	0	0	0
融资活动现金流	4686	(2614)	88409	(5477)	(7932)	(10957)
现金净变动	56	(1135)	89367	9202	8513	20140
货币资金的期初余额	3882	3939	2804	92171	101373	109886
货币资金的期末余额	3939	2804	92171	101373	109886	130026
企业自由现金流	0	3746	5223	12601	16506	31205
权益自由现金流	0	0	102977	12489	16421	31164
关键财务与估值指标	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.39	0.61	0.69	0.51	0.74	1.03
每股红利	0.00	0.00	0.35	0.21	0.30	0.41
每股净资产	1.75	2.37	9.05	4.83	5.28	5.89
ROS	12%	14%	15%	16%	16%	16%
ROE	22%	26%	8%	11%	14%	17%
毛利率	56%	55%	57%	57%	56%	57%
EBIT Margin	17%	18%	21%	19%	18%	19%
EBITDA Margin	29%	27%	28%	22%	21%	21%
收入增长	65%	39%	38%	40%	48%	36%
净利润增长	167%	57%	51%	48%	45%	38%
资产负债率	51%	40%	14%	18%	21%	24%
息率	#DIV/0!	#DIV/0!	0.7%	0.5%	0.7%	1.0%
P/E	0.0	0.0	70.4	79.2	54.7	39.6
P/B	0.0	0.0	5.4	8.4	7.7	6.9
EV/EBITDA	1.3	0.7	38.7	60.9	42.5	31.2

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122