

医疗服务III



爱尔眼科 (300015)

推荐 (维持)

快速扩张导致短期业绩增速放缓

市场数据

报告日期	2010-8-15
收盘价(元)	41.39
总股本(百万股)	267.00
流通股本(百万股)	67.00
总市值(百万元)	11051.13
流通市值(百万元)	2773.13
净资产(百万元)	1234.77
总资产(百万元)	1456.36
每股净资产	4.62

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	606	823	1063	1350
同比增长(%)	38.1%	35.7%	29.2%	27.0%
净利润(百万元)	92	119	160	212
同比增长(%)	50.7%	29.1%	34.2%	32.1%
毛利率(%)	57.1%	57.4%	57.7%	58.0%
净利率(%)	15.3%	14.5%	15.1%	15.7%
净资产收益率(%)	7.7%	9.3%	11.1%	12.8%
每股收益(元)	0.35	0.45	0.60	0.79
每股经营现金流(元)	0.63	0.65	0.76	1.01

相关报告

《眼科专家得益于拷贝式扩张》2010-3-18

《“金眼科”的掘金者》2009-10-12

投资要点

事件:

爱尔眼科公布 2010 年中报, 公司实现营业收入 37,026 万元, 同比增长 38.93%; 实现营业利润 7,283 万元, 同比增长 31.10%; 实现净利润 5,342 万元, 同比增长 26.18%; 归属于母公司的净利润 5230 万元, 同比增长 21.98%, 中期每股收益 0.20 元。

点评:

- 公司营业收入增长较快, 得益于上半年多项并购活动。今年上半年公司并购了南充麦格、重庆麦格、石家庄麦格、天津麦格等四家医院 100% 的股权, 收购了湖南康视持有的南昌爱尔、济南爱尔的全部股权; 此外, 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, 截至 6 月底, 爱尔眼科的连锁医院已达 28 家。
- 分业务看, 公司各项业务均有较快增长。上半年, 医疗服务增长 41.42%, 药品销售增长 31.68%, 配镜服务增长 32.5%。增长较快的原因包括: 公司业务的正常增长; 外延扩张带来的规模增长。医疗服务仍然是公司的核心业务, 上半年实现收入 27572 万元, 占营业收入的 74.46%。
- 从毛利率看, 主要业务毛利率有所下降。医疗服务毛利率为 60.75%, 下降 1.41 个百分点; 药品销售毛利率为 26.45%, 下降 2.41 个百分点; 配镜服务毛利率为 59.35%, 略提高 0.34 个百分点。综合毛利率为 56.8%, 下降 1.05 个百分点。

王晞 S0190200010075
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn

- 医疗服务中，准分子手术收入位居第一。上半年准分子手术收入增长 48.61%，白内障手术收入增长 38.05%，主要原因是手术量有较大幅度增长。
- 快速扩张带来费用开支增加。上半年公司销售费用增长 41.35%，管理费用增长 75.32%。费用的快速上升，影响了公司营业利润的增长。
- 我们认为近期仍然是公司的快速增长期。新收购的医院一般当年产生较多费用，第二年后逐步盈亏平衡。由此，我们调低对公司的盈利预测，预计 2010-2012 年 EPS 分别是；0.45、0.60 和 0.75 元。目前公司动态 PE 在 92 倍，但对于公司的业务模式我们仍然看好，维持“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1041	826	802	999
货币资金	922	702	645	794
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	18	25	32	40
其他应收款	17	23	30	37
存货	28	44	55	68
非流动资产	371	716	911	965
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	222	546	754	831
在建工程	43	46	48	29
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1	1	2	2
资产总计	1412	1543	1713	1965
流动负债	114	174	185	224
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	83	103	138	170
其他	31	71	47	54
非流动负债	64	64	64	64
长期借款	64	64	64	64
其他	0	0	0	0
负债合计	178	238	249	288
股本	134	267	267	267
资本公积	877	744	744	744
未分配利润	189	250	394	585
少数股东权益	25	23	22	23
股东权益合计	1234	1305	1464	1676
负债及权益合计	1412	1543	1713	1965

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	92	119	160	212
折旧和摊销	59	33	51	63
资产减值准备	4	1	1	1
无形资产摊销	18	11	10	11
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	4	-0	0	0
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	-3	-2	-1	1
营运资金的变动	29	-38	17	6
经营活动产生现金流量	127	174	204	270
投资活动产生现金流量	-71	-347	-260	-121
融资活动产生现金流量	875	-47	-0	-0
现金净变动	931	-220	-56	148
现金的期初余额	28	922	702	645
现金的期末余额	959	702	645	794

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	606	823	1063	1350
营业成本	260	351	449	567
营业税金及附加	8	8	11	14
销售费用	72	99	127	162
管理费用	136	214	266	324
财务费用	4	-0	0	0
资产减值损失	1	2	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	123	149	208	282
营业外收入	2	7	2	2
营业外支出	1	2	1	1
利润总额	124	154	209	283
所得税	34	37	50	71
净利润	90	117	159	213
少数股东损益	-3	-2	-1	1
归属母公司净利润	92	119	160	212
EPS (元)	0.35	0.45	0.60	0.79

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	38.1%	35.7%	29.2%	27.0%
营业利润增长率	70.2%	21.1%	39.5%	35.5%
净利润增长率	50.7%	29.1%	34.2%	32.1%
盈利能力(%)				
毛利率	57.1%	57.4%	57.7%	58.0%
净利率	15.3%	14.5%	15.1%	15.7%
ROE	7.7%	9.3%	11.1%	12.8%

偿债能力(%)

资产负债率	12.6%	15.4%	14.5%	14.7%
流动比率	9.13	4.75	4.33	4.46
速动比率	8.87	4.49	4.04	4.15

营运能力(次)

资产周转率	0.67	0.56	0.65	0.73
应收帐款周转率	41.90	36.48	35.73	35.46

每股资料(元)

每股收益	0.35	0.45	0.60	0.79
每股经营现金	0.63	0.65	0.76	1.01
每股净资产	4.53	4.80	5.40	6.19

估值比率(倍)

PE	119.49	92.55	68.98	52.23
PB	9.14	8.63	7.67	6.69

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。