

强烈推荐-A (维持)

爱尔眼科 300015.SZ

目标估值: NA

当前股价: 36.08 元

2011年5月10日

股价行权价倒挂，股权激励彰显信心

基础数据

上证综指	2872
总股本(万股)	26700
已上市流通股(万股)	7480
总市值(亿元)	96
流通市值(亿元)	27
每股净资产(MRQ)	4.8
ROE(TTM)	10.2
资产负债率	17.4%
主要股东	湖南爱尔医疗投资
主要股东持股比例	44.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	-13	-5
相对表现	9	-1	-13



相关报告

- 1、爱尔眼科(300015)—2010年稳健成长，看好长期发展 2011/4/12
- 2、爱尔眼科(300015)—挺进西北，加强西南，全国布局更加完善 2011/2/16
- 3、爱尔眼科(300015)—并购英智快速切入北京市场，全国布局的协同效应将显现 2010/11/15
- 4、爱尔眼科(300015)—股权激励解决最重要发展瓶颈，路遥尚可知马力 2010/11/1
- 5、爱尔眼科深度报告(300015)—十年十倍的成长股 2010/3/15

李珊珊, CPA

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090210040001

研究助理:

徐列海

0755-83271609
xuliehai@cmschina.com.cn

廖星昊, CIIA

0755-83271617
liaoxh@cmschina.com.cn

公司通过股权激励修订案并公实施：对期权激励对象和激励额度做出部分调整，同时提高 2011~2016 年的业绩考核要求，确定 5 月 6 日为期权授予日，因分红影响将期权授予价格由 41.58 元调整为 41.43 元。股权激励总成本由此前预估的 1 亿元下降至 4743 万元。我们认为，爱尔此次的股权激励对象广，涵盖了大部分的中高层管理人才和技术人才，特别是各分院的业务院长和 CEO，解决了公司发展中最重要瓶颈——人才瓶颈。此外，公司不惧股价与行权价的倒挂，更使我们坚定看好公司未来发展，维持“强烈推荐-A”的投资评级不变。

- 公司近日通过股权激励修订案并公告实施。4 月 26 日公司公告了《股票期权激励计划(草案修订稿)》，对期权激励对象和激励额度做出部分调整，同时提高 2011~2016 年的业绩考核要求；5 月 6 日，公司召开股东大会，审议通过了股权激励的修订案；同日，公司第二届董事会第八次会议审议通过了《关于公司股权激励计划所涉股票期权授予的议案》，确定公司股票期权的授予日为 2011 年 5 月 6 日，同时因每 10 股派发现金股利人民币 1.5 元(含税)，将股票期权的授予价格由 41.58 元调整为 41.43 元。
- 提高业绩考核指标，不惧股价与行权价的倒挂，彰显管理层信心。与草案相比，一方面增加净资产收益率的要求，2011~2013 年和 2014~2016 年的净资产收益率分别不低于 9.6%和 10%；另一方面，以 2010 年的净利润为基数，提高了 2011~2016 年的业绩考核标准，每期净利润的最低要求相较草案均提高 3000~4000 万元。公司在授予日股价(35.25 元)低于行权价(41.58 元)的情况下，仍公告实施股权激励方案，可见管理层对公司长远发展充满信心。
- 股权激励总成本低于预期。由于实际期权授予日价格 35.25 元低于此前预估的 39.5 元，造成公司股权激励实际成本 4743 万元低于预估的 1 亿元，2011 年和 2012 年的期权费用摊销压力下降明显(参见表 3)。
- 略微上调 2011~2013 年盈利预测，维持“强烈推荐-A”评级不变。股权激励成本的降低直接造成管理费用的下降，因此我们同步下调了公司的管理费用水平，将 2011~2013 年的 EPS 从 0.63 元、0.87 元、1.23 元上调至 0.65 元、0.91 元、1.25 元，同比分别增长 45%、39%、37%，当前股价对应 PE 为 55 倍/40 倍/29 倍。公告实施股权激励计划彰显管理层信心，我们坚定看好爱尔长远的未来。维持“强烈推荐-A”的投资评级不变。
- 风险提示：扩张带来期间费用的大幅上升和潜在医疗纠纷的负面影响。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	606	865	1196	1610	2138
同比增长	38%	43%	38%	35%	33%
营业利润(百万元)	123	171	251	352	486
同比增长	70%	39%	47%	40%	38%
净利润(百万元)	93	120	174	243	334
同比增长	51%	30%	45%	39%	37%
每股收益(元)	0.35	0.45	0.65	0.91	1.25
PE	104.1	80.1	55.3	39.7	28.9
PB	8.0	7.5	6.8	6.0	5.1

资料来源：招商证券

一、股权激励修订案分析

爱尔眼科独特的医院连锁模式决定了公司管理层，特别是各医院的 CEO 和业务院长，在提高公司运营效率、降低管理成本、提升经营业绩上具有更为重要的作用。公司此次推出的股票期权激励方案（草案修订案），激励范围广，有 198 位高中层管理人员和核心技术人员受益，是所有医药类上市公司中激励人数最多的。1 年的等待期和长达 6 年的行权期在留住人才、维持公司快速发展上具有重要的意义。

修订案主要在激励对象及激励额度、业绩考核上进行了修改：

1、激励对象及激励额度

修订案中新增高管李力先生和郭宏伟先生，分别授予 100 万股和 80 万股；韩忠先生的激励额度从 20 万股提高到 52.08 万股；激励总人数从 260 人减少到 198 人，同时取消预留期权 80 万权。

表 1：爱尔眼科股权激励的对象及激励额度发生部分变化

草案修订案（2011 年 4 月 25 日）					草案（2010 年 10 月 31 日）				
姓名	职务	本次获授的股票期权份数（万份）	占本次授予期权总数的比例	占目前总股本的比例	姓名	职务	本次获授的股票期权份数（万份）	占本次授予期权总数的比例	占目前总股本的比例
李力	副董事长、总裁	100	11.11%	0.37%					
郭宏伟	董事、副总裁	80	8.89%	0.30%					
韩忠	董事、财务总监、董秘	52.08	5.79%	0.20%	韩忠	董事、财务总监、董秘	20	2.22%	0.07%
万伟	副总裁	20	2.22%	0.07%	万伟	副总经理	20	2.22%	0.07%
李爱明	副总裁	20	2.22%	0.07%	李爱明	副总经理	20	2.22%	0.07%
核心管理人员、核心技术（业务）人员及董事会认为需要进行激励的相关人员合计 193 人		627.92	69.77%	2.35%	核心管理人员、核心技术（业务）人员及董事会认为需要进行激励的相关人员 257 人		760	84.45%	2.86%
					预留期权数		80	8.89%	0.30%
合计		900	100.00%	3.37%	合计		900	100%	3.37%

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

注：李力先生已持有公司股票 1432 万股，占 5.36%；郭宏伟先生已持有公司股票 908 万股，占 3.4%；万伟先生已持有公司股票 160 万股，占 0.6%。李力和郭宏伟先生还分别通过爱尔医疗投资公司间接持有公司 10.42%和 7.9%的股权。

2、业绩考核

与草案相比，业绩考核的变化包括：

（1）基数变化，由以 2009 年净利润为基数改为以 2010 年业绩为基数；

(2) 净利润增长率由以 2009 年净利润为基数, 2011~2016 年相对于 2009 年的净利润增长率分别不低于 25%、50%、75%、100%、130%、160%, 调整为以 2010 年净利润为基数, 2011~2016 年相对于 2010 年的净利润增长率分别不低于 20%、40%、65%、90%、110%、140%;

(3) 增加净资产收益率的要求, 2011~2013 年和 2014~2016 年的净资产收益率分别不低于 9.6%和 10%。

公司 2010 年实现净利润 1.2 亿元, 同比增长 30%, 修订案中对业绩的要求高于此前的草案。

表 2: 爱尔眼科的股权激励修订案提高了业绩考核标准

	亿元	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
修订案	最低净利润要求	NA	NA	1.44	1.68	1.99	2.29	2.53	2.89
	相对于 2010 年净利润的增长率	NA	NA	20%	40%	65%	90%	110%	140%
	同比增长率	NA	30%	20.0%	16.7%	17.9%	15.2%	10.5%	14.3%
草案	最低净利润要求	NA	NA	1.16	1.39	1.62	1.85	2.13	2.40
	相对于 2009 年净利润的增长率	NA	NA	25%	50%	75%	100%	130%	160%
	同比增长率	NA	30%	-3.9%	20.0%	16.7%	14.3%	15.0%	13.0%

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

注: “净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

公司每份股票期权价值约为 5.27 元, 本次授予的 900 万份股票期权总价值为 4742.54 万元, 连续计提 6 年, 远低于。股权激励成本对公司业绩构成一定压力, 尤其是 2011 年和 2012 年。过少的股票期权将无法达到激励的目的, 而过多的股票期权又将大幅增加公司的管理费用, 公司出台的这种“面广量小”的激励方案, 是平衡了股东利益和激励对象利益之后的最优解。

表 3: 爱尔眼科期权成本摊销方案的预测算 (单位: 万元)

	期权份额 (万份)	期权价 值 (元)	期权成本	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
实际成本	900	5.27	4742.54	1195.12	1495.48	878.95	573.32	357.27	189.7	52.69
		占总成本比重		25.2%	31.5%	18.5%	12.1%	7.5%	4.0%	1.1%
预估成本	900	11.32	10186.95	3300.57	2872.72	1752.16	1140.94	699.50	353.15	67.91
		占总成本比重		32.4%	28.2%	17.2%	11.2%	6.9%	3.5%	0.7%
每期摊销费用差额				-2105.45	-1377.24	-873.21	-567.62	-342.23	-163.45	-15.22

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

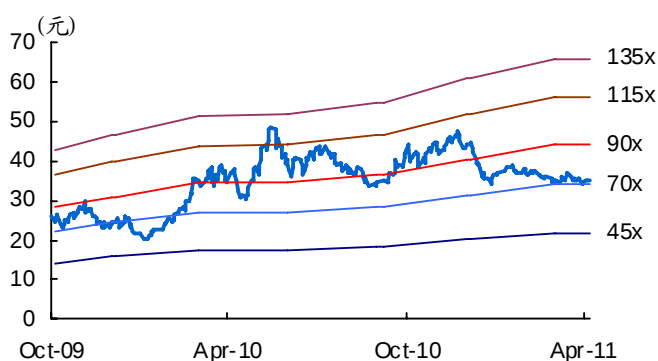
二、股权激励成本低于预期，我们略微上调 2011-2013 年的盈利预测

因为期权授予日价格 35.25 元低于此前公司预估的 39.5 元，每份股票期权的价值从 11.32 元下降至实际的 5.27 元，由此也带来公司期权总成本从 1 亿多元降至 4742.54 万元（由于激励对象存在业绩考核不达标或在股票期权的等待期内离职等情况，获授股票期权可能有部分最终不能行权，期权的实际总成本可能会更小）。

股权激励成本的降低直接造成管理费用的下降，因此我们同步下调了公司的管理费用水平，将 2011~2013 年的 EPS 从 0.63 元、0.87 元、1.23 元上调至 0.65 元、0.91 元、1.25 元，同比分别增长 45%、39%、37%，当前股价对应 PE 为 55 倍/40 倍/29 倍。

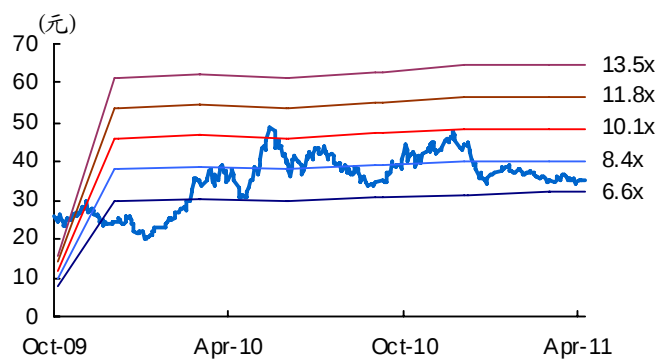
公司目前的全国连锁网络已经初具雏形，公告实施股权激励计划彰显管理层信心，我们坚定看好爱尔长远的未来。作为我们核心跟踪的公司，爱尔在时间的长河里将越来越耀眼，我们维持“强烈推荐-A”的投资评级不变。

图 1：爱尔眼科历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2：爱尔眼科历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1041	980	1111	1180	1523
现金	922	774	836	804	1024
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	18	34	45	69	102
其它应收款	17	47	60	80	107
存货	28	47	62	83	104
其他	56	78	108	144	186
非流动资产	371	633	689	875	872
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	222	392	517	713	713
无形资产	1	2	2	1	1
其他	148	239	170	160	158
资产总计	1412	1613	1801	2054	2395
流动负债	114	240	289	332	369
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	83	136	177	237	299
预收账款	5	8	12	16	20
其他	25	96	100	80	50
长期负债	64	64	64	64	64
长期借款	64	64	64	64	64
其他	0	0	0	0	0
负债合计	178	304	353	396	433
股本	134	267	267	267	267
资本公积金	877	739	739	739	739
留存收益	198	271	405	608	901
少数股东权益	25	32	37	44	55
母公司所有者权益	1208	1277	1411	1614	1907
负债及权益合计	1412	1613	1801	2054	2395

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	169	240	237	281	357
净利润			174	243	334
折旧摊销			81	95	102
财务费用			(1)	(5)	(3)
投资收益			(1)	(1)	(1)
营运资金变动			(22)	(60)	(88)
其它			6	10	13
投资活动现金流	(157)	(345)	(137)	(280)	(100)
资本支出			(200)	(300)	(100)
其他投资			63	20	0
筹资活动现金流	882	(49)	(38)	(34)	(36)
借款变动			0	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(40)	(40)	(40)
其他			2	6	4
现金净增加额	894	(154)	62	(33)	221

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	606	865	1196	1610	2138
营业成本	260	377	506	676	855
营业税金及附加	8	1	2	3	4
营业费用	72	104	163	225	310
管理费用	136	216	273	356	483
财务费用	4	(6)	(1)	(5)	(3)
资产减值损失	1	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	1	1
营业利润	123	171	251	352	486
营业外收入	2	12	8	8	8
营业外支出	1	4	3	3	3
利润总额	124	179	256	357	491
所得税	34	55	77	107	147
净利润	90	124	179	250	344
少数股东损益	(3)	4	5	8	10
母公司所有者净利润	93	120	174	243	334
EPS (元)	0.35	0.45	0.65	0.91	1.25

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	38%	43%	38%	35%	33%
营业利润	70%	39%	47%	40%	38%
净利润	51%	30%	45%	39%	37%
获利能力					
毛利率	57.1%	56.4%	57.7%	58.0%	60.0%
净利率	15.3%	13.9%	14.6%	15.1%	15.6%
ROE	7.7%	9.4%	12.3%	15.0%	17.5%
ROIC	7.1%	8.3%	11.6%	14.1%	16.7%
偿债能力					
资产负债率	12.6%	18.9%	19.6%	19.3%	18.1%
净负债比率	4.5%	4.0%	3.6%	3.1%	2.7%
流动比率	9.1	4.1	3.8	3.6	4.1
速动比率	8.9	3.9	3.6	3.3	3.8
营运能力					
资产周转率	0.4	0.5	0.7	0.8	0.9
存货周转率	9.7	10.0	9.3	9.3	9.2
应收帐款周转率	43.4	33.2	30.1	28.2	25.1
应付帐款周转率	3.9	3.4	3.2	3.3	3.2
每股资料(元)					
每股收益	0.35	0.45	0.65	0.91	1.25
每股经营现金	0.63	0.90	0.89	1.05	1.34
每股净资产	4.53	4.78	5.28	6.04	7.14
每股股利	0.18	0.15	0.15	0.15	0.15
估值比率					
PE	104.1	80.1	55.3	39.7	28.9
PB	8.0	7.5	6.8	6.0	5.1
EV/EBITDA	77.3	58.8	39.2	29.4	22.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李珊珊 CPA，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5年证券从业经验，注册会计师（CPA）。2010年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009年加入招商证券，任医药行业分析师。

廖星昊 CIIA，上海财经大学金融数学与金融工程硕士，武汉大学生命科学与技术基地班学士，1年股权投资经验，注册国际投资分析师（CIIA）。2010年加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。