

爱尔眼科(300015)

公司研究/简评报告

另一个角度看爱尔的估值

—爱尔眼科调研简报

民生精品---简评报告/医药行业

2011年5月16日

一、事件概述

我们于5月9日调研了爱尔眼科，与公司高管就经营现状及发展战略进行了交流。

二、分析与判断

➤ 高行权价彰显管理层信心

2011年5月6日公司向管理人员和核心技术人员授予了期权，授予价格41.43元，比当日收盘价35.25元高出17.5%，彰显高管对公司发展的信心。

➤ 老店盈利稳定增长，新店将逐步释放业绩

10年公司未进行增资的较大老店（09年前成立）营业收入增长27.86%，营业利润增长51.70%。10年新建和收购的新店贡献营收不足一个亿，亏损3553.2万元。亏损的主要原因是采购新设备折旧增多导致毛利率减少，大量的销售、管理费用导致三费占比增加。随着新店纳入公司三级经营模式，可以获得上级医院的技术和财务支持，同时后续管理和销售费率会下降，从而进入发展快车道。

➤ 发展前景展望

短期来看，公司专注于眼科领域，12年底完成对省会城市和湖南湖北地级市的布局。长期来看，公司的业务仍有扩展性。首先，随着医学眼光配镜的认可度增强，公司的医学眼光配镜业务有望超预期发展。同时，眼部手术领域可以扩展到眼部的整形美容，如去皱等。其次公司也有可以走出眼科领域，发展眼耳鼻喉和口腔等相关领域。从数量上看，公司连锁医院家数最终有望达到150-200家。目前公司仅有32家，仍有较大的发展空间。

三、盈利预测与投资建议

我们预计公司11-13年EPS分别为0.67元、0.99元、1.48元，以16日收盘价36.17元计算，对应动态PE分别为54倍、37倍和24倍。简单来看，公司的估值水平过高，但是，我们认为公司处于扩张期，不适合简单的PE倍数估值。分拆来看，我们估算成熟的12家医院2010年的税后净利润约为1.5亿，全年利润增速将会超过40%，2011年净利润将会超过2.1亿。我们认为受益于医改及人口老龄化和经济发展，未来5-10年，这些医院的发展前景较为明朗，我们给以2011年30-35倍的动态PE，则这12家医院的价值为63-74亿元。公司处于扩张期，我们认为3-5年后公司的成熟医院将成倍增加。假设五年后，在这12家医院之外新增24家成熟医院，即新增价值高达126-148亿元，将这部分价值折现到当前，即为85-100亿元。如此计算，仅考虑36家医院的情况下，公司的价值已达148-174亿元。我们给以“强烈推荐”的投资评级。

四、风险提示：

大规模并购产生的商誉减值风险，急速扩张管理销售费用过高的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	864.88	1257.56	1643.55	2063.66
增长率(%)	42.61%	45.40%	30.69%	25.56%
归属母公司股东净利润(百万元)	120.31	179.02	263.74	396.02
增长率(%)	30.08%	48.80%	47.32%	50.16%
每股收益(元)	0.451	0.670	0.988	1.483
PE	80.27	53.95	36.62	24.39
PB	7.56	6.74	5.81	4.81

资料来源：民生证券研究所

强烈推荐

维持评级

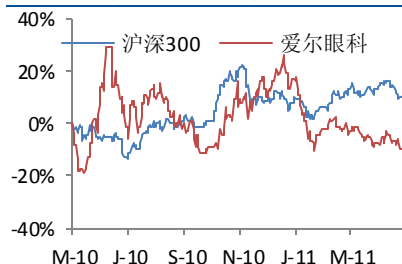
合理估值：

55—65元

交易数据(2011-05-16)

收盘价(元)	36.17
近12个月最高/最低	48.94/30.66
总股本(百万股)	267.00
流通股本(百万股)	74.80
流通股比例%	28.01
总市值(亿元)	96.57
流通市值(亿元)	27.06

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：李平祝

执业证书编号：S0260511020019

电话：(8610)85127808

Email: lipingzhu@mszq.com

分析师：练乐尧

执业证书编号：S0100108110693

电话：(8610)85127656

Email: lianyueyao@mszq.com

联系人：吴晓雯

电话：(8610)85127808

Email: lipingzhu@mszq.com

相关研究

1. 《江中药业(600750)调研报告：太子参产新临近，度过难关在望》2011.05.05
2. 《红日药业(300026)调研报告-配方颗粒快速增长，血必净更进一步》2011.05.04
3. 《华海药业调研报告—扩张为王，做大做强》2011.04.28

一、高行权价彰显管理层决心

公司公布的期权计划覆盖面广、存续时间长、行权价高。

期权分配给 198 人，不仅包括公司高管，而且包括了核心技术人员。科主任以上和核心手术医生都获得了期权，稳定公司高级管理层，有利于激发核心技术人员的工作热情。

公司期权存续期为 6 年，促使高管必须考虑公司长期利益，符合“百年爱尔”的大战略。

行权价格比授予日股价高出 17.5%，期权内在价值为 0，彰显高管对公司未来发展的决心。

根据该期权计划，2011-2017 年摊销费用分别为 1195、1495、879、573、357、190、53 万元。期权摊销将对公司利润造成一过性影响。

二、老店盈利稳定增长

我们将 12 家 09 年前成立、规模较大、10 年没有获得注资的子公司定义为老店。

表 1: 老店 10 年运营情况

	10 年营收	09 年营收	增长率	10 年营业利润	09 年营业利润	增长率
武汉爱尔	14843.31	11846.22	25.30%	6236.49	3459.53	80.27%
沈阳爱尔	13486.24	10228.47	31.85%	4637.96	3225.96	43.77%
长沙爱尔	9904.20	7774.10	27.40%	3861.26	2887.36	33.73%
衡阳爱尔	3248.66	2461.48	31.98%	1381.63	952.65	45.03%
重庆爱尔	5390.94	3978.26	35.51%	841.64	248.34	238.91%
株洲爱尔	3220.98	2708.75	18.91%	969.10	933.89	3.77%
常德爱尔	1942.33	1642.01	18.29%	738.20	589.38	25.25%
黄石爱尔	1916.62	1614.00	18.75%	525.12	362.85	44.72%
广州爱尔	2636.96	1915.28	37.68%	542.66	312.57	73.61%
合肥爱尔	2853.71	2691.67	6.02%	405.51	421.48	-3.79%
哈尔滨爱尔	2900.06	2031.28	42.77%	155.36	49.55	213.53%
邵阳爱尔	944.09	605.34	55.96%	112.00	8.16	1273.14%
老店加总	63288.10	49496.86	27.86%	20406.93	13451.72	51.70%

资料来源：民生证券研究中心

公司综合毛利率未明显变化，10 年老店营业利润增速高达 51.70%，远高于营业收入的增速，这是由于提供医疗服务的机构免征营业税导致营业税金及附加大幅减少，同时老店的管理和销售费率有所下降。

假设整个公司的毛利率就是这 12 所老店的毛利率，则这 12 家老店营业成本为 27613 万元，由上表得知 12 家老店的营业总成本为 42881 万元，所以营业税金+三费为 15269 万元，占营业收入的比重为 24.13%。在后面的盈利预测中，我们会使用这个假设：运营已经成熟的老店三费为 24.13%。

我们看好老店的后续发展，①公司地级市布点增多，截留病人。②开展新手术和新诊疗手段，比如以飞秒激光代替普通激光，术中可以加入波前像差仪等。③进一步拓展业务，比如开展去眼袋、双眼皮等眼部整形手术。

三、新店将步入快车道

公司 10 年新纳入合并报表了 12 家新店，并对部分老店进行了增资扩股。由于增资、扩股的老店也发生了较大变化，我们将除了上一节所列的 12 家老店外的所有店定义为新店（进行了增资的老店由于成长性较高也归入了新店范畴）。

表 2：新店 10 年运营情况

新店营收	新店营业总成本	新店营业成本	新店三费及营业税金	三费及税金比例
23200.7	26614.73	10122.47	16492.26	71.09%

资料来源：民生证券研究中心

基于以下原因，我们认为新店部分营收增速将会高于老店：

- ①：新获得爱尔的品牌优势。
- ②：新获得总部的技术和财务支持。
- ③：10 年部分新店未纳入合并报表，部分分店仅数个月的利润表纳入了合并报表。

表 3：10 年新纳入合并报表的子公司

	期末净资产	纳入合并净利润
菏泽爱尔	563.69	-436.3
南京爱尔	1764.1	-1617.9
昆明爱尔	2212.7	-787.2
长春爱尔	3354.8	-645.2
南充爱尔	235.9	-119.1
重庆麦格	395.6	91.6
石家庄麦格	-295.7	-40.4
株洲市光明眼科	1063.1	1.3
天津爱尔眼科	-242.9	
北京英智	1979.3	
北京华信英智	140.9	
贵阳眼科	346.9	
加总	11518.39	-3553.2

资料来源：民生证券研究中心

四、盈利预测与估值

我们做如下假设：

- ① 老店 11-13 年营收分别增长 30%、20%、20%。
- ② 由于北京英智的利润未纳入合并报表，我们假设北京英智是公司 11 年收购的。
- ③ 新店从被收购第一年到第四年营收分别增长 0%、40%、30%、20%，三费及税金占营业收入比为 71.09%、55%、40%、24.13%。
- ④ 公司 11、12、13 年收购的子公司营业收入分别为 1.1 亿、8000 万、6000 万。
- ⑤ 由于公司有上调手术费的空间，并且可以不断引入新技术，我们保守假定公司毛利不变。

表 4: 盈利预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
老店营业收入	63288.1	82274.53	98729.44	118475.32
增速	0	30%	20%	20%
营业成本	27612.60	35896.38	43075.65	51690.78
三费及营业税	15271.42	19852.84	23823.41	28588.10
营业利润	20404.08	26525.31	31830.37	38196.44
10 年新店营业收入	23200.70	32480.98	42225.27	50670.33
增速	0	40%	30%	20%
营业成本	10122.47	14171.45	18422.89	22107.46
三费及营业税	16493.38	17864.54	16890.11	12226.75
营业利润	(3415.14)	444.99	6912.28	16336.11
11 年新店营业收入	0.00	11000	15400	20020
增速		0.00	40.00%	30.00%
营业成本		4799.30	6719.02	8734.73
三费及营业税		7819.90	8470.00	8008.00
营业利润		(1619.20)	210.98	3277.27
12 年新店营业收入	0.00	0.00	8000.00	11200.00
增速			0.00	40.00%
营业成本			3490.40	4886.56
三费及营业税			5687.20	6160.00
营业利润			(1177.60)	153.44
13 年新店营业收入	0.00	0.00	0.00	6000.00
增速				0.00
营业成本				2617.80
三费及营业税				4265.40
营业利润				(883.20)
总营业收入	86488.80	125755.51	164354.71	206365.65
总增速	0.00	45.40%	30.69%	25.56%
营业成本	37735.06	54867.13	71707.96	90037.33
总三费及营业税	31764.80	45537.28	54870.72	59248.25
总营业利润	16988.94	25351.10	37776.03	57080.07

数据来源: 民生证券研究中心

基于上述假设, 我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.67 元、0.99 元、1.48 元, 以 16 日收盘价 36.17 元计算, 对应动态 PE 分别为 54 倍、37 倍和 24 倍。简单来看公司的估值水平过高, 但是我们认为公司当前仍处于扩张期, 新增门店对公司的利润侵蚀较为明显, 不适合简单的 PE 倍数估值。

分拆来看, 我们估算成熟的 12 家医院 2010 年的税后净利润约为 1.5 亿, 一季度这些医院的收入增速我们推算在 34% 左右, 我们认为成熟医院的利润增速会高于收入增速, 全年利润增速将会超过 40%, 2011 年这 12 家医院的净利润将会超过 2.1 亿。我们认为这些医院受益于医改及人口老龄化和我国的经济发展, 未来 5-10 年的发展前景较为明朗, 我们给以 2011 年 30-35 倍的动态 PE, 则这 12 家医院的价值为 63-74 亿元。

公司处于扩张期, 去年新建及收购医院高达 12 家, 截止目前已经拥有 32 家医院, 我们认为 3-5 年后公司的成熟医院将成倍增加。假设五年后, 在这 12 家医院之外新增 24 家成熟医院, 即新增价值高达 126-148 亿元。我们估算公司的 wacc 为 9.07%, 将这部分价值

折现到当前，即为 85-100 亿元。

如此计算，公司的价值合计高达 148-174 亿元。如此看来公司价值存在低估。我们给以公司“强烈推荐”的投资评级。

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	865	1,258	1,644	2,064
减：营业成本	377	549	717	900
营业税金及附加	0.68	0.98	1.29	1.62
销售费用	104.24	145.88	191	239
管理费用	216.31	307.13	357.73	354.94
财务费用	74	65	68	79
资产减值损失	2.51	0.44	0.89	1.03
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	170.97	254.46	375.91	566.31
加：营业外收支净额	7.70	7.00	8.00	8.00
三、利润总额	178.67	261.46	383.91	574.31
减：所得税费用	54.51	78.44	115.17	172.29
四、净利润	124.16	183.02	268.74	402.02
归属于母公司的利润	120.31	179.02	263.74	396.02
五、基本每股收益 (元)	0.451	0.670	0.988	1.483
主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	35.48	22.52	16.53	12.65
成长能力:				0
营业收入同比	42.61%	45.40%	30.69%	25.56%
营业利润同比	38.54%	48.83%	47.73%	50.65%
净利润同比	38.09%	47.41%	46.83%	49.59%
营运能力:				
应收账款周转率	25.47	39.61	30.36	38.43
存货周转率	8.01	8.76	8.87	9.07
总资产周转率	0.56	0.73	0.81	0.85
盈利能力与收益质量:				
毛利率	56.37%	56.37%	56.37%	56.37%
净利率	14.36%	14.55%	16.35%	19.48%
总资产净利率 ROA	11.11%	15.06%	18.76%	23.52%
净资产收益率 ROE	9.42%	12.49%	15.86%	19.73%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	5.37	6.09	6.13	6.80
资产负债率	15.14%	15.25%	16.30%	15.31%
长期借款/总负债	10.00%	4.70%	3.00%	5.40%
每股指标 (元)				
每股收益	0.451	0.670	0.988	1.483
每股经营现金流量	0.904	1.188	1.364	1.752
每股净资产	4.783	5.366	6.226	7.518

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	705.36	994.89	1322.64	1738.84
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	33.96	31.75	54.13	53.70
预付账款	47.81	55.86	79.63	90.49
其他应收款	46.96	45.54	75.35	76.44
存货	47.12	62.61	80.80	99.27
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	910.26	1219.70	1641.60	2087.78
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	391.81	338.32	283.66	228.00
在建工程	10.17	10.00	10.00	10.00
无形资产	1.78	1.48	1.17	0.86
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	631.80	513.00	393.19	337.22
资产总计	1542.06	1732.69	2034.78	2425.01
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	136.42	164.78	228.87	265.40
应付账款	0.00	0.00	0.00	0.00
预收账款	8.29	10.72	14.12	17.07
其他应付款	24.75	24.75	24.75	24.75
应交税费	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	169.47	200.25	267.75	307.23
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	64.00	64.00	64.00	64.00
负债合计	233.47	264.25	331.75	371.23
股本	267.00	267.00	267.00	267.00
资本公积	738.86	738.86	738.86	738.86
留存收益	197.56	271.14	426.99	656.58
少数股东权益	31.59	35.59	40.59	46.59
所有者权益合计	1308.59	1468.44	1703.03	2053.78
负债和股东权益合计	1542.06	1732.69	2034.78	2425.01
现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	241.24	317.24	364.18	467.90
投资活动现金流量	(345.17)	(5.10)	(4.40)	(4.40)
筹资活动现金流量	(48.75)	(22.61)	(32.04)	(47.30)
现金及等价物净增加	(152.68)	289.53	327.74	416.20

分析师与联系人简介

李平祝，北京大学药理学硕士，具有证券投资咨询执业资格。3年证券从业经验，2011年3月加入民生证券。

练乐尧，四川大学卫生经济学博士，具有证券投资咨询执业资格。4年医药行业从业经验，先后从事过临床医生、卫生经济与卫生政策研究等工作。2008年加盟民生证券研究所，从事医药行业与上市公司研究，对医药行业有较深入的见解和认识，熟悉上市公司盈利模式和核心竞争力的分析。研究范围覆盖中药、原料药等。

吴晓雯，北京大学金融信息工程硕士，北京大学医学英语学士。2011年4月加盟民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璿	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	Zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。