

飞秒激光手术拉动中期业绩快速增长

事件：

公司公布 2011 年中期报告，报告期内公司实现营业收入 58,366.13 万元，较去年同期增长 57.63%；实现归属于母公司的净利润 7,983.29 万元，较去年同期增长 52.63%，每股收益 0.30 元。中期分配方案为每 10 股转增 6 股。

研究结论

业绩符合预期：我们认为公司的中期业绩符合市场预期。分业务来看，公司各业务板块均呈现快速增长的态势，增速均达到 40%以上。而准分子手术依然是公司增长的主要来源，同比增长 62.8%，白内障手术也保持较快的增长；从毛利贡献上来看，准分子手术也是主要贡献来源，检查质量项目和白内障贡献基本相同。

手术量增长与产品升级仍是眼科手术增长的两大动力。与我们预期相同，医疗服务行业近期仍受益于医疗手术量和手术单价双重拉动的效应。准分子手术方面，手术量同比去年增加 30.84%；而在飞秒激光快速进入市场的带动下，其均价已经由同期 6485 元上升到本期的 8068 元；准分子收入毛利贡献达到 43%。而白内障方面，手术量同比也增长了 30.48%；而高端晶体的占比提高同样带动单价提高到 4290 元。我们认为，眼科市场的空间依然巨大，整体行业增长在未来今年仍将保持，而准分子手术预计依然将是公司利润增长的主要来源。

外延扩张稳步进行。公司在报告期内新建了南宁爱尔眼科医院和怀化爱尔眼科医院，扩建了郴州爱尔眼科医院、贵阳爱尔眼科医院以及重庆明目麦格眼科门诊部，收购并增持了西安爱尔古城眼科医院 70%的股权，而且用自有资金增持了株洲三三一爱尔眼科医院 24.87%的股权，截止报告期末，公司已营业的连锁医院网点由 2010 年底的 31 家上升到 34 家。根据公司董事会公告，公司今年仍将设立 4-6 家医院，其外延扩张正有序的进行。我们认为，在控制扩张规模的前提下，随着前期新建医院的逐渐减亏和扭亏，公司利润增速有望逐步回升。

盈利预测：我们依然认为，在主业内生性增长和新建医院逐渐减亏的带动下，公司 2011 年-2013 年有望保持高速增长，维持公司 0.68 元、1.03 元和 1.57 元的盈利预测。因从长期的角度我们看好医疗服务行业，我们认为公司所处的市场份额和市场总量均有提升空间；且考虑到公司股权激励行权价应是长期安全边际，因此虽短期估值高，维持公司增持的投资评级。

风险因素：医疗事故纠纷风险；Lasik 手术安全性风险。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

庄琰

医药行业分析师

8621-63325888 x 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030004

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 x 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 8 月 5 日) 37.00 元

目标价格 42.00 元

总股本/A 股 (亿股) 2.67

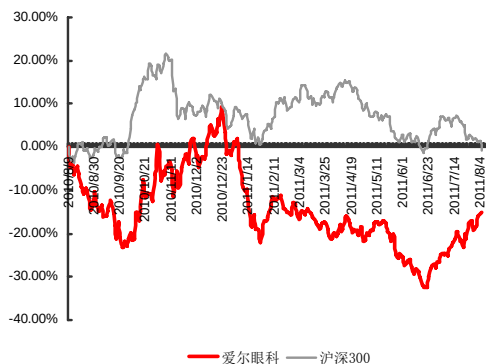
A 股市值 (亿元) 98.79

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 8 月 8 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测	单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	865	1306	1801	2391
同比 (%)	43%	51%	38%	33%
净利润	120	182	274	420
同比 (%)	30%	52%	50%	53%
毛利率 (%)	56.4%	56.3%	56.4%	56.5%
ROE (%)	9.5%	12.8%	16.6%	21.1%
每股收益 (元)	0.45	0.68	1.03	1.57
P/E (倍)	82.11	54.14	36.00	23.51
P/B (倍)	7.55	6.79	5.88	4.88

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	980	1109	1408	1896	营业收入	865	1306	1801	2391
现金	774	826	1030	1404	营业成本	377	570	785	1039
应收账款	34	39	54	72	营业税金及附加	1	1	1	1
其它应收款	47	71	98	130	营业费用	104	150	207	270
预付账款	48	72	99	132	管理费用	216	317	423	508
存货	47	71	98	130	财务费用	-6	-7	-8	-12
其他	30	29	29	29	资产减值损失	3	4	5	6
非流动资产	633	689	714	660	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	1	0	0	0
固定资产	392	443	475	435	营业利润	171	271	388	577
无形资产	2	2	2	2	营业外收入	12	1	1	1
其他	239	244	237	223	营业外支出	4	1	1	1
资产总计	1613	1797	2122	2557	利润总额	179	271	388	577
流动负债	240	279	379	468	所得税	55	85	108	149
短期借款	0	0	0	0	净利润	124	186	279	428
应付账款	136	206	284	376	少数股东损益	4	3	5	8
其他	104	73	95	92	归属于母公司净利润	120	182	274	420
非流动负债	64	64	64	64	EBITDA	252	376	503	691
长期借款	64	64	64	64	EPS (元)	0.45	0.68	1.03	1.57
其他	0	0	0	0					
负债合计	304	343	443	532	主要财务比率				
少数股东权益	32	35	40	48	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	267	267	267	267	成长能力				
资本公积	739	739	739	739	营业收入	42.6%	50.9%	37.9%	32.8%
留存收益	247	371	563	859	营业利润	38.5%	58.7%	43.0%	48.8%
归属母公司股东权益	1277	1419	1639	1977	净利润	30.1%	51.7%	50.4%	53.1%
负债和股东权益	1613	1797	2122	2557	获利能力				
					毛利率	56.4%	56.3%	56.4%	56.5%
					净利率	14.4%	14.2%	15.5%	17.9%
					ROE	9.5%	12.8%	16.6%	21.1%
					ROA	7.7%	10.3%	13.2%	16.7%
					偿债能力				
					资产负债率	18.9%	19.1%	20.9%	20.8%
					净负债比率				
					流动比率	4.08	3.97	3.71	4.05
					速动比率	3.88	3.72	3.46	3.78
					营运能力				
					总资产周转率	0.54	0.73	0.85	0.94
					应收账款周转率	-	-	-	-
					应付账款周转率	2.77	2.77	2.77	2.77
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.45	0.68	1.03	1.57
					每股经营现金流	0.81	0.99	1.54	1.97
					每股净资产	4.90	5.45	6.29	7.58
					估值比率				
					P/E	82.11	54.14	36.00	23.51
					P/B	7.55	6.79	5.88	4.88

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	240	266	410	525
净利润	124	186	279	428
折旧摊销	84	104	115	114
财务费用	4	-7	-8	-12
公允价值变动损益	0	0	0	0
营运资金变动	26	-38	4	-25
其它	2	20	20	20
投资活动现金流	-345	-180	-160	-80
资本支出	-246	-180	-160	-80
长期投资	0	0	0	0
其他	-99	0	0	0
筹资活动现金流	-49	-33	-47	-70
短期借款	2	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	134	0	0	0
资本公积增加	-139	0	0	0
其他	-46	-33	-47	-70
现金净增加额	-154	52	204	375

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn