

医疗服务 II
爱尔眼科 (300015.SZ) / 23.94 元
夯实两湖区域三级连锁模式，新开医院速度不减
事项

近日我们就公司的经营情况和公司未来新门店的开设进度到公司和公司管理层进行沟通。

主要观点

1.老医院收入维持较快增长，新开医院速度不减。2011年前三季度，长沙、武汉、沈阳、成都等成熟医院保持了25%以上的收入增速，是公司利润的主要来源，未来在准分子升级为飞秒激光手术、白内障手术的增多以及新的手术的开展等因素的影响下，公司老医院有望维持稳定增长。

公司上市后保持了较快的扩张速度，2010年新增医院12家2011年公司新设7家医院（其中永州和宜昌拟建），明年有望开设5-7家医院，数量不减今年。一个新医院的建设会影响几百万的当期利润，公司控制能力较强，通过新医院协调利润的增长，多家2010年新开医院明年即将进入利润收获期，公司利润有望实现快速增长。

2.短期夯实两湖区域片区三级医院的运营模式，长期看三级连锁发展空间较大。公司是全国最大的眼科连锁医院，目前已在全国22个省（直辖市）设立了38家连锁眼科医院（2家未开业），二级医院布局已经比较成功，未来公司有望通过收购以及新建等模式继续完善省会城市布局，占领区域制高点。

公司积极在两湖区域探索高效的片区医院管理运行模式：即在片区内省级医院和三级医院的协作运营模式。目前湖南有8家、湖北4家三级连锁医院，且湖南常德、株洲、衡阳；以及湖北的黄石等三级医院2010年已经基本进入盈利，三级医院建设探索较为成功模式，短期公司主要集中精力完善湖南、湖北两个片区完善三级医院网络和探索运营模式，也会在个别省份例如：成都、安徽等地开设新的三级医院，未来两湖经验成熟后有望向更多区域推广，前景较好。

3.飞秒激光手术替代准分子手术仍有空间。2011年上半年公司目前的收入结构中一般是白内障和准分子占收入占比75%，药品11%，配镜14%。2010年由于飞秒激光比例的不断提升，准分子手术每台价格由之前的5375.46元上升到2010年6716.05元，目前省会城市医院基本都配备了飞秒激光仪，两湖区域配备了流动飞秒激光仪，但是鉴于目前准分子手术中飞秒激光占比约为40%，例如武汉这样的成熟门店占比仅为30%，未来加大宣传之后飞秒激光激光治疗近视手术比例有望进一步提升。

4.拓展公司眼科手术范围，培育新的赢利点。白内障手术方面公司将加大宣传力度，提升患者就诊意识，提高手术量。此外公司有望加大和拓宽现有的手术范围，加大眼前段、眼后段手术的开展提升公司专业形象，2011年上半年眼后

证券分析师：廖万国
执业编号：S0360210100002

联系人：胡朝凤
Tel: 010-59370816
Email: huchaofeng@hczq.com

投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	42720
流通 A 股/B 股(万股)	11968/0
资产负债率(%)	19.83
每股净资产(元)	3.10
市盈率(倍)	76.11
市净率(倍)	7.72
12 个月内最高/最低价	47.97/20.95

市场表现对比图(近 12 个月)


资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《扩张高峰期已过，进入精耕收获时期》
2011-08-08

段手术收入大幅增长112.93%，未来有望开展包括眼部整形等眼科手术，培育新的赢利点。

5.重视人才培养，为公司未来扩张储备力量。好的适合的地址以及人才是决定公司开医院的重要因素，在人才培养方面一方面公司股权激励对包括李力先生和郭宏伟先生等高管及中高层在内的198人进行激励，有助于提高管理层积极性和留住核心人才，为公司的规模扩张储备好管理人才。另一方面公司重视人才的培养，并建立人才机制，去年全年共引进中高级人才240人，培养各类管理人才200余人次，医护人员人员1000余人次，解决快速扩张过程中人才瓶颈问题。

6.投资建议：推荐（维持）。我们预测公司11-13年EPS为0.41、0.62、0.95元，对应PE为58X、38X、25X，目前公司二级医院布局持续完善中，未来三级医院的开拓市场空间更大，而且二级医院经过1-2年的导入期，慢慢进入业绩收获期，高增长有望持续。而且国家政策给力鼓励民营医院的发展，民营医院标的稀缺性，可以享受一定的溢价，给予2012年50X估值，对应股价为33元维持“推荐”的投资评级。

7.风险提示：

（1）医疗事故风险。扩张速度和精细化管理的平衡。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	980	1305	1583	1934
现金	774	1172	1430	1770
应收账款	34	21	24	26
其它应收款	47	26	30	34
预付账款	48	30	38	39
存货	47	34	36	39
其他	30	22	25	26
非流动资产	633	516	484	465
长期投资	0	0	0	0
固定资产	392	325	259	192
无形资产	2	2	1	1
其他	239	189	224	271
资产总计	1613	1821	2067	2398
流动负债	240	148	176	199
短期借款	0	0	0	0
应付账款	136	91	103	110
其他	104	57	72	89
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	304	212	240	263
少数股东权益	32	35	36	39
股本	267	427	427	427
资本公积金	739	739	739	739
留存收益	271	408	625	930
归属母公司股东权益	1277	1574	1791	2096
负债和股东权益	1613	1821	2067	2398

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	240	202	306	432
净利润	124	180	268	407
折旧摊销	84	87	89	91
财务费用	-6	-26	-36	-45
投资损失	-1	-0	-0	-1
营运资金变动	26	-30	5	10
其它	13	-9	-20	-30
投资活动现金流	-345	50	-34	-38
资本支出	246	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他	-99	50	-34	-38
筹资活动现金流	-49	146	-14	-54
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	134	160	0	0
资本公积增加	-139	0	0	0
其他	-44	-14	-14	-54
现金净增加额	-154	398	258	340

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	865	1180	1614	2192
营业成本	377	511	678	889
营业税金及附加	1	8	6	5
营业费用	104	152	208	272
管理费用	216	301	405	535
财务费用	-6	-26	-36	-45
资产减值损失	3	2	2	2
公允价值变动收益	0	10	20	30
投资净收益	1	0	0	1
营业利润	171	242	371	565
营业外收入	12	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	179	242	371	565
所得税	55	62	104	158
净利润	124	180	268	407
少数股东损益	4	3	1	3
归属母公司净利润	120	177	266	404
EBITDA	249	304	425	611
EPS（元）	0.45	0.41	0.62	0.95

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	42.6%	36.4%	36.8%	35.8%
营业利润	38.5%	41.5%	53.5%	52.2%
归属母公司净利润	30.1%	47.3%	50.3%	51.8%
获利能力				
毛利率	56.4%	56.7%	58.0%	59.4%
净利率	13.9%	15.0%	16.5%	18.4%
ROE	9.4%	11.3%	14.9%	19.3%
ROIC	16.4%	26.8%	44.5%	77.3%
偿债能力				
资产负债率	18.9%	11.6%	11.6%	11.0%
净负债比率	21.04%	30.25%	26.70%	24.31%
流动比率	4.08	8.84	9.01	9.71
速动比率	3.88	8.61	8.80	9.51
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.69	0.83	0.98
应收帐款周转率	33	43	72	87
应付帐款周转率	3.44	4.50	6.99	8.33
每股指标(元)				
每股收益	0.28	0.41	0.62	0.95
每股经营现金	0.56	0.47	0.72	1.01
每股净资产	2.99	3.69	4.19	4.91
估值比率				
P/E	53.13	57.69	38.39	25.29
P/B	5.01	6.50	5.71	4.88
EV/EBITDA	38	31	22	16

医药组分析师廖万国介绍

解放军军事医学科学院医学硕士和上海中欧国际工商管理学院工商管理硕士/从业 4 年。1990 年起先后从事基础医学研究和药品营销管理，任产品经理、销售经理和营销总监。2008 年进入平安证券综合研究所任医药行业研究员，2009 年底进入华创证券研究所任高级医药行业研究员和首席医药行业研究员、医药组组长。

医药组分析师胡朝凤介绍：

理学博士，毕业于武汉大学，2010 年加入华创证券。主要负责生物制药、医疗服务研究。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinyong@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明：

- 强推：预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上；
- 推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%；
- 中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间；
- 回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明：

- 推荐：预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上；
- 中性：预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%；
- 回避：预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

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：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中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；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，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载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址：北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编：100033
传真：010-66500801

深圳分部

地址：深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编：518040
传真：0755-82027731

上海分部

地址：上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编：200122
传真：021-50583558