

2014年01月17日

证券研究报告·公司研究·医药生物

爱尔眼科(300015)调研报告

增持(首次)

当前价: 34.18元



整体盈利逐渐提升, 医学配镜市场空间大

投资要点

- **事件:** 日前, 我们与爱尔眼科董秘就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- **国家对医疗服务行业的政策扶持力度加大。** 1) 在鼓励社会资本办医的国家宏观政策引领下, 相关具体配套实施办法规定也相继出台落地, 民营医院的生存环境有所改善, 但不确定因素依然存在。公司目前的出发点是抬头看路, 低头做事, 自力更生, 以防玻璃门政策再现; 2) 医师的多点执业政策对公司长远发展是有利的, 目前公司医生都是全职的, 即使参与会诊也会采用收会诊费用的方式。
- **深圳爱尔眼科医院进展顺利, 预计三到四年间将实现盈亏平衡。** 1) **盈亏平衡应该在三到四年之后。** 目前深圳爱尔眼科医院已开业, 投资金额比较大, 预计前一两年的亏损会较多; 但该医院的医疗团队、管理团队竞争力强, 相信经过稳健经营, 医院将在第三年或第四年实现盈亏平衡; 2) **进入医保定点意味着对患者的覆盖面更广。** 预计2014年3月份进入医保定点, 医保报销比例将占医院收入的20%左右; 这一利好将吸引大量普通市民来院就诊, 扩大患者来源。目前该区域最大的竞争对手是深圳眼科医院。
- **未来开店区域将多在地级市, 以自建为主。** 1) **14年新建医院的数量应该会有所增加。** 13年新开了5家, 医院总数为49家; 13年新开医院数量下降, 主要受12年“封刀门”事件的影响。14年计划开店数量将超过13年; 2) **未来新开医院主要在地级及以下区域。** 未来在条件合适的情况下将继续复制湖南的省区模式, 一次性在几个省份推行。目前在建的地级市医院属于中等水平, 投资额在1000-2000万元之间。新设医院多以自建为主, 并购为辅。新建的地级市爱尔眼科医院初期运营配备5-6个核心的医生即可。
- **医学配镜及眼部美容等是未来的增长点。** 1) 公司目前积极探索眼部美容业务与社区庞大人群相匹配的渠道; 武汉医院眼部美容业务进展可喜; 深圳医院在建时规划了眼部美容业务场地, 但预计短时期内不会贡献可观的收入; 2) 优于传统的商业配镜模式的医学配镜业务增长前景较大, 未来每年的增速预计在30%左右。

指标年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1640.13	2141.52	2701.95	3377.44
增长率	25.14%	30.57%	26.17%	25.00%
归属母公司净利润(百万元)	182.55	238.52	309.92	399.78
增长率	6.18%	30.66%	29.94%	28.99%
每股收益EPS(元)	0.42	0.55	0.72	0.92
净资产收益率ROE	12.18%	14.37%	16.58%	18.68%
PE	81.01	62.00	47.71	36.99
PB	9.86	8.91	7.91	6.91

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 023-63812537

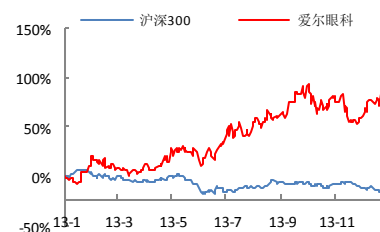
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

研究助理: 何治力

电话: 023-67898264

邮箱: hzl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	4.33
流通A股(亿股)	3.4
52周内股价区间(元)	16.24-35.56
总市值(亿元)	147.88
总资产(亿元)	21.36
每股净资产(元)	3.75

相关研究

- **估值与评级。**爱尔眼科 14 年的政策性风险较小，且已经做好应对“玻璃门”政策的准备；新建医院次序展开，但仍将公司的综合盈利放在首位，考虑资金承受能力。我们认为爱尔眼科在 14 年的看点有两个：一是部分地区的医院逐渐走出亏损，进入盈利阶段，考虑到 13 年的情况和以往开店速度，医院数量应该是 3-4 家；其次是医学配镜业务的高速增长，保守估计增速为 30%。14 年全年的营业收入、净利润增速区间预计在 25%-35%。我们预测公司 13、14、15 年的每股收益分别为 0.55 元、0.72 元、0.92 元，对应的市盈率分别为 62 倍、48 倍、37 倍，估值相对偏高，首次给予爱尔眼科增持评级。
- **风险提示：**1）医院增多带来的管理风险；2）各新建医院实现盈亏平衡或晚于预期。

图 1：公司 PE-Band 分布



数据来源：Wind, 西南证券

图 2：PB-Band 分布



数据来源：Wind, 西南证券

附录：财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E	利润表	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	496.87	910.31	1182.67	1605.66	营业收入	1640.13	2141.52	2701.95	3377.44
应收和预付款项	180.36	217.25	271.44	326.67	减：营业成本	902.50	1120.87	1325.85	1570.51
存货	95.07	130.84	136.38	180.15	营业税金及附加	1.36	1.63	2.06	2.58
其他流动资产	48.65	48.65	48.65	48.65	营业费用	197.80	264.48	348.28	443.12
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	284.41	449.72	632.80	855.51
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-2.47	-12.38	-19.19	-25.93
固定资产和在建工程	588.10	518.51	445.93	370.35	资产减值损失	4.13	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	243.80	241.06	238.33	235.60	加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	197.68	98.84	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1850.53	2165.47	2323.41	2767.07	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	252.40	317.20	412.16	531.65
应付和预收款项	217.43	371.77	321.05	495.54	加：其他非经营损益	-5.99	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	246.41	317.20	412.16	531.65
其他负债	64.22	64.22	64.22	64.22	减：所得税	64.34	79.30	103.04	132.91
负债合计	281.64	435.99	385.26	559.76	净利润	182.07	237.90	309.12	398.74
股本	427.20	427.20	427.20	427.20	减：少数股东损益	-0.48	-0.62	-0.81	-1.04
资本公积	551.13	551.13	551.13	551.13	归属母公司股东净利润	182.55	238.52	309.92	399.78
留存收益	520.69	681.91	891.38	1161.58	现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E
归属母公司股东权益	1499.03	1660.24	1869.71	2139.92	经营性现金净流量	304.46	504.92	379.27	551.19
少数股东权益	69.86	69.24	68.43	67.39	投资性现金净流量	-329.39	-30.00	-30.00	-30.00
股东权益合计	1568.89	1729.48	1938.14	2207.31	筹资性现金净流量	-61.49	-61.48	-76.91	-98.21
负债和股东权益合计	1850.53	2165.47	2323.41	2767.07	现金流量净额	-86.42	413.45	272.36	422.99

数据来源：西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：（023）63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：（010）57631234
邮箱：research@swsc.com.cn