

2014年03月21日

证券研究报告·公司研究·医药生物

爱尔眼科(300015)年报点评

增持(维持)

当前价: 38.8元



## 政策利好, 14年手术量有望增加

### 投资要点

- **事件:** 2013年全年公司营业收入、扣非后净利润分别为 19.85 亿元、2.36 亿元, 同比增长 21.02%、26.04%; 第四季度公司营业收入、扣非后净利润分别为 4.77 亿元、0.43 亿元, 同比上升 13.48%、16.21%。13 年基本每股收益为 0.52 元, 同比增长 20.93%。
- **财务状况:** 报告期内主营业务收入同比增长 21.02%, 主要是“封刀门”事件影响逐渐消退, 全飞秒和 ICL 新技术逐渐在各地推广, 使得准分子手术量有所增长, 导致该块收入同比增长 22.14%, 其余如眼前段手术、眼后段手术、检查治疗、视光服务收入同比增长分别为 24.25%、16.92%、24.06%、31.32%; 销售费用、管理费用的增速均较慢, 分别为 15.87%、21.96%, 且准分子手术单价提高导致整体毛利有所上升, 使得扣非后净利润增速快于营业收入增速; 应收账款同比增长 28.58%, 是因为营业规模扩大使得医疗保险支付部分增加; 存货同比增长 22.42%, 其原因也是由于医院扩张而提前准备。我们认为: 虽然资产及负债科目同比增长较快, 但与收入规模比重控制较好, 属于企业在扩张过程中的正常表现。业务毛利的提升更让我们看好其 14 年的利润增长。
- **民营专科医院的典范, 14 年新设医院数量有所增加。** 1) 政策环境较好。公司是眼科专科医院的典范, 市场认可度较高。且目前国家对民营医院的扶持力度较大, 14 年面临的政策风险较小, 可以在较为宽松的环境里逐渐进行新医院的设立; 2) 14 年新建医院数量有所恢复。13 年的新医院只是新开了 5 家(医院总数达到了 49 家), 期间内新开医院数量下降的主要原因是受到 12 年“封刀门”事件的影响。我们预计 14 年计划开店数量有所恢复, 将超过 13 年。但仍将公司的综合盈利放在首位, 考虑资金承受能力; 3) 新设医院多以自建为主, 并购为辅。未来新开医院主要布局在地级及以下区域, 省会城市的医院数量增长的较少。公司计划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。新建的地级市爱尔眼科医院, 预计初期运营只需要配备 5-6 个核心的医生即可; 4) 对于员工主要采用持股或者是股权激励。未来可能还将采取更加直接的激励措施, 因为以前并购的医院很多都是医生创业, 如果能给与他们股权上的激励, 会更有干劲。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1984.97	2467.30	3093.95	3957.57
增长率	21.02%	24.30%	25.40%	27.91%
归属母公司净利润(百万元)	223.50	287.59	371.01	487.02
增长率	22.43%	28.68%	29.01%	31.27%
每股收益 EPS(元)	0.52	0.66	0.86	1.12
净资产收益率 ROE	13.41%	15.16%	16.89%	18.81%
PE	75.22	58.46	45.31	34.52
PB	10.09	8.86	7.65	6.49

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

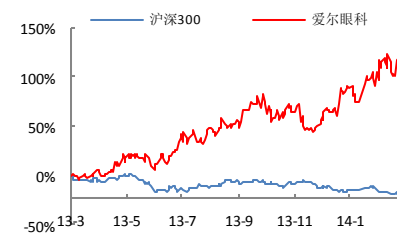
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

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

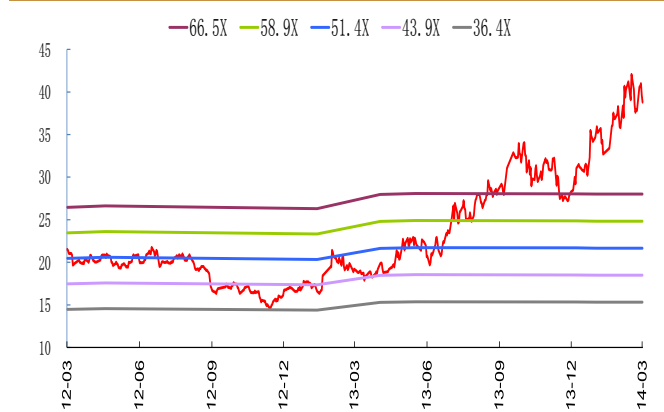
总股本(亿股)	4.33
流通 A 股(亿股)	3.4
52 周内股价区间(元)	17.53-42.81
总市值(亿元)	168.11
总资产(亿元)	21.19
每股净资产(元)	3.85

### 相关研究

1. 爱尔眼科(300015): 整体盈利逐渐提升, 医学配镜市场空间大 (2014-01-21)

- **准分子、白内障手术及视光业务 14 年将持续增长。**1) 准分子手术市场较大，全飞秒技术。我国近视眼患者数量约有 5 亿，且多为青少年，而该部分人群对准分子手术的接受度较高，随着“封刀门”事件影响的逐渐消退，13 年该块业务收入为 5.48 亿元，增速明显快于 12 年。我们预计 14 年该块业务量将有更好的表现。且部分医院如深圳医院有全飞秒设备，技术较为先进，且按照国际经验来看，未来将成为该领域的主流技术，有可能成为准分子手术未来新的增长点，且对于毛利率的改善作用重大；2) **白内障手术量受益于医保覆盖，有望持续增长。**对于白内障患者政府的支持力度比较大，不仅有专项扶持基金，且医保也能报销，提高了白内障患者的支付能力。13 年该块业务收入为 3.72 亿元，收入增速有所下滑，仅为 11.63%，主要原因是国家白内障手术治疗相关计划下达的较晚，12 年增速较快的原因是当时准分子业务受行业事件影响，公司将很大的精力放在了白内障业务上。我们判断在目前政策的利好下，14 年该块业务的增速应该快于 13 年，达到 20% 以上；3) **医学配镜未来的增长前景较大。**医学配镜在国外占主流地位，国内则是商业配镜为主，未来的配镜趋势应该也是逐渐向医学配镜发展。从 13 年的情况来看该块业务仍保持较高增速，我们判断未来每年增速应该在 30% 左右。
- **估值与评级。**公司在 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。14 年的看点有四个：一是部分地区的医院逐渐走出亏损，进入盈利阶段；其次是医学配镜业务的高速增长，保守估计增速为 30%；第三是新技术引进对公司毛利的改善；最后即是受国家白内障治疗计划影响，手术量或增加。我们判断 14 年全年的营业收入、净利润增速区间预计在 20%-30%。14、15、16 年的每股收益分别为 0.66 元、0.86 元、1.12 元，对应的市盈率分别为 58 倍、45 倍、35 倍，维持增持评级。
- **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	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	551.31	894.62	1256.18	1641.88	营业收入	1984.9	2467.30	3093.95	3957.57
应收和预付款项	226.09	235.88	342.25	394.09	减:营业成本	1073.9	1179.78	1469.27	1852.16
存货	116.39	120.14	174.43	196.90	营业税金及附加	2.77	3.44	4.32	5.52
其他流动资产	52.74	52.74	52.74	52.74	营业费用	229.20	334.32	398.81	495.17
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	346.87	555.14	724.60	962.88
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-3.00	-11.92	-18.75	-25.63
固定资产和在建工程	615.52	596.00	576.48	556.96	资产减值损失	14.74	14.74	14.74	14.74
无形资产和开发支出	274.78	273.85	272.93	272.01	加:投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	191.39	95.69	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>2028.22</b>	<b>2268.92</b>	<b>2675.00</b>	<b>3114.58</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>320.41</b>	<b>391.79</b>	<b>500.95</b>	<b>652.73</b>
应付和预收款项	289.34	303.81	418.05	474.51	加:其他非经营损益	-15.52	-15.52	-15.52	-15.52
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>利润总额</b>	<b>304.90</b>	<b>376.28</b>	<b>485.43</b>	<b>637.22</b>
其他负债	0.09	0.09	0.09	0.09	减:所得税	85.58	94.07	121.36	159.30
<b>负债合计</b>	<b>289.43</b>	<b>303.90</b>	<b>418.13</b>	<b>474.60</b>	净利润	219.32	282.21	364.08	477.91
股本	432.65	432.65	432.65	432.65	减:少数股东损益	-4.18	-5.38	-6.94	-9.11
资本公积	531.91	531.91	531.91	531.91	归属母公司股东净利润	223.50	287.59	371.01	487.02
留存收益	701.47	933.07	1231.87	1624.08	<b>现金流量表</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
归属母公司股东权益	1666.03	1897.63	2196.42	2588.64	经营性现金净流量	416.48	394.66	421.22	459.54
少数股东权益	72.77	67.39	60.45	51.34	投资性现金净流量	-309.5	-11.64	-11.64	-11.64
<b>股东权益合计</b>	<b>1738.79</b>	<b>1965.02</b>	<b>2256.87</b>	<b>2639.98</b>	筹资性现金净流量	-11.18	-39.71	-48.03	-62.20
负债和股东权益合计	2028.22	2268.92	2675.00	3114.58	<b>现金流量净额</b>	<b>95.78</b>	<b>343.31</b>	<b>361.56</b>	<b>385.70</b>

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