

市场研究部 证券研究报告

2014 年 4 月 4 日

大股东增持彰显信心

事件：

爱尔眼科实际控制人陈邦先生已于 2014 年 4 月 3 日通过深圳证券交易所证券交易系统增持了公司股份共计 360,000 股，占公司总股本的 0.08%，并计划在未来 3 个月内累计增持不超过公司总股本的 1% 的股份（含此次增发股份）。本次增持前，陈邦先生直接和间接共持股比例为 48.38%；本次增持后，陈邦先生直接和间接共持股比例为 48.47%。

点评

实际控制人陈邦先生在年报和 2014 年一季度预告之后增持股份，说明对公司长远发展充满信心。虽然 2013 年年报略低于预期，导致近期股价回落幅度超过 20%，但 2014 年一季报预增情况略超预期，公司近几年还处于扩张期，短期业绩与长期发展难免会出现短暂的矛盾，但我们相信公司具有优秀的管理能力，能够带领公司走上平稳发展之路。

眼科领域的领军企业，专注和专业

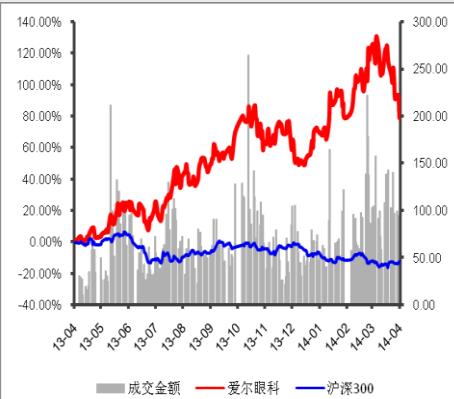
公司是目前医疗服务行业内较为成熟的优秀企业，眼科专科连锁中的领头羊，商业模式具有很强的可复制性，为公司业务拓展奠定基础。截至 2013 年底公司连锁医院网络覆盖 23 个省（直辖市、自治区），医院网点达到 49 家，其中新开 3 家分店和 2 家视光门诊部，收购 3 家公司。2014 年内生增长与外延并购都将继续，不排除有加速的可能。公司依旧聚焦眼科领域，做大做强，专注与专业，是一家值得重点关注的公司。

盈利预测和投资建议

我们继续维持之前预测，2014-2016 年公司营业收入分别为 24.81 亿元、31.41 亿元和 39.83 亿元，净利润分别为 3.14 亿元、4.01 亿元和 5.13 亿元，每股收益分别为 0.72 元、0.91 元和 1.17 元，对应 PE 分别为 47 倍、36 倍和 29 倍，相对 3 月份有所回落，但仍然属于医药行业内估值较高的公司，鉴于公司所处医疗服务行业内，且内生与外延发展并重，符合当下投资逻辑，继续给予推荐评级。

风险提示

封刀门事件余温尚存；手术安全事件；新开店面及并购店面盈利状况欠佳等。

爱尔眼科 (300015)
投资评级：推荐
一年来市场表现 截至 2014/4/3

市场数据 2014/4/3

A 股收盘价 (元)	33.30
A 股一年内最高价 (元)	42.81
A 股一年内最低价 (元)	17.53
上证指数	2,043.70
市净率	8.5
总股本 (万股)	43,327
实际流通 A 股 (万股)	34,751
限售的流通 A 股 (万股)	8,576
流通 A 股市值 (亿元)	115.7

分析师 张科然

执业证书号：S1490513050001

电话：010-58565075

邮箱：zhangkeran@hrsec.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入 (百万元)	1,640.1	1,985.0	2,481.2	3,141.2	3,983.1
同比增长 (+/-%)	25.1%	21.0%	25.0%	26.6%	26.8%
营业利润 (百万元)	252.4	320.4	428.5	549.4	701.3
同比增长 (+/-%)	4.2%	26.9%	33.7%	28.2%	27.6%
净利润 (百万元)	182.1	219.3	314.1	401.4	512.9
同比增长 (+/-%)	6.0%	20.5%	43.2%	27.8%	27.8%
每股收益 (元)	0.42	0.52	0.72	0.91	1.17
PE	78.92	64.46	46.57	36.44	28.51
PB	9.61	8.65	7.64	6.62	5.67

附表：

资产负债表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	881.9	1,015.8	1,311.8	1,649.0	2,127.8
现金	556.5	619.7	679.3	881.9	1,172.9
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项	86.1	107.9	113.9	149.5	199.5
其他应收款	46.4	58.9	206.8	259.2	330.7
存货	95.1	116.4	155.2	193.6	236.5
其他	97.9	112.9	156.6	164.8	188.2
非流动资产	1,047.9	1,103.0	1,182.5	1,229.8	1,270.1
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	578.1	567.8	590.0	585.8	586.0
无形资产	15.0	14.3	13.7	13.1	12.5
其他	454.8	521.0	578.8	631.0	671.6
资产总计	1,929.8	2,118.8	2,494.3	2,878.9	3,397.9
流动负债	358.6	377.9	529.2	617.6	762.4
短期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	189.4	235.4	344.6	394.9	490.0
预收账款	10.4	19.0	20.3	24.6	31.8
其他	158.7	123.5	164.2	198.1	240.6
长期负债	2.4	2.1	2.2	2.3	2.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	2.4	2.1	2.2	2.3	2.3
负债合计	360.9	380.0	531.4	619.8	764.7
股本	427.2	432.6	432.6	432.6	432.6
资本公积	551.1	531.9	531.9	531.9	531.9
留存收益	520.7	701.5	920.9	1,211.0	1,577.4
少数股东权益	69.9	72.8	77.5	83.5	91.2
母公司所有者权益	1,499.0	1,666.0	1,885.5	2,175.5	2,542.0
负债及权益合计	1,929.8	2,118.8	2,494.3	2,878.9	3,397.9

利润表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,640.1	1,985.0	2,481.2	3,141.2	3,983.1
营业成本	902.5	1,074.0	1,315.0	1,664.8	2,111.0
营业税金及附加	1.4	2.8	2.5	3.1	4.0
营业费用	197.8	229.2	297.7	376.9	478.0
管理费用	284.4	346.9	434.2	549.7	697.0
财务费用	-2.5	-3.0	-10.4	-12.5	-16.4

资产减值损失	4.1	14.7	13.9	9.7	8.3
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	0.3	0.1	0.1
营业利润	252.4	320.4	428.5	549.4	701.3
营业外收入	3.9	4.5	5.8	4.3	4.6
营业外支出	9.8	20.0	9.8	11.3	12.8
利润总额	246.4	304.9	424.4	542.4	693.2
所得税	64.3	85.6	110.4	141.0	180.2
净利润	182.1	219.3	314.1	401.4	512.9
少数股东权益	-0.5	-4.2	4.7	6.0	7.7
归属母公司所有者净利润	182.5	223.5	309.4	395.4	505.3
EPS (元)	0.42	0.52	0.72	0.91	1.17

现金流量表

单位：百万元

经营活动现金流	297.7	397.9	336.2	472.8	600.6
净利润	182.1	219.3	314.1	401.4	512.9
折旧摊销	142.7	164.8	124.1	137.3	152.5
财务费用	3.6	2.7	-10.4	-12.5	-16.4
投资收益	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
营运资金变动	-33.2	0.2	-99.0	-55.9	-51.3
其他	2.1	10.7	7.2	2.3	2.5
投资活动现金流	-329.4	-309.5	-197.1	-177.5	-187.3
资本支出	-237.2	-277.5	-196.8	-177.2	-187.0
其他投资	-92.2	-32.0	-0.2	-0.3	-0.3
筹资活动现金流	-110.5	-54.0	-79.5	-92.7	-122.3
借款变动	-64.0	0.0	0.0	0.0	0.0
普通股增加	0.0	5.4	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	13.8	-19.2	0.0	0.0	0.0
股利分配	-64.1	-42.7	-90.0	-105.3	-138.8
其他	3.8	2.5	10.5	12.6	16.5

主要财务比率

单位：百万元

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
同比增长率					
营业收入	25.1%	21.0%	25.0%	26.6%	26.8%
营业利润	4.2%	26.9%	33.7%	28.2%	27.6%
净利润	6.0%	20.5%	43.2%	27.8%	27.8%
盈利能力					
毛利率	45.0%	45.9%	47.0%	47.0%	47.0%
净利率	11.1%	11.0%	12.7%	12.8%	12.9%

ROE	12.2%	13.4%	16.4%	18.2%	19.9%
ROIC	14.9%	17.4%	21.1%	23.5%	25.9%
偿债能力					
资产负债率	18.7%	17.9%	21.3%	21.5%	22.5%
流动比率	2.46	2.69	2.48	2.67	2.79
速动比率	2.06	2.24	2.09	2.27	2.41
营运能力					
资产周转率	0.85	0.94	0.99	1.09	1.17
存货周转率	9.49	9.23	8.47	8.60	8.93
应收账款周转率	19.05	18.40	21.78	21.02	19.97
每股资料(元)					
每股收益	0.42	0.52	0.72	0.91	1.17
每股经营现金	0.71	0.95	0.78	1.09	1.39
每股净资产	3.46	3.85	4.36	5.03	5.88
每股股利	0.15	0.10	0.21	0.22	0.27
估值比率					
PE	78.92	64.46	46.57	36.44	28.51
PB	9.61	8.65	7.64	6.62	5.67

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

张科然在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给公司客户有偿使用。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为公司客户。本报告版权归公司所有。未获得公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询公司的投资顾问。公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。公司及其关联方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投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159

网址：www.hrsec.com.cn