

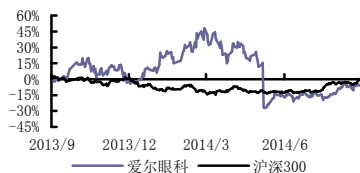


医药 - 医疗器械

2014 年 9 月 9 日

市场数据	2014 年 9 月 9 日
当前价格 (元)	26.12
52 周价格区间 (元)	20.62-42.08
总市值 (百万)	17388.69
流通市值 (百万)	13932.19
总股本 (百万股)	651.99
流通股 (百万股)	522.39
日均成交额 (百万)	73.56
近一月换手 (%)	14.69%
Beta (2 年)	
第一大股东	湖南爱尔医疗投资有限公司
公司网址	http://www.aierchina.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
爱尔眼科	197.77	218.05	466.03%
沪深 300	3.37%	13.89%	4.59%

相关报告

《发展再添新动力》，2014.8

邓聪

执业证书号: S1030512070001

0755-83199599-8261

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，邓聪，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

发展最明确的医疗服务上市公司

—爱尔眼科(300015.SZ) 2014 年中报点评

评级: 增持(维持)

预测指标	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	1984.97	2455	3082	3913
净利润 (百万元)	223.50	306	423	599
每股收益 (元)	0.52	0.47	0.65	0.92
净利润增长率%	22.25%	37%	38%	42%
每股净资产 (元)	3.85	2.94	3.45	4.18
市盈率	51.29	55.24	40.01	28.26
市净率	6.93	8.87	7.57	6.25
EV/EBITDA	40.59	30	22	16

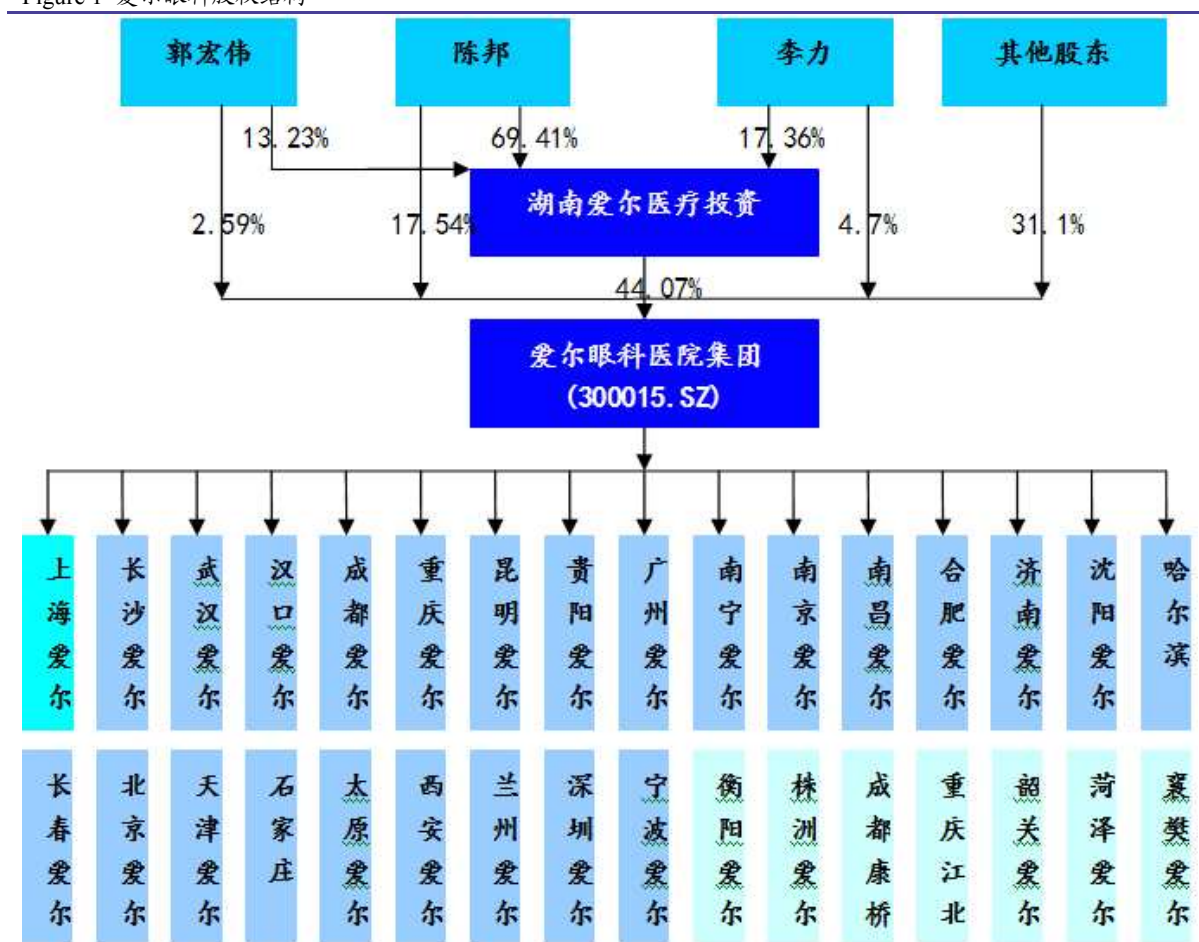
资料来源: 世纪证券研究所

- 2014.8.15 爱尔眼科发布 2014 年中期报告。2014 年上半年门诊量 114 万例, 同比增长 21.53%, 手术量 11.89 万例, 同比增长 15.32%; 收入 11.16 亿元, 同比增长 23.85%, 归属母公司净利润 1.44 亿元, 同比增长 41.32%, 超出市场预期。
- 发展动力十足。(1)搭建并购平台。出资 2000 万元发起设立了深圳前海东方爱尔医疗服务产业并购基金, 另外 1 亿元参与设立华泰瑞联并购基金; (2)实施“合伙人计划”。在国内医疗行业, 首次实施“合伙人计划”, 实现核心员工从“医院员工”到“医院股东”的转变。(3)注重医疗服务质量, 提高集团科研学术地位。公司将医疗服务质量视为发展的基石。同时进一步加强学术建设, 提升公司学术地位。
- 维持“增持”评级。预计公司 2014-2016 年收入分别增长 23.66%、25.54%、26.99%, 归属母公司净利润增长 37.1%、38.1%、41.6%, EPS0.47 元、0.65 元、0.92 元。DCF 估值分析公司合理价值为 27.17 元/股, 现在价格 26.12 元/股, 估值基本合理, 鉴于公司未来确定的成长路径, 我们维持“增持”评级。
- 风险提示: 医疗事故风险、市场风险、宏观经济风险、政策风险。

1. 未来业务明确稳步发展

爱尔眼科医院集团股份有限公司是我国规模最大的眼科医疗机构，国内发展速度最快的眼科医疗机构，为向患者提供各种眼科疾病的诊断、治疗及医学验光配镜等眼科医疗服务。爱尔眼科连锁医院数、门诊量、手术量都是国内最多，是国内最大的眼科连锁医院。

Figure 1 爱尔眼科股权结构



数据来源：WIND、世纪证券研究所
截止 2014.6.30

截止 2014.6.30，爱尔眼科已经在国内 23 个省市拥有连锁医院，总共有在营业的医院 50 家。2014 年上半年门诊量 114 万，同比增长 21.53%，手术量 11.89 万，同比增长 15.32%；收入 11.16 亿，同比增长 23.85%，归属母公司净利润 1.44 亿，同比增长 41.32%。

爱尔眼科连锁医院采取了“三级连锁”的模式，可以最大限度的发挥组织的潜能，效率非常高。

Figure 2 截止 2014.7 爱尔眼科三级连锁医院模式体系

长沙总部	一级医院	二级医院		三级医院		
	上海爱尔	华中	长沙爱尔	衡阳爱尔	岳阳爱尔	益阳爱尔
			武汉爱尔	常德爱尔	郴州爱尔	黄冈爱尔
				株洲爱尔三三一	怀化爱尔	湖北爱尔
				邵阳爱尔	耒阳分院	
				襄樊爱尔	宜昌爱尔	
				汉口爱尔诊所	永州爱尔	
				黄石爱尔	湘潭爱尔	
		成都爱尔	成都康桥	成都麦格		
		西南	重庆爱尔(南坪)	南充爱尔英智		
			昆明爱尔	重庆爱尔(江北)		
	贵阳爱尔		个旧爱尔			
	华北	太原爱尔				
		北京爱尔英智				
		天津爱尔				
		石家庄爱尔				
	东北	沈阳爱尔				
		哈尔滨爱尔				
		长春爱尔				
	华东	济南爱尔	菏泽爱尔			
合肥爱尔		淮北爱尔				
南昌爱尔						
南京爱尔		宁波爱尔				
华南	广州爱尔	韶关爱尔				
	南宁爱尔					
	深圳爱尔					
西北	西安爱尔	咸宁爱尔				
	兰州爱尔					
当年新增医院		总共		三级连锁医院模式:		
上市前	17	17	高等级医院向低等级医院提供技术支持			
2009	2	19	低等级医院向高等级医院输送疑难杂症患者			
2010	6	25				
2011	10	35				
2012	9	44				
2013	5	49				
2014	1	50				
总	50					

数据来源：WIND、世纪证券研究所

华中、西南、东北形成了爱尔眼科的优势区域。华东、华南、华北、西北区域市场，爱尔眼科进入时间较晚，还处于前期培育期。

Figure 3 爱尔眼科优势区域发展状况分析(市场竞争力星号多少为影响力大小)

分支机构			发展状况及公司竞争格局分析	爱尔眼科在当地的市场竞争力
华中	湖南	12	除经济不发达的湘西吉首及张家界外, 爱尔眼科进入了全省所有的地级市, 作为爱尔眼科总部所在地, 爱尔的品牌在眼科市场影响力巨大, 几乎没有竞争对手, 早期建立的长沙爱尔、衡阳爱尔、株洲爱尔在当地运营良好	★★★★★
	湖北	6	另一家经营面积最大的湖北爱尔在建, 建成后武汉将拥有三家医院。爱尔眼科在湖北的影响力仅次于湖南, 在地级市也拥有三家连锁医院。但爱尔在武汉需面对艾格眼科及普瑞眼科的挑战。现在来看爱尔的战略是想巩固武汉三镇的优势。湖北省发达的水陆交通系统也强化了武汉的中心地位	★★★★★
西南	四川	4	包括2013年上半年收购的成都麦格, 爱尔在成都拥有三家医院。成都的常住人口超过1400万, 超过了武汉的1000万, 巩固成都市场是一个正确选择, 况且爱尔除了面对传统公立医院(全国最大的华西医院在成都)的竞争外, 普瑞眼科在成都实力也不可小觑。2010年在地市建立了一家南充爱尔, 尚在培育期。四川省的影响力还在成都范围内	★★★
	重庆	2	2006年在江北建立了第一家爱尔之后, 在2011年通过收购在长江南岸建立了第二家爱尔。市区人口超过800万, 全直辖市人口超过3000万, 重庆基本上资源都集中在市区, 巩固中心市场是正确的选择	★★★
	贵州	1	2011年建立贵阳一家, 经营面积5400平, 尚在培育, 但贵阳的竞争格局较好	★
	云南	2	2010年昆明, 面积11000平, 2011年个旧, 尚在培育。普瑞眼科在昆明有分支医院	★
东北	辽宁	1	沈阳爱尔建立较早, 在沈阳市内影响力较大, 爱尔也希望通过沈阳的影响力辐射到东北三省。但募投项目盘锦爱尔由于各种原因停止, 说明公司判断在辽宁省还不具备建立三级医院的条件, 转而寻求在回报率更高的市场建立连锁医院	★★★
	黑龙江	1	2007年建立的哈尔滨爱尔, 经营面积6700平, 从2010年开始盈利, 在哈尔滨市场拥有一定的市场影响力	★★
	吉林	1	2010年建立长春爱尔, 经营面积7000平, 尚在培育期	★

数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 4 爱尔眼科非优势区域发展状况分析(市场竞争力星号多少为影响力大小)

分支机构			发展状况及公司竞争格局分析	爱尔眼科在当地的市场竞争力
华东	上海	1	2005年建立, 位于上海市中心, 5400平。确立为全集团唯一的一所一级医院, 学术地位要求最高。聘任盛耀华院长, 其为中华医学会眼科学分会常委, 上海市医学会眼科专业委员会主任委员。将来计划在浦东建立国际水准的眼科中心。上海爱尔自成立以来还未盈利, 除没有拿到医保资格外, 上海市作为全国最主要的医疗中心, 竞争力相比其他地区都激烈, 培育时间也更长。2013年初拿到上海市眼科全医保资格后, 将大幅度减亏	★
	江苏	1	2010年在南京建立一家医院, 近9000平, 在培育期	★
	安徽	2	2007年建立合肥爱尔, 5300平, 在当年即实现盈利; 2011年底建立的淮北爱尔, 3000平, 尚在培育期	★★
	山东	2	2007年建立济南爱尔, 5200平, 由于修建地铁影响到医院的经营, 2010年利用募投资金扩建, 有望极大改善经营; 2010年成立菏泽爱尔, 4700平。山东眼科医疗拥有两家实力强劲的公立眼科医院, 对爱尔的市场开拓产生影响	★
	江西	1	2009年在南昌建立一家连锁医院, 经营面积5500平米, 在培育期	★
	浙江	1	2013年收购宁波波光明医院及其舟山分院进入浙江市场, 2012年宁波波光明医院实现收入4000万	★
	华南	3	2008年收购广州爱尔, 1500平, 2010年已经实现盈利; 2012年成立韶关爱尔, 4000平; 2013年深圳爱尔, 6600平。广州市场是全国第三大的单体市场, 还有很大市场空间	★
华北	广西	1	2011年成立南宁爱尔, 6800平, 是广西最大的眼科专科医院	★
	北京	1	2010年9200万收购北京英智眼科医院, 4000平, 2012年实现6000万收入, 833万净利润。	★
	天津	1	2011年3880万实现收购天津爱尔, 11000平, 还未实现盈利	★
	河北	1	2012年2600万实现收购石家庄爱尔, 5200平, 还未实现盈利	★
西北	山西	1	2009年在太原建立了一家连锁医院, 4500平, 处于培育期	★
	西北5省	3	2011年6723万收购西安古城眼科, 5000平, 2012年实现净利润180万; 2012年成立兰州爱尔, 8000平; 2013年成立咸宁爱尔, 7300平	★

数据来源: WIND、世纪证券研究所

2. 发展动力十足

(1). 搭建并购平台

出资2000万元发起设立了深圳前海东方爱尔医疗服务产业并购基金，另外1亿元参与设立华泰瑞联并购基金。

并购基金的设立，为公司未来收购储备更多优质标的，为未来发展提供有力支撑。

(2)实施“合伙人计划”，完善中长期激励

在国内医疗行业，首次实施“合伙人计划”，实现核心员工从“医院员工”到“医院股东”的转变。

公司从各个方面提高员工的积极性，合理完善的绩效激励考核机制、覆盖核心员工的上市公司股权激励、合伙人计划等等，显著提升公司凝聚力，在与同行的竞争中，处于一个明显的优势地位。

(3)注重医疗服务质量，提高集团科研学术地位

公司将医疗服务质量视为发展的基石。公司建立完善的医师技能培训以及评估体系，为优质的医疗服务提供保障。

同时进一步加强学术建设，提升公司学术地位。报告期内，申报国家自然科学基金2项，湖南省自然科学基金5项；发表论文100篇，被SCI收录3篇，Medline收录3篇，中文核心期刊12篇，中国科技论文收录32篇。并积极组织专家参加各类学术会议。

3.盈利预测

3.1 关键假设

- (1).医药行业稳定增长，保持 20%-22%的增长率。
- (2).公司持续稳定经营。
- (3).保持同样的经营效率，综合毛利率稳步上升，期间费用率稳步下降，所得税率为 25%。

3.2 盈利预测

我们预计公司 2014-2016 年收入分别增长 23.66%、25.54%、26.99%，归属母公司净利润增长 37.1%、38.1%、41.6%，EPS0.47 元、0.65 元、0.92 元。对应现有股价 26.12 元 PE 分别为 55.24 倍、40.1 倍、28.26 倍。

Figure 5 爱尔眼科业绩预测

报告期	2016E	2015E	2014E	2013A	2012A	2011A	2010A
营业收入	3913.19	3081.54	2454.67	1983.19	1640.13	1310.62	864.88
医疗服务	2614.69	2104.43	1706.83	1396.15	1170.03	973.05	640.75
医疗服务-准分子手术	1070.34	849.48	679.58	548.05	448.71	439.35	281.27
医疗服务-白内障手术	632.02	522.33	438.94	371.98	333.22	235.93	172.07
视光服务	889.21	644.35	477.30	361.59	275.36	193.31	131.49
医疗服务-检查治疗	484.92	387.94	310.35	248.28	200.12	157.93	101.68
药品销售	409.30	332.76	270.54	225.45	194.32	144.08	92.56
医疗服务-眼前段手术	256.23	206.63	166.64	136.59	109.93	77.70	54.26
医疗服务-眼后段手术	171.17	138.04	111.33	91.25	78.04	62.14	31.47
其他销售					--	--	--
营业成本	1999.08	1613.72	1309.32	1073.88	902.50	585.43	377.34
医疗服务	1306.57	1075.94	887.14	735.12	624.87	399.37	256.93
医疗服务-准分子手术	466.82	373.46	298.77	240.94	198.26	125.07	80.69
医疗服务-白内障手术	366.93	319.07	277.45	239.18	215.07	123.71	84.84
视光服务	403.09	298.58	224.50	174.03	136.08	80.94	53.60
医疗服务-检查治疗	151.00	121.78	98.21	79.20	65.94	54.75	33.13
药品销售	289.42	239.19	197.68	164.73	141.53	105.11	66.80
医疗服务-眼前段手术	201.22	163.59	133.00	109.92	89.19	57.36	38.33
医疗服务-眼后段手术	120.60	98.05	79.71	65.88	56.41	38.47	19.93
其他销售					--	--	--
毛利率	48.91	47.63	46.66	45.89	44.97	55.33	56.37
医疗服务(%)	50.03	48.87	48.02	47.35	46.59	58.96	59.90
医疗服务-准分子手术(%)	56.39	56.04	56.04	56.04	55.82	71.53	71.31
医疗服务-白内障手术(%)	41.94	38.92	36.79	35.70	35.46	47.57	50.69
视光服务(%)	54.67	53.66	52.96	51.87	50.58	58.13	59.24
医疗服务-检查治疗(%)	68.86	68.61	68.36	68.10	67.05	65.33	67.42
药品销售(%)	29.29	28.12	26.93	26.93	27.17	27.05	27.83
医疗服务-眼前段手术(%)	21.47	20.83	20.19	19.53	18.87	26.17	29.36
医疗服务-眼后段手术(%)	29.54	28.97	28.39	27.80	27.72	38.09	36.67
其他销售(%)					--	--	--
增长率 %		2015E	2014E	2013A	2012A	2011A	2010A
营业收入 %	26.99	25.54	23.66	21.03	25.14	51.54	42.61
医疗服务%	24.25	23.29	22.25	19.33	20.24	51.86	43.50
医疗服务-准分子手术%	26.00	25.00	24.00	22.14	2.13	56.20	42.97
医疗服务-白内障手术%	21.00	19.00	18.00	11.63	41.24	37.11	57.47
视光服务%	38.00	35.00	32.00	31.32	42.44	47.01	42.77
医疗服务-检查治疗%	25.00	25.00	25.00	24.07	26.71	55.32	23.71
药品销售%	23.00	23.00	20.00	16.02	34.87	55.66	36.45
医疗服务-眼前段手术%	24.00	24.00	22.00	24.25	41.48	43.20	46.69
医疗服务-眼后段手术%	24.00	24.00	22.00	16.93	25.59	97.46	47.61
其他销售%							
营业成本 %	23.88	23.25	21.91	19.00	54.16	55.15	45.02
医疗服务%	21.44	21.28	20.68	17.65	56.46	55.44	46.34
医疗服务-准分子手术%	25.00	25.00	24.00	21.53	58.52	55.00	33.24
医疗服务-白内障手术%	15.00	15.00	16.00	11.21	73.85	45.82	53.53
视光服务%	35.00	33.00	29.00	27.89	68.12	51.01	46.45
医疗服务-检查治疗%	24.00	24.00	24.00	20.11	20.44	65.26	48.30
药品销售%	21.00	21.00	20.00	16.39	34.65	57.35	39.08
医疗服务-眼前段手术%	23.00	23.00	21.00	23.24	55.49	49.65	54.37
医疗服务-眼后段手术%	23.00	23.00	21.00	16.79	46.63	93.03	58.30
其他销售%							

数据来源：世纪证券研究所

3.3 DCF 估值

根据我们 DCF 估值分析公司合理价值为 27.17 元/股，现在价格 26.12 元/股，估值基本合理，鉴于公司未来确定的成长路径，我们维持“增持”评级。

Figure 6 DCF 参数假设

DCF主要参数和主要假设			
预测项目	预测值	预测项目	预测值
无风险利率	3.72%	法定所得税	25.00%
BETA	1.03	债务成本	5.60%
市场预期收益率	10.00%	债务比例	4.76%
股权成本	10.19%	WACC	9.97%
永续增长率	2.00%		

数据来源：世纪证券研究所

Figure 7 DCF 敏感性分析

永续增长率Gn(%)						
WACC(%)	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
4.97%	56.65	68.14	87.37	126.08	244.42	-8217.45
5.97%	45.31	52.33	62.88	80.53	116.08	224.73
6.97%	37.33	41.93	48.38	58.08	74.30	106.96
7.97%	31.45	34.62	38.85	44.78	53.69	68.61
8.97%	26.95	29.22	32.13	36.03	41.48	49.69
9.97%	23.42	25.09	27.17	29.86	33.44	38.47
10.97%	20.58	21.84	23.37	25.30	27.77	31.08
11.97%	18.26	19.22	20.38	21.80	23.58	25.86
12.97%	16.33	17.09	17.98	19.05	20.36	22.00
13.97%	14.72	15.31	16.01	16.83	17.82	19.03
14.97%	13.34	13.82	14.37	15.02	15.78	16.69
15.97%	12.16	12.55	12.99	13.50	14.10	14.81

数据来源：世纪证券研究所

4.风险提示

风险提示：

- (1) 业绩不及预期风险。
- (2) 产品质量风险。
- (3) 政策风险，产品降价风险。
- (4) 坏账风险。

Figure 8 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1016	1122	1366	1838	营业收入	1985	2455	3082	3913
现金	620	640	788	1133	营业成本	1074	1309	1614	1999
应收账款	108	115	149	192	营业税金及附加	3	5	4	5
其他应收款	59	73	90	111	营业费用	229	304	379	473
预付账款	59	94	108	128	管理费用	347	430	539	673
存货	116	145	178	219	财务费用	-3	-19	-23	-32
其他流动资产	54	55	54	54	资产减值损失	15	0	0	0
非流动资产	1103	1287	1402	1478	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	0	0	0	0
固定资产	568	725	850	933	营业利润	320	426	569	794
无形资产	14	16	18	21	营业外收入	5	0	0	0
其他非流动资产	521	545	534	524	营业外支出	20	0	0	0
资产总计	2119	2408	2769	3315	利润总额	305	426	569	794
流动负债	378	440	489	585	所得税	86	119	148	198
短期借款	0	0	0	0	净利润	219	307	421	595
应付账款	235	283	349	433	少数股东损益	-4	1	-2	-4
其他流动负债	143	157	140	152	归属母公司净利润	223	306	423	599
非流动负债	2	-13	-28	-47	EBITDA	482	559	748	1015
长期借款	0	-13	-28	-47	EPS (元)	0.52	0.47	0.65	0.92
其他非流动负债	2	0	0	0					
负债合计	380	427	461	539	主要财务比率				
少数股东权益	73	73	71	67	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
股本	433	648	648	648	成长能力				
资本公积	532	317	317	317	营业收入	21.0%	23.7%	25.5%	27.0%
留存收益	701	943	1272	1745	营业利润	26.9%	33.0%	33.4%	39.6%
归属母公司股东	1666	1908	2237	2709	归属于母公司净利润	22.4%	37.1%	38.1%	41.6%
负债和股东权益	2119	2408	2769	3315	获利能力				
					毛利率(%)	45.9%	46.7%	47.6%	48.9%
					净利率(%)	11.3%	12.5%	13.7%	15.3%
					ROE(%)	13.4%	16.1%	18.9%	22.1%
					ROIC(%)	18.6%	20.6%	25.6%	34.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	17.9%	17.7%	16.6%	16.2%
					净负债比率(%)	0.00%	-3.00%	-6.11%	-8.65%
					流动比率	2.69	2.55	2.80	3.14
					速动比率	2.38	2.22	2.43	2.76
					营运能力				
					总资产周转率	0.98	1.08	1.19	1.29
					应收账款周转率	19	21	22	22
					应付账款周转率	5.06	5.05	5.11	5.11
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.34	0.47	0.65	0.92
					每股经营现金流(最新)	0.64	0.64	0.89	1.24
					每股净资产(最新摊)	2.57	2.94	3.45	4.18
					估值比率				
					P/E	75.72	55.24	40.01	28.26
					P/B	10.16	8.87	7.57	6.25
					EV/EBITDA	34	30	22	16

数据来源: WIND、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.