



医药 - 医疗器械

始终优秀

—爱尔眼科(300015.SZ) 2014 年三季度报点评

2014 年 11 月 12 日

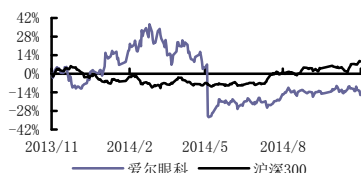
评级: 增持(维持)

市场数据	2014 年 11 月 12 日
当前价格(元)	25.87
52 周价格区间(元)	20.62-42.08
总市值(百万)	16905.01
流通市值(百万)	13537.07
总股本(百万股)	653.46
流通股(百万股)	523.27
日均成交额(百万)	77.36
近一月换手(%)	15.85%
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

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	49.75	54.71	39.62	27.98
市净率	6.72	8.79	7.49	6.19
EV/EBITDA	39.47	29	22	16

资料来源: 世纪证券研究所

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
爱尔眼科	-86.35%	-1.86%	287.66%
沪深 300	5.17%	10.07%	10.87%

相关报告

《发展最明确的医疗服务上市公司》，2014.9
《发展再添新动力》，2014.8
《业务稳步向上发展》，2014.1

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。

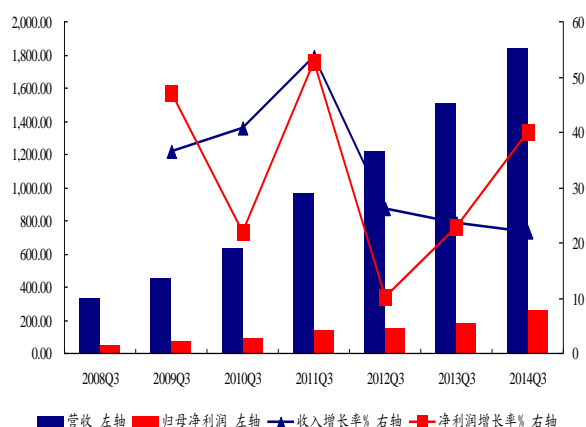
- **业绩超出我们预期。**2014 年前三季度收入 18.38 亿元, 归母的净利润 2.55 亿, 同比分别增 21.94%与 40.06%。净利润的增速高于收入增速, 我们分析主要是由于公司营业及管理费用率的降低, 导致净利率有一定程度的提升。与公司现在的经营情况相关: 公司上市过后大规模新建医院逐渐进入盈利周期(3 年盈亏平衡), 另外规模效应的原因导致公司效率提升, 费用率降低。
- **不断完善布局。**1.业务种类拓展: 视光业务、美容等; 2.分支机构拓展: 2014 年新增 5 家, 达到 54 家。
- **3. 激励走在行业前列, 强大的人才吸引力。**1.两期股权激励。公司核心人才与上市公司利益一致, 有利于公司长期发展。2.成立中南大学爱尔眼科学院、新成立湖北科技学院爱尔视光学院。吸引行业中的高端人才加入, 也解决学术方面劣势。3.推出“爱尔合伙人计划”, 实现点对点的激励, 更加缩短新医院培育期。
- **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, 对应现有股价 25.87 元 PE 分别为 54.7 倍、39.6 倍、28 倍。DCF 估值分析公司合理价值为 28.07 元/股, 现在价格 25.87 元/股, 有一定程度的低估, 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. 业绩超出我们预期

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。

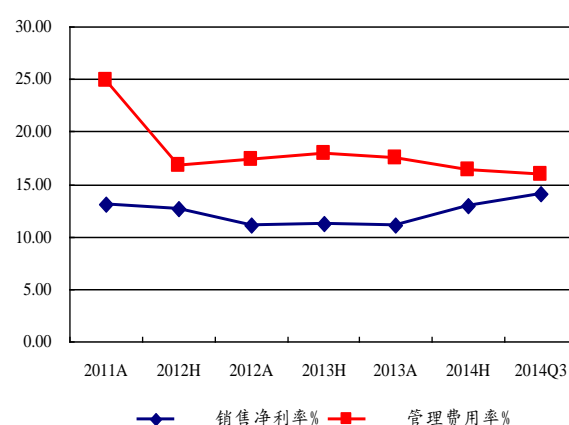
2014 年前三季度实现收入 18.38 亿元，实现归属于母公司的净利润 2.55 亿，同比分别增长 21.94% 与 40.06%。净利润的增速高于收入增速，我们分析主要是由于公司营业及管理费用率的降低，导致净利率有一定程度的提升。这个与公司现在的经营情况相关：公司上市过后大规模新建医院逐渐进入盈利周期(3 年盈亏平衡)，另外规模效应的原因导致公司效率提升，费用率降低。

Figure 1 爱尔眼科各年度三季度收入以及利润增长情况



数据来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 2 爱尔眼科销售净利率



数据来源：WIND、世纪证券研究所

2. 不断完善布局

爱尔眼科充分利用其已经建立起来的眼科业务平台。

1. 业务种类拓展：视光业务、美容等；

公司在已经建立眼科业务平台的基础上，积极拓展相关业务。白内障已经逐渐向准分子手术业务靠拢，另外在视光业务方面公司也是有了成熟的规划，在长沙以及沈阳在尝试视光门诊业务，待盈利模式成熟之后再大规模扩大发展；眼科美容业务也是公司一个重要的拓展方向，现在在深圳以及武汉爱尔试点。

2.分支机构拓展：2014年新增5家，达到54家。

战略：2020年全国超过200家分支

截止 2014.9.30，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 54 家。

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 3 截止 2014.9 爱尔眼科三级连锁医院模式体系

一级医院		二级医院		三级医院		
长沙总部		华中	长沙爱尔	衡阳爱尔	岳阳爱尔	益阳爱尔
				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	荆州爱尔
			武汉爱尔	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	
	上海爱尔	西南	成都爱尔	成都康桥	成都麦格	
				南充爱尔英智		
			重庆爱尔(南坪)	重庆爱尔(江北)		
			昆明爱尔	个旧爱尔		
			贵阳爱尔			
			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	营口爱尔		
			哈尔滨爱尔	吉林爱尔		
			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	惠州爱尔		
			深圳爱尔			
		西北	西安爱尔	咸宁爱尔		
			兰州爱尔			
上市前		当年新增医院	总共	三级连锁医院模式:		
2009		17	17	高等级医院向低等级医院提供技术支持		
2010		2	19	低等级医院向高等级医院输送疑难杂症患者		
2011		6	25			
2012		10	35			
2013		9	44			
2014		5	49			
2014		5	54			
总		54				

数据来源：WIND、世纪证券研究所

3. 激励走在行业前列，强大的人才吸引力

爱尔眼科相对于行业中其他公司优势明显,除了现在所处的行业领导者地位之外，公司一直致力于完善人才的激励机制，已经建立多方位立体的激励机制。

1.两期股权激励。公司核心人才与上市公司利益一致，有利于公司

长期发展。

2.中南大学爱尔眼科学院、新成立湖北科技学院爱尔视光学院。吸引行业中的高端人才加入,也解决了民营医疗机构相对于公立医疗机构在学术方面的劣势。

3.爱尔合伙人计划

对于符合一定资格的核心技术人员以及核心管理人才,爱尔眼科考虑与其投资设立新医院,当新医院达到一定盈利水平后再注入上市公司。

“合伙人计划”是爱尔眼科在股权激励基础上实现点对点的激励,更有利于缩短新医院培育期。对于公司计划未来5年内连锁网店覆盖大部分省市60%以上的地级市以及实现公司长期业绩目标实现打下了坚实的基础。

4.盈利预测

4.1 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%。

4.2 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 25.87 元 PE 分别为 54.7 倍、39.6 倍、28 倍。

4.3DCF 估值

根据我们 DCF 估值分析公司合理价值为 28.07 元/股,现在价格 25.87 元/股,有一定程度的低估,鉴于公司未来确定的成长路径,我们维持“增持”评级。

Figure 4 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	1.00	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	9.98%	WACC	9.77%
永续增长率	2.00%		

数据来源：世纪证券研究所

Figure 5 DCF 敏感性分析

WACC(%)	永续增长率Gn(%)					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
4.77%	59.55	72.40	94.52	141.64	311.21	-991.55
5.77%	47.28	54.98	66.78	87.09	130.34	286.02
6.77%	38.75	43.74	50.82	61.65	80.31	120.06
7.77%	32.51	35.92	40.50	47.01	56.98	74.13
8.77%	27.77	30.19	33.33	37.55	43.54	52.71
9.77%	24.07	25.84	28.07	30.96	34.84	40.36
10.77%	21.11	22.44	24.07	26.12	28.78	32.37
11.77%	18.69	19.71	20.94	22.44	24.34	26.79
12.77%	16.70	17.49	18.43	19.56	20.95	22.70
13.77%	15.02	15.65	16.38	17.25	18.29	19.58
14.77%	13.60	14.10	14.68	15.36	16.16	17.13
15.77%	12.39	12.79	13.26	13.79	14.42	15.16

数据来源：世纪证券研究所

5.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 9 财务报表预测

资产负债表		单位:百万元		利润表		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%
					流动性比率	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(最新摊薄)	0.64	0.64	0.89	1.24
					每股净资产(最新摊薄)	2.57	2.94	3.45	4.18
					估值比率				
					P/E	75.00	54.71	39.62	27.98
					P/B	10.06	8.79	7.49	6.19
					EV/EBITDA	34	29	22	16

现金流量表		单位:百万元		
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	413	414	577	804
净利润	219	307	421	595
折旧摊销	165	153	202	253
财务费用	-3	-19	-23	-32
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-14	-35	-14
其他经营现金流	31	-12	12	3
投资活动现金流	-310	-336	-343	-345
资本支出	195	300	300	300
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-115	-36	-43	-45
筹资活动现金流	-11	-58	-86	-114
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	-13	-15	-18
普通股增加	5	215	0	0
资本公积增加	-19	-215	0	0
其他筹资现金流	3	-45	-71	-95
现金净增加额	92	20	148	346

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.