

买入 维持

爱尔眼科 (300015)

2014 年 11 月 24 日

并购基金与合伙人制度确保业绩高速增长

2014 年 11 月 21 日收盘价: 25.84 元

6 个月目标价: 31.50 元

医药行业核心分析师: 余文心
SAC 执业证书编号: S0850513110005
ywx9461@htsec.com
0755-82780398

医药行业首席分析师: 周锐
SAC 执业证书编号: S0850513110003
zr9459@htsec.com
0755-82780398

医疗服务龙头公司。公司是 A 股医疗服务龙头公司, 商业模式最为确定和清晰, 目前已有 50 家眼科医院遍布全国大部分省会城市及湖南湖北的地级市。公司作为 A 股唯一的医疗服务 IPO 企业, 过去几年虽然经历了封刀门事件影响, 但凭借优秀的商业模式和管理层经营已走出业绩低点, 属于可以长大的公司。

推荐理由一: 简单化、标准化、专业化使爱尔眼科的连锁模式具有极强的可复制性, 统一模式下不同地区的爱尔眼科发展历程高度同质化, 盈利确定性高。与其他科室主要依靠医生进行诊断和治疗不同, 眼科的诊断和治疗主要依靠仪器, 越高精度的仪器越能够保证诊断和治疗的效果。因此, 依托设备优势和连锁模式优势, 爱尔眼科在全国迅速扩张。

推荐理由二: 并购基金的建立减少了新开分店对业绩的冲击, 确保了爱尔利润的高速增长。新建医院不仅需要购置房屋和设备, 同时还要经历前 3 年亏损的过渡期, 在并购基金成立前, 新建医院越多, 短期内对爱尔上市公司的业绩冲击越大。并购基金的建立消除了新建医院对上市公司业绩的短期负面影响, 分店在经过初期培育成熟后, 才会并入上市公司。这保证了未来两年上市公司业绩能够高速增长。

推荐理由三: 合伙人制度的建立进一步激励了医院核心人才的主观能动性, 解决了传统股权激励大锅饭的问题, 使医生收入与所在地分支机构业绩高度相关。合伙人制度的建立促使新建医院能够缩短过渡期, 更快实现盈利。

推荐理由四: 公司作为医疗服务的龙头代表, 目前已经具有 50 家医院, 其网络的深挖与延展性都很强。爱尔是目前医疗服务公司中商业模式最为确定和清晰的标的。

盈利预测与投资建议。我们预计公司 2014-2015 年的 EPS 分别为 0.47 元、0.63 元, 同比增长 38%、33%。考虑到医疗服务主题投资的趋势以及公司的行业龙头地位, 我们认为可以给予 2015 年 50 倍 PE, 合理股价为 31.50 元, “买入”评级。

主要不确定因素。估值风险, 医疗事故的风险。

表 1 利润表预测 (百万元)

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
收入	1640.13	1984.97	2422.30	3052.62	3941.30
增速	25.14%	21.02%	22.03%	26.02%	29.11%
成本	902.50	1073.98	1309.37	1641.79	2101.30
毛利率	44.97%	45.89%	45.95%	46.22%	46.69%
销售费用	197.80	229.20	271.30	341.89	433.54
管理费用	284.41	346.87	385.39	470.41	587.65
财务费用	-2.47	-3.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	252.40	320.41	438.81	579.96	799.41
营业外收入	3.85	4.53	4.53	4.53	4.53
营业外支出	9.85	20.04	20.04	20.04	20.04
利润总额	246.41	304.90	423.30	564.44	783.89
所得税	64.34	85.58	114.29	152.40	211.65
归属于母公司净利润	182.55	223.50	309.01	412.04	572.24
EPS (元)	0.28	0.34	0.47	0.63	0.88

资料来源: WIND, 公司历年年报, 海通证券研究所

相关报告:

爱尔眼科(300015) 制定合伙人计划, 加速增长态势形成 2014.04.09

爱尔眼科(300015) 2013 年年报及 1 季度预告点评: 1 季度业绩快速增长, 未来成长趋势确定 2014.03.24

爱尔眼科(300015) 上市公司跟踪报告: 成立医疗产业并购基金, 打开未来想象空间 2014.03.18

财务报表分析和预测

价值评估(倍)	2013	2014E	2015E	2016E
P/E	76.47	55.31	41.48	29.87
P/B	10.26	8.92	7.34	5.89
P/S	8.61	7.06	5.60	4.34
EV/EBITDA	34.31	30.65	23.77	17.79

偿债能力指标	2013	2014E	2015E	2016E
负债权益比率	0.18	0.17	0.17	0.17
借款/股东权益	0.23	0.21	0.21	0.21
已获利息倍数	119.14	—	—	—
流动比率	2.69	3.18	3.71	4.27
速动比率	2.38	2.84	3.34	3.89
现金比率	0.29	0.35	0.43	0.51

盈利能力指标(%)	2013	2014E	2015E	2016E
毛利率	45.89	45.95	46.22	46.69
息税摊销折旧利润率	24.29	22.28	22.80	23.60
净利润率	11.26	12.76	13.50	14.52
净资产收益率	13.41	16.13	17.70	19.73
资产回报率	10.55	12.88	14.26	16.02
投资回报率	18.61	25.25	33.03	46.30

经营效率指标	2013	2014E	2015E	2016E
应收帐款周转率	19.33	19.28	19.62	19.80
存货周转率	10.13	10.14	10.27	10.36
总资产周转率	0.98	1.07	1.15	1.22
固定资产周转率	3.46	8.53	10.99	7.23

盈利增长(%)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入增长率	21.02	22.03	26.02	29.11
营业利润增长率	26.94	36.95	32.16	37.84
EBIT 增长率	27.00	38.25	32.16	37.84
EBITDA 增长率	22.81	11.95	28.95	33.62
净利润增长率	22.43	38.26	33.34	38.88

利润表(百万)	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1984.97	2422.30	3052.62	3941.30
营业成本	1073.98	1309.37	1641.79	2101.30
营业利润	320.41	438.81	579.96	799.41
营业费用	229.20	271.30	341.89	433.54
管理费用	346.87	385.39	470.41	587.65
利润总额	304.90	423.30	564.44	783.89
EBIT	317.41	438.81	579.96	799.41
折旧摊销	164.75	100.96	116.08	130.64
EBITDA	482.17	539.78	696.03	930.05
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收支净额	-15.52	-15.52	-15.52	-15.52
所得税	85.58	114.29	152.40	211.65
少数股东损益	-4.18	0.00	0.00	0.00
归属于母公司的净利润	223.50	309.01	412.04	572.24
基本每股收益(元)	0.34	0.47	0.63	0.88

资产负债表(百万)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	619.71	837.58	1236.41	1830.05
应收款项	166.80	201.24	255.05	328.37
存货	116.39	141.92	177.95	227.75
流动资产	1015.80	1305.77	1812.80	2554.93
固定资产	567.76	555.68	534.04	485.62
总资产	2118.84	2398.85	2889.80	3571.28
应付帐款	235.43	287.03	359.90	460.63
流动负债	377.94	409.99	488.90	598.14
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期负债	2.11	0.00	0.00	0.00
总负债	380.05	409.99	488.90	598.14
少数股东权益	72.77	72.77	72.77	72.77
股东权益	1666.03	1916.09	2328.13	2900.37
付息负债	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产(元)	2.55	2.93	3.56	4.44

现金流量表(百万)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	219.32	309.01	412.04	572.24
折旧摊销	164.75	100.96	116.08	130.64
营运资金变动	0.20	-43.08	-33.34	-44.79
经营活动现金流	412.65	356.49	498.82	663.64
固定资产投资	0.00	50.00	50.00	50.00
无形资产投资	-94.50	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-309.51	-79.13	-100.00	-70.00
长期贷款增加	0.00	0.00	0.00	0.00
股利分配	-42.18	-64.59	0.00	0.00
循环贷款增加	0.00	0.00	0.00	0.00
融资活动现金流	-11.18	-59.48	0.00	0.00
期末现金余额	722.82	837.58	1236.41	1830.05
每股经营性现金流(元)	0.63	0.55	0.76	1.02

资料来源: Wind, 公司历年年报, 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

医药行业：余文心、周锐

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：爱尔眼科、泰格医药、通策医疗、人福医药、恩华药业、恒瑞医药、红日药业、天士力等。

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准		
	投资评级分为股票评级和行业评级	
	以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；	
	2. 投资建议的评级标准	
	报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。	
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。