

## 公司/行业动态

**爱尔眼科 (300015.CH)** - 集中培育强劲的专业技能; 有多个增长动力

分析员: 何霜霖 (harryhe@chinastock.com.hk; 电话: 852 - 3698 6320;

王志文, CFA (电话: (852) 3689 6317); cmwong@chinastock.com.hk

许多投资者对A股医药板块有兴趣因为可能被纳入MSCI。我们正计划挑选一些公司并进行实地调研, 包括爱尔眼科, 该公司是国内领先的眼科服务公司, 公司正积极扩大其规模、服务和地理覆盖。现时该公司拥有超过160家医院, 其中60家以上由该公司直接经营, 其余100家仍处于培育阶段。这些医院最终将被注入上市公司。图1显示了公司的收入组合。

**屈光手术:** 在2017年第一季, 屈光手术收入同比增长36%至3.37亿元人民币, 占总收入的27.3%。该增长主要是受到外科手术量激增所推动。由于高端外科手术量不断增加, 平均售价因而改善, 这也促进了该分部的收入增长。飞秒激光小切口微透镜提取术和ICL手术, 均属于高端手术, 占总手术量的40%以上, 反映消费者升级持续。

**白内障手术:** 在2017年第一季, 这分部收入同比增长26%至2.83亿元人民币, 占总收入的23.6%。这是该业务连续第二个季度录得超过20%的同比增长, 反映魏则西事件的影响自2016年中期以来已完全消散。预期该分部将在2017年恢复强劲增长势头, 因为(1)中国人口迅速老化;(2)报销费用上升;(3)政府出台更多扶持政策。中国的白内障手术率(CSR, 每年每百万人的白内障手术量)在2015年仅为1,500左右, 远低于发达国家如美国和日本, 这两个地方的CSR达到5,000, 这意味着中国市场有巨大的潜力。若以1,500的CSR计算, 每年有约200万人接受白内障手术, 而爱尔拥有约5%的市场份额。中国“十三五”规划的目标是到2020年实现2,000的CSR, 代表2015-2020年额外增加约65万白内障手术量, 平均每年13万次手术(约占目前市场量的7%)。此外, 我们注意到, 爱尔有35%的收入来自中国中部地区, 当地的CSR远低于1,500这个平均水平(湖南2015年的CSR为1,200, 湖北2015年的CSR为700, 河南2015年的CSR为600), 所以我们认为CSR的改善将为爱尔带来明显的益处。

**视光业务:** 第一季收入达2.79亿元人民币, 同比增长32%, 占2017年第一季总收入的23%。公司在长沙、天津、成都等城市设立了一批社区级的爱尔电子诊所, 提供在线和离线的客户服务, 我们A股团队预计这些服务将推动该分部的销售增长。

**扩张计划:** 公司正在扩大其网络, 除了直接在大城市建立医院外, 还通过投资基金与其他方共同投资。在2017年第一季, 公司以5.80亿元人民币收购九家医院(自2014年开始培育, 即是以投资基金向上市公司注入资产), 平均成本仅为15倍2016年市盈率。海外并购是公司另一个重要的增长动力。该公司收购了AW Healthcare Management 的

### 爱尔眼科 (300015.CH)



市值: 45.96亿美元; 自由流通量: 78%;

	2016A	2017E	2018E	2019E
收入(百万元人民币)	4,000	5,323	6,965	8,994
净利润	557	769	1,017	1,338
净利润率	13.9%	14.4%	14.6%	14.9%
每股盈利(人民币)	0.56	0.76	1.01	1.32
同比变动(%)	30.2%	35.7%	32.9%	30.7%
市盈率(倍)	56.0	41.3	31.1	23.8
股本回报率	21.5%	25.3%	27.9%	30.1%

来源: 中国银河国际证券研究部预测

75%权益, 该公司是著名的医疗保健中心, 主要在北美地区提供屈光和白内障手术。此次收购价为1,800万美元(根据我们的A股团队计算, 约5.7/3.6倍2016/17年的EBITDA比率), 公司亦计划于2017年第一季以约22倍2016年市盈率收购欧洲最大的眼科连锁机构ClínicaBaviera。截至2017年第一季底, 公司的现金净额达4.5亿元人民币。

**深股通持股:** 现时深股通资金持有公司0.67%权益, 相当于0.86%的自由流通量。

**估值:** 我们的A股团队正在覆盖该公司, 并予推荐评级, 预计2016-2019年期每股盈利的年均复合增长率为33%。该公司目前的2017/18年市盈率为41/31倍, 略高于同业中位数(图2)。

**风险:** 新医院的盈利能力差于预期。

## COMPANY / INDUSTRY NEWS

### Aier Eye Hospital Group (300015.CH) - Strong Specialist Focus with Multiple Growth Angles

Analyst: Harry He (harryhe@chinastock.com.hk; Tel: 852 - 3698 6320;

Wong Chi Man, CFA (Tel: (852) 3689 6317); cmwong@chinastock.com.hk

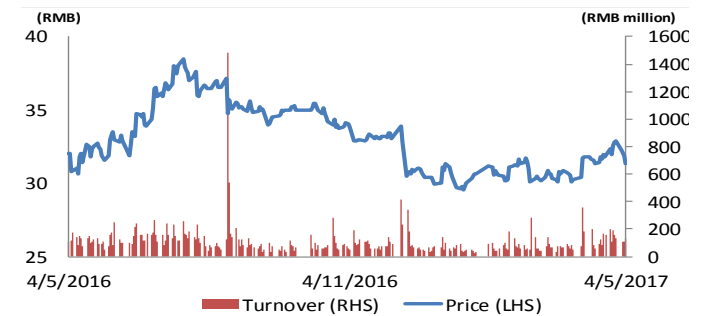
Many investors interested in A-shares with potential for MSCI inclusion are looking for interesting healthcare investments. We are planning to organize visits to selected companies, including Aier, a leading domestic eye service company, which is actively expanding its size, services and geographical coverage. The Group has >160 hospitals, 60+ of which are directly operated by the Company. The remaining 100 are still in the incubation stage. These will eventually be injected into the listco. Its revenue mix is shown in Figure 1.

**Refractive surgery segment (屈光手術):** Revenue from the refractive surgery segment grew 36% YoY to RMB327m in Q1 2017, accounting for 27.3% of total revenue during the period. The growth was driven mainly by a surge in surgical volume. An improvement in the ASP, boosted by the increasing adoption of high-end surgical procedures, also contributed to the segment's revenue growth. Femtosecond laser small-incision lenticule-extraction surgery and ICL surgery, both classified as high-end surgery, accounted for >40% of total surgical volume, suggesting an ongoing consumer upgrade.

**Cataract surgery segment (白內障手術):** This segment's revenue grew 26% YoY to RMB283m in Q1 2017, contributing 23.6% of total revenue. This was the second consecutive quarter whose YoY growth exceeded 20%, implying the impact of the Wei Zexi incident since mid-2016 has fully dissipated. The segment should regain its strong growth momentum in 2017, given (1) China's rapidly aging population; (2) increasing reimbursement coverage; and (3) more supportive government policies. The cataract surgery rate (CSR, the number of cataract operations per million people per year) in China was only around 1,500 in 2015, far below that of developed countries, such as the U.S. and Japan, whose CSR is >5,000, implying huge market potential. Using the CSR of 1,500 for calculation, ~2 million people receive cataract surgery each year, and Aier has a ~5% market share. China's 13th Five-Year Plan aims to achieve a CSR of 2,000 by 2020, equivalent to ~650,000 additional cataract operations in 2015-2020, or 130,000 a year on average (i.e. ~7% of current market volume). Moreover, we note that Aier generates ~35% of its revenue from central China, whose CSR is far below the 1,500 average (Hunan 2015 CSR 1,200, Hubei 2015 CSR 700 and Henan 2015 CSR 600), so we believe an improvement in the CSR will have obvious benefits for Aier.

**Optometry services segment (視光業務):** Revenue reached RMB279m, an increase of 32% YoY in Q1 2017 and equivalent to 23% of total 1Q2017 revenue. The Company has established a number of community-level Aier e-clinics in Changsha, Tianjin, Chengdu and other cities to provide customer services both online and offline, which our A-share team expects to drive solid growth of this segment.

#### Aier (300015.CH)



Market Cap: US\$4,596.3m; Free Float: 78%;

	2016A	2017E	2018E	2019E
Revenue (RMBm)	4,000	5,323	6,965	8,994
Net profit (RMBm)	557	769	1,017	1,338
Net margin	13.9%	14.4%	14.6%	14.9%
EPS (RMB)	0.56	0.76	1.01	1.32
YoY %	30.2%	35.7%	32.9%	30.7%
PER(x)	56.0	41.3	31.1	23.8
ROE	21.5%	25.3%	27.9%	30.1%

Source: CGS research estimate

**Expansion plan:** The Company is expanding its network, either through directly establishing hospitals in larger cities or co-investing with other parties via investment funds. The Company spent RMB580m to acquire nine hospitals (incubated since 2014, i.e. asset injection to the listco by investment funds) in Q1 2017 at an average cost of only ~15x 2016 PER. Overseas M&A is another important growth engine for Aier. The Company acquired 75% of AW Healthcare Management, a well-known eye care centre focusing on refractive and cataract surgery in North America for US\$18m (~5.7/3.6x 2016/17 EBITDA, calculated by our A-share team) and planned to acquire Clínica Baviera, S.A., Europe's biggest eye-care chain at ~22x 2016 PER in 1Q2017. As of end-Q1 2017, the Company had net cash of RMB450m.

**Northbound holding:** Northbound capital holds 0.67% of the total shares in the Company, or 0.86% of the total free float.

**Valuation:** Our A-share team covers this stock and has a RECOMMEND rating and is forecasting a 33% EPS CAGR in 2016-2019E. The Company is currently trading at 41/31x 2017/18 PER, at a slight premium to the median of its peers (Figure 2).

**Risks:** Lower-than-expected profitability for new hospitals.

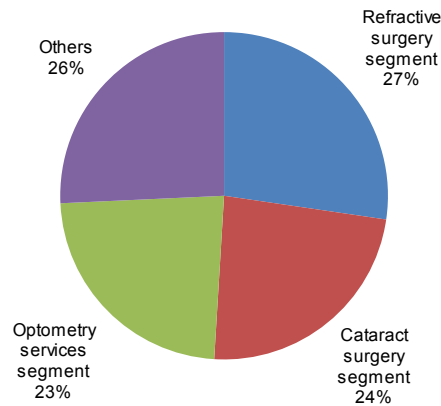
## COMPANY / INDUSTRY NEWS

### Aier Eye Hospital Group (300015.CH) - Strong Specialist Focus with Multiple Growth Angles

Analyst: Harry He (harryhe@chinastock.com.hk; Tel: 852 - 3698 6320;

Wong Chi Man, CFA (Tel: (852) 3689 6317); cmwong@chinastock.com.hk

Figure 1: Q1 2017 revenue breakdown



Source: Company

Figure 2: Peer comparison table

Company name	Ticker	Price (RMB)	Market cap (RMBm)	PER(x)			PBR(x)			ROE(%)			EV/EBITDA (x)		
				2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E
<b>AIER EYE HSPTL-A</b>	<b>300015</b>	<b>31.37</b>	<b>31,694</b>	<b>54.3</b>	<b>42.6</b>	<b>33.0</b>	<b>11.2</b>	<b>8.2</b>	<b>6.8</b>	<b>21.5</b>	<b>21.4</b>	<b>22.6</b>	<b>33.2</b>	<b>26.6</b>	<b>19.8</b>
ZHUHAI HOKAI M-A	300273	12.91	10,171	34.9	26.9	21.0	3.0	2.7	2.4	8.2	9.8	11.1	n.a	n.a	n.a
ANDON HEALTH C-A	002432	13.11	5,674	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
TOPCHOICE MEDI-A	600763	25.39	8,141	41.8	41.6	32.7	7.9	8.1	6.6	18.9	18.6	19.4	28.2	26.4	21.8
HANGZHOU TIGER-A	300347	26.20	12,441	71.6	47.5	33.9	10.2	7.3	6.1	15.0	18.7	16.7	n.a	n.a	n.a
WELL LEAD MEDI-A	603309	20.48	4,096	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
LEPU MEDICAL-A	300003	18.43	32,836	46.7	35.9	27.5	6.4	5.1	4.2	13.8	14.4	15.7	n.a	n.a	n.a
SHINVA MEDICAL-A	600587	19.44	7,901	38.1	30.5	24.1	1.7	2.3	2.2	5.4	7.3	9.0	13.0	13.8	12.3
DIRUI INDUSTRI-A	300396	34.39	5,274	n.a	32.9	26.8	n.a	4.2	3.5	n.a	12.9	14.0	n.a	n.a	n.a
BEIJING BOHUI-A	300318	7.28	5,980	260.0	89.9	54.7	4.2	3.9	3.6	1.6	4.5	6.7	n.a	n.a	n.a
<b>Simple average</b>				<b>82.2</b>	<b>43.6</b>	<b>31.5</b>	<b>5.6</b>	<b>4.8</b>	<b>4.1</b>	<b>10.5</b>	<b>12.3</b>	<b>13.2</b>	<b>20.6</b>	<b>20.1</b>	<b>17.0</b>
<b>Median</b>				<b>44.2</b>	<b>35.9</b>	<b>27.5</b>	<b>5.3</b>	<b>4.2</b>	<b>3.6</b>	<b>11.0</b>	<b>12.9</b>	<b>14.0</b>	<b>20.6</b>	<b>20.1</b>	<b>17.0</b>

Source: Bloomberg

## 免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司及其附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

## 利益披露

中国银河证券(6881.hk)乃中国银河国际及其附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，且该等权益的合计总额相等或高于该目标公司的市场资本值的1%；

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

中国银河国际可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，中国银河国际可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

## 分析员保证

主要负责撰写本报告的分析员确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点；及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析员确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30日内曾交易报告内所述的股票；(2) 在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票；(3)担任报告内涵盖的上市公司的行政人员；(4)持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

## 评级指标

- 买入：股价于12个月内将上升 >20%
- 沽出：股价于12个月内将下跌 >20%
- 持有：没有催化因素，由“买入”降级直至出现明确“买入”讯息或再度降级为立刻卖出

## 版权所有

中文本与英文本如有歧义，概以英文本为准。

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环皇后大道中183号新纪元广场中远大厦35楼3501-07室 电话: 3698-6888