



## 再设并购基金，加码外延成长

- **事件:** 公司公告称拟使用自有资金2亿元参与设立华泰瑞联二期产业并购基金，该基金将投资于大消费、大健康等行业，聚焦于龙头公司产业整合、中国概念股/红筹股回归、国企“混改”以及中国企业海外产业并购中的投资机会。
- **第四次出手并购基金，外延增长动力充足。** 公司在2014年便已投资成立了三家并购基金，分别是前海东方爱尔产业并购基金(规模2亿元)、北京华泰瑞联并购基金(规模10亿元)、湖南爱尔中钰眼科医疗产业投资基金(规模10亿元)。目前，前海东方并购基金额度已基本用完，旗下有新建和收购医院项目10余家；华泰瑞联一期并购基金主要是财务投资，同时筛选优质眼科医疗项目，目前运作良好；中钰投资并购基金资金正在有条不紊进行医院新建与并购。三支基金均为公司的外延扩张做出了贡献。我们认为此次华泰瑞联二期的设立将继续助力公司实现价值链整合和产业扩张，外延增长动力充足。
- **“体外孵化”模式助力提升公司整体竞争力。** 我们认为在“并购基金”模式下，公司可以通过以下途径提升整体竞争力。1) 增强资金实力: 利用资本杠杆减少上市公司资金压力，加速公司连锁扩张的速度，提高市场占有率。2) 控制项目风险: 在并购基金项目中，作为合作方的投资基金将对投资项目的筛选、立项、组织实施及投资后的监督、管理的全过程提出规范化意见，这有利于消除和化解公司并购项目前期医疗风险以及税务、法律等各种或有风险，通过提前规范，将来纳入到上市公司时可实现无缝接轨。3) 维持业绩稳定: 购入合适标的后，可等标的业绩达标时注入上市公司，维持公司业绩稳定增长，缓冲早期并购标的亏损对业绩的冲击。
- **“并购基金+合伙人”模式下将实现规模效益双增长。** 公司于2014年在业内首推合伙人计划，2015年推出省会合伙人计划，在“合伙人”计划中，核心人才以有限合伙人出资，在新医院培育前期与公司共担风险、共享利润，在医院盈利稳定后可将医院股权转让为公司股份或现金收入，骨干医生将实现与上市公司的共赢。我们认为并购基金是公司规模扩张的加速器，“合伙人计划”则为公司的运营效益保驾护航，二者的结合有助于公司业绩实现稳健而高速的增长。
- **业绩预测与估值:** 预计2015-2017年EPS分别为0.44元、0.62元、0.88元，对应的PE分别为73倍、52倍、37倍。相比同行业来看估值较高，但考虑到公司在并购基金和合伙人模式下，外延式扩张预期强烈，新医院不断贡献利润增量，且互联网医疗也有望成为公司新的增长点，维持“增持”评级。
- **风险提示:** 并购项目投资回报率或不达预期；核心业务增速或不达预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2402.05	3004.87	3816.63	4929.28
增长率	21.01%	25.10%	27.01%	29.15%
归属母公司净利润(百万元)	309.19	436.36	612.08	860.20
增长率	38.34%	41.13%	40.27%	40.54%
每股收益EPS(元)	0.31	0.44	0.62	0.88
净资产收益率ROE	14.92%	18.08%	21.07%	23.90%
PE	103	73	52	37
PB	15.20	13.00	10.80	8.73

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 021-68413530

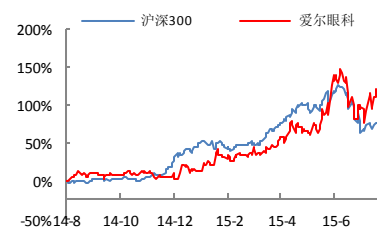
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 何治力

电话: 023-67898264

邮箱: hzli@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	9.82
流通A股(亿股)	7.79
52周内股价区间(元)	15.92-40.96
总市值(亿元)	318.90
总资产(亿元)	26.68
每股净资产(元)	3.24

### 相关研究

1. 爱尔眼科(300015): 扩张战略持续推进，业绩维持高速增长 (2015-06-26)
2. 爱尔眼科(300015): 白内障和视光拉动高增长，扩张战略有序展开 (2015-04-01)
3. 爱尔眼科(300015): 政策利好，14年手术量有望增加 (2014-03-24)
4. 爱尔眼科(300015): 整体盈利逐渐提升，医学配镜市场空间大 (2014-01-21)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2402.05	3004.87	3816.63	4929.28	净利润	312.88	443.36	622.08	873.20
营业成本	1323.21	1636.16	2063.25	2653.32	折旧与摊销	176.13	148.39	164.79	183.45
营业税金及附加	3.30	4.13	5.24	6.77	财务费用	-3.88	2.61	2.41	2.03
销售费用	272.78	330.54	400.75	492.93	资产减值损失	13.28	2.08	6.31	8.11
管理费用	380.62	438.71	515.25	616.16	经营营运资本变动	-217.28	-3.28	-36.23	-50.84
财务费用	-3.88	2.61	2.41	2.03	其他	172.55	-20.00	-25.00	-30.00
资产减值损失	13.28	2.08	6.31	8.11	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>453.68</b>	<b>573.16</b>	<b>734.36</b>	<b>985.95</b>
投资收益	16.62	20.00	25.00	30.00	资本支出	18.96	-170.18	-190.00	-210.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-399.25	20.00	25.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-380.29</b>	<b>-150.18</b>	<b>-165.00</b>	<b>-180.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>429.35</b>	<b>610.66</b>	<b>848.44</b>	<b>1179.96</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-22.26	-17.30	-18.66	-18.81	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>407.09</b>	<b>593.35</b>	<b>829.78</b>	<b>1161.15</b>	股权融资	114.28	0.00	0.00	0.00
所得税	94.20	149.99	207.70	287.95	支付股利	-64.99	-88.28	-121.61	-173.21
净利润	312.88	443.36	622.08	873.20	其他	-21.99	-2.61	-2.41	-2.03
少数股东损益	3.70	7.00	10.00	13.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>27.30</b>	<b>-90.89</b>	<b>-124.02</b>	<b>-175.24</b>
归属母公司股东净利润	309.19	436.36	612.08	860.20	<b>现金流量净额</b>	<b>100.70</b>	<b>332.09</b>	<b>445.34</b>	<b>630.71</b>
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	720.40	1052.49	1497.83	2128.54	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	296.93	350.85	448.03	583.18	销售收入增长率	21.01%	25.10%	27.01%	29.15%
存货	141.28	174.75	220.45	283.54	营业利润增长率	34.00%	42.23%	38.94%	39.07%
其他流动资产	101.50	126.97	161.28	208.29	净利润增长率	42.66%	41.70%	40.31%	40.37%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	24.77%	26.60%	33.35%	34.44%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	585.31	636.44	690.98	746.86	毛利率	44.91%	45.55%	45.94%	46.17%
无形资产和开发支出	274.83	273.41	272.00	270.58	三费率	27.04%	25.69%	24.06%	22.54%
其他非流动资产	430.18	402.26	374.34	346.42	净利率	13.03%	14.75%	16.30%	17.71%
<b>资产总计</b>	<b>2550.43</b>	<b>3017.18</b>	<b>3664.91</b>	<b>4567.42</b>	ROE	14.92%	18.08%	21.07%	23.90%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	10.35%	12.27%	20.33%	23.22%
应付和预收款项	410.20	512.20	646.27	830.56	ROIC	24.14%	30.11%	38.44%	48.16%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.05%	25.35%	26.61%	27.70%
其他负债	42.86	52.52	65.71	83.94	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>453.05</b>	<b>564.72</b>	<b>711.99</b>	<b>914.50</b>	总资产周转率	1.03	1.08	1.14	1.20
股本	654.31	654.31	654.31	654.31	固定资产周转率	4.18	4.88	5.73	6.85
资本公积	424.52	424.52	424.52	424.52	应收账款周转率	18.33	18.45	18.81	18.85
留存收益	945.67	1293.75	1784.21	2471.21	存货周转率	10.26	10.34	10.43	10.52
归属母公司股东权益	2024.50	2372.58	2863.05	3550.04	销售商品/提供劳务收到的现金/营业收入	98.90%	--	--	--
少数股东权益	72.88	79.88	89.88	102.88	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2097.38</b>	<b>2452.46</b>	<b>2952.92</b>	<b>3652.92</b>	资产负债率	17.76%	18.72%	19.43%	20.02%
负债和股东权益合计	2550.43	3017.18	3664.91	4567.42	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.79	3.03	3.28	3.51
					速动比率	2.48	2.72	2.97	3.20
					股利支付率	21.02%	20.23%	19.87%	20.14%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.31	0.44	0.62	0.88
					每股净资产	2.13	2.50	3.01	3.72
					每股经营现金	0.46	0.58	0.75	1.00
					每股股利	0.07	0.09	0.12	0.18
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	601.60	761.65	1015.64	1365.44					
PE	103.14	73.08	52.10	37.07					
PB	15.20	13.00	10.80	8.73					
PS	13.28	10.61	8.36	6.47					
EV/EBITDA	33.86	26.31	19.29	13.89					
股息率	0.20%	0.28%	0.38%	0.54%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn