

中國：醫療保健技術

2016 年 10 月 25 日

投資建議：

買進 (維持評等)

目標價隱含漲/跌幅：27.9%

日期 2016/10/25

收盤價 RMB34.39
十二個月目標價 RMB44.00
前次目標價 RMB44.00
深圳 A 股指數 2,173.6

資訊更新：

- ▶ 2016 年第三季營收人民幣 12 億元，較本中心預估低 9%，但每股盈餘人民幣 0.19 元符合本中心預期。
- ▶ 本中心目標價人民幣 44 元維持不變，仍係根據 60 倍 2017 年預估每股盈餘與現金流量折現評價法平均推得。

本中心觀點：

- ▶ 白內障手術業務成長放緩已造成短期影響，但本中心認為未來幾季該業務可望逐步回溫。
- ▶ 本中心仍舊看好愛爾眼科，係因其在中國眼科市場佔有領先地位，並享有醫院規模擴張題材。

公司簡介：愛爾眼科為中國眼科醫療機構，提供眼科醫療服務。

股價相對深圳 A 股指數表現



市值	RMB34,636.9 百萬元
六個月平均日成交量	RMB95.4 百萬元
總股本股數 (百萬股)	1,007.0
流通 A 股股數比例	78.1%
自由流通股數比例	N.A.%
大股東：持股比率	西藏愛爾醫療投資有限公司, 41.0%
淨負債比率	(12.9%)
每股淨值 (2016F)	RMB2.74
股價淨值比 (2016F)	12.56 倍

簡明損益表(RMB 百萬元)

年初至 12 月	2015A	2016F	2017F	2018F
營業收入	3,166	4,005	5,139	6,777
營業利益 **	601	778	1,031	1,390
稅後純益 *	428	605	786	1,078
每股盈餘(元)	0.42	0.60	0.78	1.07
每股盈餘年增率 (%)	38.4	41.2	30.1	37.2
每股股利(元)	0.00	0.42	0.55	0.75
本益比 (倍)	80.9	57.3	44.1	32.1
殖利率 (%)	0.0	1.2	1.6	2.2
股東權益報酬率 (%)	17.9	21.9	25.5	28.9

* 歸屬母公司稅後純益

** 經研究員調整

報告分析師：

李 珮菁

+886 2 35187984

Peggy.Lee@yuanta.com

以下研究人員對本報告有重大貢獻：

劉 柏毅

+886 2 3518 7949

eddie.liu@yuanta.com

<http://research.yuanta.com>

Bloomberg code: YUTA

愛爾眼科 (300015 CH)

白內障手術業務僅將影響短期營收

重申買進評等，維持目標價人民幣 44 元：2016 年第三季營收年增 18%至人民幣 12 億元(相較於 2016 年上半年的 32%)，較本中心預估低 9%，主要係因中國政府嚴格管制社區醫療服務，導致白內障手術成長放緩，但其他核心業務營收成長仍穩健。本中心持續看好愛爾眼科，係因 1) 醫院規模擴張題材持續，經營 125 家醫院，並跨入農村地區；2) 高毛利率的準分子手術需求與平均售價提升帶動毛利率擴張；3) 達到規模經濟，愛爾眼科可因此享有營運槓桿。由於白內障手術營收成長緩步下滑，但毛利率/營運槓桿改善，本中心將 2016/17 年預估每股盈餘下修 1%/5%至人民幣 0.60/0.78 元。本中心維持目標價人民幣 44 元，仍係根據 2017 年預估每股盈餘 60 倍人民幣 46.8 元與現金流量折現評價人民幣 41.22 元平均推得。

2016 年第三季回顧：2016 年第三季白內障手術營收年增 3%(相較於 2016 年上半年增 26%)至人民幣 2.06 億元，係因魏則西事件導致政府更嚴格管制社區與部分偏遠地區的醫療服務，而大部分患白內障的老年人口都在這些區域就醫。2016 年第三季準分子手術/視光服務營收穩健年增 25%/28%至人民幣 4 億元/2.93 億元。營業利益率年增 0.8 個百分點至 22.1%，係受惠於規模經濟帶來的營運槓桿。整體而言，2016 年第三季每股盈餘人民幣 0.19 元符合本中心預估。

2016 年第四季/2017 年展望：本中心認為魏則西事件的影響將在未來幾季略為減輕，因此預估白內障手術業務可望回溫，2017 年可望溫和年增 15-20%，略低於本中心原先預估的 25%-30%。愛爾眼科目前經營 125 家醫院(65 家係在併購基金下)。管理層目標仍不變，將透過併購基金與合夥計畫，2017 年底將醫院數增至 200 家以上。本中心認為醫院規模擴張題材帶動公司所有核心業務仍會是推升股價的主要利多。

分析師聲明及重要披露事項請參見附錄 A。

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。本報告原係以英文做成，並翻譯為中文。若投資人對於中文譯文之內容正確性有任何疑問，請參考原始英文版。

財務預估與股票評價

財務預估

白內障手術業務放緩情況可望在下一季/年緩解。本中心看好愛爾眼科的長線醫院規模擴張題材。

愛爾眼科 2016 年第三季營收年增 18%，每股盈餘年增 19%至人民幣 0.19 元，分別較本中心預估低 9%/5%，主要係因白內障手術營收成長放緩。本中心預估白內障業務可望回溫，係因中國政府未來幾季將放寬嚴格控制社區醫療服務的法規。此外，本中心預估 2016/17 年營收可望年增 26.5/28.3%至人民幣 40 億元/51 億元，每股盈餘預估為人民幣 0.6/0.78 元，以反映 1) 醫院規模溫和擴張題材；2) 準分子手術需求強勁加上與平均售價提高/營運槓桿增加，帶動毛利率/營業利益率提升。

圖 1：愛爾眼科 – 2016 年第三季財報一覽

人民幣百萬元	實際值	元大預估	差異(%)	市場預估	差異(%)	季增率%	年增率%
營業收入	1,163	1,276	-9%	1,306	-11%	16%	18%
營業毛利	563	638	-12%	654	-14%	18%	15%
營業利益	257	252	2%	252	2%	31%	22%
稅前純益	242	246	-1%	275	-12%	26%	20%
稅後純益	196	197	-1%	216	-9%	27%	25%
每股盈餘(元)	0.19	0.20	-5%	0.21	-11%	27%	19%
獲利率	實際值	元大預估	差異(百分點)	市場預估	差異(百分點)	季增率(百分點)	年增率(百分點)
毛利率	48.4%	50.1%	-1.6	50.1%	-1.7	0.9	-1.4
營業利益率	22.1%	19.8%	2.3	19.3%	2.8	2.5	0.8
稅前純益率	20.8%	19.3%	1.6	21.0%	-0.2	1.7	0.4
稅後純益率	16.8%	15.4%	1.4	16.5%	0.3	1.5	1.0

資料來源：公司資料、Bloomberg、元大投顧

股票評價

本中心目標價人民幣 44 元係根據 60 倍(不變)2017 年預估每股盈餘 46.8 元以及本中心現金流量折現目標價 41.22 元平均而得。

本中心認為 60 倍 2017 年預估每股盈餘(根據 2016–18 年每股盈餘年複合成長率 33.5%，本益對成長比 1.75 倍)係屬合理，係因同業目前本益對成長比為 1.1–3.2 倍。此外，同業歷史股價相當於 50–70 倍 2017 年預估每股盈餘。考量其成長強勁、醫院擴張，我們認為 60 倍 2016 年預估本益比係屬合理。本中心目標價人民幣 44 元係根據 60 倍(不變)2017 年預估每股盈餘人民幣 46.8 元以及現金流量折現目標價人民幣 41.22 元(未來 10 年自由現金流量年複合成長率 23%，終期成長率 3.5%，加權平均資金成本 11.81%)平均而得。

圖 2：同業評價比較表

公司	代碼	評等	股價	市值 (百萬美元)	每股盈餘		本益比(倍)		本益對成長比		股東權益報酬率 (%)		營業利益率 (%)	
					2016F	2017F	2016F	2017F	2016F	2017F	2016F	2017F	2016F	2017F
愛爾眼科	300015 CH	買進	34.4	5,111	0.60	0.78	44.1	32.1	1.1	1.1	21.9	25.5	19.4	20.1
國內同業														
通策醫療	600763 CH	未評等	33.8	1,599	0.57	0.72	59.5	46.9	NA	1.8	18.9	19.5	23.3	23.4
福瑞	300049 CH	未評等	24.2	938	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
馬應龍藥業	600993 CH	未評等	21.1	1,340	0.60	0.70	35.1	30.1	2.3	1.8	12.7	13.1	13.3	13.9
潤達醫療	603108 CH	未評等	32.2	1,341	0.45	0.58	72.3	55.7	3.2	1.9	10.4	12.0	8.4	8.8
美年大健康	002044 CH	未評等	13.8	4,923	0.16	0.22	86.1	62.6	3.1	1.7	11.4	13.4	16.3	15.3
博濟	300404 CH	未評等	40.0	786	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
迪安診斷	300244 CH	未評等	32.9	2,672	0.50	0.69	66.1	47.8	1.8	1.2	15.9	17.7	11.3	11.7
達安基因	002030 CH	未評等	27.2	2,907	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
泰格醫藥	300347 CH	未評等	31.6	2,198	0.41	0.61	77.1	51.7	5.6	1.0	12.7	16.0	22.0	24.5
平均值							72.2	52.9	2.9	1.5	14.8	16.7	16.3	16.8

資料來源：公司資料、元大投顧、Bloomberg

註：所有每股盈餘數字係以當地貨幣計

圖 3：愛爾眼科 – 財務預估調整

	4Q16 估			2016 估			2017 估		
	調整前	調整後	差異(%)	調整前	調整後	差異(%)	調整前	調整後	差異(%)
營業收入	922	1,002	-8.0%	4,005	4,194	-4.5%	5,139	5,531	-7.1%
營業毛利	419	445	-5.8%	1,875	1,978	-5.2%	2,452	2,690	-8.9%
營業利益	161	150	7.1%	778	776	0.3%	1,031	1,093	-5.7%
稅前純益	158	147	7.2%	749	753	-0.5%	1,012	1,074	-5.8%
稅後純益	137	128	6.7%	605	587	3.1%	786	816	-3.7%
每股盈餘	0.14	0.13	7.7%	0.60	0.59	1.2%	0.78	0.82	-4.9%
營業毛利率	45.4%	44.4%	1.1	46.8%	47.2%	-0.3	47.7%	48.6%	-0.9
營業利益率	17.4%	15.0%	2.5	19.4%	18.5%	0.9	20.1%	19.8%	0.3
稅後純益率	14.9%	12.8%	2.0	15.1%	14.0%	1.1	15.3%	14.8%	0.5

資料來源：元大投顧

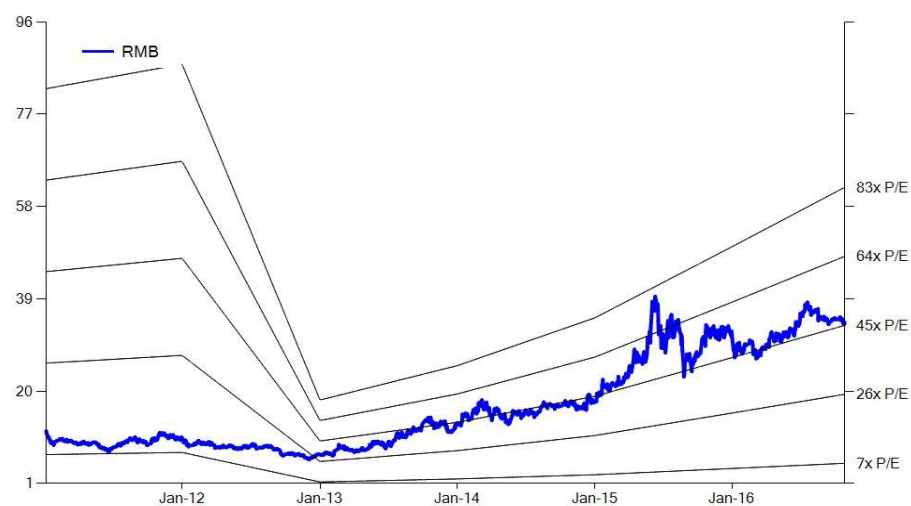
圖 4：歌爾股份 – 季度與年度簡明損益表（合併）

(人民幣百萬元)	1Q2016A	2Q2016A	3Q2016A	4Q2016F	FY2016F	1Q2017F	2Q2017F	3Q2017F	4Q2017F	FY2017F
營業收入	915	1,005	1,163	922	4,005	1,121	1,316	1,513	1,189	5,139
銷貨成本	(499)	(527)	(600)	(503)	(2,130)	(595)	(679)	(758)	(655)	(2,687)
營業毛利	416	478	563	419	1,875	526	637	755	534	2,452
營業費用	(251)	(281)	(307)	(258)	(1,097)	(314)	(336)	(431)	(340)	(1,421)
營業利益	164	196	257	161	778	212	302	324	194	1,031
業外利益	(7)	(4)	(14)	(3)	(29)	(8)	(3)	(3)	(5)	(19)
稅前純益	157	192	242	158	749	204	299	321	189	1,012
少數股東權益	(7)	(1)	(2)	10	0	0	(1)	(3)	5	1
所得稅費用	(31)	(37)	(45)	(30)	(144)	(51)	(66)	(71)	(39)	(227)
歸屬母公司稅後純益	119	154	196	137	605	153	231	247	155	786
稀釋每股盈餘(人民幣/元)	0.12	0.15	0.19	0.14	0.60	0.15	0.23	0.25	0.15	0.78
加權平均股數	1,007	1,007	1,007	1,007	1,007	1,007	1,007	1,007	1,007	1,007
重要比率										
營業毛利率	45.4%	47.5%	48.4%	45.4%	46.8%	46.9%	48.4%	49.9%	44.9%	47.7%
營業利益率	18.0%	19.5%	22.1%	17.4%	19.4%	18.9%	22.9%	21.4%	16.3%	20.1%
稅前純益率	17.2%	19.1%	20.8%	17.1%	18.7%	18.2%	22.7%	21.2%	15.9%	19.7%
有效所得稅率	20.0%	19.3%	18.4%	19.4%	19.2%	24.9%	22.2%	22.2%	20.5%	22.4%
季增率 (%)										
營業收入	26.4%	9.8%	15.8%	(20.7%)	26.5%	21.6%	17.4%	14.9%	(21.4%)	28.3%
營業利益	57.3%	19.4%	30.7%	(37.4%)	29.5%	32.1%	42.2%	7.4%	(40.1%)	32.6%
稅後純益	70.4%	29.9%	27.0%	(30.0%)	41.5%	11.8%	50.9%	7.0%	(37.2%)	29.9%
稀釋每股盈餘	70.37%	29.89%	26.99%	(29.98%)	41.18%	11.75%	50.85%	6.95%	(37.23%)	30.11%

資料來源：公司資料、元大投顧預估

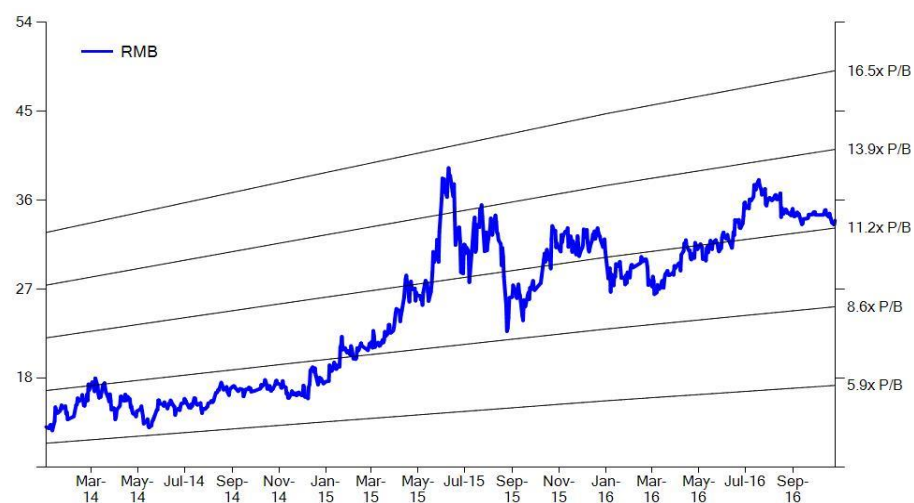
註：標“A”為元大投顧彙整之歷史數據。

圖 5：愛爾眼科 – 12 個月預期本益比區間圖



資料來源：公司資料，元大投顧

圖 6：愛爾眼科 – 12 個月預期股價淨值比區間圖



資料來源：公司資料，元大投顧

資產負債表					
年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
現金與短期投資	720	655	546	730	991
存貨	141	174	142	166	220
應收帳款及票據	140	213	261	204	292
其他流動資產	259	432	514	514	514
流動資產	1,260	1,474	1,462	1,614	2,017
長期投資	0	0	0	0	0
固定資產	575	646	766	1,016	1,276
什項資產	715	1,137	1,642	1,642	1,642
其他資產	1,290	1,783	2,408	2,658	2,918
資產總額	2,550	3,257	3,870	4,272	4,935
應付帳款及票據	279	361	309	384	406
短期借款	0	0	0	0	0
什項負債	172	219	497	497	497
流動負債	451	579	805	881	903
長期借款	0	174	174	174	174
其他負債及準備	2	4	3	3	3
長期負債	2	178	177	177	177
負債總額	453	757	982	1,058	1,080
股本	654	986	1,010	1,010	1,010
資本公積	425	151	467	467	467
保留盈餘	946	1,275	1,567	1,893	2,535
換算調整數	0	(17)	(285)	(285)	(285)
歸屬母公司之權益	2,025	2,395	2,759	3,084	3,726
少數股權	73	104	129	129	129
股東權益總額	2,097	2,499	2,888	3,214	3,855
資料來源：公司資料、元大投顧					

現金流量表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
本期純益	313	437	605	785	1,078
折舊及攤提	0	0	0	0	0
本期營運資金變動	171	85	(396)	108	(120)
其他營業資產	(30)	0	330	168	163
營運活動之現金流量	454	522	540	1,061	1,120
資本支出	(177)	(261)	(223)	(250)	(260)
本期長期投資變動	0	0	0	0	0
其他資產變動	(204)	(393)	(447)	(200)	(195)
投資活動之現金流量	(380)	(654)	(670)	(450)	(455)
股本變動	0	0	0	0	0
本期負債變動	0	174	0	0	0
其他調整數	27	(90)	289	(427)	(404)
融資活動之現金流量	27	84	289	(427)	(404)
本期產生現金流量	101	(48)	160	184	261
自由現金流量	73	(132)	(130)	611	665
資料來源：公司資料、元大投顧					

損益表

年初至 12 月 (RMB 百萬元)	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
營業收入	2,402	3,166	4,005	5,139	6,777
銷貨成本	(1,327)	(1,694)	(2,130)	(2,687)	(3,500)
營業毛利	1,076	1,471	1,875	2,452	3,277
營業費用	(653)	(871)	(1,097)	(1,421)	(1,886)
營業利益	422	601	778	1,031	1,390
利息收入	0	0	0	0	0
利息費用	4	4	(6)	4	4
利息收入淨額	4	4	(6)	4	4
投資利益(損失)淨額	17	10	12	9	11
其他業外收入(支出)淨額	(36)	(64)	(35)	(32)	(33)
非常項目淨額	0	0	0	0	0
稅前純益	407	550	749	1,012	1,372
所得稅費用	(94)	(114)	(144)	(227)	(294)
少數股權淨利	(4)	(9)	0	1	1
歸屬母公司之淨利	309	428	605	786	1,078
稅前息前折舊攤銷前淨利	422	601	778	1,031	1,390
每股盈餘 (RMB)	0.31	0.42	0.60	0.78	1.07
每股盈餘 - 調整員工分紅 (RMB)	0.31	0.42	0.60	0.78	1.071

資料來源：公司資料、元大投顧

主要財務報表分析

年初至 12 月	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
年成長率 (%)					
營業收入	21.0	31.8	26.5	28.3	31.9
營業利益	27.1	42.3	29.5	32.6	34.8
稅前息前折舊攤銷前淨	27.1	42.3	29.5	32.6	34.8
稅後純益	38.3	38.4	41.5	29.9	37.2
每股盈餘	38.34	38.44	41.18	30.11	37.16
獲利能力分析 (%)					
營業毛利率	44.8	46.5	46.8	47.7	48.4
營業利益率	17.6	19.0	19.4	20.1	20.5
稅前息前折舊攤銷前淨利率	17.6	19.0	19.4	20.1	20.5
稅後純益率	12.9	13.5	15.1	15.3	15.9
資產報酬率	13.4	15.0	17.0	19.3	23.4
股東權益報酬率	15.3	17.9	21.9	25.5	28.9
穩定/償債能力分析					
負債權益比 (%)	0.0	7.0	6.0	5.4	4.5
淨負債比率(%)	(34.3)	(19.2)	(12.9)	(17.3)	(21.2)
利息保障倍數 (倍)	(104.1)	(132.1)	123.6	(252.1)	(341.9)
利息及短期債	(104.1)	(132.1)	123.6	(252.1)	(341.9)
現金流量對利息保障倍數 (倍)	(117.1)	(126.3)	88.4	(265.3)	(280.1)
現金流量對利息及短期債保障倍數(倍)	(117.1)	(126.3)	88.4	(265.3)	(280.1)
流動比率 (倍)	2.8	2.5	1.8	1.8	2.2
速動比率 (倍)	2.5	2.2	1.6	1.6	2.0
淨負債 (RMB 百萬元)	(720)	(481)	(371)	(555)	(817)
每股淨值 (RMB)	2.01	2.38	2.74	3.06	3.70
評價指標 (倍)					
本益比	112.0	80.9	57.3	44.1	32.1
股價自由現金流量比	471.9	(262.2)	(266.6)	56.7	52.1
股價淨值比	17.1	14.5	12.6	11.2	9.3
股價稅前息前折舊攤銷前淨利比	82.1	57.7	44.5	33.6	24.9
股價營收比	14.4	10.9	8.6	6.7	5.1

資料來源：公司資料、元大投顧

附錄 A：重要披露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

愛爾眼科 (300015 CH) – 投資建議與目標價三年歷史趨勢



資料來源：Bloomberg，元大投顧

註：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

目前元大研究分析個股評等分佈

評等	追蹤個股數	%
買進	161	33%
持有-超越同業	114	23%
持有-落後同業	38	8%
賣出	6	1%
評估中	169	34%
限制評等	4	1%
總計：	492	100%

資料來源：元大投顧

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2016 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名
元大證券投資顧問股份有限公司
台灣台北市 104 南京東路三段
225 號 4 樓

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

致：研究部
元大證券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 號
海富中心 1 座 23 樓