

# 拟定增24.3亿收购9家医院, 外延拓展内部提升双驱动

## ——爱尔眼科(300015)事件点评

### 事件:

爱尔眼科发布非公开发行股票预案,拟发行不超过1亿股,募集资金不超过24.27亿元,发行对象为包括公司实际控制人陈邦在内的不超过5名特定投资者。陈邦先生拟以现金认购不低于本次发行股份总数的20%,认购股份的限售期为36个月,其余投资者认购的股份如增发价高于发行首日前一个交易日均价则无限售期,否则限售期为12个月。定价方式为询价发行,发行价格将按照如下方式询价:1)不低于发行期首日前一个交易日公司股票均价;或者(2)不低于发行期首日前二十个交易日公司股票均价的百分之九十,或不低于发行期首日前一个交易日公司股票均价的百分之九十。

募集资金主要用途包括1)总部大厦建设(11.84亿元)、2)九家眼科医院收购(5.80亿元)、3)哈尔滨及重庆眼科医院迁址扩建(1.14亿元)、4)信息化项目(5.48亿元)。

### 主要观点:

#### 1. 体外医院逐渐成熟, 腾飞之翼张开

湖南中钰爱尔眼科医疗产业基金与前海东方爱尔医疗产业并购基金均于2014年成立,规模分别为10亿元、2亿元。本次公司拟收购的9家医院中,7家出让自前海东方基金,2家出让自中钰基金。另有华泰瑞联二期产业并购基金(100亿规模)与安星眼科产业并购基金(10亿规模)分别于2015年、2016年成立,目前在并购基金体内的医院共计64家左右(包括本次拟收购医院)。九家医院拟收购价格总计5.80亿元,2016年1-7月合计净利润2453.34万元,其中7家成立自2011年以后,按照目前公司培育速度,眼科医院大约在3年左右实现盈利,随着公司经营管理机制的不断完善与品牌效应的提升,新开医院的培育周期也将不断缩短。我们认为本次收购将成为体外医院注入的开端,未来两年将不断有成熟医院并入上市公司。

2016年12月08日

推荐/维持

爱尔眼科 事件点评

### 张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516080001

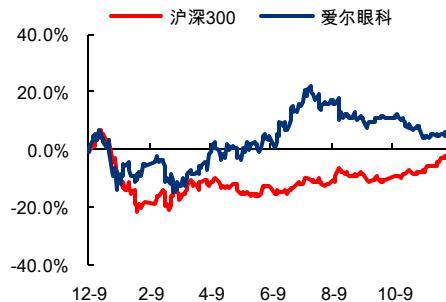
联系人: 孙谊

sunyi@dxzq.net.cn

### 交易数据

52周股价区间(元)	33.05-32.46
总市值(亿元)	333.74
流通市值(亿元)	260.65
总股本/流通A股(万股)	100980/78866
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.49

### 52周股价走势图



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

### 相关研究报告

1、《爱尔眼科(300015)三季报点评:业绩增长符合预期,一体两翼领航学科》

2016-10-25

2、《业绩高速增长,持续看好医疗服务龙头》

2016-08-22

**表 1:公司拟收购医院情况**

收购标的	成立日期	收购股权比例	收购价格(万元)	2015 年		2016 年 1-7 月	
				收入(万元)	净利润(万元)	收入(万元)	净利润(万元)
滨州沪滨爱尔眼科医院	2014.12.19	70.00%	20884.5	3223.13	138.76	6536.55	1622.95
朝阳眼科医院	2011.7.20	55.00%	3724.6	1973.88	341.46	1596.55	351.91
东莞爱尔眼科医院	2014.8.28	75.00%	9847.5	1780.59	-270.05	2128.6	345.02
泰安爱尔光明医院	2014.3.6	58.70%	3013.66	1312.44	-169.65	1277.73	-65.2
太原市爱尔康明眼科医院	2006.1.27	90.00%	5830.2	1789.64	-139.77	1661.73	128.93
佛山爱尔眼科医院	2014.12.8	60.00%	3535.8	750.46	-569.53	1670.08	-175.44
九江爱尔中山眼科医院	2009.10.26	68.00%	3106.24	947.55	-52.27	762.7	14.73
清远爱尔眼科医院	2014.9.25	80.00%	2644.8	602.35	-219.52	487.47	-8.55
湖州爱尔眼科医院	2014.6.12	75.00%	5425.5	1465.89	-123.97	1514.93	238.99

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 2. 建设新总部大楼、信息化建设提升公司运营效率

增发方案中，公司拟分别投入 11.84 亿元和 6 亿元用于建设新总部大楼的建设与信息化基础设施改造。新总部大楼位于湖南省长沙市天心区，主要服务于研发教学中心和总部办公。信息化项目主要包括：①信息化基础设施改造②新一代云 HIS③眼科大数据中心④云协同平台及应用。我们认为，随着爱尔眼科医院辐射范围的不断扩大，渠道的不断下沉，平台化的高效管理以及整体网络渠道的互联互通可以提升公司整体运营效率。

## 3. 重庆爱尔加深地区影响力，哈尔滨爱尔拉动省内拓展

重庆爱尔创建于 2006 年，2015 年营业收入和净利润分别为 1.78 亿元、4463 万元，2013 年至 2015 年营业收入年复合增长率为 34.77%。哈尔滨爱尔创设立于 2007 年，2015 年报送白内障复明手术例数在黑龙江省排名第四。我们认为，重庆爱尔扩建后将与重庆麦格眼科医院形成更好的聚合效应，在川渝地区加深品牌影响力和市场渗透率。哈尔滨爱尔迁址扩建后将在当地树立更好的品牌形象，加速黑龙江省未来地级市、县级医院的拓展。

## 4. 加速布局新阶段，大股东增持彰显信心

本次增发为公司 IPO 以来首次募集资金，无疑意味着公司已经进入快速发展阶段。目前陈邦先生直接及间接控制公司 58.03% 股份。我们按照增发 1 亿股，陈邦先生认购不低于 20% 进行计算，发行后陈邦先生控股比例不低于 54.61%。

## 结论：

公司是国内最大的眼科连锁医院，也是医疗服务行业的龙头白马，无论在技术水平还是品牌影响力上都处于国内领先水平。“公司+并购基金”模式强有力地加速全国分级诊疗布局，强大的“研-产-学”平台与人才激励政策驱动公司内生增长，同时公司积极布局移动医疗。暂不考虑增发摊薄影响，我们预计 2016-2018 年归母净

利润分别为5.70亿元、7.52亿元、9.90亿元，同比增长30.67%，31.75%，31.78%。EPS分别为0.56、0.74、0.97元，对应PE分别为61X、46X、35X。维持“推荐”评级。

### 风险提示：

外延拓展低于预期。

## 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
流动资产合计	1260	1474	2172	2907	3860	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
货币资金	720	721	1170	1625	2211	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
应收账款	140	213	276	349	444	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
其他应收款	105	146	190	239	305	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
预付款项	52	72	98	131	172	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
存货	141	174	230	288	363	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
其他流动资产	100	148	207	275	365	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
非流动资产合计	1290	1783	1667	1624	1580	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
长期股权投资	0	0	0	0	0	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
固定资产	575	646	605	564	522	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
无形资产	15	17	16	14	13	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
其他非流动资产	2	11	11	11	11	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
资产总计	2550	3257	3839	4531	5441	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
流动负债合计	451	579	693	815	975	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
短期借款	0	0	0	0	0	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
应付账款	279	361	470	587	740	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
预收款项	22	33	38	43	49	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
一年内到期的非流动负债	0	3	3	3	3	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
非流动负债合计	2	178	177	177	177	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
长期借款	0	174	174	174	174	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
应付债券	0	0	0	0	0	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
负债合计	453	757	869	992	1152	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
少数股东权益	73	104	112	122	134	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
实收资本(或股)	654	986	1007	1007	1007	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
资本公积	425	151	151	151	151	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
未分配利润	836	1132	1368	1680	2090	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
归属母公司股东	2025	2395	2858	3417	4155	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
负债和所有者权	2550	3257	3839	4531	5441	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)		净资产收益率(%)		总资产周转率		应收账款周转率		应付账款周转率		总资产净利率(%)	
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
经营活动现金流	454	522	479	638	828	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
净利润	313	437	570	752	990	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
折旧摊销	115	123	44	44	43	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
财务费用	-4	-4	0	0	0	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
应收账款减少	0	-73	-63	-73	-95	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
预收帐款增加	0	12	4	5	7	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
投资活动现金流	-380	-654	71	-1	-1	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
公允价值变动收	0	0	0	0	0	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
长期股权投资减	0	-144	72	0	0	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
投资收益	17	10	13	13	13	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
筹资活动现金流	27	67	-101	-183	-241	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
应付债券增加	0	0	0	0	0	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
长期借款增加	0	174	0	0	0	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
普通股增加	222	331	22	0	0	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
资本公积增加	-107	-273	0	0	0	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	
现金净增加额	101	-66	450	455	586	营业收入		营业成本		营业税金及附加		营业费用		管理费用		财务费用	

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

## 联系人简介

### 孙谊

北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士。曾就职于强生（上海）医疗器材有限公司。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

---

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

---

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。