

2016 年 12 月 08 日

 王睿哲  
 C0062@capital.com.tw  
 目标价(元)

38.5

**公司基本信息**

产业别	医药生物		
A 股价(2016/12/7)	33.05		
深证成指(2016/12/7)	10855.72		
股价 12 个月高/低	38.51/27.22		
总发行股数(百万)	1007.18		
A 股数(百万)	787.01		
A 市值(亿元)	260.11		
主要股东	西藏爱尔医疗投资有限公司 (40.99%)		
每股净值(元)	2.62		
股价/账面净值	12.61		
一个月	三个月	一年	
股价涨跌(%)	0.5	-5.7	4.7

**近期评等**

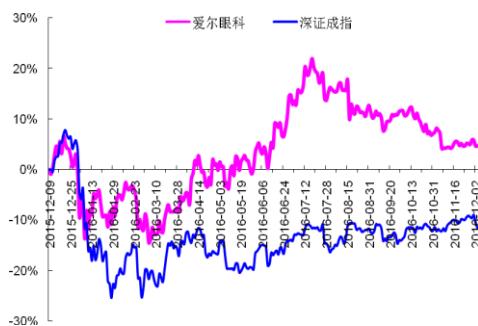
2016-10-25 买入 34.39

**产品组合**

医疗服务-准分子手术	30.1%
医疗服务-白内障手术	22.7%
视光服务	20.2%

**机构投资者占流通 A 股比例**

基金	5.5%
一般法人	55.2%

**股价相对大盘走势**

**爱尔眼科(300015.SZ)**

Buy 买入

**定增助力公司软硬件提升，并入 9 家医院增加增长动力**
**事件：**

公司公告拟非公开发行不超过1亿股，募集资金不超过约24.3亿元，其中公司实际控制人陈邦先生承诺认购不低于本次增发股份总数的20%（含20%），锁定期3年。募集资金扣除发行费用后主要用于爱尔总部大厦建设项目、眼科医院迁址项目、信息化项目和眼科医院收购项目。

**点评：**

- **总部大厦及信息化项目将为公司未来发展打下坚实的软硬件基础：**具体来看，募投资金中有 11.8 亿将用于爱尔总部大厦建设项目，6.0 亿用于眼科信息化项目。目前公司总部办公场所主要通过租赁获得，办公、教学、科研分散办公，不利于管理上的协同和服务效率的发挥。爱尔总部大厦的建设将能够完善并强化总部综合功能，升级医教研一体化平台，丰富总部创新孵化功能，将为快速增加的各级眼科医院提供强有力的支持。信息化基础设施改造及 IT 云化建设项目将会为公司挖掘眼科医疗大数据的价值及开展眼科移动医疗奠定坚实的基础。
- **产业基金进入收获期，9 家医院并入，增加业绩驱动力：**公司在 2014 年时分别与东方金控及中钰创投资本共同设立产业并购基金，并购或新设眼科医院，以此来为公司开疆拓土。在并购基金的孵化下，此次拟收购的 6 家医院已实现盈利，另外 3 家也已步入正轨即将贡献利润。过了盈利点后，这些医院将进入快速成长阶段，将会为公司贡献利润。9 家医院 2016 年 1-7 月录得权益净利润 1743 万元，我们预计 2016 年权益净利润将在 3000 万以上，2017 年权益净利润将在 4000 万以上，以 5.8 亿元的对价计算，对应 2016/2017 年的 PE 约分别为 19 倍/15 倍，考虑到医院即将进入快速成长期，我们认为估值相对合理。另外，我们预计在产业基金下的培育下，其他医院也将陆续成熟，公司将会步入收获期。

- **盈利预计：**此次定增方案仍需股东大会审议以及证监会核准，我们暂不调整盈利预测。我们预计公司 2016/2017 年实现净利润 5.6 和 7.5 亿元，yoy 分别为 +31.7% 及 +33.3%，折合 EPS0.57 及 0.77 元。目前股价对应的 2016/2017 年 PE 为 57 倍及 43 倍。此次收购成功后，由于股本增加，我们预计 2017 年 EPS 将会被摊薄 5% 左右，在 2018 年将会得到恢复，而从长远来看对公司 EPS 增长将带来动力，公司实际控制人在目前并不算低得价格上参与 20% 的定增也显示其对公司未来发展的信心，我们维持“买入”投资建议。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016E	2017E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	224	309	428	564	752
同比增减	%	22.44%	38.34%	38.43%	31.73%	33.30%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.52	0.47	0.44	0.57	0.77
同比增减	%	20.93%	-8.71%	-7.31%	10.37%	33.30%
市盈率(P/E)	X	63	69	75	57	43
股利 (DPS)	RMB 元	0.15	0.12	0.22	0.11	0.15
股息率 (Yield)	%	0.46%	0.35%	0.65%	0.35%	0.47%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ( $ER \geq 30\%$ ); 买入 Buy ( $30\% > ER \geq 10\%$ )

中性 Neutral ( $10\% > ER > -10\%$ )

卖出 Sell ( $-30\% < ER \leq -10\%$ ); 强力卖出 Strong Sell ( $ER \leq -30\%$ )

表 1: 幕投资金投资项目

单位: 万元

序号	项目类型	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金
1	爱尔总部大厦建设项目	爱尔总部大厦建设项目	118,393.96	118,393.96
2	眼科医院迁址 扩建项目	哈尔滨爱尔迁址扩建项目	5,319.98	4,749.98
		重庆爱尔迁址扩建项目	7,968.98	6,668.98
3	眼科医院收购 项目	收购滨州沪滨爱尔眼科医 院有限公司 70%股权项目	20,884.50	20,884.50
		收购朝阳眼科医院有限责 任公司 55%股权项目	3,724.60	3,724.60
		收购东莞爱尔眼科医院有 限公司 75%股权项目	9,847.50	9,847.50
		收购泰安爱尔光明医院有 限公司 58.7%股权项目	3,013.66	3,013.66
		收购太原市爱尔康明眼科 医院有限公司 90%股权项目	5,830.20	5,830.20
		收购佛山爱尔眼科医院有 限公司 60%股权项目	3,535.80	3,535.80
		收购九江爱尔中山眼科医 院有限公司 68%股权项目	3,106.24	3,106.24
		收购清远爱尔眼科医院有 限公司 80%股权项目	2,644.80	2,644.80
		收购湖州爱尔眼科医院有 限公司 75%股权项目	5,425.50	5,425.50
4	信息化项目	信息化基础设施改造与 IT 云化建设项目	59,951.98	54,836.98
合计			249,647.70	242,662.70

表 2: 收购医院情况

公司名称	出让方	收购股权比例	收购价格	收入(万元)		净利润(万元)	
				2015年	2016年1-7月	2015年	2016年1-7月
滨州沪滨爱尔眼科医院有限公司	湖南中钰爱尔眼科医疗产业投资合伙企业	70%	20884.5	3223.13	6536.55	138.76	1622.95
朝阳眼科医院有限责任公司		55%	3724.6	1973.88	1596.55	341.46	351.91
东莞爱尔眼科医院有限公司	深圳前海东方爱尔医疗产业并购合伙企业	75%	9847.5	1780.59	2128.6	-270.05	345.02
泰安爱尔光明医院有限公司		58.70%	3013.66	1312.44	1277.73	-169.65	-65.2
太原市爱尔康明眼科医院有限公司		90%	5830.2	1789.64	1661.73	-139.77	128.93
佛山爱尔眼科医院有限公司		60%	3535.8	750.46	1670.08	-569.53	-175.44
九江爱尔中山眼科医院有限公司		68%	3106.24	947.55	762.7	-52.27	14.73
清远爱尔眼科医院有限公司		80%	2644.8	602.35	487.47	-219.52	-8.55
湖州爱尔眼科医院有限公司		75%	5425.5	1465.89	1514.93	-123.97	238.99
合计			58012.8	13845.93	17636.34	-940.57	2453.34

**附一：合并损益表**

人民币百万元	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
营业额	1,985	2,402	3,166	4,010	5,152
经营成本	1,074	1,323	1,691	2,127	2,699
主营业务利润	911	1,079	1,475	1,883	2,454
销售费用	229	273	405	521	685
管理费用	347	381	466	613	788
财务费用	-3	-4	-4	-6	-9
营业利润	320	429	601	750	985
补贴收入	5	8	5	20	20
税前利润	305	407	550	732	967
所得税	86	94	114	179	237
少数股东损益	-4	4	9	-11	-22
净利润	224	309	428	564	752

**附二：合并资产负债表**

人民币百万元	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
货币资金	620	720	1,099	1,099	1,718
存货净额	116	141	241	241	309
应收帐款净额	108	140	200	200	258
流动资产合计	1,016	1,260	1,661	1,661	2,418
长期投资净额	0	0	0	0	0
固定资产合计	568	575	650	650	730
无形资产及其他资产合计	14	15	15	15	16
资产总计	2,119	2,550	2,876	2,876	3,774
流动负债合计	378	451	638	638	785
长期负债合计	2	2	59	59	81
负债合计	380	453	697	697	866
少数股东权益	73	73	-44	-44	-87
股东权益合计	1,739	2,097	2,179	2,179	2,909
负债和股东权益总计	2,119	2,550	2,876	2,876	3,774

**附三：合并现金流量表**

(人民币百万元)	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
经营活动所得现金净额	413	454	771	771	969
投资活动所用现金净额	-310	-380	-370	-370	-420
融资活动所得现金净额	-11	27	78	78	70
现金及现金等价物净增加额	92	101	479	479	619

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证券持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出售此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证券。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。