

美国项目落地，意在整合高端资源，提升品牌价值

——美国项目收购点评

事件: 爱尔眼科子公司美国爱尔拟以 1800 万美元收购 Dr. Ming Wang 持有的 AW Healthcare Management, LLC (以下简称管理公司) 75% 股权。在交易交割时, Dr. Ming Wang 将向管理公司注入自己全资持有的眼科中心。

核心观点

- **收购美国知名眼科中心，整合高端眼科医疗技术。** 本次收购的眼科中心是全球知名屈光手术和角膜病治疗专家王明旭教授创建的私人眼科医疗中心，拥有全球前沿的屈光手术技术和全面的角膜成像技术，主要服务全美乃至全球高端客户，是全球眼科手术的技术高地之一。我们认为公司通过本次收购引进其高端手术技术、高端服务模式和管理经验，有利于开发国内的高端眼科手术市场。
- **第二单落地的国际化项目，开启从全球最大到全球最强的眼科医疗集团的成长之路。** 本次美国眼科中心并购是公司继香港爱尔收购亚洲医疗集团后的第二单国际化项目落地。相比亚洲医疗集团业务对激光矫正、白内障和视光等业务广覆盖不同，美国眼科中心主要服务高端患者的眼科手术需求，其客户价值、技术水平和学术地位都要明显高于亚洲医疗集团，更适合作为公司进军高端服务的技术学术支撑。就业务量和市值而言，目前爱尔眼科已是全球最大的眼科医疗集团。但在学术和技术水平上，公司相较知名的眼科医疗中心仍有欠缺。提升高端服务市场的竞争力不但有助于发展公司新的业务增长点，而且还可以通过提升公司品牌价值的方式来引导眼科疾病患者的更多地选择公司的眼科医疗服务项目，从而促进全业务产品条线更好地增长。

财务预测与投资建议

- **美国收购项目落地，意在整合高端资源，提升爱尔眼科的品牌价值，进而提升公司全眼科业务条线的增长潜力。** 我们认为，通过本次收购，公司已经开启从全球最大眼科医疗集团走向全球最强眼科医疗集团的发展之路。我们继续看好公司未来的业务增长前景，维持 16-18 年 EPS 0.57/0.72/0.89 元的预测，维持目标价为 37.05 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 新收购的眼科中心整合进度不达预期；国内高端眼科医疗市场开发结果不达预期。

公司主要财务信息					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	2,402	3,166	3,973	4,916	6,005
同比增长	21.0%	31.8%	25.5%	23.7%	22.2%
营业利润 (百万元)	429	601	769	965	1,191
同比增长	34.0%	39.9%	28.1%	25.5%	23.4%
归属母公司净利润 (百万元)	309	428	571	724	899
同比增长	38.3%	38.4%	33.4%	26.7%	24.3%
每股收益 (元)	0.31	0.43	0.57	0.72	0.89
毛利率	44.9%	46.6%	47.0%	47.2%	47.3%
净利率	12.9%	13.5%	14.4%	14.7%	15.0%
净资产收益率	16.8%	19.4%	20.1%	20.3%	21.5%
市盈率 (倍)	97.6	70.5	52.9	41.7	33.6
市净率 (倍)	14.9	12.6	9.2	7.9	6.7

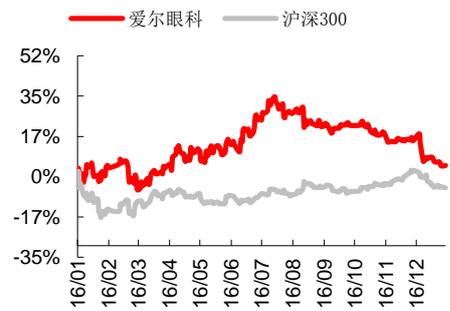
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2017 年 01 月 03 日)	29.98 元
目标价格	37.05 元
52 周最高价/最低价	38.51/27.22 元
总股本/流通 A 股 (万股)	100,718/78,701
A 股市值 (百万元)	30,195
国家/地区	中国
行业	医药行业
报告发布日期	2017 年 01 月 04 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-1.5	-9.3	-14.2	-5.1
相对表现 (%)	-2.2	-4.0	-17.0	5.4
沪深 300 (%)	0.8	-5.3	2.7	-10.4



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 季序我
010-66210109
jixuwo@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860516010001

联系人 梁东旭
021-63325888*7511
liangdongxu@orientsec.com.cn

相关报告

- 定增注入新增长动力，继续看好公司网络扩张 2016-12-08
- 白内障受短期事件影响，长期增长势头不变 2016-10-26
- 业绩符合预期，网点战略布局加速 2016-09-02

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	720	721	1,224	1,815	2,572	营业收入	2,402	3,166	3,973	4,916	6,005
应收账款	140	213	267	330	403	营业成本	1,323	1,691	2,106	2,597	3,164
预付账款	52	72	90	112	136	营业税金及附加	3	3	5	7	8
存货	141	174	217	268	327	营业费用	273	405	509	629	769
其他	206	294	331	376	427	管理费用	381	466	584	723	883
流动资产合计	1,260	1,474	2,130	2,900	3,865	财务费用	(4)	(4)	2	(4)	(11)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	13	14	8	9	10
固定资产	575	646	633	603	537	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	10	83	92	99	100	投资净收益	17	10	10	10	10
无形资产	15	17	16	14	13	其他	0	0	0	0	0
其他	690	1,037	1,386	1,321	1,256	营业利润	429	601	769	965	1,191
非流动资产合计	1,290	1,783	2,127	2,038	1,906	营业外收入	8	5	5	5	5
资产总计	2,550	3,257	4,257	4,938	5,771	营业外支出	30	55	40	40	40
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	407	550	734	930	1,156
应付账款	279	361	449	554	675	所得税	94	114	152	192	239
其他	172	219	224	234	246	净利润	313	437	583	738	917
流动负债合计	451	579	674	789	921	少数股东损益	4	9	11	14	18
长期借款	0	174	174	174	174	归属于母公司净利润	309	428	571	724	899
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.31	0.43	0.57	0.72	0.89
其他	2	4	1	1	1						
非流动负债合计	2	178	175	175	175	主要财务比率					
负债合计	453	757	849	964	1,097		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
少数股东权益	73	104	115	130	148	成长能力					
股本	654	986	1,007	1,007	1,007	营业收入	21.0%	31.8%	25.5%	23.7%	22.2%
资本公积	425	134	439	439	439	营业利润	34.0%	39.9%	28.1%	25.5%	23.4%
留存收益	946	1,275	1,847	2,399	3,081	归属于母公司净利润	38.3%	38.4%	33.4%	26.7%	24.3%
其他	0	0	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,097	2,499	3,408	3,974	4,675	毛利率	44.9%	46.6%	47.0%	47.2%	47.3%
负债和股东权益	2,550	3,257	4,257	4,938	5,771	净利率	12.9%	13.5%	14.4%	14.7%	15.0%
						ROE	16.8%	19.4%	20.1%	20.3%	21.5%
						ROIC	17.0%	19.8%	19.6%	19.7%	20.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	资产负债率	17.8%	23.3%	19.9%	19.5%	19.0%
净利润	313	437	583	738	917	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	148	197	183	200	215	流动比率	2.79	2.54	3.16	3.68	4.20
财务费用	(4)	(4)	2	(4)	(11)	速动比率	2.48	2.24	2.84	3.34	3.84
投资损失	(17)	(10)	(10)	(10)	(10)	营运能力					
营运资金变动	(128)	(99)	(64)	(73)	(84)	应收账款周转率	18.3	17.0	15.7	15.5	15.5
其它	142	2	64	9	10	存货周转率	10.3	10.7	10.7	10.7	10.6
经营活动现金流	454	522	757	860	1,038	总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
资本支出	(145)	(271)	(113)	(111)	(83)	每股指标(元)					
长期投资	(120)	(144)	(456)	0	0	每股收益	0.31	0.43	0.57	0.72	0.89
其他	(115)	(239)	10	9	9	每股经营现金流	0.45	0.52	0.75	0.85	1.03
投资活动现金流	(380)	(654)	(559)	(102)	(75)	每股净资产	2.01	2.38	3.27	3.82	4.50
债权融资	(1)	178	(3)	0	0	估值比率					
股权融资	114	58	309	0	0	市盈率	97.6	70.5	52.9	41.7	33.6
其他	(86)	(170)	(2)	(167)	(206)	市净率	14.9	12.6	9.2	7.9	6.7
筹资活动现金流	27	67	304	(167)	(206)	EV/EBITDA	50.6	36.5	30.4	25.0	20.8
汇率变动影响	0	0	0	0	0	EV/EBIT	68.1	48.6	37.6	30.2	24.6
现金净增加额	101	(66)	503	591	757						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

