



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药:医疗服务

王军

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001
(8621) 2032 8613
jun.wang@bocigroup.com

*寇嘉烨为本报告重要贡献者

爱尔眼科揭开 2012 年扩张序幕

爱尔眼科(300015.SZ/人民币 22.05, 买入)发布公告, 披露公司拟使用超募资金 1,800 万元联合两位自然人共同投资新建韶关爱尔; 使用超募资金 384 万元及自有资金 100 万元受让益阳新欧视眼科医院 100% 股权。

我们认为, 公司受让益阳新欧视体现出公司持续加强中南地区地级市布局的战略意图, 投资新建韶关爱尔有利于加强公司在华南区域的市场覆盖面和行业地位。湖南、湖北两省是公司的优势地域, 截至目前, 公司已在湖南的衡阳、常德、株洲、邵阳、岳阳、郴州、怀化、永州、益阳等九个地级市, 以及湖北的黄石、襄樊、汉口、宜昌等地设立三级连锁医院, 布局深耕两湖区域地级市市场的工作已全面展开。目前公司在湖南省尚有湘潭、张家界、娄底、湘西等四个地级市/自治州尚未进入, 在湖北省尚有荆门、十堰、黄冈、咸宁、鄂州、随州、恩施、荆门、孝感等九个地级市尚未进入。我们预计公司在未来两年将进一步加强两湖区域地级市的覆盖深耕工作。与优势地域中南地区相比, 公司在华南布局相对薄弱。目前只有广州爱尔和南宁爱尔两家连锁医院, 另有深圳爱尔已获批文。新建韶关爱尔将有利于公司在华南区域树立品牌, 在韶关以及公立医院相对薄弱的粤北市场抢占先机, 为深耕布局两广市场打好基础。

截至 2010 年底, 益阳市拥有常住人口 431 万, 人均 GDP 约 2.0 万元, 2011 年城镇居民人均可支配收入约 1.7 万元, 公司预计未来 8 年益阳爱尔平均年收入 1,030 万元, 净利润 69 万元。我们预估当地眼科医疗存量市场近 1 亿元。

截至 2010 年底, 韶关市拥有常住人口 283 万人, 人均 GDP 约 2.9 万元, 2011 年城镇居民人均可支配收入约 1.6 万元, 眼科医疗潜在市场约 1 亿元, 并保持每年 10% 以上的速度增长。公司预计未来 8 年韶关爱尔年平均收入 2,016 万元, 净利润 319 万元。

我们认为, 公司连锁医院模式成熟、清晰、可复制, 此前已拥有 15 家地级市三级连锁医院建设经验。凭借长沙爱尔、广州爱尔这两家二级医院的资源和品牌影响力, 益阳爱尔与韶关爱尔将有望在两个会计年度内实现盈利。我们预计, 本次收购、设立医院将对公司 2012 年的盈利产生轻微负面影响, 但会在 2013 年为公司贡献业绩。我们维持公司买入评级不变。

图表 1. 各地爱尔眼科连锁医院与所在城市基本情况

| 所在区域 | 连锁医院 | 成立时间 | 当地常住人口 (2010) | 城镇居民人均可支配收入 (人民币)(2010) | 2010 年营业收入 (人民币) |
|------|--------------|-------------|------------------|----------------------------|---------------------------|
| 华中 | 长沙爱尔 | 2003 年 1 月 | 700 万 | 约 2.2 万 | 约 9,900 万 |
| | 衡阳爱尔 | 2003 年 9 月 | 710 万 | 约 1.7 万 | 约 3,250 万 |
| | 常德爱尔 | 2004 年 6 月 | 570 万 | 约 1.6 万 | 约 1,950 万 |
| | 株洲爱尔 | 2004 年 9 月 | 380 万 | 约 2 万 | 约 3,220 万 |
| | 邵阳爱尔 | 2008 年 4 月 | 710 万 | 约 1.1 万 | 约 950 万 |
| | 岳阳爱尔 | 2009 年 12 月 | 550 万 | 约 1.7 万 | 约 98 万 |
| | 郴州爱尔光明眼科(收购) | 2010 年 8 月 | 460 万 | 约 1.9 万 | 48 万(2010 年 1-5 月收购前销售收入) |
| | 怀化爱尔 | 2011 年 1 月 | 500 万 | 约 1.3 万 | -- |
| | 永州爱尔 | 在建 | 520 万 | 约 1.5 万 | -- |
| | 益阳爱尔 | 拟 | 431 万 | 约 1.7 万 | -- |
| 武汉 | 武汉爱尔 | 2003 年 7 月 | 430 万(覆盖武昌区域) | 约 2.1 万 | 约 14,850 万 |
| | 黄石爱尔 | 2004 年 6 月 | 240 万 | 约 1.5 万 | 约 1,920 万 |
| | 襄樊爱尔 | 2008 年 8 月 | 400 万 | 约 1.5 万 | 约 900 万 |
| | 汉口爱尔 | 2008 年 10 月 | 550 万(覆盖汉口区域) | 约 2 万 | 约 1,800 万 |
| | 宜昌爱尔 | 在建 | 410 万 | 约 1.4 万 | -- |
| | 合肥爱尔 | 2007 年 7 月 | 570 万 | 约 1.9 万 | 约 2,850 万 |
| | 南昌爱尔 | 2009 年 7 月 | 270 万 | 约 1.8 万 | 约 2,000 万 |
| | 沈阳爱尔(收购) | 2007 年 7 月 | 810 万 | 约 2 万 | 约 13,490 万 |
| | 哈尔滨爱尔 | 2007 年 4 月 | 1,100 万 | 约 1.8 万 | 约 2,900 万 |
| | 长春爱尔 | 2010 年 6 月 | 740 万 | 约 1.8 万 | 约 1,800 万 |
| 华北 | 北京爱尔英智(收购) | 2010 年 12 月 | 2,000 万 | 约 6.9 万 | 约 5,600 万(收购前) |
| | 济南爱尔 | 2007 年 8 月 | 1,200 万 | 约 2.5 万 | 约 1,600 万 |
| | 菏泽爱尔 | 2010 年 1 月 | 830 万 | 约 1.4 万 | -- |
| | 石家庄爱尔(收购) | 2010 年 9 月 | 1,000 万 | 约 1.9 万 | 约 1,850 万 |
| | 天津爱尔麦格(收购) | 2010 年 12 月 | 1,200 万 | 约 5.5 万 | 约 420 万(2009 年) |
| 西北 | 太原爱尔 | 2009 年 9 月 | 800 万 | 约 1.7 万 | 约 1,780 万 |
| | 西安爱尔古城(收购) | 2011 年 3 月 | 1,000 万 | 约 2.2 万 | 约 1,400 万(收购前) |
| 华东 | 上海爱尔 | 2005 年 1 月 | 2,200 万 | 约 7.7 万 | 约 3,390 万(2009 年) |
| | 南京爱尔 | 2010 年 3 月 | 800 万 | 约 2.8 万 | -- |
| 华南 | 广州爱尔 | 2008 年 8 月 | 1,300 万 | 约 3 万 | 约 2,640 万 |
| | 南宁爱尔 | 2011 年 3 月 | 670 万 | 约 1.8 万 | -- |
| | 韶关爱尔 | 拟 | 283 万 | 约 1.6 万 | -- |
| 西南 | 成都爱尔 | 2002 年 12 月 | 1,400 万 | 约 2 万 | 约 6,120 万 |
| | 重庆爱尔 | 2006 年 7 月 | 1,420 万(覆盖重庆北部) | 约 2.4 万 | 约 5,400 万 |
| | 南充爱尔麦格(收购) | 2010 年 5 月 | 630 万 | 约 1.6 万 | 约 360 万(2009 年) |
| | 昆明爱尔 | 2010 年 6 月 | 640 万 | 约 1.9 万 | 约 1,830 万 |
| | 重庆爱尔明目麦格(收购) | 2010 年 6 月 | 1,420 万(覆盖重庆南部) | 约 2.4 万 | 约 1,260 万 |
| | 贵阳爱尔 | 2010 年 12 月 | 400 万 | 约 1.7 万 | -- |
| | 个旧爱尔 | 2011 年 10 月 | 46 万 | 约 1.4 万 | -- |

资料来源：国家统计局，2010 年各城市国民经济和社会发展统计公报，公司资料及中银国际研究

图表 2. 爱尔眼科二、三级连锁医院盈利时间

| 连锁医院 | 医院级别 | 成立时间 | 盈利情况 |
|-------|------|----------|------------------|
| 重庆爱尔 | 二级 | 2006年7月 | 2008年首次实现盈利159万 |
| 哈尔滨爱尔 | 二级 | 2007年4月 | 2009年首次实现盈利49万 |
| 广州爱尔 | 二级 | 2008年8月 | 2009年首次实现盈利313万 |
| 邵阳爱尔 | 三级 | 2008年4月 | 2009年首次实现盈利8万元 |
| 汉口爱尔 | 三级 | 2008年10月 | 2009年首次实现盈利121万元 |

资料来源：公司资料及中银国际研究

图表 3. 公司超募资金的使用情况

| 超募资金用途 | 董事会及股东大会审议通过时间 | 金额 |
|--------------------------------------|----------------|-------------|
| 新建昆明爱尔眼科医院 | 2010年1月25日 | 3,709万元 |
| 收购股权并增资南充麦格眼科门诊部有限责任公司 | 2010年3月5日 | 1,100万元 |
| 收购重庆明目麦格眼科门诊部有限责任公司的全部股权 | 2010年3月5日 | 560万元 |
| 收购股权并增资石家庄麦格明目眼科门诊部有限公司 | 2010年3月5日 | 2,550万 |
| 收购湖南康视医疗投资管理有限公司持有的济南爱尔5.9%的股权 | 2010年3月5日 | 180万元 |
| 收购湖南康视医疗投资管理有限公司持有的南昌爱尔的49%的股权 | 2010年3月5日 | 550万元 |
| 公司下属六家子公司配置治疗近视的飞秒激光设备 | 2010年3月5日 | 2,400万元 |
| 购置长春爱尔眼科医院医疗用房 | 2010年5月10日 | 4,100万元 |
| 收购股权和增资扩建的方式投资于天津麦格眼科医院有限责任公司 | 2010年6月7日 | 3,880万元 |
| 收购股权和增资扩建的方式投资郴州市光明眼科医院有限公司 | 2010年7月28日 | 1,800万元 |
| 与自然人卢渊共同投资新建怀化爱尔眼科医院有限公司 | 2010年10月22日 | 900万元 |
| 受让北京英智眼科医院71.413%的股权 | 2010年11月12日 | 9,194.42万元 |
| 受让北京华信英智眼镜有限公司100%股权 | 2010年11月12日 | 125万元 |
| 受让北京英智眼科医院27.112%的股权 | 2010年12月10日 | 3,490.67万元 |
| 在贵阳眼科原注册资本50万元的基础上，联合增资至持有贵阳眼科70%的股权 | 2010年12月10日 | 2,345万元 |
| 以收购股权并增资的方式投资西安古城 | 2011年2月14日 | 6,722.34万元 |
| 增资扩建重庆麦格 | 2011年2月14日 | 1,860万元 |
| 新建永州爱尔眼科医院 | 在建 | 1,400万元 |
| 新建宜昌爱尔眼科医院 | 在建 | 1,600万元 |
| 新建韶关爱尔 | 拟 | 1800万元 |
| 受让益阳新欧视眼科医院 | 拟 | 384.30万元 |
| 共计 | | 50,650.73万元 |
| 超募资金 | | 54,161.25万元 |
| 剩余超募资金 | | 3,510.52万元 |

资料来源：公司资料及中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv)他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司 (BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisers Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371