

医疗服务

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6-12 个月目标价: 60.00 元

当前股价: 38.67 元

评级调整: 维持

基本资料

| | |
|-----------|---------|
| 上证综合指数 | 2985.44 |
| 总股本(百万) | 267 |
| 流通股本(百万) | 75 |
| 流通市值(亿) | 29 |
| EPS (TTM) | 0.41 |
| 每股净资产(元) | 4.62 |
| 资产负债率 | 12.6% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|--------|-------|-------|-------|
| 爱尔眼科 | 12.12 | -5.41 | 24.74 |
| 上证综合指数 | 5.07 | 15.92 | 12.42 |



相关报告

《爱尔眼科-小荷才露尖尖角, 上调投资评级至强烈推荐》2010-11-2

《爱尔眼科-连锁扩张速度加快, 未来 3-5 年是黄金发展期》2010-3-15

《爱尔眼科-眼科连锁第一品牌, 高壁垒高成长性》2010-3-10

爱尔眼科 300015

强烈推荐

收购北京英智眼科医院, 优势互补有利公司长远发展

11月12日晚, 爱尔眼科公告, 以9194.4万元收购北京英智眼科医院71.41%股权, 以125万收购北京华信英智眼镜有限公司100%股权。

投资要点:

■ 收购优质眼科医院北京英智有利于公司长远发展。

➤ **英智眼科盈利能力突出, 有望增厚公司业绩。**北京英智09年全年及10年上半年收入分别为: 5064万、2669万, 净利润分别为1125万、694万, 是北京市医保定点三级眼科医院, 技术管理团队优秀, 是北京地区接受国际患者最多的医院之一。我们预计, 并表后对公司2011年EPS增厚将达到0.05元以上, 之后将持续快速增长。

➤ **英智和爱尔技术优势可互补。**北京英智眼后段诊疗实力强大; 而爱尔的眼前段、准分子及白内障的实力较强。收购英智眼科与爱尔现有业务可形成优势互补, 弥补爱尔在眼后段手术上的不足, 而英智也可在眼底病业务不断夯实的基础上发展准分子、白内障业务, 增厚公司业绩。

➤ **通过英智进军北京市场有利于公司占据眼科行业制高点, 并完善全国医院网络布局。**北京是国内眼科诊疗水平最高、市场容量最大的城市之一, 发展潜力巨大。爱尔通过英智可以顺利进入北京, 大大增强在一线城市的竞争力, 摘掉“只能在二线城市发展”的帽子。**11月初, 北京市卫生局宣布着重发展档次高、规模大、市场竞争力强的特色专科医疗机构, 对公司在北京的布局也构成利好。**

■ **收购北京华信眼镜公司可丰富英智医院配镜业务。**收购专业从事验光配镜服务的华信公司可填补英智眼科验光配镜业务的空白, 形成互补。

■ **我们前期多份报告指出, 由国家政策来看, 民营资本投资医疗服务的春天已经到来。公司作为优质民营资本的代表, 我们看好其长期发展。**根据目前股权结构来算, 在不考虑收购费用摊销和股权激励费用的前提下, 我们预测10-12年EPS为0.47、0.73、1.06元, 维持强烈推荐的投资评级。

■ **风险提示:业绩体现速度具有不确定性。**

主要财务指标

| 单位: 百万元 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 606 | 812 | 1133 | 1544 |
| 同比(%) | 38% | 34% | 40% | 36% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 92 | 126 | 195 | 282 |
| 同比(%) | 51% | 36% | 54% | 45% |
| 毛利率(%) | 57.1% | 57.8% | 59.4% | 60.2% |
| ROE(%) | 7.7% | 9.8% | 13.1% | 16.0% |
| 每股收益(元) | 0.35 | 0.47 | 0.73 | 1.06 |
| P/E | 111.63 | 81.97 | 53.06 | 36.61 |
| P/B | 8.54 | 8.02 | 6.97 | 5.85 |
| EV/EBITDA | 51 | 51 | 34 | 24 |

资料来源: 中投证券研究所

一、业务优势互补利好公司长远发展

北京英智眼后段诊疗实力强大；而爱尔的眼前段、准分子及白内障的实力较强。收购英智眼科与爱尔现有业务可形成优势互补，弥补爱尔在眼后段手术上的不足，而英智也可在眼底病业务不断夯实的基础上发展准分子、白内障业务，增厚公司业绩。

眼前段手术包括青光眼、角膜病、眼整形、斜视和其他眼前段手术；眼后段手术包括眼底病、玻璃体切除和单纯视网膜脱离手术等。由下表可以看出，英智眼科集团在玻切手术（眼后段）上具有其独特优势，是该院开展例数最多的项目，白内障和准分子手术量小；而爱尔眼科集团中，准分子和白内障手术是利润贡献的主要来源，包括玻切在内的眼后段手术开展得并不多。

表 1：爱尔眼科集团与英智眼科医院 2009 年手术业务拆分（单位：例）

| 英智眼科医院 | 爱尔眼科集团 |
|-------------|--------|
| 准分子手术 | 577 |
| 白内障手术 | 1416 |
| 玻切手术(属眼后段) | 1692 |
| 眼整形手术(属眼前段) | 398 |
| | |
| 准分子手术 | 36500 |
| 白内障手术 | 10927 |
| 眼前段手术 | 3699 |
| 眼后段手术 | 2132 |

资料来源：公司公告 中投证券研究所整理

我们认为，此次收购，有利于爱尔增强其眼后段手术水平，也有利于英智眼科在现有业务上重点发展准分子、白内障等诊疗项目，是为优势互补，可增厚业绩。我们预测收购后 2011 年-2014 年英智眼科净利润为 2081、2456、2824 万元，若并表可贡献 EPS 分别 0.056、0.066、0.076 元。

表 2：英智眼科医院盈利预测（除 EPS 外，其他单位均为万元）

| 项目 | 2009 | 2010H1 | 2010E | 2011E | 2012E | 2013E |
|--------------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 主营业务收入 | 5064 | 2,669 | 5,339 | 7,741 | 9,135 | 10,505 |
| 主营业务利润 | 2448 | 1,356 | 2,712 | 4,068 | 4,882 | 5,614 |
| 营业利润 | 1572 | 901 | 1,802 | 2,703 | 3,244 | 3,730 |
| 利润总额 | 1540 | 925 | 1,850 | 2,775 | 3,108 | 3,574 |
| 净利润 | 1125 | 694 | 1,387 | 2,081 | 2,456 | 2,824 |
| 爱尔权益(71.41%) | 803 | 496 | 990 | 1,486 | 1,754 | 2,017 |
| 并表后可贡献 EPS | 0.030 | 0.019 | 0.037 | 0.056 | 0.066 | 0.076 |

注：10 年上半年数据来自公司公告，2010-2013 年数据为中投证券预测。

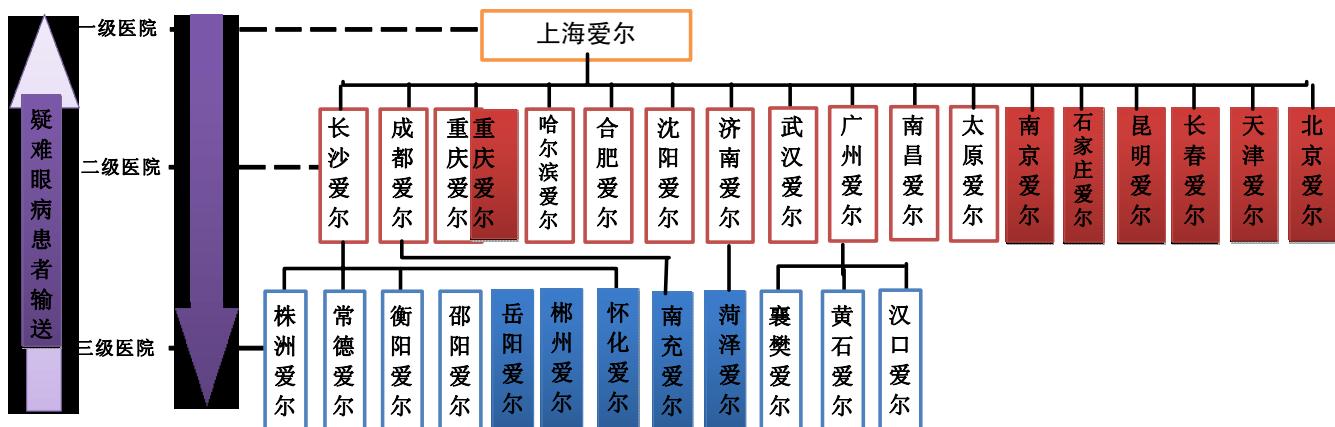
二、进军北京市场有利于公司占据眼科行业制高点，并完善全国医院网络布局。

北京是国内眼科诊疗水平最高、市场容量最大的城市之一，发展潜力巨大。爱尔通过英智可以顺利进入北京，大大增强在一线城市的竞争力，摘掉“只能在二线城市发展”的帽子。11月初，北京市卫生局宣布着重发展档次高、规模大、市场竞争力强的特色专科医疗机构，对公司在北京的布局也构成利好。

据我们统计，爱尔目前已全国布局31家医院，其中二级医院18家，三级医院12家，远超IPO时计划。费用较大导致短期利润增长低于收入增速。根据我们测算，一般新建收购医院可在一年半至三年内达到盈亏平衡甚至贡献利润。随着新布点医院的成熟，未来利润增长将会超越收入增长。根据目前股权结构来算，在不考虑收购费用摊销和股权激励费用的前提下，我们预测10-12年EPS为0.47、0.73、1.06元，维持强烈推荐的投资评级。

图1：爱尔目前已有的医院列表

图1：爱尔眼科全国医院网络布局



资料来源：公司公告 中投证券研究所整理

注：1.空心为IPO时的医院（共19家），实心为IPO之后新建或收购的医院（共12家），一共31家。

一级医院1家，二级医院18家（增加7家），三级医院12家（增加5家）。

2.重庆原有一家爱尔眼科（2006年成立），2010年3月8日公司公告收购重庆麦格眼科，形成南北呼应，故图中重庆有两家。

3.IPO时计划将分别用于迁址扩建2家连锁眼科医院、新建8家连锁眼科医院，以及公司信息化管理系统项目共11个项目。截止到目前，公司已完成2家迁址扩建；计划新建的8家连锁医院中已完成5家，南宁、盘锦和杭州正在筹办中。

附：财务预测表
资产负债表

| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | | | | |
| 现金 | 1041 | 1077 | 1230 | 1517 |
| 应收账款 | 922 | 948 | 1054 | 1280 |
| 其它应收款 | 18 | 24 | 34 | 46 |
| 预付账款 | 17 | 22 | 31 | 42 |
| 存货 | 34 | 45 | 61 | 81 |
| 其他 | 28 | 38 | 51 | 68 |
| 非流动资产 | | | | |
| 长期投资 | 22 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 295 | 222 | 370 | 430 |
| 无形资产 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 其他 | 148 | 136 | 143 | 131 |
| 资产总计 | 1412 | 1510 | 1745 | 2080 |
| 流动负债 | | | | |
| 短期借款 | 114 | 133 | 173 | 226 |
| 应付账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 83 | 110 | 147 | 196 |
| 非流动负债 | | | | |
| 长期借款 | 31 | 23 | 26 | 30 |
| 其他 | 64 | 64 | 64 | 64 |
| 负债合计 | 178 | 197 | 237 | 290 |
| 少数股东权益 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 股本 | 134 | 267 | 267 | 267 |
| 资本公积 | 877 | 744 | 744 | 744 |
| 留存收益 | 198 | 277 | 471 | 753 |
| 归属母公司股东权益 | 1208 | 1288 | 1482 | 1764 |
| 负债和股东权益 | 1412 | 1510 | 1745 | 2080 |

现金流量表

| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | | | | |
| 净利润 | 169 | 132 | 211 | 301 |
| 折旧摊销 | 90 | 126 | 195 | 282 |
| 财务费用 | 59 | 13 | 18 | 22 |
| 投资损失 | 4 | 5 | 5 | 5 |
| 营运资金变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它 | 15 | -14 | -8 | -10 |
| 投资活动现金流 | | | | |
| 资本支出 | -157 | -54 | -100 | -70 |
| 长期投资 | 148 | 80 | 100 | 70 |
| 其他 | -10 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | | | | |
| 短期借款 | 20 | 26 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 34 | 134 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 846 | -134 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 3 | -52 | -5 | -5 |
| 现金净增加额 | 894 | 26 | 106 | 226 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 606 | 812 | 1133 | 1544 |
| 营业成本 | 260 | 343 | 460 | 614 |
| 营业税金及附加 | 8 | 8 | 12 | 16 |
| 营业费用 | 72 | 97 | 136 | 185 |
| 管理费用 | 136 | 191 | 261 | 347 |
| 财务费用 | 4 | 5 | 5 | 5 |
| 资产减值损失 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 123 | 167 | 259 | 375 |
| 营业外收入 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 营业外支出 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 124 | 168 | 259 | 376 |
| 所得税 | 34 | 42 | 65 | 94 |
| 净利润 | 90 | 126 | 195 | 282 |
| 少数股东损益 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 92 | 126 | 195 | 282 |
| EBITDA | 186 | 185 | 281 | 402 |
| EPS (元) | 0.69 | 0.47 | 0.73 | 1.06 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|--------|--------|-------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 38.1% | 33.9% | 39.6% | 36.2% |
| 营业利润 | 70.2% | 35.3% | 54.8% | 45.1% |
| 归属于母公司净利润 | 50.7% | 36.2% | 54.5% | 44.9% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 57.1% | 57.8% | 59.4% | 60.2% |
| 净利率 | 15.3% | 15.5% | 17.2% | 18.3% |
| ROE | 7.7% | 9.8% | 13.1% | 16.0% |
| ROIC | 20.3% | 24.4% | 32.0% | 42.3% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 12.6% | 13.0% | 13.6% | 13.9% |
| 净负债比率 | 35.94 | 32.52% | 26.98 | 22.06% |
| 流动比率 | 9.13 | 8.11 | 7.10 | 6.71 |
| 速动比率 | 8.87 | 7.83 | 6.81 | 6.41 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.67 | 0.56 | 0.70 | 0.81 |
| 应收账款周转率 | 42 | 36 | 37 | 37 |
| 应付账款周转率 | 3.85 | 3.55 | 3.58 | 3.57 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.35 | 0.47 | 0.73 | 1.06 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.63 | 0.49 | 0.79 | 1.13 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.53 | 4.82 | 5.55 | 6.61 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 111.63 | 81.97 | 53.06 | 36.61 |
| P/B | 8.54 | 8.02 | 6.97 | 5.85 |
| EV/EBITDA | 51 | 51 | 34 | 24 |

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

周锐，中投证券研究所医药行业首席分析师，理学博士，3年医药行业从业经验，8年证券行业从业经验，2006年、2007年和2009年《新财富》最佳分析师评选中入围；“2008年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名，2008年新财富最佳分析师医药行业第3名；

余方升，医药行业研究助理，理学学士，经济学硕士，2009年加入中投证券研究所，负责中药行业研究；

余文心，医药行业研究助理，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010年加入中投证券研究所，负责化学药及医药政策研究；

江琦，医药行业研究助理，上海交大生物工程学士，经济学硕士，2010年加入中投证券研究所，负责生物制药行业研究；

王威，医药行业研究助理，工学硕士，5年医疗器械行业从业经验，2010年加入中投证券研究所，负责医疗器械行业研究。

訾猛，医药品牌销售经理，复旦大学硕士，2008年加入中投证券研究所。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们在对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434