

强烈推荐-A (维持)

爱尔眼科 300015.SZ

目标估值: NA
当前股价: 38.67 元
2010 年 11 月 15 日

并购英智快速切入北京市场，全国布局的协同效应将显现

基础数据

上证综指	2985
总股本(万股)	26700
已上市流通股(万股)	7480
总市值(亿元)	103
流通市值(亿元)	29
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	8.7
资产负债率	15.8%
主要股东	湖南爱尔投资
主要股东持股比例	44.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	24	66
相对表现	9	8	72



相关报告

- 1、爱尔眼科深度报告(300015)——十年十倍的成长股 2010/3/15
- 2、爱尔眼科(300015)——1季报符合预期，扣除南京爱尔因素后增速更快 2010/4/15
- 3、爱尔眼科(300015)——股权激励解决最重要发展瓶颈，路遥尚可知马力 2010/11/1

李珊珊

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090210040001

研究助理:

徐列海

0755-83271609
xuliehai@cmschina.com.cn

廖星昊

0755-83271617
liaoxxh@cmschina.com.cn

爱尔眼科公告：9194.4 万元收购北京英智眼科医院 71.4%的股权，以 125 万元收购北京华信英智眼镜全部股权。本次收购英智眼科，不仅意味着公司进军北京，更重要的是公司在一线城市迅速切入和布局，与之前爱尔在上海的医院呼应，将使爱尔的全国布局更加完善，一二线城市联动，形成协同效应，使我们更坚定地看好爱尔的长期发展，维持“强烈推荐-A”的投资评级不变。

- **公司公告通过并购英智眼科，进军北京市场：**公司近日发布公告，以 9194.4 万元收购北京英智眼科医院有限公司 71.4%的股权，以 125 万元收购北京华信英智眼镜有限公司全部股权。北京市场潜力巨大，但是竞争也非常激烈，国有医院占据眼科市场的主流，要是象上海市场那样自建医院，爱尔切入北京的时间可能需要很长，因此，爱尔选择并购英智这种在北京有一定影响力的民营医院，从而快速切入北京市场，我们觉得，这是非常正确的决策。
- **此次收购战略意义重大，布局完善后协同效应将显现：**截至 2010 年 9 月底，爱尔眼科已在全国 17 个省份（直辖市）布局眼科医院 29 家。本次收购英智眼科，不仅意味着公司进军北京，更重要的是公司在一线城市迅速切入和布局，与之前爱尔在上海的医院呼应，将使爱尔的全国布局更加完善，一二线城市联动，形成协同效应。
- **收购已经成为公司未来扩张的重要手段：**公司通过本次 IPO 获得了充裕资金（上市前公司留存收益仅 14448 万元），总募集资金 93800 万，超募资金 54161.25 万，从过去仅依靠自有资金新建医院的模式，转变为“新建+收购”并举的方式，扩张步伐明显加快（请参见本报告图 2）。
- **维持我们对爱尔的判断——十年十倍的成长股：**由于爱尔的并购是在我们的预期之中的，因此盈利预测并不调整，仍然维持公司 2010-2012 年 EPS 0.48 元、0.63 元、0.87 元的盈利预测。这次并购使爱尔提前完成全年扩张目标，彰显公司对未来的信心与决心，结合公司之前公布的股权激励，公司未来可持续发展更有保障，我们更加坚定看好爱尔长远的未来，作为我们核心跟踪的公司，爱尔在时间的长河里将越来越耀眼，我们维持“强烈推荐-A”的投资评级不变。主要风险在于医院收入低于预期和公司管理费用上升。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	439	606	813	1067	1388
同比增长	39%	38%	34%	31%	30%
营业利润(万元)	73	123	171	223	311
同比增长	47%	70%	38%	31%	39%
净利润(百万元)	61	93	128	167	233
同比增长	57%	51%	38%	31%	39%
每股收益(元)	0.23	0.35	0.48	0.63	0.87
PE	168.3	111.6	80.9	61.8	44.4
PB	43.6	8.5	8.3	7.5	6.6

资料来源：招商证券研究（EPS为摊薄后数据）

一、公告并购北京英智眼科及北京华信英智眼镜，通过收购有一定影响力的医院，爱尔快速切入北京市场

近日，爱尔眼科发布收购公告：以 9194.4 万元收购北京英智眼科医院有限公司 71.4% 的股权，以 125 万元收购北京华信英智眼镜有限公司全部股权。

并购的 2 家公司情况：

1、北京英智眼科医院有限公司：是一家开展全眼科手术的大型专业眼科医院，注册资本 1000 万元。英智眼科是北京市医疗保险定点三级眼科专科医院，国际紧急救援组织（SOS）的定点合作眼科医院，48 家外国驻华大使馆指定眼科医院，全球 31 家国际保险公司签约眼科医院，也是北京地区接受国际患者最多的医院之一，其医院规模、手术量及技术实力均居于北京眼科界前列，特别是在玻璃体切割及视网膜脱离复位等各种复杂眼底病诊疗方面具有全国影响力。

表 1：北京英智眼科医院的主要经营情况

项目	2009 年	2010 年 1~6 月
门诊量（人次）	55,217	28,476
手术量（例）	5,026	2,449
其中：准分子激光手术	577	299
白内障手术	1,416	707
玻切手术	1,692	749
眼整形手术	398	145
其他手术量	943	549

资料来源：公司公告，招商证券研究

表 2：北京英智眼科医院财务数据

项目	2009 年	2010 年 1~6 月
主营业务收入	5064	2669
主营业务利润	2448	1356
营业利润	1572	901
利润总额	1540	925
净利润	1125	694

资料来源：公司公告，招商证券研究

英智眼科的医疗技术管理团队技术精湛、经验丰富，同时手术量大，盈利能力较强，是优良的资产标的；再加上眼科市场能量的持续释放以及其身处北京的地理优势，英智眼科未来发展潜力较大。因此，公司决定溢价收购，确认英智眼科的整体价值为 12,875 万元。

2、北京华信英智眼镜有限公司：是一家专业提供验光配镜服务的公司。随着国内电脑的普及以及青少年学习负担重导致近视人群的逐年增加，验光配镜需求也日益增大，北京华信未来仍有较大的发展潜力。由于英智眼科尽管提供各类眼病的诊疗服务，但没有开展配镜服务项目。北京华信是一家专门从事验光配镜服务的公司，其经营地点与北京英智眼科医院同在朝阳区潘家园大厦，公司通过收购北京华信可以填补英智眼科验光配镜业务的空白，形成项目互补，并共同为患者提供更为全面的眼科医疗服务。

表 3：两个项目未来 1-6 年的平均经营指标

	英智眼科	华信英智眼镜
营业收入（万）	8500	284.75
利润总额（万）	6000	88.27
净利润（万）	2500	66.20
投资回收期（静态）	5.15 年	2.46 年
投资利润率	19.41%	53%

资料来源：公司公告，招商证券研究

并购分析——北京市场潜力巨大，通过收购英智这种有一定影响力的医院，爱尔快速切入北京市场：

北京市常住人口接近 2000 万，2009 年 GDP 达 12153 亿元，人均 GDP 突破 1 万美元。其中老年人口 263.3 万，占总人口的 15%。根据北京市的人口数量与年龄分布、眼科疾病系谱的分布、医保报销水平以及人均收入水平等参数测算，北京市目前眼科医疗市场规模约 20 亿元，并以每年 10% 以上的速度增长。

北京是中国的经济、政治和文化中心，辐射人口达 3000 万。公司在收购完成后，将充分利用现有资源，增加投入，完善医院管理，使北京英智眼科和北京华信英智眼镜共同步入高速发展的轨道。此外，公司切入北京眼科市场，可与天津市、河北省的业务相互呼应，加强规模经济效应。

北京市场潜力巨大，但是竞争也非常激烈，国有医院占据眼科市场的主流，要是象上海市场那样自建医院，爱尔切入北京的时间可能需要很长，因此，爱尔选择并购英智这种在北京有一定影响力的民营医院，从而快速切入北京市场，我们觉得，这是非常正确的决策。

二、超募资金加速公司全国扩张，协同效应将显现

公司于去年 10 月在创业板首次公开发行，募集资金总额 93800 万元，扣除各项发行费用 5602.35 万元，公司募集资金的净额为 88197.65 万元。其中投资项目所需资金 34036.40 万元，超募资金 54161.25 万元。

自今年年初以来，公司已利用超募资金 31084.5 万元新建昆明爱尔、收购相关眼科医院股权以及购买设备和营业场所。截至 2010 年 9 月底，爱尔眼科已在全国 17 个省份（直辖市）布局眼科医院 29 家。此次收购北京华信英智眼镜公司和英智眼科医院完成后，公司业务将扩展至首都北京。

本次收购英智眼科，不仅意味着公司进军北京，更重要的是公司在一线城市迅速切入和布局，与之前爱尔在上海的医院呼应，将使爱尔的全国布局更加完善，一二线城市联动，形成协同效应

表 4：公司超募资金使用计划

公告日期	项目	总投资额 (万元)	备注
2010.1.26	新建昆明爱尔	3709.1	项目总投资为 3709.1 万元，包括固定资产投资、流动资金投资和装修费用。
2010.3.9	收购南充麦格	1100	收购南充麦格 100%股权价款为 400 万元，收购后再增资扩建投资 700 万元。
2010.3.9	收购重庆麦格	560	收购重庆麦格 100%股权。
2010.3.9	收购石家庄麦格	2550	收购石家庄麦格 100%股权价款为 250 万元，收购后再增资扩建投资 2300 万元
2010.3.9	收购济南爱尔	180	以人民币 180 万元收购由湖南康视持有的济南爱尔 5.9%的股权。
2010.3.9	收购南昌爱尔	550	以人民币 550 万元收购由湖南康视持有的南昌爱尔 49%的股权。
2010.3.9	购买飞秒激光设备	2400	在哈尔滨爱尔、太原爱尔、合肥爱尔、重庆爱尔、南昌爱尔和南京爱尔等 6 家下属医院购置飞秒激光设备。
2010.5.12	购置长春爱尔医疗用房	4100	在长春市南关区购置建筑面积约 12773 平方米的房产，将其作为长春爱尔眼科医院的医疗用房，共计 4100 万元。
2010.6.8	收购天津麦格	3880	收购天津麦格 100%股权价款为 50 万元，收购后再增资扩建投资 3830 万元。
2010.7.29	收购郴州光明眼科	1800	收购郴州光明眼科90%股权价款为270万元，收购后增资扩建投资1530万元。
2010.10.25	新建怀化爱尔	900	拟投资的怀化爱尔注册资本为1200万元，其中公司出资900万，卢渊先生出资300万元。
2010.11.13	收购北京华信英智眼镜公司	125	收购英智眼镜100%股权价款125万元。
2010.11.13	收购北京英智眼科医院	9194.4	以人民币9194.4万元的价格受让北京英智眼科医院有限公司71.413%股权，并将根据具体情况择机收购北京英智余下的28.587%股权。
合 计		31048.5	剩余超募资金 23112.75 万元

资料来源：公司公告，招商证券研究

公司计划在未来三年内再新建或收购 15~20 家左右的二级医院，完成对省会城市的覆盖，在全国范围内完成二级医院的网络建设。同时，公司在未来三年内还将进行三级网络经营模式的探索，目前选定在湖北和湖南两个省份进行试点。待两湖地区的三级网络经营模式成熟后，公司将把该模式推广至全国范围。

此次 IPO 将有效支持公司未来 3~5 年内的高速扩张。

三、历次收购价格合理，扩张步伐有条不紊

通过本次交易，爱尔眼科在北京地区的网点布局得以实现，从而有利于拓展爱尔眼科的市场覆盖区域，有效提高爱尔眼科的市场占有率及销售收入，增强爱尔眼科的可持续发展能力和核心竞争力。

表 5：各收购项目的主要经营情况（单位：万元）

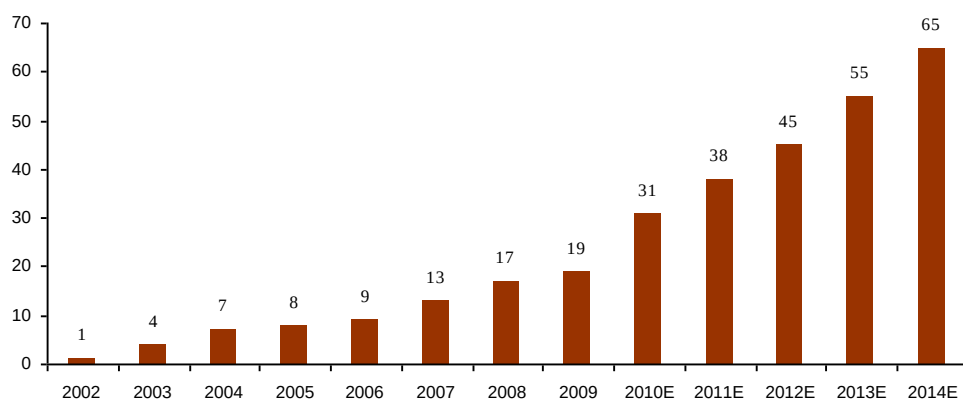
	南充麦格	重庆麦格	石家庄麦格	天津麦格	郴州光明*	北京华信英智眼镜	北京英智眼科
营业收入	358.6	1010.3	348.4	420.7	47.8	169.7	5063.6
净利润	68.4	79.9	-111.2	1.0	2.5	40.5	1124.6
总资产	312.8	297.3	286.7	236.5	60.7	182.3	3452.5
净资产	312.8	114.8	-125.1	-348.9	60.3	124.7	1729
ROE	21.9%	69.6%	88.9%	-0.3%	4.1%	32.5%	65%
收购价款	400	560	250	50	270	125	9194.4
收购 PE	5.85	7.01	-2.25	50	120*	3.09	11.45
收购 PB	1.28	4.88	-2.00	-0.14	4.98*	1.00	7.45

资料来源：公司公告，招商证券研究

注*：除郴州光明眼科医院为 2010 年 1-5 月的经营数据外，其它医院的所有会计科目均为最近一期完整年度的数据。

四、坚定看好公司发展

- **连锁模式易于复制，收购利于快速扩张。**公司经过几年的高速发展和创业板的成功上市，已具备全国范围内的品牌影响力，并在医院的经营管理方面（包括业务开拓、品牌建设、队伍建设、市场营销等）已经形成了快速复制的模式。从过去以往的收购经验来看，公司已经拥有了成熟的管理方案和运营方案。相信收购北京华信英智眼镜公司和英智眼科医院完成后，公司将对原有医院实施规范管理，将它们纳入公司的连锁化经营模式中来。此次收购也将完善公司全国，特别是华北地区的连锁布局。

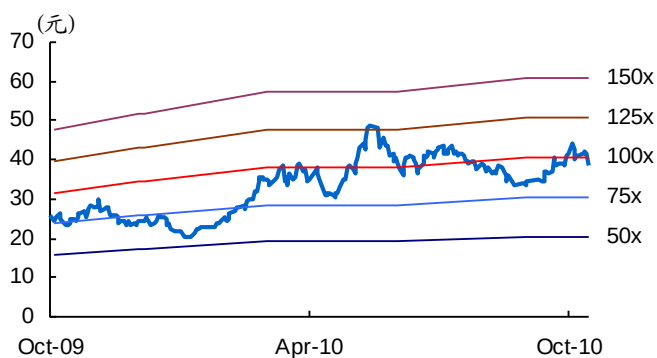
图 2：公司的连锁模式易于快速扩张


资料来源：公司招股说明书，公司公告，招商证券研究

- **北京眼科市场潜力巨大。**北京市常住人口接近 2000 万，人均 GDP 突破 1 万美元。其中老年人口 263.3 万，占总人口的 15%。据测算，北京市目前眼科医疗市场规模约 20 亿元，并以每年 10% 以上的速度增长。北京是中国的经济、政治和文化中心，辐射人口达 3000 万。公司切入北京眼科市场，可与天津市、河北省的业务相互呼应，加强规模经济效应。
- **维持我们对爱尔的判断——十年十倍的成长股，我们坚定看好公司的长期发展，维持“强烈推荐-A”评级不变。**由于爱尔的并购是在我们的预期之中的，因此盈利

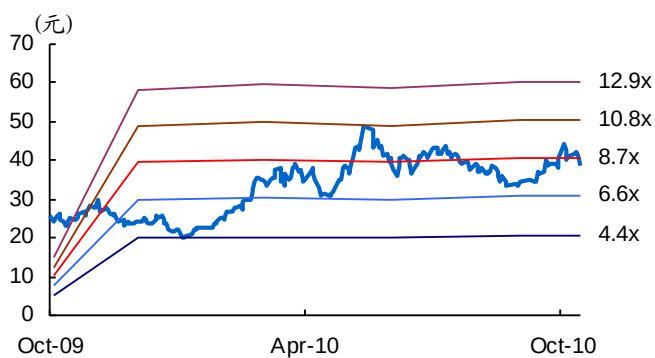
预测并不调整，仍然维持公司 2010-2012 年 EPS 0.48 元、0.63 元、0.87 元的盈利预测。这次并购使爱尔提前完成全年扩张目标，彰显公司对未来的信心与决心，结合公司之前公布的股权激励，公司未来可持续发展更有保障，我们更加坚定看好爱尔长远的未来，作为我们核心跟踪的公司，爱尔在时间的长河里将越来越耀眼，我们维持“强烈推荐-A”的投资评级不变。

图 3：爱尔眼科历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 4：爱尔眼科历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	101	1041	886	793	829
现金	28	922	727	587	567
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	10	18	24	32	42
其它应收款	13	17	22	29	38
存货	25	28	38	48	60
其他	25	56	75	97	122
非流动资产	295	371	599	880	1103
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	203	222	470	767	1003
无形资产	2	1	1	1	1
其他	91	148	128	112	99
资产总计	397	1412	1486	1673	1932
流动负债	71	114	139	171	206
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	52	83	110	141	175
预收账款	3	5	3	4	5
其他	15	25	26	26	26
长期负债	64	64	64	64	64
长期借款	64	64	64	64	64
其他	0	0	0	0	0
负债合计	135	178	203	235	270
股本	100	134	267	267	267
资本公积金	32	877	744	744	744
留存收益	105	198	232	357	530
少数股东权益	25	25	26	27	27
母公司所有者权益	237	1208	1257	1412	1634
负债及权益合计	397	1412	1486	1673	1932

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	121	169	131	169	228
净利润			128	167	233
折旧摊销			22	19	17
财务费用			(4)	(3)	(2)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(15)	(15)	(20)
其它			1	1	0
投资活动现金流	(129)	(157)	(250)	(300)	(240)
资本支出			(250)	(300)	(240)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(4)	882	(89)	(40)	(57)
借款变动			0	0	0
普通股增加			134	0	0
资本公积增加			(134)	0	0
股利分配			(93)	(43)	(59)
其他			4	3	2
现金净增加额	(11)	894	(208)	(171)	(69)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	439	606	813	1067	1388
营业成本	196	260	345	441	548
营业税金及附加	16	8	12	16	21
营业费用	46	72	100	145	196
管理费用	102	136	189	244	314
财务费用	6	4	(4)	(3)	(2)
资产减值损失	1	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	73	123	171	224	311
营业外收入	1	2	0	0	0
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	73	124	171	224	311
所得税	13	34	43	56	78
净利润	60	90	128	168	234
少数股东损益	(2)	(3)	1	1	0
母公司所有者净利润	61	93	128	167	233
EPS (元)	0.23	0.35	0.48	0.63	0.87

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	39%	38%	34%	31%	30%
营业利润	47%	70%	38%	31%	39%
净利润	57%	51%	38%	31%	39%
获利能力					
毛利率	55.4%	57.1%	57.6%	58.7%	60.5%
净利率	14.0%	15.3%	15.7%	15.7%	16.8%
ROE	25.9%	7.7%	10.3%	12.2%	15.0%
ROIC	19.6%	7.1%	9.4%	11.3%	14.1%
偿债能力					
资产负债率	33.9%	12.6%	13.8%	14.4%	14.6%
净负债比率	16.1%	4.5%	4.3%	3.9%	3.5%
流动比率	1.4	9.1	6.3	4.4	3.6
速动比率	1.1	8.9	6.0	4.1	3.3
营运能力					
资产周转率	1.1	0.4	0.6	0.7	0.7
存货周转率	8.7	9.7	10.5	10.3	10.2
应收帐款周转率	59.8	43.4	38.2	37.9	37.8
应付帐款周转率	4.1	3.9	3.6	3.5	3.5
每股资料(元)					
每股收益	0.23	0.35	0.48	0.63	0.87
每股经营现金	0.45	0.63	0.49	0.63	0.86
每股净资产	0.89	4.53	4.65	5.14	5.82
每股股利	0.00	0.00	0.35	0.14	0.19
估值比率					
PE	168.3	111.6	80.9	61.8	44.4
PB	43.6	8.5	8.3	7.5	6.6
EV/EBITDA	29.5	26.8	18.3	14.4	10.6

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，本报告清晰、准确地反映了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。

李珊珊，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5 年证券从业经验，2010 年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009 年加入招商证券，任医药行业分析师。

廖星昊，上海财经大学金融数学与金融工程硕士，武汉大学生命科学与技术基地班学士，1 年股权投资经验，2010 年加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。