

买入 维持

爱尔眼科 (300015)

2011 年 02 月 15 日

收购西安古城，增资重庆麦格，布局全国

消费小组首席分析师：丁频
SAC 执业证书编号：S0850203100085
dingpin@htsec.com
021-23219405
联系人：刘宇
liuy4986@htsec.com
021-23219608
联系人：刘杰
liuj5068@htsec.com
021-23219269

事件：（1）拟收购西安古城眼科医院股权并增资，爱尔眼科本次投资总额为 6722.34 万元，其中拟以人民币 5719 万元的价格受让孟永安、刘延生等 9 名自然人持有的西安古城 66.5% 的股权，股权收购完成后，爱尔眼科以人民币 1003.34 万元单方面对西安古城进行溢价增资，增资完成后，爱尔眼科持有西安古城 70% 的股权。

（2）爱尔眼科拟以增资扩建的方式向重庆麦格投资 1860 万元，并将更名为“重庆爱尔麦格眼科门诊部有限责任公司”。

爱尔布局西北地区。西安古城眼科是西安为数不多的能够开展全眼科手术的大型专业眼科医院，规模、手术量和技术实力均居西安同行前列，患者主要来自全省各地，为陕西省医保定点医院、西安市城镇职工医保定点医院、西安市城镇居民医保定点医院、西安市莲湖区医保定点医院、西安市新城区医保定点医院等区和企事业单位医保定点医院，医保定点为医院奠定了良好的患者和消费基础。

院长由孟永安主任医师担任，孟永安系世界白内障人工晶体基金会技术顾问、“白内障手术大师”，曾长期担任陕西省人民医院、陕西省第二人民医院眼科副主任、主任，陕西省眼科学会委员、西安市眼科学会常委，从事眼科临床、科研工作近 40 年，对各种疑难眼病的诊断治疗具有丰富的临床经验，尤其擅长各种白内障超声乳化及人工晶体植入术。

我们认为，社会知名度和强大的师资队伍使医院脱颖而出，而与爱尔眼科的结合将锦上添花，主要因为爱尔眼科带来的先进设备、“三级连锁”机制和先进的管理体制，深入西北地区，为爱尔眼科全国扩张的道路上插上一面旗帜。

根据西安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，西安市目前眼科医疗市场规模约 10 亿元，并以每年 10% 以上的速度增长。预计未来 6 年平均每年新增的营业收入达 5500 万元，利润总额为 1850 万元，净利润为 1380 万元。

重庆麦格医疗经营空间打开。爱尔眼科于 2010 年 3 月收购重庆麦格眼科 100% 股权，重庆麦格较早引进了白内障超声乳化技术，在当地眼科界具有一定的行业地位，形成了良好的社会形象和患者网络。同时，医院取得了医保定点资格，并具有一支成熟、规范的医疗技术团队。但因医疗经营空间所限，重庆麦格虽然具有发展潜力但近年来没有伴随眼科市场的增长而同步发展。

本次上市公司对重庆麦格增资扩建的举措将打开其医疗经营空间，建筑面积约 5400 平方米，根据重庆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，重庆市目前眼科医疗市场规模约 6 亿元，并以每年 10% 以上的速度增长。预计未来 6 年平均每年新增的营业收入达 3268.87 万元，新增利润总额为 715.18 万元，新增净利润为 529.73 万元。

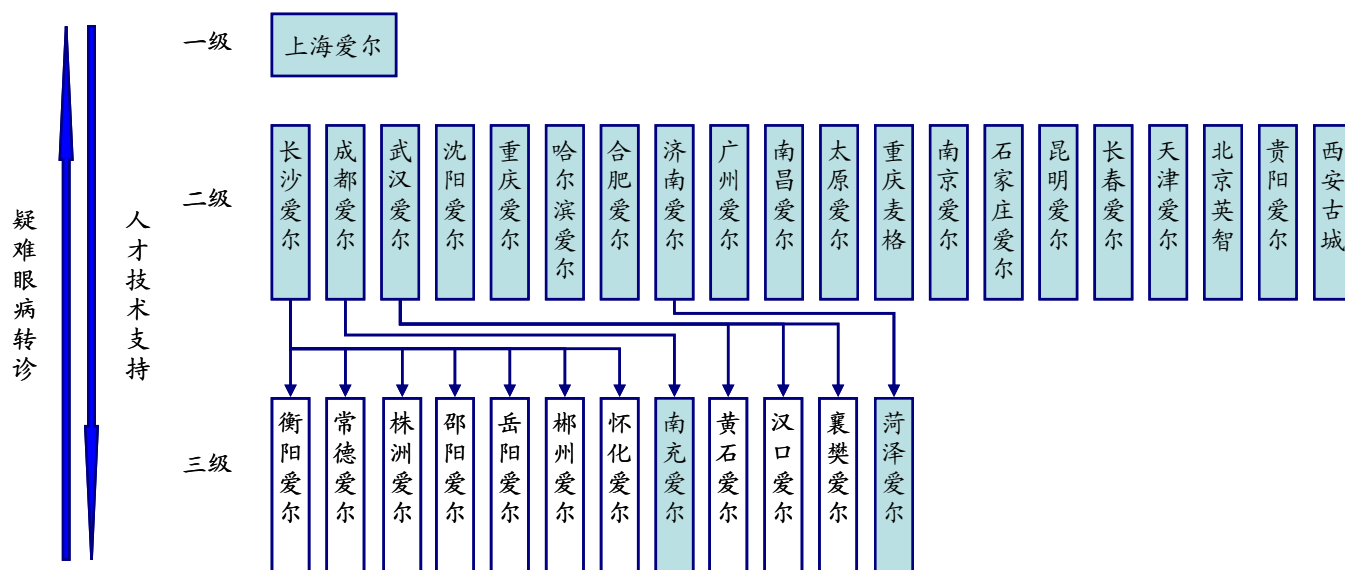
表 1 拟扩建重庆麦格眼科医院主要指标

序号	项目	规模
1	建筑面积	5400 平方米
2	医院配备人员（含现有人员）	90-120 人
3	涉及最大门诊量	500 人/天

资料来源：公司公告，海通证券研究所

即将完成全国 20 个省直辖市 33 家医院布局。如果该项目顺利实施，将新增陕西省的布点，完成对全国 20 个省直辖市的布局，共 33 家医院，其中 20 个省会一级城市医院。

图 1 公司全国布局图



资料来源：公司公告，海通证券研究所

政策将推动民营医院发展。我们在 2010 年一篇题为《探索中国特色的连锁医院经营模式》的医疗服务行业深度报告中指出，新医改有望激发社会对医疗服务的需求，政策的准入和支持将给民营医院带来发展良机，一直为市场所担心的民营医院医保定点资格，在爱尔眼科身上并没有能够体现，因为公司大部分医院都取得了医保定点，公司在快速复制扩张的同时，坚持提供以准分子激光手术、白内障、眼前段手术、眼后段手术、检查治疗为核心的医疗服务，并带有药品销售和配镜服务，我们认为，新建和收购医院仍将是公司未来发展战略。

盈利预测及投资评级。预计 2010-2012 年每股收益为 0.49 元、0.67 元和 1.02 元，目前价格 38 元，对应 2011 年 PE 为 56.7 倍，参照医药行业市盈率及医疗服务行业的特殊性，并考虑到医院盈利释放需要一定时间，且未来还有收购并购的可能，我们认为可以给予一定溢价，目标价 50-60 元，维持“买入”评级。

不确定因素。医院新建初期利润贡献的不确定性。

信息披露

分析师声明

丁频：消费小组首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：康美药业、海正药业、爱尔眼科、乐普医疗、康芝药业、上海医药、人福医药、东阿阿胶、天士力等。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准;	类别	评级	说明
	股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
		增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
		中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
		减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
行业投资评级	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。	
	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;	
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;	
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。	

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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客户。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。