

医疗服务 II

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhouhui@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: 38.38元

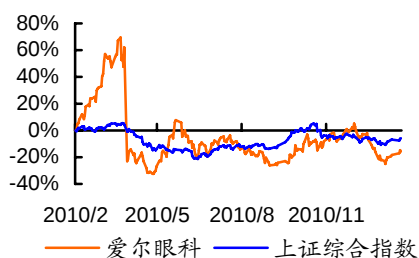
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2899.13
总股本(百万)	267
流通股本(百万)	75
流通市值(亿)	29
EPS (TTM)	
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	0.50	-0.75	-7.27
上证综合指数	3.86	-2.89	11.22



相关报告

《爱尔眼科-增资控股贵阳眼科医院, 全国布点如期进行》2010-12-13

《爱尔眼科-收购北京英智眼科医院, 优势互补有利公司长远发展》2010-11-15

《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

300015

强烈推荐

收购增资西安古城医院, 高成长值得期待

2月14日晚, 爱尔眼科公告, 收购并增资西安古城眼科医院, 完成后占70%股权; 另以1860万增资扩建重庆麦格眼科。

投资要点:

■ 收购增资西安古城眼科医院使得全国性布点计划再下一程。

➢ 公司1-2年的目标是完成在全国省会级城市的布局、同时建好湖南和湖北地级市医院, 3年后开始在其他省份的地级城市布局。

➢ 此次收购为进军陕西的开始, 也可进一步完善西北地区的医院网络。项目完成后, 公司将拥有33家眼科连锁医院, 布点包括20个省会及直辖市(重庆2家)、12个地级市。

■ 西安古城眼科医院未来增速将十分可观。

➢ 医院是三级眼科专科医院, 也是西北地区规模最大的医院之一, 且具有多种医保定点。

➢ 医资力量强大, 技术实力位于前列, 拥有23名正、副主任医师, 数量已达到长沙爱尔水平, 高于普通眼科医院, 将来人才梯队不成问题。

➢ 医院过去以白内障、青光眼治疗为主, 毛利率较低, 未来爱尔将投资大力发展准分子、配镜等高毛利业务。拥有房屋产权不需另行租赁, 费用较低, 业绩增长指日可待。公司预计未来6年年平均利润达1380万, 合EPS0.05元, 我们预计对11年影响较小, 12年开始业绩将加速。

■ 2011年是投资专科连锁医院的最佳时期。眼科领域行业空间巨大、供需矛盾突出, 而公司作为优质专科连锁的代表, 已经到达可快速复制的阶段, 我们看好其长期发展。爱尔的利润超过收入临界点将在2012年出现。请参考我们发布的医疗服务业3篇深度报告。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、0.69、1.20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	1097	1740
同比(%)	38%	34%	35%	59%
归属母公司净利润(百万元)	92	126	183	320
同比(%)	51%	36%	46%	75%
毛利率(%)	57.1%	57.8%	58.8%	60.4%
ROE(%)	7.7%	9.8%	12.5%	17.9%
每股收益(元)	0.35	0.47	0.69	1.20
P/E	110.80	81.36	55.90	31.98
P/B	8.48	7.96	6.97	5.72
EV/EBITDA	51	51	35	21

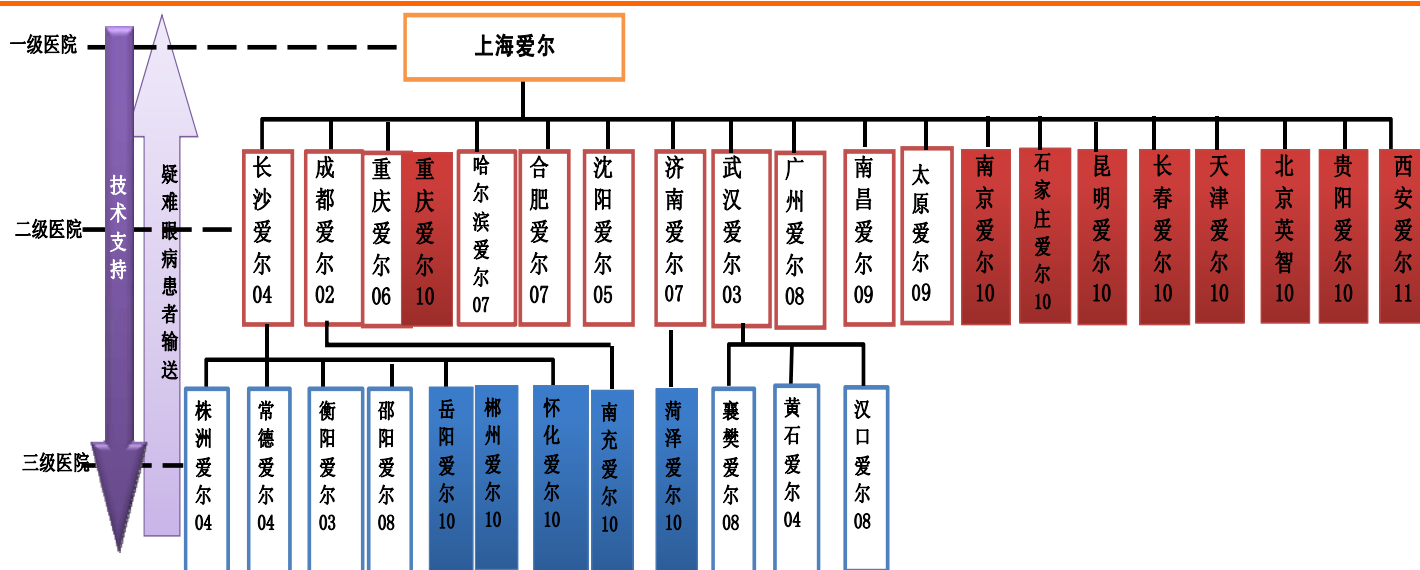
资料来源: 中投证券研究所

附表 1: 爱尔上市以来募集资金使用情况 (单位除了比例均为万元)

方式	公告时间	标的	股权比例	收购价格	其他	共使用募集资金
新建	20100126	昆明爱尔	100.0%		新建 3709.1 万	3709.1
收购	20100308	济南爱尔 5.9%股权	100.0%	180.0		180.0
收购并增资扩建	20100308	南充麦格	100.0%	400.0	增资扩建 700 万	1100.0
收购	20100308	重庆麦格	100.0%	560.0		560.0
收购	20100308	南昌爱尔 49%股权	100.0%	550.0		550.0
收购并增资扩建	20100308	石家庄麦格	100.0%	250.0	增资扩建 2300 万	2550.0
购买仪器	20100308	为六家子公司配置飞秒激光		2400.0		2400.0
购置房产	20100512	长春爱尔房产		4100.0		4100.0
收购并增资扩建	20100608	天津麦格	100.0%	50.0	增资扩建 3830	3880.0
收购并增资扩建	20100728	郴州光明	90.0%	270.0	增资扩建 1530	1800.0
新建	20101024	怀化医院	75.0%		新建 900	900.0
收购	20101112	北京英智	71.4%	9194.4		9194.4
收购	20101112	北京华信眼镜	100.0%	125.0		125.0
收购	20101210	北京英智 27.1%股权	98.5%	3490.7		3490.7
增资控股扩建	20101210	贵阳眼科医院	70%	2345.0		2345.0
收购增资	20110214	西安古城医院	70.0%	6672.3		6672.3
增资扩建	20110214	重庆麦格	100.0%		增资扩建 1860 万	1860.0
募集资金总额						93800.0
发行费用						5602.4
投资项目						34035.4
超募资金						54161.3
所剩超募资金						8744.7

资料来源: 公司公告, 中投证券研究所整理

附图 1: 爱尔眼科全国医院网络布局 (填充部分为 IPO 后新增医院)



资料来源: 公司公告, 中投证券研究所整理

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1041	1077	1216	1570	营业收入	606	812	1097	1740
现金	922	948	1043	1303	营业成本	260	343	452	689
应收账款	18	24	33	52	营业税金及附加	8	8	11	18
其它应收款	17	22	30	48	营业费用	72	97	132	209
预付账款	34	45	60	91	管理费用	136	191	252	391
存货	28	38	50	76	财务费用	4	5	5	5
其他	22	0	0	0	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	371	432	515	563	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	222	295	370	430	营业利润	123	167	244	426
无形资产	1	1	1	1	营业外收入	2	2	2	2
其他	148	136	143	131	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1412	1510	1731	2133	利润总额	124	168	244	427
流动负债	114	133	170	252	所得税	34	42	61	107
短期借款	0	0	0	0	净利润	90	126	183	320
应付账款	83	110	145	220	少数股东损益	-3	0	0	0
其他	31	23	26	31	归属母公司净利润	92	126	183	320
非流动负债	64	64	64	64	EBITDA	186	185	266	453
长期借款	64	64	64	64	EPS (元)	0.69	0.47	0.69	1.20
其他	0	0	0	0					
负债合计	178	197	234	316					
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	460	781					
归属母公司股东权益	1208	1288	1471	1791					
负债和股东权益	1412	1510	1731	2133					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	169	132	201	335	成长能力				
净利润	90	126	183	320	营业收入	38.1%	33.9%	35.1%	58.6%
折旧摊销	59	13	18	22	营业利润	70.2%	35.3%	45.8%	75.1%
财务费用	4	5	5	5	归属于母公司净利润	50.7%	36.2%	45.5%	74.8%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	15	-14	-7	-16	毛利率	57.1%	57.8%	58.8%	60.4%
其它	2	1	2	3	净利率	15.3%	15.5%	16.7%	18.4%
投资活动现金流	-157	-54	-100	-70	ROE	7.7%	9.8%	12.5%	17.9%
资本支出	148	80	100	70	ROIC	20.3%	24.4%	30.2%	47.8%
长期投资	-10	0	0	0	偿债能力				
其他	-20	26	0	0	资产负债率	12.6%	13.0%	13.5%	14.8%
筹资活动现金流	882	-52	-5	-5	净负债比率	35.94	32.52%	27.32	20.26%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	9.13	8.11	7.14	6.23
长期借款	0	0	0	0	速动比率	8.87	7.83	6.85	5.93
普通股增加	34	134	0	0	营运能力				
资本公积增加	846	-134	0	0	总资产周转率	0.67	0.56	0.68	0.90
其他	3	-52	-5	-5	应收账款周转率	42	36	36	39
现金净增加额	894	26	96	260	应付账款周转率	3.85	3.55	3.55	3.78
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.35	0.47	0.69	1.20
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.63	0.49	0.75	1.25
					每股净资产(最新摊薄)	4.53	4.82	5.51	6.71
					估值比率				
					P/E	110.80	81.36	55.90	31.98
					P/B	8.48	7.96	6.97	5.72
					EV/EBITDA	51	51	35	21

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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 $\pm 10\%$ 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

中投医药团队荣誉: 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 2 名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名; 2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。

中投医药团队成员:

周锐, 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, 整体负责中投医药团队研究工作;

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、医疗服务及政策研究;

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, 负责生物制药行业及医药流通研究;

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, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究;

誉猛, 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, 旨在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