

证券研究报告

医疗服务Ⅲ



分析师 王晞
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn
SAC:S0190510110011

推荐 (维持)

联系人: 项军
021-38565838
xiangjun@xyzq.com.cn

爱尔眼科 (300015)

新建宜昌和永州爱尔, 加速布局地级市

2011年8月27日

投资要点

事件:

爱尔眼科发布公告, 使用公开发行业股票的超募资金中的 1,400 万元新建永州爱尔和 1,600 万元新建宜昌爱尔。

点评:

- **加速中南地区地级市的布局。**公司此次在湖南永州和湖北宜昌新建连锁眼科医院, 进一步加强了在中南地区地级市的布局, 目前公司旗下共拥有 36 家医院。湖南和湖北两省是爱尔的优势区域, 截止目前, 公司在湖南的株洲、常德、衡阳、邵阳、岳阳、郴州、怀化、永州等八个地级市, 以及湖北的黄石、襄樊、宜昌、汉口(武汉的一个区, 属于三级医院)等设立了连锁眼科医院, 在中南两省地级市的布局已全面展开, 剩下湖南省的 5 个地级市(湘潭、张家界、益阳、娄底和湘西州), 湖北省的 9 个地级市(荆州、十堰、黄冈、咸宁、鄂州、随州、恩施、荆门、孝感)尚未进入。公司短期和中期的战略是在全国所有省会以及湖南湖北的所有地级市设立连锁医院, 目前进展顺利, 战略布局完成了一大半; 长期战略是在全国大部分地级市(300 多个)均设立爱尔的眼科医院。
- **宜昌和永州地区均潜力可观。**宜昌地区是湖北省第二大经济体, 仅次于武汉, 总人口 405 万人, 目前眼科治疗的市场容量为 1 亿元左右; 永州地区的人口基数也很大, 达到 518 万人, 目前眼科治疗的市场容量也在 1 亿元左右。这两个地区人口众多, 经济基础较好, 公司预计未来 8 年, 宜昌爱尔平均销售收入可达到 1,869 万元, 平均净利润为 285 万元; 永州爱尔平均销售收入为 1,737 万元, 平均净利润为 245 万元。公司此前在多个地级市有成功扩张的经验, 如衡阳爱尔, 2003 年成立, 2010 年实现营业收入 3,249 万元, 贡献净利润 1,068 万元。一般而言, 凭借长沙爱尔和武汉爱尔这两个二级医院的品牌辐射力, 下属地级市的三级医院在运营的第二年就能实现盈利。
- **可复制的模式铸就眼科连锁第一品牌。**爱尔眼科自 2009 年底在创业板上市以来, 利用超募资金的优势, 通过新建、收购和增资扩股等方式, 快速在全国范围进行扩张, 仅 2010 年就新增 12 家医院, 2011 年目前已新增 5 家医院, 预计全年共增加 8-10 家。公司的连锁模式清晰且可复制, 目前正处于成长的初期, 离行业的天花板还很遥远, 有能力在可预期的将来继续保持快速增长的势头。
- **盈利预测。**我们预估公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.67、1.00 和 1.43 元, 虽然估值不低, 但公司是优质且稀缺的医疗服务行业投资标的, 未来成长性确定且具备可持续性, 维持“推荐”的投资评级, 建议逢

低买入。

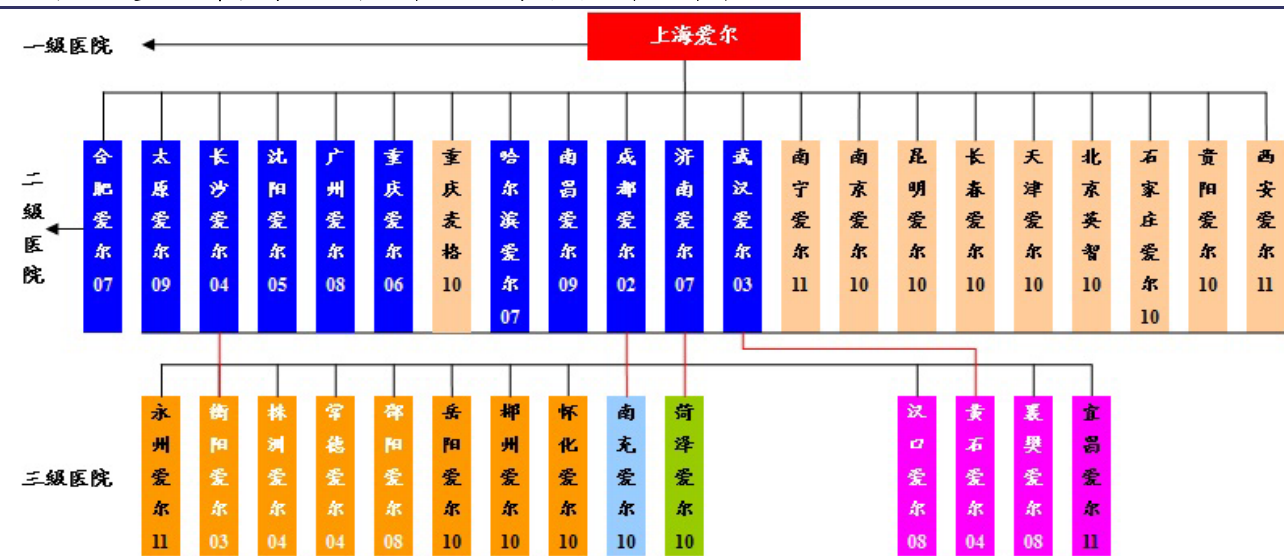
- **风险因素：**潜在的医疗事故风险；商业地产价格上涨过快，可能提升公司的物业租赁费用；创业板的估值重心下移可能对公司的估值带来一定压力。

附表 1 公司上市以来超募资金使用情况

公告时间	投资项目	投资金额（万元）	项目具体情况	目前控股比例
募集资金用于新建、收购或增资医院等项目				
2010.1.26	新建昆明爱尔	3709	固定资产投资、流动资金投资和装修费用等	100%
2010.3.8	收购南充麦格	1100	收购南充麦格 100%股权耗资 400 万元，再增资扩建投资 700 万元	100%
2010.3.8	收购重庆麦格	560	收购重庆麦格 100%的股权	100%
2010.3.8	收购南昌爱尔	550	收购南昌爱尔 49%的股权	100%
2010.3.8	收购济南爱尔	180	收购济南爱尔 5.9%的股权	100%
2010.3.8	收购石家庄麦格	2550	以 250 万元收购石家庄麦格 100%股权，再增资扩建投资 2300 万元	100%
2010.6.8	收购天津麦格	3880	以 50 万元收购天津麦格 100%股权，再增资扩建投资 3830 万元	100%
2010.7.29	收购郴州光明眼科	1800	以 270 万元收购天津麦格 100%股权，再增资扩建投资 1530 万元	100%
2010.10.24	新建怀化爱尔	900	投资 900 万元，控股 75%的股权	75%
2010.11.12	收购北京英智眼科	9194	以 9194 万元的价格受让北京英智 71.41%股权	98.5%
2010.11.12	收购北京华信眼镜	125	以 125 万元收购北京华信眼镜公司 100%股权	100%
2010.12.10	增资北京英智眼科	3490	受让北京英智眼科 27.1%的股权	98.5%
2010.12.10	增资贵阳眼科	2345	增资贵阳眼科，持有其 70%的股权	70%
2011.2.14	收购西安古城眼科	6722	收购西安古城眼科 70%的股权	70%
2011.2.14	增资扩建重庆麦格	1860	向重庆麦格增资扩建 1860 万元	100%
2011.8.25	新建宜昌爱尔	1600	固定资产投资、流动资金投资和装修费用等	100%
2011.8.25	新建永州爱尔	1400	固定资产投资、流动资金投资和装修费用等	100%
募集资金用于其它项目				
2010.3.8	购买仪器	2400	为六家下属医院购买飞秒激光设备	
2010.5.12	购置房产	4100	为长春爱尔购置 12773 平米的医疗用房	
合计使用募集资金		48466	剩余超募资金 5695 万元	

数据来源：公司公告，兴业证券研究所

附图 1、爱尔眼科下属医院图更新（黑色字体为上市后新增医院）



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

附表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	980	1000	1253	1773
货币资金	774	700	845	1223
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	34	53	74	100
其他应收款	47	73	102	138
存货	47	71	98	138
非流动资产	633	831	921	906
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	392	554	641	636
在建工程	10	30	40	25
油气资产	0	0	0	0
无形资产	2	2	2	3
资产总计	1613	1832	2175	2679
流动负债	240	315	388	506
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	136	212	300	411
其他	104	103	87	95
非流动负债	64	64	64	64
长期借款	64	64	64	64
其他	0	0	0	0
负债合计	304	379	452	570
股本	267	267	267	267
资本公积	739	739	739	739
未分配利润	247	369	608	951
少数股东权益	32	36	40	45
股东权益合计	1309	1452	1723	2109
负债及权益合计	1613	1832	2175	2679

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	120	180	266	381
折旧和摊销	84	97	131	158
资产减值准备	-1	1	1	2
无形资产摊销	28	29	28	28
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-6	-4	-4	-7
投资损失	-1	0	0	0
少数股东损益	4	4	5	5
营运资金的变动	-19	24	39	26
经营活动产生现金流量	218	240	370	511
投资活动产生现金流量	-267	-278	-229	-139
融资活动产生现金流量	-46	-37	4	7
现金净变动	-94	-75	145	379
现金的期初余额	922	774	700	845
现金的期末余额	828	700	845	1223

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	865	1348	1879	2547
营业成本	377	587	831	1138
营业税金及附加	1	1	1	2
销售费用	104	173	229	293
管理费用	216	334	455	599
财务费用	-6	-4	-4	-7
资产减值损失	3	3	2	2
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	171	254	365	520
营业外收入	12	5	2	2
营业外支出	4	7	1	1
利润总额	179	252	366	521
所得税	55	68	95	136
净利润	124	184	271	386
少数股东损益	4	4	5	5
归属母公司净利润	120	180	266	381
EPS（元）	0.45	0.67	1.00	1.43

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	42.6%	55.9%	39.3%	35.6%
营业利润增长率	38.5%	48.5%	43.6%	42.7%
净利润增长率	30.1%	49.5%	47.9%	43.1%
盈利能力(%)				
毛利率	56.4%	56.5%	55.8%	55.3%
净利率	13.9%	13.3%	14.2%	15.0%
ROE	9.4%	12.7%	15.8%	18.5%
偿债能力(%)				
资产负债率	18.9%	20.7%	20.8%	21.3%
流动比率	4.08	3.17	3.23	3.50
速动比率	3.88	2.95	2.98	3.23
营运能力(次)				
资产周转率	0.57	0.78	0.94	1.05
应收帐款周转率	31.44	29.37	28.07	27.75
每股资料(元)				
每股收益	0.45	0.67	1.00	1.43
每股经营现金	0.90	0.90	1.38	1.91
每股净资产	4.78	5.31	6.30	7.73
估值比率(倍)				
PE	86.44	57.81	39.09	27.31
PB	8.14	7.34	6.18	5.04

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。