

医疗服务 II

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

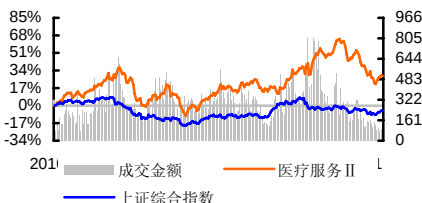
评级调整: 维持

行业基本资料

上市公司家数	4
总市值(亿元)	178
占A股比例(%)	0.02%
平均市盈率(倍)	211.40

行业表现

(%)	1M	3M	6M
医疗服务 II	-13.75	-4.57	17.07
上证综合指数	-0.32	-8.35	6.12



相关报告

《医疗服务业深度报告之二-政策春风袭来, 行业最佳投资时点来临》2010-12-6

《医疗服务业深度报告之一——医改深水區破冰, 公立医院改革渐行渐清晰》

医疗服务行业系列研究之三

看好

高成长支撑高估值——医疗服务反馈总结

2010年12月3日, 国务院代五部委发布《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》(简称58号文)。12月6日我们发布了医疗服务业第二篇深度报告——《政策春风袭来, 行业最佳投资时点来临》。我们将三地路演中投资者的问题一并汇总作答。

- **政策对于医疗服务行业到底有多大影响?** 我们认为, 58号文将助优质企业蓬勃发展: 公立医院改革成为2011年政府工作重中之重, 改革超预期地加速, 58号文开放程度前所未有, **资金、人才、品牌**预先储备夯实上市公司竞争力。
- **估值太贵?!** 我们认为, 三大理由可解释行业高估值。第一, 短期的高估值未来会被行业的高增长化解; 第二, 优质、具有独特盈利模式的公司的高速成长长期估值会更高; 第三, 估值压力会随着利润释放逐步降低。
- **在12月以来医药股持续调整的弱势下, 医疗服务企业当前的估值风险已经释放完全, 正是逢低买入优质公司之良机。**

➢ **我们建立爱尔的单店模型, 得出结论:** 2010年是近年来爱尔的业绩低点。2011-2013年, 依靠扩张店的逐步盈利, 爱尔的利润增速将会超越收入增速, 63%的复合增长率完全可以支撑2012年50倍以上估值。2014年之后, 扩张对于爱尔的影响将下降, 消费升级和爱尔自身业务升级成为业绩增长的主要动力。

➢ 我们给予爱尔眼科2010-2012年的EPS分别为: 0.47、0.69和1.19元, 对应的估值水平分别为: 78.94、53.77和31.18倍, 6-12个月的目标价60元; **空间大、成长确定, 建议追求确定成长的投资者开始布局。**

➢ 通策医疗定位于医疗服务投资企业, 政策春风助力下有望超预期发展。我们给予2010-2012年EPS分别为0.32、0.44、0.61元, 对应估值水平分别为58.38、42.45和30.62倍, 6-12个月目标价30元。其杭口业务提供安全边际, 收购带来的业绩弹性和想象空间大, **我们建议追求弹性的投资者继续持有。**

风险提示: 公司收购医院进展无法准确预测。

股票代码	股票名称	09EPS	10EPS	11EPS	12EPS	09PE	10PE	11PE	12PE	投资评级
300015	爱尔眼科	0.35	0.47	0.69	1.19	106.00	78.94	53.77	31.18	强烈推荐
600763	通策医疗	0.14	0.32	0.44	0.61	134.72	58.72	42.78	30.87	推荐
600993	马应龙	1.09	0.91	1.35	1.76	35.31	42.11	28.38	21.85	推荐
000788	西南合成	0.25	0.65	0.36	0.46	57.72	22.24	40.05	31.61	推荐
002004	华邦制药	0.97	0.94	1.28	1.70	41.98	43.23	31.72	23.93	推荐
000999	华润三九	0.72	0.91	1.15	1.45	30.41	24.21	19.23	15.16	推荐
600518	康美药业	0.23	0.36	0.60	0.75	68.31	43.64	25.99	20.89	强烈推荐
600594	益佰制药	0.35	0.55	0.75	1.03	53.55	33.45	24.80	18.02	强烈推荐
000919	金陵药业	0.44	0.52	0.59	0.59	22.70	19.14	16.77	20.78	推荐
600096	复星医药	1.31	0.65	0.81	0.96	10.88	21.81	17.56	14.94	推荐

2010 年 12 月 3 日，国务院代五部委发布《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》（简称 58 号文）。12 月 6 日我们发布了医疗服务业第二篇深度报告——《政策春风袭来，行业最佳投资时点来临》，并通过三地路演向市场推荐。经过反复交流和讨论，我们对于行业的趋势性判断得到了市场认可。同时，我们也搜集了投资者的大量疑问，在此一并汇总作答。

一个多月来，医药板块受市场风格转换影响持续下跌，我们认为，医疗服务企业的估值压力随板块下跌已释放完全，优质公司如爱尔眼科、通策医疗已迎来绝佳的配置良机。

1、投资者的疑问主要有哪些？

经过近期与众多机构投资者的沟通和交流，大家对行业的分歧主要是以下两点：

- **政策对于医疗服务行业到底有多大影响？** 新医改陆续颁布了不少文件，鼓励民营资本也在以前有所提及，推行难度很大也比较慢，为什么这一次会有实质性的影响？从事医疗服务的企业很多，而上市公司中只有几家涉猎，为什么一定是上市企业可以获得大发展？
- **估值太贵？！！** 医疗服务企业究竟该如何估值？医疗服务企业目前标的太少，PE 很高。例如爱尔，企业快速扩张期利润增长 30%，如何能支撑 50 倍以上的估值？

2、58 号文将助优质企业蓬勃发展的原因：

- **公立医院改革和基本药物制度建设成为 2011 年政府工作的重中之重：**

自 2010 年 10 月 27 日李克强副总理主持的国务院医改领导小组全体会议到卫生部 1 月 26 日发布的《2011 年卫生工作重点》，我们可以从一系列政府官方文件、讲话中发现，公立医院改革、基本药物制度超越了新农合、公共卫生成为 2011 年政府工作的重中之重。2011 年也是三年医改的收官之年，各地必须要完成指标，这意味着公立医院改革的进程在 2011 年将超预期地加速。

- **58 号文件的开放程度前所未有：**

据我们调研了解，58 号文下发之后，各地迎来了前所未有的引进民营资本的大潮。中国的重大改革往往是从下而上渐进式的，总有第一个吃螃蟹的人。医疗服务领域也将遵循中央发布纲领性文件-各地实践-试点成功经验大面积推广的路径。58 号文为中国民营资本进入医疗服务市场注入了强心剂，此刻我们正站在变革之起点。

- **资金、人才、品牌预先储备夯实上市公司竞争力：** 医疗服务业是资本与技术密集型行业，品牌培育过程长，投资回报周期长，这要求企业在资金、人才、品牌等多方面都做好储备。我们推荐的这几家上市公司则在此三方面均具有优势，政策放开之后，必然成为大浪淘沙中最具有竞争力的企业。
- ✓ **资金方面：** 医疗服务业是资本与技术密集型行业，品牌培育过程长，投资回报周期长，故需要雄厚的资本支持。我们推荐的四家公司在各自细分领域已是龙头或优质企业，依托上市公司的平台，品牌和资本都在过去有较深积累。目前资本市场可给予其40倍以上PE，而在一级市场收购、PE融资约在10-15倍PE，资金优势十分突出。
- ✓ **品牌方面：** 借助上市公司平台，企业品牌公信力、影响力超越同类民营医院。一般而言，医疗领域对于价格的敏感度要低于其他行业，民众更看重服务质量、效果而非价格。
 爱尔毫无疑问地是眼科民营龙头，IPO 上市也极大地提升了民众的信任度；
 通策凭借杭州口腔医院的品牌优势在江浙地区形成了良好的口碑，其收购的昆明口腔医院也是当地强势品牌；
 马应龙的医院布局刚刚开始，但其借助治痔药品领域 400 年的老字号品牌优势，使得肛肠医院可以快速被患者接受；
 华邦制药参股的利美康医院是贵州省的绝对龙头，也是全国为数不多的优质民营连锁；
 和睦家自 1997 年进入北京高端医疗市场以来，已成功地将其客户群从在华外籍人士拓展到本土高端人群，品牌影响力巨大，上海和睦家的成功标志着其已进入可复制的快速扩张阶段。

表 1：各细分领域代表企业品牌

企业	细分行业	进入医疗服务领域时间	2009 年医疗服务收入	代表品牌
爱尔眼科	眼科	1997	6.06 亿	 爱尔眼科 AIER OPHTHALMOLOGY
通策医疗	口腔	2006	1.89 亿	杭州口腔医院
马应龙	肛肠	2008	247 万	马应龙
华邦制药	整形美容	2010	-	 贵阳利美康医院
和睦家	高端医疗（以妇科、产科、儿科为强项）	1997	约 5.8 亿	和睦家

资料来源：中投证券研究所分析整理

✓ 人才方面：梯队完善，培养体系逐步建立，后续扩容无需担心。

爱尔医生约有 400 人，占到全国 2.5 万眼科医生的 5-6% 左右，未来还有很大空间。新闻联播报道北京三博脑科医院成为首都医科大学第十一临床医学院，证明北京政策已经对民营资本敞开大门。成为优秀医学院校的教学医院，意味着民营医院可以拥有完整的人才培养体系。我们认为，未来北京爱尔英智等几家医院都有可能成为医学院校的教学医院，后续人才的培养体系无需担心。通策医疗的杭州口腔医院是浙江中医药大学附属医院，在杭州市的地位非常高，其人才梯队早已构建完善。未来收购了昆明口腔后也会对当地医生有完善的培训体系。马应龙作为肛肠医院后起之秀，主打学术牌，在我们上一篇深度报告中都有详细介绍。

表 2：中投医药医疗服务行业报告

报告类型	报告名称	日期
行业深度报告	医疗服务-政策春风袭来，行业最佳投资时点来临	2010-12-06
行业策略报告	医药生物-大医药格局形成——三驾马车动力十足	2010-12-14
行业点评	爱尔眼科-增资控股贵阳眼科医院，全国布点如期进行	2010-12-12
公司点评	通策医疗-定位于医疗服务投资公司，政策助力未来有望快速发展	2010-11-19
公司点评	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
公司点评	通策医疗-收购昆明口腔医院，外延式扩张进程加快	2010-11-11
公司点评	爱尔眼科-小荷才露尖尖角，上调投资评级至强烈推荐	2010-11-02
公司点评	通策医疗-三季报大幅超预期，政策刺激下未来有望加速成长	2010-10-25
行业深度报告	医疗服务-医改深水区破冰，公立医院改革渐行渐清晰	2010-04-21
公司点评	爱尔眼科-连锁扩张速度加快，未来 3-5 年是黄金发展期	2010-03-15
公司深度报告	爱尔眼科-眼科连锁第一品牌，高壁垒高成长性	2010-03-10

资料来源：中投证券研究所

3、破解行业的高估值

第一，短期的高估值未来会被行业的高增长化解；

深度报告中我们已经详细阐述，医疗服务行业，在我国还处于刚刚起步的阶段，未来空间非常巨大。中国的医疗服务市场有望迎来美国 1970-2000 年的高增长，美国增长的最重要催化剂我们现在都已具备。

- 1960s 美国的 Medicare\Medicaid 两个保险法案极大释放了民众需求；1980s 支付制度的改革(由后付制向预付制的转变)使得医疗机构能从被动控制成本向主动控制成本，医院走向联合。
- 中国同样处于类似变革的开始。城镇职工、居民、新农合的刺激下民众需

求不断攀升，市场空间非常大；而卫生部极力推行的单病种付费（见附表1举例）、临床路径等是支付方式的变革，医院将由被动控制成本变为主动控制成本，从而走向一体化和规模化。在中央鼓励民营资本进入的政策刺激下，会有越来越多的民营医院壮大。

第二，优质、具有独特盈利模式的公司的高速成长期估值会更高；

我们对国外案例的研究中，企业在快速扩张期而非利润贡献期享有高估值，股价也一路上扬，其原因在于市场认可其盈利模式。成熟市场上也曾出现过大型医疗服务集团市盈率高达100余倍。

医疗服务行业在A股属于新兴板块，并没有成熟的估值方法可衡量其未来的发展潜力。历史来看，目前标的公司都处于相对低位，市场弱势时更应选择这样的优质企业，我们建议投资者中长线配置。

第三，估值压力会随着利润释放逐步降低。

市场对于医疗服务企业争论的焦点在于龙头企业爱尔眼科估值高。爱尔2009年19家店，10年快速扩张到32家店，扩张速度非常快。在高速扩张期开办费用较大（二级医院一年半至三年内贡献利润，三级医院约一年盈利），故目前利润增速要低于收入增速，估值压力较大。但爱尔的后续增长是十分强劲的，我们认为其估值压力会随着利润释放逐步降低。

我们爱尔眼科公司深度报告中曾指出，爱尔的业绩增长基于3点：

- 1、扩张速度；
- 2、消费升级（包括飞秒激光对于普通准分子的替代等）；
- 3、爱尔自身业务的升级（由准分子、白内障到眼后段手术等的全方位技术提升）；

为了解答市场对爱尔的高估值的疑问，我们建立了爱尔的单店模型，即在不考虑消费升级和爱尔自身业务升级的情况下，计算出爱尔扩张的利润增速超过收入增速的拐点何时出现。我们希望通过模型解答3个问题，在排除上述其他因素的影响下，仅凭扩张：

- 爱尔的利润什么时候可释放？
- 爱尔的新店何时可盈利——利润增速何时超过收入增速？
- 目前爱尔处于快速扩张期，假设剥离新开店的亏损，企业真实的利润是怎样的？

根据公司规模，未来2-3年内目标是覆盖所有的省会城市及湖南湖北的地级市，长远目标覆盖所有地级市，完成全国性布局。故我们的扩张假设

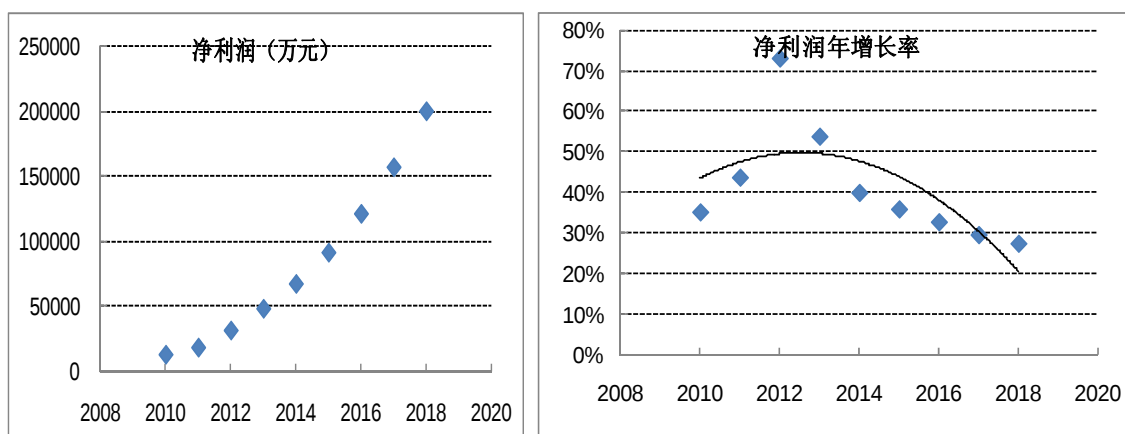
是：2011-2013 年每年新增 5 家二级医院+5 家三级医院；2014-2018 年每年新增 20 家三级医院。

我们运用最小偏二乘法优化的多元线性回归法对市场容量和开业年份两因素建模，得出：

$$\begin{aligned} \text{二级医院的收入模型 } Y &= -778.54201 + 576.54465 * X_1 + 0.08667 * X_2 ; \\ \text{净利润模型 } Y &= -1241 + 617.3 * X_1 - 36.07 * X_1^2 + 0.004925 * X_2 \\ \text{三级医院的收入模型 } Y &= -217.19 + 421.89 * X_1 + 0.0943 * X_2 ; \\ \text{净利润前三年的模型 } Y_1 &= -502.5 + 296.3 * X_1 - 0.002526 * X_2 ; \\ \text{第 4-8 年的模型 } Y_2 &= -640.2 + 300.1 * X_1 - 15.62 * X_1^2 + 0.01439 * X_2 \\ \text{增资扩建医院的收入模型 } Y &= -10490 + 51.27 * X_1 - 76.07 * X_1^2 + 0.3991 * X_2 ; \\ \text{净利润模型 } Y &= -5950 + 222.6 * X_1 - 66.5 * X_1^2 + 0.1807 * X_2 \end{aligned}$$

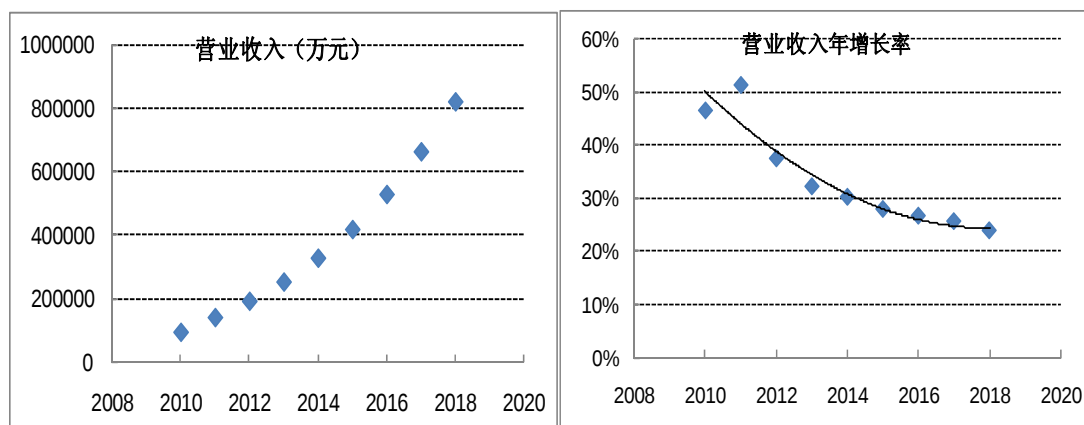
将所有单店预测利润和收入加总，得到公司 2010-2018 年的收入、利润曲线图：

图 1：爱尔 2010-2018 年净利润增长预测



资料来源：中投证券研究所爱尔单店模型计算

图 2：爱尔 2010-2018 年收入增长预测



资料来源：中投证券研究所爱尔单店模型计算

根据预测，2010 年利润和收入增速分别为 35%、46%，2011 年分别为 44%、51%，2012 年分别为 73%、37%。**2011-2013 年复合增长率达到 63%，2014-2018 年复合增长率 32%。**

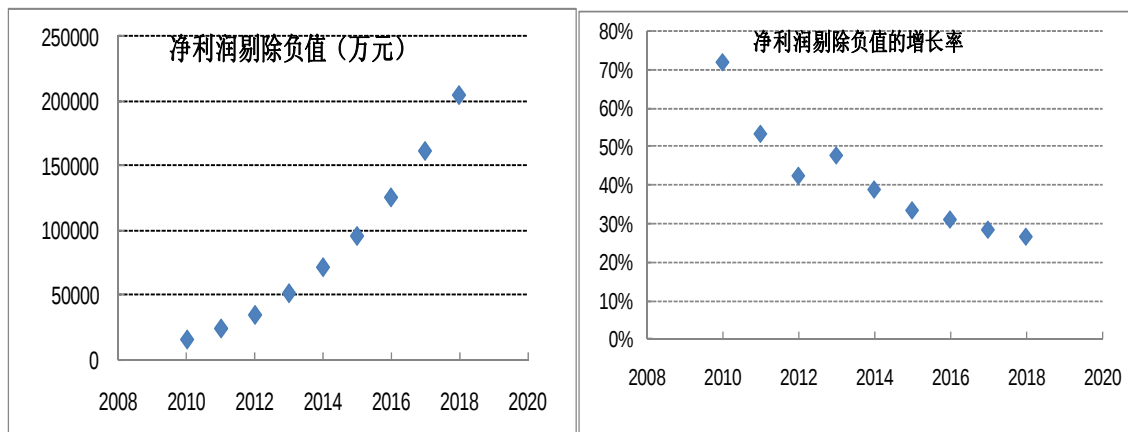
表 3：爱尔单店模型 2010-2018 年增长预测

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
净利润（万元）	12582.95	18078.80	31252.47	48037.44	67224.05	91362.78	121300.22	157228.71	200468.89
净利润年增长率	35.18%	43.68%	72.87%	53.71%	39.94%	35.91%	32.77%	29.62%	27.50%
收入（万元）	90718.64	137171.37	188475.65	249052.90	324226.27	414665.58	525100.79	659566.79	816988.11
收入年增长率	46.42%	51.21%	37.40%	32.14%	30.18%	27.89%	26.63%	25.61%	23.87%
净利润剔除负值	16015.71	24574.33	35026.62	51780.10	71954.29	96093.02	126030.46	161958.95	205199.13
增长率	72.06%	53.44%	42.53%	47.83%	38.96%	33.55%	31.15%	28.51%	26.70%

资料来源：中投证券研究所爱尔单店模型计算

- 爱尔 2010 年的扩张速度最快，新增 13 家店，未来开店速度不会超过 2010 年。我们预测 2011-2013 年每年新增 5 家二级医院+5 家三级医院；2014-2018 年每年新增 20 家三级医院。故 2010 年将成为爱尔的业绩低点，未来几年增速都将超过 2010 年。
- 2012 年时爱尔的利润增速会超过收入增速。不考虑股权激励等费用，其净利润年增长率可高达 73%，2011-2013 年**复合增长率达到 63%**，完全可支撑 2012 年 50 倍、2010 年 70 倍的估值。
- 爱尔目前业绩偏低是由于有大量新开店的费用，若剥离新开店的亏损，爱尔 10 年的利润增速将高达 72%，未来 4 年都可以保持 50%左右的增速。

图 3：爱尔 2010-2018 年净利润剔除负值增长预测



资料来源：中投证券研究所爱尔单店模型计算

我们前面已经说明，为了衡量扩张对于爱尔的影响，我们的单店模型不考虑消费升级和爱尔自身业务升级，预测偏保守。实际上，爱尔发展后期消费升级和自身业务升级会对其业绩产生明显影响，2014年之后的业绩增长将会高于我们单店模型的预测值。

● 消费升级方面：

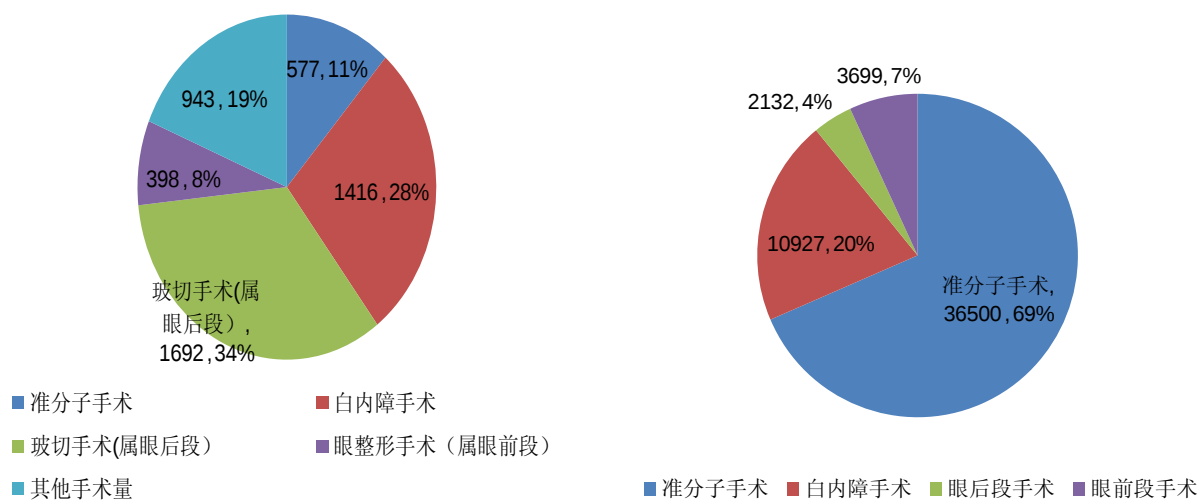
- ✓ 以准分子手术为例，我们公司深度报告中有过测算，以目前水平中国准分子激光手术还需 100 年才能做完，武汉、长沙等成熟单店的飞秒激光替代普通激光手术正在进行时。飞秒激光的消费升级对于爱尔至少具有两大层面意义：①通过快速实现技术升级可以抢占更多的市场份额，扩大市场占有率；②飞秒激光手术的价格是一般准分子激光手术的两倍，该项业务的扩展将极大的提升公司的盈利能力。
- ✓ 以白内障为例，中国白内障的治疗率很低，受近年医保覆盖面大幅增加推动，被压抑的白内障治疗需求在加速增加。爱尔眼科积极参加卫生部组织的百万贫困白内障患者复明工程等公益事业，在白内障治疗领域的影响力不断增加，若我国每年每百万人口的白内障手术数若达到印度目前的水平，则我国白内障诊疗市场的规模将提高 8 倍。

● 爱尔自身业务升级方面：

白内障和准分子属于眼科领域技术难度较低的手术，而爱尔通过收购北京英智使双方优势得以互补。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。

我们认为，未来的业务比例将介于目前爱尔和英智比例之间，准分子与白内障的比例下降，而眼后段等比例上升。这将会公司带来新的发展契机。

图 4: 英智爱尔（左）与爱尔眼科（右）目前手术量对比



资料来源：公司公告，中投证券研究所整理

我们认为，若消费升级顺利进行、爱尔自身业务升级按预期完成，未来的业绩空间比我们单店模型预测要更高。升级的过程较为漫长，故其对业绩的影响主要体现在2013年之后。

毫无疑问的是，2010年是近年来爱尔的业绩低点。2011-2013年，依靠扩张店的逐步盈利，爱尔的利润增速将会超越收入增速，63%的复合增长率完全可以支撑2012年50倍以上估值。2014年之后，扩张对于爱尔的影响将下降，消费升级和爱尔自身业务升级成为业绩增长的主要动力。

通策则选择了和爱尔不一样的道路发展：爱尔是医疗服务为主业的企业，通策将自己定义成医疗服务投资企业。

杭州口腔医院的成功彰显了公司具有良好的管理医院能力。杭口07、09 年收入为8631万、1.59亿，07、09 年利润为1015万、3636万，复合增长率分别达到36%、79%，实现了高速增长。公司的下一步收购取决于和各地政府的谈判进度。上市企业中，通策是最早进入各地医改方案商谈的，昆明口腔医院改制也为其他省市的扩张提供了样本。同时，公司不排除通过多种合作方式收购其他非口腔医院的可能，其远景目标不仅是成为口腔医疗集团，还有望成为医院管理公司。若公司可以再收购类似于杭口这样的优质资产，业绩就将具有极大的提升空间。

4、不同类型专科医院的发展特征

路演过程中许多投资者也对不同类型专科医院的发展特征进行详细询问，在此一并比较作答。我们将其归纳如下表：

表 4：各专科医院的差异比较

差异	口腔	眼科	肛肠	脑科
患者重视程度	牙疼不是病，但患者重视程度在逐步提高，患者可选择治疗时间	眼睛是心灵的窗户，患者对眼睛格外重视	肛肠疾病发病率较高，尤其是近几年肠癌发病率增高，患者加强对此方面的重视	非常重视
民营品牌影响力	佳美等全国性口腔医疗品牌逐步树立，民营口腔诊所蓬勃发展	公立医院仍占主导，深圳等部分地区民营品牌逐步确立	民营医院持续规范经营将建立品牌	民营医院较少 北京三博脑科、广东三九脑科
政策壁垒	开设口腔诊所相对容易，个体医生也能开设	新办眼科医院审批不易，没有足够实力难以开设，个体医生不具备条件	相对容易，但市场饱和度较高，某些城市已内部限制对肛肠专科医院进行开放设立	技术难度大，申报较难，卫生局批会相当慎重
公立医院重视程度	小科室，许多地方无政策性补贴	小科室，许多地方无政策性补贴	小科室，相比脑科、心脏病科室的高手术费	大科室
所需场地	150—1000 平方米	1500-20000 平方米	5000 平方米	30000 平方米
治疗标准化程度	治疗标准化程度低，导致医生治疗水平差异大，需要长时间医疗经验	准分子激光和白内障已经逐步成为标准化治疗手段，培养医生速度相对快	传统手术和 PPH 手术方式，具体看病情，需要医生长期的医疗经验	病人病情十分复杂多样，标准化程度低
设备价格	牙椅价格一般在 5 万以下，进口品牌较贵	准分子激光设备约 332 万，角膜板层刀 36 万，如果做飞秒激光还需要 350 万的飞秒激光设备	胃肠动力系统约 100 万 熏洗机 几万元/台 肠镜 约 100 万	脑磁图大脑功能与定位检测仪 2500 万 层流、手术室设备、无影灯总计约 400 万/病室。再加上放疗、彩超、检验化验设备，共需 5000-6000 万
治疗费用	一般低于 1000 元，部分正畸、修复治疗可能上万	白内障约 4000 元，准分子激光约 5300 元，飞秒激光上万	因病情和人体差异而定，一般手术费用 3000 元	以脑内肿瘤为例 一般 3-5 万
治疗费用拆分	器械、药物	手术费用是大头	手术、器械(PPH)、药物	技术收费、药品和耗材 30%；手术费麻醉费、设备使用费 30%；床位、护理 30%。

规模效应	设备利用率低， 规模效应一般	设备利用率提升空间 大，规模效应明显	设备利用率一般，有提升 空间	设备利用率提升空间较 大
与其他科室协同性	弱	弱	一般	强
代表企业	通策	爱尔	马应龙	华润三九

资料来源：中投证券研究所分析整理

市场常以通策和爱尔对比。除了我们前述两者发展路径的不同，其所处细分领域也有很大区别。如上表所示，口腔相对于眼科空间更大，对医生技术依赖度高，进入门槛低，个体医生也能执业，竞争非常激烈，包括医院、连锁诊所、个体诊所等；而眼科细分领域专属性强，个体医生难以开办。就白内障准分子而言，更依赖于仪器设备的发展。

以美国的情况为例，国外同样具有眼科连锁，但主要以诊所形式体现，如TLCV, LLCV，主要业务是准分子激光手术。出于民众就医习惯和对医院的信任度，目前要在中国发展连锁诊所时机未到，医院仍将成为连锁业态发展的主要模式。

同样的问题存在于口腔。目前国内也存在不少较成功的牙科诊所连锁案例，但其与口腔医院相较而言，体量小、患者单一、病种单一，难以形成完整的学术、晋升、职称评定体系，对优秀的医生吸引力小。

故我们认为，现阶段爱尔和通策都选择了适合中国国情的医院模式发展，契合现状，确定性较大。

4、投资建议

在我们推荐的四个细分行业中，现阶段确定性强的是专科连锁，想象空间巨大的是综合性医院改制，高端医疗与健康管理业务虽然目前没有好标的，但爆发性增长都已到了临界点，未来新公司的上市有可能给市场带来惊喜。

A股五家标的中，我们认为：

爱尔眼科现阶段成长性确定性最强，给予强烈推荐的投资评级；

通策医疗和西南合成的弹性较大，取决于与各地公立医院改革的谈判进程；

马应龙估值偏低，由药及医的外延式扩张有望给老企业注入新活力；

华邦制药参股35.29%的利美康是被市场忽略的优质整形美容医院，未来伴随着换股吸收合并颖泰嘉和的解决，股价有望大表现。

另有**复星医药**增持的和睦家，作为高端医疗的代表，已经到了可快速复制的临界点，并成功将客户群体从在华外籍人士拓展到国内高端人群，发展空间十分巨大。

表 4: 医疗服务估值比较

公司	评级	市 值 (亿)	股 价	EPS				PE				复合增长率
				09A	10E	11E	12E	09A	10E	11E	12E	
爱尔眼科	强烈推荐	99	37.10	0.35	0.47	0.69	1.19	106.00	78.94	53.77	31.18	50.37%
通策医疗	推荐	30	18.68	0.14	0.32	0.44	0.61	133.43	58.38	42.45	30.62	63.33%
马应龙	推荐	64	38.35	1.09	0.91	1.35	1.76	35.18	42.14	28.41	21.79	17.32%
华邦制药	推荐	54	40.61	0.97	0.93	1.27	1.67	41.87	43.67	31.98	24.32	19.85%
西南合成	推荐	56	14.43	0.16	0.65	0.32	0.40	90.19	22.20	45.09	36.08	35.72%

资料来源: wind, 中投证券研究所 (股价以 2 月 1 日收盘价计)

其中,我们提请投资者特别关注爱尔眼科和通策医疗。我们给予爱尔眼科 2010-2012 年的 EPS 分别为: 0.47、0.69 和 1.19 元,对应的估值水平分别为: 78.94、53.77 和 31.18 倍, 6-12 个月的目标价 60 元;通策医疗 2010-2012 年 EPS 分别为 0.32、0.44、0.61 元,对应估值水平分别为 58.38、42.45 和 30.62 倍, 6-12 个月目标价 30 元。

在 12 月以来医药股持续调整的弱势下,上述两企业相对其历史估值已不算高。爱尔眼科空间大、成长确定,我们建议追求确定成长的投资者开始布局;通策医疗杭口业务提供安全边际,收购带来的业绩弹性和想象空间大,我们建议追求弹性的投资者继续持有。

(补充: 对于爱尔的超募资金使用情况的疑问)

爱尔09年上市时19家医院,融资8.82亿元,超募资金5.42亿元,截止到目前所剩超募资金1.73亿元。其中募投资金用于新建 8 家、扩建2 家连锁医院(杭州、盘锦项目截止到目前未公告)以及信息化管理系统的建设。

(详见附表2: 爱尔上市以来募集资金使用情况;附图1: 爱尔眼科全国医院网络布局)

一年内公司新建或收购了8家二级医院,5家三级医院,目前拥有32家眼科连锁医院,布点包括19个省会及直辖市(重庆2家)、12个地级市。

爱尔2-3年的目标是覆盖全国所有省会城市以及湖南湖北的地级市。这意味着3年内爱尔需要新建或收购11家左右二级医院,13家左右三级医院。按二级医院3500万、三级医院1000万估算,爱尔还需资金5个亿。

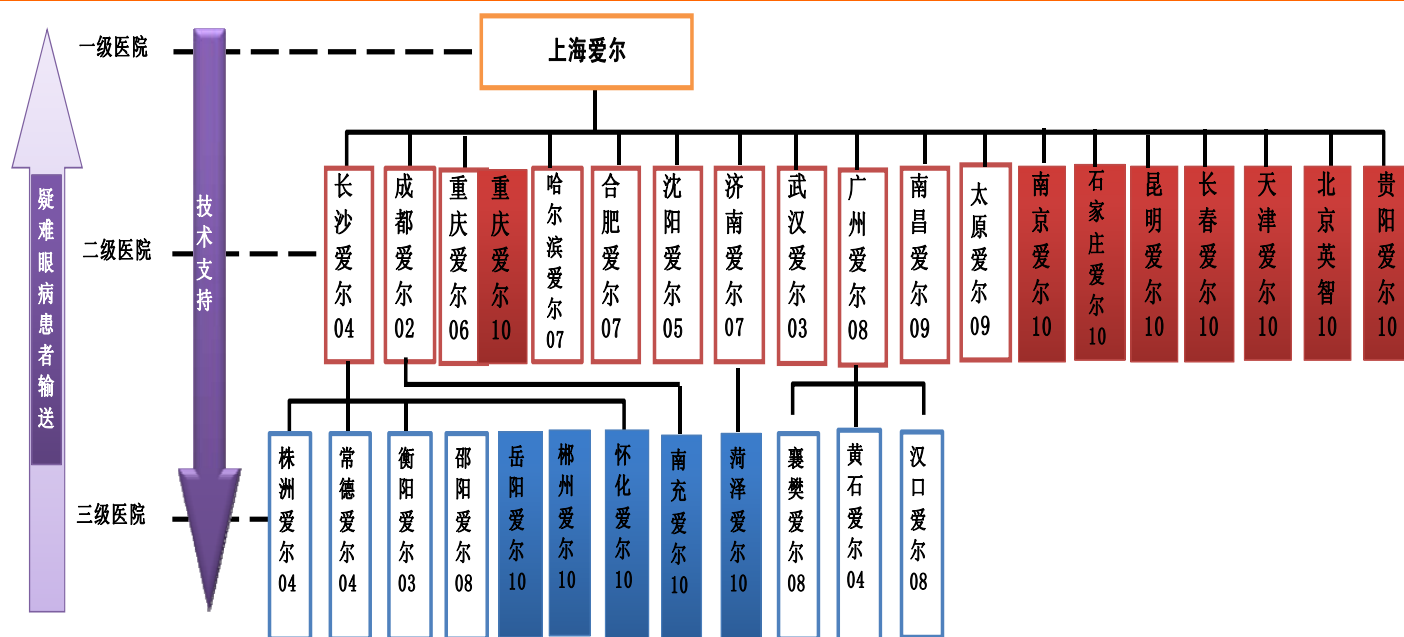
附表 1: 爱尔上市以来募集资金使用情况 (单位除了比例均为万元)

方式	公告时间	标的	股权	收购	其他	共使用募集
----	------	----	----	----	----	-------

			比例	价格		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
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						17277.1

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

附表 2: 单病种付费举例:

编码	病种	单位	二级医疗机构价格	三级医疗机构价格
330610001AADBZ	扁桃体切除术（局麻）	例	1485	1650
330610001ABDBZ	扁桃体切除术（全麻）	例	2268	2520
331203006AADBZ	精索静脉曲张高位结扎术（单侧）	例	1800	2000
330300002AADBZ	甲状腺瘤切除术（单侧）	例	2340	2600
330406004AADBZ	白内障囊外摘除术	例	1620	1800
331003022AADBZ	阑尾切除术（单纯性）	例	2070	2300
330201009AADBZ	颅骨修补术	例	5400	6000

资料来源：中投证券研究所整理

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

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;

免责声明

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