

# 美年健康 (002044.SZ)

## 反垄断调查结果尘埃落定，国内 民营体检龙头扬帆起航

增持 (维持)

2017年4月30日

### 投资要点

#### 一、事件：

4月28日晚，公司发布商务部对子公司收购慈铭体检事件的反垄断公告，子公司美年大健康已实施的收购慈铭体检 27.78%股份在相关行业市场不构成垄断影响，但因未依法申报被商务部处以 30 万元行政处罚。同时，公司拟收购慈铭体检 72.22%股权事项将尽快向证监会申请恢复审查。

#### 二、我们的观点：

##### 1、反垄断调查结果尘埃落定，慈铭 72.22%股权收购事项继续推进

从去年 7 月公司收到美年大健康收购慈铭体检 27.78%股份的商务部反垄断通知，公司发行股份购买慈铭体检 72.22%股权并募集配套资金事项被迫暂停审查。时隔近 9 个月，反垄断调查结果公布，慈铭体检收购事项在相关行业市场不构成垄断影响，因未依法申报被处以 30 万元行政处罚、对公司影响不大，公司也将继续推进对慈铭 72.22%股权的收购。

##### 2、美年+慈铭强强联合、协同互补，成就国内第一大民营体检机构

根据年报公司 2016 年新增体检门店 20 家，我们估算 2016 年美年旗下控股体检中心超过 160 家，若重组进展顺利、今年可并表，假设慈铭注入上市公司体内体检中心 70 家（2016 年 6 月重组报告书草案中披露慈铭拥有 57 家体检中心），则上市公司控股门店合计达到 230 家。考虑公司参股的体检门店，2016 年美年+慈铭拥有门店数合计约 300 家。重组慈铭体检后，上市公司将远超爱康国宾成为国内第一大民营体检机构。

图表 1：慈铭体检 2014-2015 年业绩情况（万元）

项目	2014 年	2015 年
营业收入	91253.54	101573.89
营业利润	7757.56	6678.91
净利润	4651.97	2838.11
归母净利润	4952.37	3147.25

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

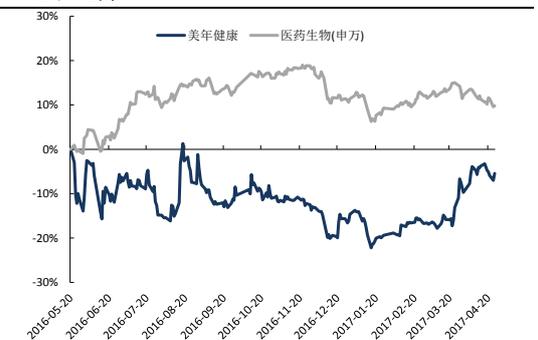
与慈铭重组除了能给上市公司带来巨大并表利润外，双方在体检业务区域互补、运营层面整合协同方面都将带来新的利润看点。区域互补方面，慈铭主要布局中部、东部的一二线城市，与美年的网点布局存在互补。运营层面上，二合一消除了体检机构同业竞争问题，同时将发挥双方在采购、营销、管理等方面的协同效应，降低经营成本，提高公司整体盈利水平。

根据重组方案，慈铭体检 100% 股权的交易对价为 37.35 亿元，对应本次标的资产慈铭体检 72.22% 股权的交易作价为 26.97 亿元，拟以非公开发行 86,650,077 股股份方式支付，则发行价格为 31.13 元/股。考虑到 2015 年度利润分配实施完毕，除权后本次非公开发行股票价格为 15.57 元/股，与当前股价倒挂。

证券分析师 全铭  
执业资格证书号码：S0600517010002  
[quanm@dwzq.com.cn](mailto:quanm@dwzq.com.cn)  
010-66573567

证券分析师 焦德智  
执业资格证书号码：S0600516120001  
[jiaodzh@dwzq.com.cn](mailto:jiaodzh@dwzq.com.cn)

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	14.85
一年最低价/最高价(元)	11.52/16.39
市净率	10.98
流通 A 股市值(亿元)	156

### 基础数据

每股净资产(元)	1.32
资产负债率(%)	43.84%
总股本(亿股)	24.21
流通 A 股(亿股)	10.54

### 相关报告

《创新体检项目带动客单价提升，内生+外延共同驱动业绩快速增长（首次覆盖）》2017/3/21  
《一季度收入高增长，上半年预计扭亏为盈，长期价值更高》2017/4/25

### 3、利用体检数据资源着力打造大健康生态圈，长期价值更高

公司为国内民营体检的龙头，手握海量健康数据，未来在大健康产业产业链的打造上具有巨大的入口价值。公司在保险、远程影像、大数据等领域积极布局，实现参股基因检测（美因健康）、大数据（好卓数据）、远程影像（大象医疗）、健康保险公司（等待保监会审批），以体检为核心的大健康生态圈正逐步形成。

### 三、盈利预测与投资建议：

不考虑慈铭并表，我们预期公司 2017 年到 2019 年，收入分别为 43.76 亿元、60.39 亿元和 81.53 亿元，同比增长 42%、38%和 35%；归属母公司净利润为 4.69 亿元、6.75 亿元和 9.21 亿元，同比增长 38%、44%和 36%；对应 EPS 为 0.19 元、0.28 元和 0.38 元。我们看好公司体检业务规模的快速扩张、整合效应的释放及大健康产业入口的长期价值，对公司维持“增持”评级。

### 四、风险提示：

医疗服务事故风险；并购整合企业融合风险。

## 美年健康 (002044) 主要财务数据及估值 (百万元)

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	收益率	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3081.86	4376.2	6039.2	8152.9	毛利率	48.31%	48.30%	48.40%	48.40%
营业成本	1593.10	2262.5	3116.2	4206.9	三费/销售收入	33.16%	32.33%	31.74%	31.56%
营业税金及附加	0.82	1.16	1.60	2.16	EBIT/销售收入	17.30%	16.42%	16.52%	16.52%
营业费用	718.02	1019.5	1407.0	1899.5	EBITDA/销售收入	24.38%	23.60%	21.72%	18.16%
管理费用	263.73	374.49	516.80	697.68	销售净利率	12.28%	11.96%	12.48%	12.61%
财务费用	40.33	20.74	-7.24	-24.38	ROE	10.23%	12.51%	15.44%	17.64%
资产减值损失	6.03	0.00	0.00	0.00	ROA	9.28%	15.52%	15.67%	20.34%
投资收益	37.12	0.00	0.00	0.00	ROIC	23.27%	15.15%	20.52%	29.54%
营业利润	496.96	697.75	1004.7	1371.0	销售收入增长率	46.65%	42.00%	38.00%	35.00%
利润总额	498.97	697.75	1004.7	1371.0	EBIT 增长率	42.88%	34.75%	38.84%	35.00%
所得税	120.46	174.44	251.20	342.77	EBITDA 增长率	43.59%	37.46%	27.02%	12.86%
净利润	378.52	523.31	753.59	1028.3	净利润增长率	32.27%	38.25%	44.00%	36.45%
少数股东损益	39.61	54.76	78.85	107.59	总资产增长率	31.70%	-19.42%	37.49%	4.04%
归属母公司股东净利润	338.91	468.56	674.74	920.71	股东权益增长率	8.38%	13.08%	16.65%	19.48%
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	资产负债率	37.61%	12.04%	24.98%	13.42%
货币资金	894.65	476.01	1422.32	1999.71	投资资本/总资产	61.91%	78.76%	53.72%	57.71%
应收和预付款项	1095.73	631.93	1751.89	1466.27	带息债务/总负债	49.76%	43.99%	15.42%	27.59%
存货	45.18	126.40	109.92	209.11	流动比率	1.16	5.23	2.64	6.43
其他流动资产	128.26	128.26	128.26	128.26	速动比率	1.07	4.25	2.45	5.86
长期股权投资	1061.18	1061.18	1061.18	1061.18	股利支付率	0.00%	7.55%	7.55%	7.55%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	收益留存率	100.00%	92.45%	92.45%	92.45%
固定资产和在建工程	987.50	857.18	726.86	596.54	总资产周转率	0.54	0.95	0.95	1.23
无形资产和开发支出	735.44	732.01	728.58	725.15	固定资产周转率	3.29	5.11	8.31	13.67
其他非流动资产	796.51	616.12	435.72	435.72	应收账款周转率	3.55	15.23	4.63	9.65
资产总计	5744.44	4629.09	6364.73	6621.95	存货周转率	35.26	17.90	28.35	20.12
短期借款	830.00	0.00	0.00	0.00	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
应付和预收款项	876.97	103.67	1136.67	435.09	EBIT	533.20	718.48	997.55	1346.69
长期借款	245.14	245.14	245.14	245.14	EBITDA	751.23	1032.63	1311.69	1480.44
其他负债	208.41	208.41	208.41	208.41	NOPLAT	402.67	538.86	748.16	1010.02
负债合计	2160.52	557.22	1590.21	888.63	净利润	338.91	468.56	674.74	920.71
股本	2421.48	2421.48	2421.48	2421.48	EPS	0.140	0.193	0.279	0.380
资本公积	21.46	21.46	21.46	21.46	BPS	1.368	1.547	1.805	2.156
留存收益	869.68	1302.87	1926.67	2777.88	PE	93.10	67.34	46.76	34.27
归属母公司股东权益	3312.63	3745.82	4369.62	5220.83	PB	9.52	8.42	7.22	6.04
少数股东权益	271.30	326.05	404.90	512.49	PS	10.24	7.21	5.22	3.87
股东权益合计	3583.92	4071.87	4774.52	5733.32	PCF	44.24	67.50	31.87	50.68
负债和股东权益合计	5744.44	4629.09	6364.73	6621.95	EV/EBIT	59.63	43.78	30.68	22.39
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EV/EBITDA	42.33	30.46	23.33	20.37
经营性现金净流量	713.19	467.46	990.01	622.52	EV/NOPLAT	78.96	58.37	40.90	29.85
投资性现金净流量	-1161.3	0.00	0.00	0.00	EV/IC	8.94	8.63	8.95	7.89
筹资性现金净流量	450.82	-886.11	-43.70	-45.12	ROIC-WACC	23.27%	14.76%	20.11%	29.17%
现金流量净额	2.69	-418.64	946.31	577.40	股息率	0.000	0.001	0.002	0.002

资料来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

