

美年健康 (002044.SZ) 保健产品及服务行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

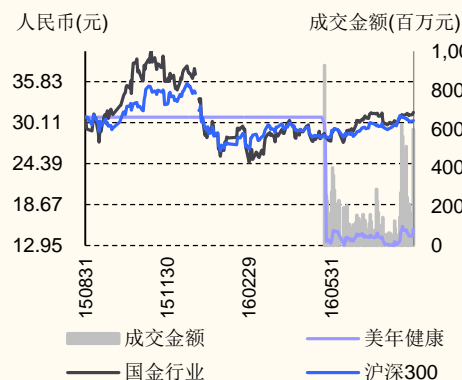
市场价格(人民币): 15.26元

10亿员工持股计划, 大股东劣后彰显信心

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,012.12
总市值(百万元)	36,951.83
年内股价最高最低(元)	30.87/12.95
沪深300指数	3311.99
深证成指	10729.12



相关报告

- 《上半年业绩高增长, 体检龙头处在黄金发展期-美年健康公司点评》, 2016.8.23
- 《美年健康半年报预告点评: 连锁制服务业态里高速成长的龙头股-美...》, 2016.8.1
- 《收购高端体检品牌美兆健康; 有序布局大健康产业链纵深发展-美年...》, 2016.7.14
- 《美年健康高速增长, 携手慈铭实现强强联合-美年健康公司点评》, 2016.5.24
- 《三季度业绩高增长, 拓展大健康产业链;-江苏三友公司点评》, 2015.11.3

孙笑悦 联系人
(8621)60230233
sunxy@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.132	0.215	0.161	0.217	0.291
每股净资产(元)	1.73	2.52	2.83	3.25	3.81
每股经营性现金流(元)	0.13	0.27	0.53	0.50	0.67
市盈率(倍)	76.04	70.99	94.69	70.36	52.38
行业优化市盈率(倍)	65.78	151.35	131.16	131.16	131.16
净利润增长率(%)	N/A	779.07%	49.94%	34.57%	34.33%
净资产收益率(%)	7.64%	8.52%	11.39%	13.36%	15.29%
总股本(百万股)	224.25	1,210.74	2,421.48	2,421.48	2,421.48

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司今日公告筹集不超过5亿员工持股计划资金, 认购由中航信托拟设立的集合资金信托的劣后级计划份额, 拟设立的集合资金信托以二级市场购买、大宗交易购买等法律法规许可的方式取得并持有上市公司股票。公司拟于股东大会审议通过本次员工持股计划后6个月内完成购买。员工持股计划锁定一年。

点评

- 员工持股计划使用一倍杠杆, 大股东劣后彰显信心:** 拟设立的集合资金信托份额上限为人民币10亿元, 优先级计划份额和劣后级计划份额的目标配比为不超过1:1。上市公司大股东天亿集团对集合资金信托优先级计划份额委托人的投资本金及预期年化收益承担差额补足义务方式的连带责任保证, 同时对拟设立的集合资金信托承担现金追加补仓义务。此次员工计划使用资金杠杆, 大股东做劣后, 向市场传递了大股东对上市公司未来发展的信心。
- 上市公司核心高管、下属子公司管理骨干及员工参与认购, 提升员工积极性:** 11位上市公司董事、监事、高管参与认购不超过1.68亿元出资额, 其他公司管理骨干及员工(合计不超过989人)参与认购不超过3.32亿出资额。核心高管、下属子公司管理骨干参与, 提升公司员工工资积极性, 有利于加快上市公司业绩释放。
- 公司发展步入快车道, 连锁制医疗服务业态进入业绩释放期:** 上半年公司业绩超出市场预期, 继续保持高速增长。二三线城市门店布局明显加快, 上市公司体系内分级连锁初现规模。上市公司拥有超200家直营及参股体检中心, 覆盖全国29个省。和去年、前年相比, 公司当前的网点布局已经逐渐下沉到三、四线城市, 公司计划未来三至五年内完成国内500家体检中心的布局。
- 积极探索大健康产业链延伸布局:** 公司今年开始着手增加附加值业务, 将有序开展基因测序业务、电子健康病历、远程医疗服务、转诊业务、健康保险、慢病管理等, 上半年并购台湾高端体检品牌美兆健康在北京、上海的健康体检公司, 美因健康科技公司20%的股权, 与大象医疗签署合作框架协议, 大象医疗为美年大健康下属单位提供远程阅片服务等, 都是公司积极探索大健康产业链延伸布局的体现。今年公司还推出了3650精准套餐, 针对5个年龄段人群推出10大标准体检套餐, 除了引进了西门子、东芝、飞利浦

浦、GE 等国际一线品牌的体检设备外，还引入了拥有完全自主知识产权的安翰胶囊胃镜体检设备，借助 3650 高端体检产品，公司的利润率有望逐步提升。

- **预计下半年完成慈铭体检的收购，实现 1+1>2 的整合效应：**我们预计公司下半年完成对第三大专业健康体检公司的并购，两大龙头公司的并购有望带来 1+1>2 的整合效应。在网点互补层面，慈铭体检网点布局主要在东中部的一二线城市，和美年健康的网点布局存在互补。收购完成后将进一步提高上市公司对中国境内健康体检行业的覆盖率和区域覆盖率，提高对客户需求的响应能力，从一定程度上实现客户群体的统一销售，避免重复开发；在运营层面，这次交易将有利于美年健康与慈铭体检发挥双方在营销、采购、管理等方面的协同效应，降低经营成本，提升盈利能力；在同业竞争层面，本次交易前，慈铭体检的实际控制人为俞熔先生。同时，俞熔先生也是上市公司的实际控制人，这次交易完成后，慈铭体检将成为上市公司全资子公司，有望解决目前专业体检机构存在的同业竞争问题。

盈利预测

- 不考虑慈铭今年并表因素，预计公司 2016~2018 年净利润分别为 3.9 亿、5.25 亿、7.05 亿，对应 EPS 0.16、0.22、0.29 元。按照交易方案中，预测慈铭体检 2016~2018 年扣非后归属母公司净利润为 1.25 亿、1.62 亿、2.03 亿，配套融资 5.1 亿，假设募集配套资金发行底价与发行股份购买资产同价计算股本增厚情况。若慈铭体检 2016 年全年并表(若四季度并表，由于体检行业四季度为旺季，出于可比考虑，所以按全年并表提供给投资者业绩参考)，则公司 2016~2018 年净利润分别为 5.15 亿、6.87 亿、9.08 亿，对应 EPS 0.2、0.26、0.35 元。

风险提示

- 限售股解禁风险；并购审批风险；整合扩张风险；经营风险。

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	759	696	2,101	3,110	4,360	5,783
增长率		-8.3%	201.9%	48.0%	40.2%	32.6%
主营业务成本	-624	-556	-1,094	-1,622	-2,295	-3,062
% 销售收入	82.3%	79.9%	52.0%	52.1%	52.6%	52.9%
毛利	134	140	1,008	1,488	2,064	2,721
% 销售收入	17.7%	20.1%	48.0%	47.9%	47.4%	47.1%
营业税金及附加	-5	-6	-2	-3	-4	-6
% 销售收入	0.6%	0.8%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-11	-11	-484	-731	-1,025	-1,318
% 销售收入	1.4%	1.6%	23.0%	23.5%	23.5%	22.8%
管理费用	-44	-50	-195	-290	-407	-538
% 销售收入	5.8%	7.2%	9.3%	9.3%	9.3%	9.3%
息税前利润 (EBIT)	75	73	326	464	628	859
% 销售收入	9.9%	10.5%	15.5%	14.9%	14.4%	14.8%
财务费用	-12	-8	-20	-11	-17	-27
% 销售收入	1.5%	1.2%	0.9%	0.4%	0.4%	0.5%
资产减值损失	-92	-18	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	2	54	54	56	57
% 税前利润	n.a	3.4%	14.9%	10.6%	8.3%	6.4%
营业利润	-29	48	358	507	667	889
营业利润率	n.a	6.9%	17.0%	16.3%	15.3%	15.4%
营业外收支	-1	-1	1	4	4	4
税前利润	-30	48	359	511	671	893
利润率	n.a	6.9%	17.1%	16.4%	15.4%	15.4%
所得税	-26	-23	-73	-115	-140	-182
所得税率	n.a	47.3%	20.3%	22.5%	20.9%	20.4%
净利润	-55	25	286	396	531	711
少数股东损益	-39	-4	26	6	6	6
归属于母公司的净利润	-17	30	260	390	525	705
净利率	n.a	4.3%	12.4%	12.5%	12.0%	12.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	-45	45	286	396	531	711
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	108	34	152	68	79	89
非经营收益	16	9	-26	27	16	38
营运资金变动	-54	-59	-83	153	-25	-31
经营活动现金净流	26	30	330	645	600	807
资本开支	-21	-3	-347	516	-305	-306
投资	-85	1	-1,222	-1	0	0
其他	1	-23	0	54	56	57
投资活动现金净流	-105	-25	-1,569	569	-249	-249
股权募资	0	0	1,482	0	0	0
债权募资	122	-96	390	171	500	200
其他	-61	-34	-105	-49	-96	-120
筹资活动现金净流	61	-130	1,767	123	404	80
现金净流量	-17	-125	528	1,337	754	638

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	318	172	1,106	2,443	3,197	3,835
应收款项	71	59	692	668	936	1,241
存货	63	64	25	66	93	124
其他流动资产	15	50	79	114	160	213
流动资产	467	345	1,901	3,290	4,386	5,413
% 总资产	61.5%	50.5%	42.4%	62.7%	66.7%	69.2%
长期投资	119	185	1,114	1,115	1,114	1,114
固定资产	135	109	688	822	1,045	1,257
% 总资产	17.7%	16.0%	15.4%	15.7%	15.9%	16.1%
无形资产	38	41	714	22	30	39
非流动资产	293	338	2,580	1,960	2,191	2,411
% 总资产	38.5%	49.5%	57.6%	37.3%	33.3%	30.8%
资产总计	760	684	4,481	5,250	6,576	7,824
短期借款	176	80	543	0	0	0
应付款项	108	85	455	604	850	1,128
其他流动负债	9	31	118	193	263	344
流动负债	293	196	1,116	797	1,114	1,472
长期贷款	22	22	86	836	1,336	1,536
其他长期负债	18	18	37	0	0	0
负债	333	235	1,239	1,633	2,450	3,008
普通股股东权益	349	387	3,056	3,426	3,930	4,615
少数股东权益	78	61	185	191	196	202
负债股东权益合计	760	684	4,481	5,250	6,576	7,824

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	-0.074	0.132	0.215	0.161	0.217	0.291
每股净资产	1.556	1.727	2.524	2.829	3.246	3.811
每股经营现金净流	0.117	0.133	0.272	0.532	0.495	0.667
每股股利	0.200	0.050	0.080	0.017	0.017	0.017
回报率						
净资产收益率	-4.74%	7.64%	8.52%	11.39%	13.36%	15.29%
总资产收益率	-2.17%	4.33%	5.81%	7.43%	7.99%	9.02%
投入资本收益率	22.55%	6.98%	6.71%	8.07%	9.10%	10.76%
增长率						
主营业务收入增长率	9.76%	-8.26%	201.93%	47.99%	40.19%	32.63%
EBIT增长率	-13.18%	-2.91%	347.42%	42.21%	35.49%	36.68%
净利润增长率	N/A	N/A	779.07%	49.94%	34.57%	34.33%
总资产增长率	6.76%	-10.05%	555.49%	17.16%	25.27%	18.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	37.2	31.3	51.5	51.5	51.5	51.5
存货周转天数	39.6	41.5	14.8	14.8	14.8	14.8
应付账款周转天数	36.8	35.9	35.1	35.1	35.1	35.1
固定资产周转天数	64.7	57.3	108.4	77.1	56.9	43.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-28.27%	-15.69%	-14.68%	-44.42%	-45.09%	-47.72%
EBIT利息保障倍数	6.5	9.0	16.4	42.3	37.1	32.1
资产负债率	43.84%	34.45%	27.66%	31.11%	37.26%	38.44%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

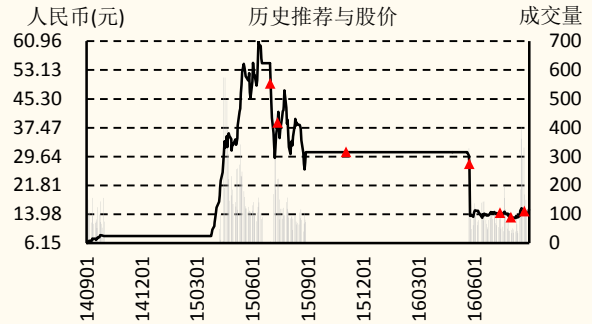
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-07-01	增持	55.00	N/A
2	2015-07-13	增持	35.37	42.00~42.00
3	2015-11-03	增持	30.87	N/A
4	2016-05-24	增持	29.95	N/A
5	2016-07-14	增持	14.38	N/A
6	2016-08-01	增持	13.15	N/A
7	2016-08-23	买入	14.84	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD