

2016年09月25日

证券研究报告·动态跟踪报告

美年健康 (002044) 医药生物

买入 (首次)

当前价: 13.41 元

目标价: ——元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

员工持股完成，模式复制催动高增长

投资要点

- **事件:** 公司公告员工持股完成, 累计以大宗交易购买方式受让北京凯雷投资持有的公司股票 7000 万股, 成交均价为 13.25 元, 成交金额为 9.3 亿元, 买入股票数量占公司总股本的 2.89%。
- **员工持股彰显信心, 股价具备安全边际。** 本次员工持股中, 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, 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逾期年华收益率承担不足义务方式的连带责任保证, 同时对设立的集合资金信托承担现金追加补偿义务。我们认为大股东作为劣后彰显了对公司未来发展的信心, 从购买均价来看目前股价具备安全边际。
- **国内体检行业龙头, 模式复制催动高增长。** 2015 年中国体检行业以超过 25% 的增速增长至 940 亿元, 2011-2015 年行业复合增速达 21%, 处于高速发展阶段。公司是国内体检行业龙头, 截至 2016 年 6 月 30 日, 已拥有超 200 家直营及参股体检中心, 覆盖全国 29 个省、100 余个主要城市, 形成了较为完善的体检网络。经过多年的运营, 公司已形成系统化的、标准化的、可复制的体检中心运营模式, 未来公司将继续在全国重要城市新设体检中心, 计划在未来三至五年内完成国内 500 家体检中心的布局。随着新体检中心的放量, 我们预计未来 3 年公司业绩将保持 30% 以上复合增长。
- **为大健康入口, 产业链延伸与平台效应值得期待。** 依托庞大的健康大数据以及全国性线下服务网络, 公司有望成为健康管理入口。除了同行业并购外, 公司已启动产业链并购, 特别是具有技术壁垒、且依靠体检入口可以快速成长的赛道, 比如先进诊断、基因检测、慢病管理、专科医疗、远程医疗等等领域, 目前已收购美国健康科技公司 20% 的股权, 与大象医疗签署合作框架协议。我们认为产业链布局将增加公司的盈利点、提升附加值。
- **收购慈铭体检, 规模效应将进一步凸显。** 我们预计公司将于 2016 年 4 季度完成对慈铭体检 72.2% 股权的收购。慈铭体检目前在国内主要城市拥有 42 家体检中心, 在北京的市场份额具有突出的优势, 与美年健康在布局上有一定的互补性。此次收购亦将发挥双方在营销、采购、管理等方面的协同效应, 降低经营成本, 提升盈利能力。我们认为收购慈铭后, 公司有望成为国内规模最大、最具发展前景之一的健康体检和健康管理机构。
- **盈利预测与投资建议。** 假设定增收购资产及募集配套资金事项于 2016 年 4 季度完成、慈铭体检年底并表, 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.14 元、0.24 元、0.33 元, 对应 PE 分别为 95 倍、56 倍、41 倍, 我们看好公司在体检行业的发展及未来平台地位, 员工持股带来安全边际, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 定增事项进展或不及预期风险, 并购效益不及预期风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	2101.48	3047.15	6256.84	8446.74
增长率	193.48%	45.00%	105.33%	35.00%
归属母公司净利润 (百万元)	260.27	370.54	633.47	871.34
增长率	425.67%	42.37%	70.96%	37.55%
每股收益 EPS (元)	0.10	0.14	0.24	0.33
净资产收益率 ROE	8.83%	5.54%	8.65%	10.63%
PE	136	95	56	41
PB	10.90	4.80	4.39	3.92

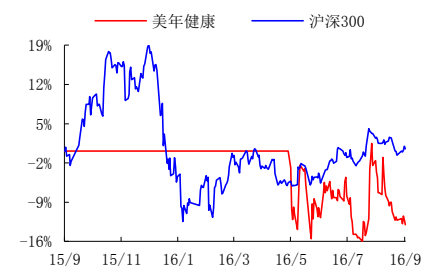
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513070001
 电话: 021-68413530
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 张肖星
 电话: 021-68415020
 邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	24.21
流通 A 股(亿股)	10.39
52 周内股价区间(元)	12.95-30.87
总市值(亿元)	324.72
总资产(亿元)	46.84
每股净资产(元)	1.25

相关研究

关键假设：

- 假设 1：慈铭体检 2016 年年底开始并表；
- 假设 2：体检行业高景气度，行业增速维持在 20% 以上；
- 假设 3：随着前期新建/并购体检中心扭亏，毛利率逐步上升；
- 假设 4：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

表 1：收入及毛利率预测明细表

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
合计				
营业收入	2101	3047	6257	8447
yoy	46.89%	45.00%	105.33%	35.00%
营业成本	1094	1585	3451	4630
毛利率	47.95%	48.00%	44.84%	45.18%
美年健康				
收入	2101	3047	4266	5759
yoy	46.89%	45.00%	40.00%	35.00%
成本	1094	1585	2197	2937
毛利率	47.95%	48.00%	48.50%	49.00%
慈铭体检				
收入	1016	1422	1991	2688
yoy		40.00%	40.00%	35.00%
成本	681	924	1254	1693
毛利率	32.97%	35.00%	37.00%	37.00%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2101.48	3047.15	6256.84	8446.74	净利润	286.16	407.40	696.47	958.00
营业成本	1093.80	1584.52	3451.22	4630.35	折旧与摊销	150.00	101.84	122.40	130.82
营业税金及附加	2.35	3.41	7.01	9.46	财务费用	19.88	17.37	6.90	10.47
销售费用	483.96	700.84	1376.51	1858.28	资产减值损失	2.02	0.00	0.00	0.00
管理费用	195.34	274.24	563.12	760.21	经营营运资本变动	-441.95	-99.67	-298.30	-222.30
财务费用	19.88	17.37	6.90	10.47	其他	313.74	-42.87	-19.97	-22.17
资产减值损失	2.02	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	329.84	384.07	507.50	854.82
投资收益	53.57	42.90	20.00	22.20	资本支出	-995.76	-3470.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	其他	-573.19	1073.20	19.97	22.17
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1568.95	-2396.80	-110.03	-107.83
营业利润	357.66	509.63	872.06	1200.14	短期借款	398.50	-478.50	0.00	0.00
其他非经营损益	1.23	1.32	1.43	1.36	长期借款	64.38	0.00	0.00	0.00
利润总额	358.89	510.95	873.49	1201.49	股权融资	2300.80	3707.42	0.00	0.00
所得税	72.73	103.55	177.02	243.49	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	286.16	407.40	696.47	958.00	其他	-996.51	-82.21	-6.90	-10.47
少数股东损益	25.89	36.85	63.00	86.66	筹资活动现金流净额	1767.17	3146.71	-6.90	-10.47
归属母公司股东净利润	260.27	370.54	633.47	871.34	现金流量净额	528.05	1133.98	390.57	736.52
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1105.74	2239.71	2630.28	3366.80	成长能力				
应收和预付款项	767.24	1112.39	2297.72	3099.94	销售收入增长率	193.48%	45.00%	105.33%	35.00%
存货	24.66	35.72	77.81	104.39	营业利润增长率	424.24%	42.49%	71.12%	37.62%
其他流动资产	3.48	2.92	6.00	8.11	净利润增长率	534.59%	42.37%	70.96%	37.55%
长期股权投资	39.95	39.95	39.95	39.95	EBITDA 增长率	468.84%	19.20%	59.24%	33.96%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	688.37	1118.75	1158.58	1189.99	毛利率	47.95%	48.00%	44.84%	45.18%
无形资产和开发支出	429.91	3396.13	3392.35	3388.57	三费率	33.27%	32.57%	31.11%	31.12%
其他非流动资产	1421.60	364.29	335.85	307.40	净利率	13.62%	13.37%	11.13%	11.34%
资产总计	4480.95	8309.88	9938.54	11505.15	ROE	8.83%	5.54%	8.65%	10.63%
短期借款	478.50	0.00	0.00	0.00	ROA	6.39%	4.90%	7.01%	8.33%
应付和预收款项	475.48	689.15	1454.77	1958.15	ROIC	29.24%	11.70%	12.26%	15.38%
长期借款	86.38	86.38	86.38	86.38	EBITDA/销售收入	25.10%	20.64%	16.00%	15.88%
其他负债	199.05	178.01	344.58	449.80	营运能力				
负债合计	1239.42	953.54	1885.73	2494.33	总资产周转率	0.81	0.48	0.69	0.79
股本	1210.74	2634.60	2634.60	2634.60	固定资产周转率	5.73	3.60	5.73	7.47
资本公积	1315.08	3598.64	3598.64	3598.64	应收账款周转率	7.08	4.63	5.26	4.49
留存收益	530.57	901.11	1534.58	2405.92	存货周转率	24.70	52.48	60.80	50.83
归属母公司股东权益	3056.39	7134.35	7767.82	8639.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.51%	—	—	—
少数股东权益	185.14	221.99	285.00	371.66	资本结构				
股东权益合计	3241.53	7356.34	8052.82	9010.82	资产负债率	27.66%	11.47%	18.97%	21.68%
负债和股东权益合计	4480.95	8309.88	9938.54	11505.15	带息债务/总负债	45.58%	9.06%	4.58%	3.46%
					流动比率	1.70	4.08	2.84	2.77
					速动比率	1.68	4.04	2.80	2.73
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.10	0.14	0.24	0.33
					每股净资产	1.23	2.79	3.06	3.42
					每股经营现金	0.13	0.15	0.19	0.32
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	527.54	628.84	1001.36	1341.42					
PE	135.74	95.35	55.77	40.55					
PB	10.90	4.80	4.39	3.92					
PS	16.81	11.59	5.65	4.18					
EV/EBITDA	27.72	52.59	32.63	23.81					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn