

美年健康 (002044.SZ)

2017年7月12日

收购慈铭 72% 股权获证监会无条件通过，国内民营体检龙头地位进一步巩固 增持（维持）

投资要点

一、事件：

7月12日，公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金收购慈铭体检 72.22% 股权事项获得证监会无条件通过，公司股票复牌。

二、我们的观点：

1、并购事项推进迅速，慈铭最快年内实现并表

公司发行股份及支付现金收购慈铭 72.22% 股权事项于 2017 年 4 月收到商务部反垄断调查结果，随后公司向证监会申请恢复审查并于 6 月 15 日公布并购草案，至今日获证监会无条件通过，进展顺利。若 2017Q3 完成收购，则慈铭有望于年内实现并表。

2、巩固国内民营体检龙头地位，推动行业进一步整合

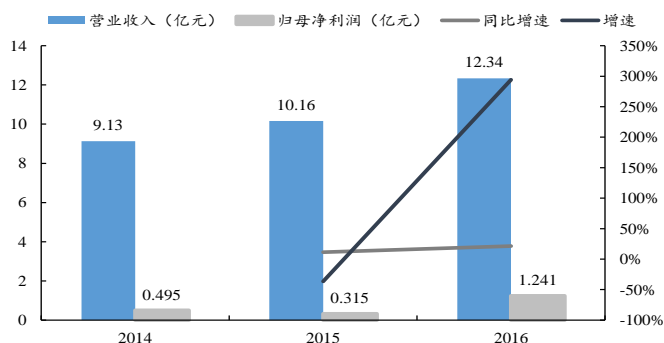
2016 年慈铭体检实现营业收入 12.34 亿元，归母净利润 1.24 亿元，同比增长分别为 21.51%、338.22%。截止 2017 年 6 月，慈铭已在全国 20 个地区拥有 59 家体检中心，2016 年的体检人次已超过 250 万人。加上美年自身的 300 余家门店，到 2017 年年底上市公司旗下门店数量将接近 400 家，门店数远超国内其他竞争对手，龙头地位进一步巩固。

图表 1：慈铭体检 2014-2016 年体检业务基本数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
体检人数 (万人)	204.73	211.84	251.02
体检容量 (万人)	391.68	457.92	512.64
客单价 (元)	430.1	457.46	501.67

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 2：慈铭体检 2014-2016 年收入、利润情况 (万元)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

根据公司在体检行业中的收入占比计算，收购慈铭后公司的市场占有率仍不到 5%，行业整合集中度提升空间巨大。公司的体检业务运营管理经验及供应商及用户资源极为丰富，在未来行业整合过程中有望进一步提升自身份额。

证券分析师 全铭
执业资格证书号码: S0600517010002
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

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	17.13
一年最低价/最高价 (元)	11.51/17.50
市净率	13.08
流通 A 股市值 (亿元)	182

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)	10.62

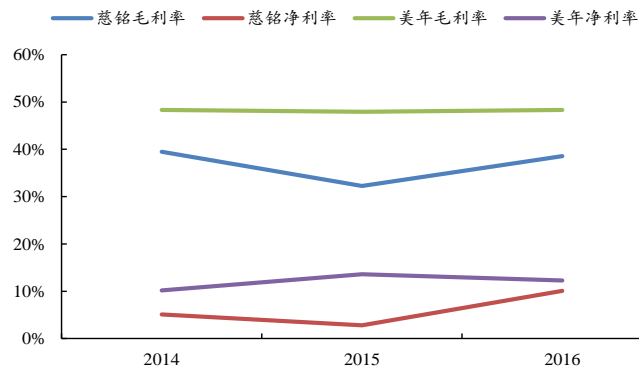
相关报告

- 《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
- 《反垄断调查结果尘埃落定，国内民营体检龙头扬帆起航》2017/4/30
- 《公司入选沪深 300 样本股，地位获肯定；实际控制人持续增持，坚定公司发展之心》2017/5/31

3、强强联合，静待整合效应释放

与慈铭强强联合，未来整合效应释放将带来显著的马太效应。首先，双方网点区域互补，慈铭在华北地区市场占有率优势明显，美年健康在华东地区及三四线城市优势突出，双方合并有助于强化公司全国布局战略，进一步实现网点下沉。其次运营层面上，公司将受益于规模效益及协同效应，降低运营成本，提高公司整体盈利水平。最后管理层面上，将慈铭纳入美年体系中，有助于公司实现一体化、流程规范标准化管理，提高品牌知名度，进一步树立品牌优势。

图表 3：慈铭整合空间大



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4、探索产业拓展，打造大健康生态圈，平台效应值得期待

公司依靠庞大的健康数据及全国性线下服务网络资源，积极打造以体检为核心的大健康生态圈。公司已通过参股方式，重点布局了远程医疗（大象医疗）、基因检测（美因健康）、大数据业务（好卓数据），健康保险等，寻求新利润增长点的同时不断延伸产业链、打造健康服务平台。

三、盈利预测与投资建议：

不考虑慈铭并表，我们预计公司 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，当前股价对应 PE 分别为 88.5X, 61.5X, 45.1X。

若考虑并表因素并假设并购重组于 2017Q3 完成，即 2017 年慈铭并表业绩仅为 2017Q4，我们预计公司 2017 年到 2019 年，收入分别为 47.49 亿元、79.06 亿元和 106.73 亿元；归属母公司净利润为 5.07 亿元、9.05 亿元和 13.32 亿元；对应 EPS 为 0.19 元、0.35 元和 0.51 元。我们看好公司体检业务规模的快速扩张、对慈铭的整合效应释放及大健康产业入口的长期价值，对公司维持“增持”评级。

图表 4：考虑慈铭并表的盈利预测

亿元	2015A	2016A	2017E		2018E		2019E	
	慈铭	慈铭	慈铭	美年	慈铭	美年	慈铭	美年
营业收入	10.16	12.34	14.93	47.49	18.67	79.06	25.20	106.73
增速	11.3%	21.5%	21.0%	54.1%	25.0%	66.5%	35.0%	35.0%
毛利率	32.2%	38.5%	38.0%	47.5%	39.0%	47.7%	40.0%	47.8%
归母净利润	0.31	1.24	1.53	5.07	2.30	9.05	4.11	13.32
增速	-39.0%	338.2%	23.1%	49.6%	50.8%	78.5%	78.4%	47.1%

数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

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)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2163.8	1362.6	3412.4	3803.4	营业收入	3082	4376	6039	8153
现金	894.6	476.0	1422.3	1999.7	营业成本	1593	2263	3116	4207
应收账款	867.0	287.3	1305.6	844.8	营业税金及附加	1	1	2	2
其它应收款	158.4	285.5	327.1	499.9	营业费用	718	1020	1407	1900
预付账款	70.4	59.1	119.2	121.5	管理费用	264	374	517	698
存货	45.2	126.4	109.9	209.1	财务费用	40	21	-7	-24
其他	128.3	128.3	128.3	128.3	资产减值损失	6	0	0	0
非流动资产	3580.6	3266.5	2952.3	2818.6	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1061.2	1061.2	1061.2	1061.2	投资净收益	37	0	0	0
固定资产	937.2	857.2	726.9	596.5	营业利润	497	698	1005	1371
无形资产	25.9	22.4	19.0	15.6	营业外损益	2	0	0	0
其他	1556.4	1325.7	1145.3	1145.3	利润总额	499	698	1005	1371
资产总计	5744.4	4629.1	6364.7	6622.0	所得税	120	174	251	343
流动负债	1863.7	260.4	1293.4	591.8	净利润	379	523	754	1028
短期借款	830.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	40	55	79	108
应付账款	274.7	264.9	478.2	524.9	归属母公司净利润	339	469	675	921
其他	759.0	4.5	815.1	66.9	EBITDA	751	1033	1312	1480
非流动负债	296.8	296.8	296.8	296.8	EPS (元)	0.14	0.19	0.28	0.38
长期借款	245.1	245.1	245.1	245.1					
其他	51.7	51.7	51.7	51.7	主要财务比率				
负债合计	2160.5	557.2	1590.2	888.6	营业收入	46.7%	42.0%	38.0%	35.0%
少数股东权益	271.3	326.1	404.9	512.5	营业利润	38.9%	40.4%	44.0%	36.5%
归属母公司股东权益	3312.6	3745.8	4369.6	5220.8	归属母公司净利润	30.2%	38.3%	44.0%	36.5%
股东权益合计	3583.9	4071.9	4774.5	5733.3	毛利率	48.3%	48.3%	48.4%	48.4%
现金流量表					净利率	12.3%	12.0%	12.5%	12.6%
经营活动现金流	713	467	990	623	ROE	10.2%	12.5%	15.4%	17.6%
折旧摊销	218	314	314	134	ROIC	23.3%	15.2%	20.5%	29.5%
财务费用	43	21	-7	-24	资产负债率	37.6%	12.0%	25.0%	13.4%
投资损失	0	0	0	0	净负债比率	30.0%	6.0%	5.1%	4.3%
营运资金变动	-204	-28	1017	1093	流动比率	1.2	5.2	2.6	6.4
其它	657	161	-334	-579	速动比率	1.1	4.3	2.5	5.9
投资活动现金流	-1161	0	0	0	总资产周转率	0.5	0.9	0.9	1.2
资本支出	0	0	0	0	应收账款周转率	3.6	15.2	4.6	9.7
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	7.4	8.4	8.4	8.4
其他	-1161	0	0	0	每股收益	0.14	0.19	0.28	0.38
筹资活动现金流	451	-886	-44	-45	每股经营现金	0.29	0.19	0.41	0.26
短期借款	0	-830	0	0	每股净资产	1.37	1.55	1.80	2.16
长期借款	0	-56	-44	-45	P/E	122.4	88.5	61.5	45.1

数据来源: 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>