

## 证券研究报告—动态报告/公司快评

医药保健

医疗器械与服务

**美年健康 (002044)**

重大事件快评

**买入**

(维持评级)

2018年01月26日

# 开店计划稳步推进，并购基金保驾护航

证券分析师：江维娜      021-60933157      jiangwn@guosen.com.cn      证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515060001  
 联系人：朱寒青      0755-81981837      zhuhanqing@guosen.com.cn

## 事项：

1月25日，公司公告：

- 1) 拟与三家并购基金合作投资体检中心 51 家，上市公司出资总金额不超 2 亿元。其中公司计划与嘉兴信文淦富在云南、天津、上海等 20 余个地区分别投资美年、慈铭、奥亚体检中心共计 21 家，与健亿投资在西安、宁波等 4 个地区分别投资美兆体检中心共计 4 家，与南通基金在厦门、昆明、扬州等 10 余个地区分别投资美年、奥亚、美兆体检中心共计 26 家；
- 2) 拟使用募集资金 9000 万增资全资子公司慈铭体检，其中 289 万元计入注册资本，8711 万元计入资本公积，增资用于医疗设备采购；
- 3) 拟以自筹资金 5100 万元设立上海美年健康科技有限公司，将用于并购体检中心相关企业；并设立 10 亿规模并购基金，增资美年科技，之后美年大健康持股 51%，基金持股 49%。基金经营期为 3 年，可延长 2 年，优先级年化收益不高于 6.5%，美年健康为并购基金提供担保本金以及按季支付固定收益提供连带责任保证担保，担保金额不超过人民币 10 亿元，并且与基金主要出资方德邦证券签署《合伙企业份额远期回购（转让）协议》。

## 国信观点：

- 1) 按照美年健康 2020 年千店计划，2018-2020 每年平均需设立体检中心 200 家。本次公告拟同基金合作设立 51 家，主要分布在福建、江苏、广东、广西、安徽的三四线城市，其中包括不少地级市县级市，继续渠道下沉，稳步推进开店计划，为公司未来三年业绩奠定基础；
- 2) 公司通过先参后控模式开设新店，每家体检中心平均需要 2000~3000 万左右资金，设立并购基金可有效保障开店资金需求，新店设立之时上市公司每家只需要出资 400 万左右，大大减少资金负担；其次，并购基金协议 4-5 年内体检中心在符合收购条件的情况下并入上市公司体内（5 年针对的是美兆这类高端体检中心），保障盈利状况后再收购对于上市公司更有业绩确定性。这也符合我们此前对公司新建体检中心扭亏周期和并购进度的判断：新店约 1.5 年左右累计盈利，后逐渐并入上市公司体内，从而增厚业绩；
- 3) 慈铭体检增资，用于购买医疗设备，增强体检中心实力，有利于未来实现业绩承诺；
- 4) 设立上海美年科技有限公司，并以 10 亿资金规模增资，主要用于未来收购体检相关企业，我们判断是提前准备好较低成本的资金，为后续参股转控股的体检中心收购做好部分准备；
- 5) 投资建议：公司是中国专业体检行业绝对龙头，处于高速增长阶段，基本面没有改变，不改盈利预测，2017-2019EPS 0.26/0.36/0.50 元，当前股价对应的 PE 93/66/48X，虽估值较贵，但公司属于医疗服务行业稀缺标的，质地优异，维持“买入”评级。

## 评论:

- **携手基金开设 51 家不同规格体检中心，分布以三四线城市为主，继续渠道下沉。**从公告的体检中心城市分布来看，在三四线城市，省份主要有福建、江苏、广东、广西、安徽，包括了不少地级市、县级市。从规格来看，美年有 43 家，定位较高端的奥亚和美兆分别有 2 家、6 家，以美年为主也符合公司渠道下沉的战略布局。51 家体检中绝大部分为新设，少数几家股转或增资的体检中心开业不超 1 年，目前还处于亏损状态。

**表 1: 拟投资体检中心总体情况**

合作基金	序号	公司名称	投资方式	注册资本 (万元)	公司占比	基金占比	其他股东占比	城市/县
嘉兴信文淦富	1	上海毕和	股转+增资	3000	10%	90%		上海
	2	天津美泽	股转	3,000.00	10%	90%		天津
	3	南昌倍邦	股转	8,025.00	19%	81%		江西省
	4	武侯美年	股转	1,800.00	10%	90%		成都
	5	安徽美欣	增资	1,836.73	15%	36%	49%	安徽省合肥市
	6	青岛美年	增资	3,916.60	18.91%	81.09%		山东省青岛市
	7	宣城美年	新设	1,600.00	10%	41%	49%	安徽省宣城市
	8	黄山美年	新设	1,800.00	10%	41%	49%	安徽省黄山市
	9	高安美年	新设	1,800.00	10%	41%	49%	江西省宜春市高安市
	10	浔阳美年	新设	2,000.00	10%	41%	49%	江西省九江市
	11	南丰汇美年	新设	2,500.00	10%	90%		广东省广州市
	12	南沙美年	新设	2,000.00	10%	90%		广州市南沙区
	13	贵港美年	新设	1,800.00	10%	41%	49%	广西贵港市
	14	钦州美年	新设	1,800.00	10%	41%	49%	广西钦州市
	15	南宁美年	新设	2,000.00	10%	90%		广西南宁市
	16	百色美年	新设	1,800.00	15%	36%	49%	广西百色市
	17	梧州美年	新设	1,800.00	10%	41%	49%	广西梧州市
	18	哈尔滨美年	新设	1,600.00	10%	90%		黑龙江省哈尔滨市
	19	溧阳美年	新设	5,000.00	10%	41%	49%	江苏省常州市溧阳市
	20	瓦房店美年	新设	1,800.00	19%	51%	30%	辽宁省大连市
	21	星海奥亚	新设	3,000.00	15%	36%	49%	辽宁省大连市
健化投资	1	西安美兆	股转	5,000.00	10%	55%	35%	陕西省西安市
	2	宁波美兆	股转	4,000.00	10%	80%	10%	浙江省宁波市
	3	常州美兆	新设	4,000.00	10%	90%		江苏省常州市
	4	渝中美兆	新设	4,000.00	10%	50%	40%	重庆市渝中区
南通基金	1	云南美宸	股转+增资	1,800.00	10%	90%		云南省昆明市
	2	南京美宜	股转+增资	2,473.91	17.20%	82.80%		江苏南京市
	3	南安美年	股转	1,800.00	19%	32%	49%	福建省泉州市南安市
	4	美嘉尔美年	增资	2,000.00	10%	41%	49%	广东省东莞
	5	虎门美年	新设	2,000.00	10%	41%	49%	广东省东莞市
	6	长安美年	新设	2,000.00	10%	41%	49%	广东省东莞市
	7	莱芜美年	新设	1,600.00	10%	41%	49%	山东省莱芜市
	8	苍南美年	新设	2,000.00	15%	36%	49%	浙江省温州市
	9	侯马美年	新设	1,300.00	10%	41%	49%	山西省侯马市
	10	厦门美兆	新设	4,000.00	10%	85%	5%	福建省厦门市
	11	昆明美兆	新设	5,000.00	10%	70%	20%	云南省昆明市
	12	文山美年	新设	1,800.00	19%	32%	49%	云南省文山州
	13	扬州美年	新设	2,000.00	15%	55%	30%	江苏省扬州市
	14	泰州美年	新设	2,000.00	15%	55%	30%	江苏省泰州市
	15	镇江美年	新设	1,800.00	15%	36%	49%	江苏省镇江市
	16	张家港美年	新设	1,800.00	15%	36%	49%	江苏省张家港市
	17	福州奥亚	新设	3,000.00	15%	36%	49%	福建省福州市
	18	长乐美年	新设	1,800.00	19%	51%	30%	福建省福州市
	19	惠安美年	新设	1,800.00	19%	51%	30%	福建省泉州市惠安县
	20	石狮美年	新设	1,800.00	19%	51%	30%	福建省泉州市石狮市
	21	晋江美年	新设	1,800.00	19%	51%	30%	福建省泉州市晋江市
	22	龙海美年	新设	1,800.00	19%	51%	30%	福建省漳州市龙海市

23	长汀美年	新设	1,800.00	19%	51%	30%	福建省龙岩市长汀县
24	上杭美年	新设	1,800.00	19%	51%	30%	福建省龙岩市上杭县
25	南平美年	新设	1,800.00	19%	51%	30%	福建省南平市

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- **并购基金参与投资，减少上市公司资金压力。**我们此前深度报告《看得见的蓝海》曾经估算过，新建一家体检中心投资额在 2000~3000 万左右。公司陆续设立多个并购产业基金，参与设立新店，有效解决资金压力问题。新设立的体检中心上市公司持股 10~19%，并购基金 32~90%，其余部分有当地资本参与 5~49%。开设 51 家新店上市公司合计出资额不超过 2 亿，则上市公司在新体检中心设立之时平均只需出资约 400 万/家，大大减少了资金负担。

**表 2: 三家基金基本情况**

嘉兴信文浚富股权投资合伙企业（有限合伙）							
序号	合伙人	合伙人类型	认缴出资额（万元）	出资比例	投资范围		
1	北京信文资本管理有限公司	普通合伙人	100	0.04%	主要投资美年体检中心及美兆体检中心		
2	中解创投	普通合伙人	100	0.04%			
3	天亿控股	有限合伙人	65,000	24.98%	期限 7 年， <b>单批项目投资周期不得超过 4 年</b> 。经全体合伙人同意合伙企业及投资周期可相应延长		
4	华泰证券（上海）资产管理有限公司	有限合伙人	195,000	74.94%			
合计			260,200	100%	特别承诺 天亿控股、中解创投将在协议签署前出具书面承诺，在符合注入上市公司条件的情况下，承诺产业并购基金的每个投资标的在完成出资或股权交割之日起的 <b>48 个月</b> 内，将其所持有的投资标的股权注入上市公司，并严格履行该等资产注入所需的各项法定程序，如不符合注入上市公司条件的，将转让给无关联第三方		
上海健亿投资中心（有限合伙）							
序号	合伙人	合伙人类型	认缴出资额（万元）	出资比例	投资范围		
1	天亿资产	普通合伙人	100	0.07%	投资目标公司从事“美兆”品牌体检中心开设项目		
2	丝路华创投资管理（北京）有限公司	普通合伙人	100	0.07%			
3	丝路华创资本（北京）有限公司	有限合伙人	1,500	1%	期限 <b>4 年</b> （3 年投资+最后一年退出），优先以美年健康收购的形式完成退出		
4	天亿控股	有限合伙人	15,000	9.99%			
5	美年健康	有限合伙人	15,000	9.99%	特别承诺 为避免及解决本次交易可能带来的同业竞争问题，天亿投资、天亿资管将在协议签署前出具书面承诺，在符合注入上市公司条件的情况下，承诺产业并购基金的每个投资标的在完成出资或股权交割之日起的 <b>60 个月</b> 内，将其所持有的投资标的股权注入上市公司，并严格履行该等资产注入所需的各项法定程序，如不符合注入上市公司条件的，将转让给无关联第三方。		
6	银河金汇证券资产管理有限公司	有限合伙人	100,000	66.57%			
7	长城国融投资管理有限公司	有限合伙人	18,500	12.31%			
合计			150,200	100%			
南通美兆美年健康产业并购投资基金（有限合伙）							
序号	合伙人	合伙人类型	认缴出资额（万元）	出资比例	投资范围		
1	上海舜喜投资管理有限公司	普通合伙人	100	0.20%	投资美兆、美年体检中心相关企业		
2	中解创投	普通合伙人	100	0.20%			
3	招商证券资产管理有限公司	有限合伙人	30,000	59.76%	期限 <b>4 年</b> （3 年投资+最后一年退出），优先以美年健康收购的形式完成退出		
4	杭州海立美兆投资管理合伙企业（有限合伙）	有限合伙人	10,000	19.92%			
5	美年健康	有限合伙人	5,000	9.96%	特别承诺 为避免及解决本次交易可能带来的同业竞争问题，天亿控股、中解创投将在协议签署前出具书面承诺，在符合注入上市公司条件的情况下，承诺产业并购基金的每个投资标的在完成出资或股权交割之日起的 <b>48 个月</b> 内，将其所持有的投资标的股权注入上市公司，并严格履行该等资产注入所需的各项法定程序，如不符合注入上市公司条件的，将转让给无关联第三方		
6	天亿控股	有限合伙人	5,000	9.96%			
合计			50,200	100%	特别约定 产业并购基金在项目退出进行收益分配时，执行事务合伙人应将应分配给劣后级有限合伙人和中间级有限合伙人的收益用于提前偿还优先级合伙人在产业并购基金内剩余出资额和对应约定收益，剩余部分应用于提前偿还中间级合伙人在产业并购基金内剩余出资额和对应约定收益。		
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理							

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- **基金退出方式为将所持股权装入上市公司，期限为 4~5 年。**以南通基金为例，基金合伙期限 4 年，最后一年为退出期，优先以美年健康收购的形式完成退出。保障盈利状况后再收购对于上市公司更有业绩确定性。这也符合我们此前对公司新建体检中心扭亏周期和并购进度的判断，新店约 1.5 年左右累计盈利，后逐渐并入上市公司。

司体内。

- **增资慈铭体检，购买体检设备，增强公司实力。**本次公告增资 9000 万用于慈铭体检购买设备。截至 2017Q3 慈铭体检拥有 60 家体检中心，2017 年 1-9 月收入 10.5 亿，净利润 6402 万，考虑到体检下半年为旺季，基本能完成其 2017 年业绩承诺净利润 1.625 亿（增速 25%）。慈铭体检应于 2017 年全年并表贡献业绩，此次增资为慈铭更新设备，提高实力，为未来实现业绩承诺奠定基础。

**表 3: 慈铭体检经营情况**

	2015 年度	2016 年度	2017 年 1-6 月	2017 年 1-9 月 (未经审计)
门店数量	57	57	58	60
体检量 (万人次)	212	251	116	202
营业收入 (万元)	101,574	123,420	59,305	105,371
净利润 (万元)	2,838	12,437	-1,426	6402

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- **设立美年健康并购基金合伙企业 (有限合伙)，用于并购体检中心相关企业。**拟以自筹资金 5100 万元设立上海美年健康科技有限公司，将用于并购体检中心相关企业。并设立规模 10 亿的基金（美年基金），其中美年大健康作为劣后级有限合伙人以自筹资金认缴出资 2 亿，德邦证券作为优先级合伙人认缴出资 7.98 亿。“美年基金”将通过增资上海美年科技（持股 49%）用于并购体检中心相关企业。基金经营期为 3 年，可延长 2 年，优先级年化收益不高于 6.5%。并且与优先级合伙人签署回购协议，约定基金存续期限届满之日，美年大健康可向德邦证券书面申请提前购买标的份额，受让价款=优先级有限合伙人之累计实际缴付出资余额+优先级有限合伙人之累计实际缴付出资余额×优先级有限合伙人持有的合伙企业份额本金确定的预期年投资收益率×优先级有限合伙人出资余额实际存续天数÷365-优先级有限合伙人已获分配的收益。即转让价格为优先级有限合伙人之累计实际缴付出资余额+本金确定的预期投资收益-已获分配的收益。从协议条款具体来看，资金成本较低，回购条件有利于上市公司，我们判断是提前准备好较低成本的资金，为后续参股转控股的体检中心收购做好部分准备。

**表 4: 美年基金出资情况**

序号	合伙人	合伙人类型	认缴出资额 (万元)	出资比例
1	中兵慧明	普通合伙人	100	0.10%
2	平安财智	普通合伙人	100	0.10%
3	德邦证券	有限合伙人	79,800	79.80%
4	美年大健康	有限合伙人	20,000	20%
合计			100,000	100.00%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- **投资建议：**公司是专业体检行业绝对龙头，处于高速增长阶段，基本面没有改变，不改盈利预测，2017-2019EPS 0.26/0.36/0.50 元，当前股价对应的 PE 93/66/48X，虽估值较贵，但公司属于医疗服务行业稀缺标的，质地优异，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1101	2698	3153	4077	营业收入	3082	6128	8563	11886
应收款项	1025	2038	2848	3953	营业成本	1593	3260	4542	6289
存货净额	45	96	133	185	营业税金及附加	1	2	3	4
其他流动资产	132	264	368	511	销售费用	718	1440	2012	2793
<b>流动资产合计</b>	<b>2371</b>	<b>5199</b>	<b>6702</b>	<b>8927</b>	管理费用	264	521	725	1005
固定资产	987	1331	1647	1936	财务费用	40	(47)	(60)	(77)
无形资产及其他	26	25	24	23	投资收益	37	30	40	50
投资性房地产	1544	1544	1544	1544	资产减值及公允价值变动	(6)	0	0	0
长期股权投资	1061	1091	1121	1151	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5990</b>	<b>9190</b>	<b>11038</b>	<b>13581</b>	营业利润	497	982	1381	1922
短期借款及交易性金融负债	987	0	0	0	营业外净收支	2	0	0	0
应付款项	275	583	815	1133	<b>利润总额</b>	<b>499</b>	<b>982</b>	<b>1381</b>	<b>1922</b>
其他流动负债	836	1688	2358	3276	所得税费用	120	246	345	481
<b>流动负债合计</b>	<b>2098</b>	<b>2271</b>	<b>3173</b>	<b>4409</b>	少数股东损益	40	78	110	153
长期借款及应付债券	245	245	245	245	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>339</b>	<b>659</b>	<b>926</b>	<b>1289</b>
其他长期负债	63	89	115	141					
<b>长期负债合计</b>	<b>308</b>	<b>334</b>	<b>360</b>	<b>386</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>2406</b>	<b>2605</b>	<b>3533</b>	<b>4795</b>	净利润	339	659	926	1289
少数股东权益	271	341	438	573	资产减值准备	4	2	2	2
股东权益	3313	6245	7067	8212	折旧摊销	111	110	137	165
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5990</b>	<b>9190</b>	<b>11038</b>	<b>13581</b>	公允价值变动损失	6	0	0	0
					财务费用	40	(47)	(60)	(77)
					营运资本变动	454	(7)	(21)	(36)
					其它	31	67	96	134
					<b>经营活动现金流</b>	<b>945</b>	<b>830</b>	<b>1139</b>	<b>1553</b>
					资本开支	(406)	(454)	(454)	(454)
					其它投资现金流	(65)	(37)	(97)	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(1492)</b>	<b>(521)</b>	<b>(581)</b>	<b>(484)</b>
					权益性融资	7	2347	0	0
					负债净变化	159	0	0	0
					支付股利、利息	(38)	(74)	(104)	(144)
					其它融资现金流	295	(987)	0	0
					<b>融资活动现金流</b>	<b>543</b>	<b>1287</b>	<b>(104)</b>	<b>(144)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(4)</b>	<b>1596</b>	<b>455</b>	<b>925</b>
					货币资金的期初余额	1106	1101	2698	3153
					货币资金的期末余额	1101	2698	3153	4077
					企业自由现金流	543	327	622	1021
					权益自由现金流	996	(624)	667	1079

  

关键财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.14	0.26	0.36	0.50
每股红利	0.02	0.03	0.04	0.06
每股净资产	1.37	2.43	2.75	3.19
ROIC	10%	18%	23%	30%
ROE	10%	11%	13%	16%
毛利率	48%	47%	47%	47%
EBIT Margin	16%	15%	15%	15%
EBITDA Margin	20%	17%	17%	16%
收入增长	47%	99%	40%	39%
净利润增长率	30%	94%	41%	39%
资产负债率	45%	32%	36%	40%
息率	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
P/E	170.8	93.4	66.4	47.7
P/B	17.5	9.8	8.7	7.5
EV/EBITDA	97.7	63.2	45.9	33.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 相关研究报告

- 《美年健康-002044-重大事件快评：员工持股计划提振市场信心，保障三年千店计划完成》 —— 2017-11-16
- 《美年健康-002044-看得见的蓝海》 —— 2017-10-31
- 《美年健康-002044-2017年中报点评：上半年营收利润增速显著，慈铭有望年底前实现并表》 —— 2017-08-29
- 《美年健康-002044-2017年一季报点评：门店继续扩张，渠道下沉是未来发展重心》 —— 2017-05-01

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行