



002044.CH

增持

市场价格：人民币 22.64

板块评级：中性

股价表现



| (%) | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|--------|------|-------|------|------|
| 绝对 | 5.6 | (5.3) | 12.7 | 74.1 |
| 相对深证成指 | 8.2 | 0.4 | 15.1 | 69.7 |

| | |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万) | 2,601 |
| 流通股(%) | 41 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 24,039 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 197 |
| 净负债比率(%) (2018E) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 上海天亿投资(集团)有限公司 | 10 |

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2018年2月27日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

邓周宇
(86755)82560525
zhouyu.deng@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

张威亚
(8610)66229354
weiya.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517070002

高睿婷
(8621)20328514
ruting.gao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

美年健康

行业龙头地位稳固，收入利润双50%持续增长

目前我国健检市场空间至少为1600亿，整体增速在15%-20%。其中公立医院占比72%-75%，第三方健检市场规模381亿，美年+慈铭市占率为16.5%。预计爱康国宾2017年底收入为36.5亿(+21%)，市占率9.58%；瑞慈医疗2017年底收入10.8亿(+15%)，市占率2.83%。未来3年公司将达到2000家门店、7000万体检人次，收入、利润双50%增长无忧，首次覆盖给予“增持”评级。

支撑评级的要点

- 2017年公司体内外合计有400家体检门店（含慈铭的60多家门店，其中参股90-100家、在建85家），体检人次为2000万左右，其中体内1500-1600万。新店的建设方式尤其在三四线城市主要以“先参后控”的方式，通过上市公司和产业基金初始持股15%-20%，借助地方小股东的实力办理医疗牌照、完成剩余初始投资、获得客户资源等。一般单店的初始投资在1500万元以上，目前盈亏平衡期为1年，而且在三四线城市的获利能力更强，净利率可达到20%-40%，远高于二线城市15%左右的净利率。
- 目前团检占比75%、个检占比25%，团检的客单价为375-385元（提高了15%）、个检客单价为460-465元（提高了8%），总体的客单价为405-410元。随着个检占比的提高及基因检测、胶囊胃镜等新体检手段的丰富，客单价每年可提高10%，根据我们的测算在体检人次、费用率不变的前提下客单价每提高10%，净利润也相应增长22%左右。

评级面临的主要风险

- 医疗事件风险，行业竞争加剧

估值

- 2018年预计慈铭归母净利润为2.03亿（收入19.24亿）、美年归母净利润为6.88亿（收入69.22亿）。2017-2019年归母净利润为：6.18亿/8.91亿/12.86亿（同比+82%/44%/44%），EPS 0.26/0.37/0.53，首次覆盖给予“增持”评级。

投资摘要

| 年结日：12月31日 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 销售收入(人民币 百万) | 2,101 | 3,082 | 6,273 | 8,846 | 12,516 |
| 变动(%) | 193 | 47 | 104 | 41 | 42 |
| 净利润(人民币 百万) | 260 | 339 | 617 | 890 | 1,276 |
| 全面摊薄每股收益(人民币) | 0.215 | 0.140 | 0.255 | 0.367 | 0.527 |
| 变动(%) | (2.6) | (34.9) | 82.0 | 44.2 | 43.4 |
| 全面摊薄市盈率(倍) | 103.3 | 158.6 | 87.1 | 60.4 | 42.1 |
| 价格/每股现金流量(倍) | 81.5 | 76.0 | 49.5 | 27.6 | 24.6 |
| 每股现金流量(人民币) | 0.27 | 0.29 | 0.45 | 0.80 | 0.90 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 142.6 | 94.4 | 53.4 | 36.8 | 25.5 |
| 每股股息(人民币) | 0.000 | 0.015 | 0.027 | 0.039 | 0.056 |
| 股息率(%) | n.a. | 0.1 | 0.1 | 0.2 | 0.3 |

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销售收入 | 2,101 | 3,082 | 6,273 | 8,846 | 12,516 |
| 销售成本 | (1,096) | (1,594) | (3,319) | (4,664) | (6,587) |
| 经营费用 | (604) | (877) | (1,881) | (2,658) | (3,793) |
| 息税折旧前利润 | 401 | 611 | 1,073 | 1,524 | 2,137 |
| 折旧及摊销 | (77) | (111) | (164) | (223) | (281) |
| 经营利润 (息税前利润) | 324 | 500 | 909 | 1,301 | 1,856 |
| 净利息收入/(费用) | (20) | (40) | (48) | (49) | (36) |
| 其他收益/(损失) | 55 | 39 | 47 | 58 | 58 |
| 税前利润 | 359 | 499 | 908 | 1,310 | 1,878 |
| 所得税 | (73) | (120) | (219) | (316) | (453) |
| 少数股东权益 | 26 | 40 | 72 | 104 | 149 |
| 净利润 | 260 | 339 | 617 | 890 | 1,276 |
| 核心净利润 | 312 | 339 | 617 | 890 | 1,276 |
| 每股收益 (人民币) | 0.215 | 0.140 | 0.255 | 0.367 | 0.527 |
| 核心每股收益 (人民币) | 0.258 | 0.140 | 0.255 | 0.368 | 0.527 |
| 每股股息 (人民币) | 0.000 | 0.015 | 0.027 | 0.039 | 0.056 |
| 收入增长(%) | 193 | 47 | 104 | 41 | 42 |
| 息税前利润增长(%) | 332 | 54 | 82 | 43 | 43 |
| 息税折旧前利润增长(%) | 346 | 52 | 76 | 42 | 40 |
| 每股收益增长(%) | (3) | (35) | 82 | 44 | 43 |
| 核心每股收益增长(%) | 42 | (46) | 82 | 44 | 43 |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 现金及现金等价物 | 1,109 | 1,230 | 2,638 | 3,992 | 6,111 |
| 应收帐款 | 692 | 1,025 | 1,911 | 1,401 | 2,349 |
| 库存 | 25 | 45 | 93 | 75 | 144 |
| 其他流动资产 | 75 | 70 | 204 | 202 | 356 |
| 流动资产总计 | 1,901 | 2,371 | 4,845 | 5,670 | 8,961 |
| 固定资产 | 688 | 987 | 1,398 | 1,759 | 2,051 |
| 无形资产 | 13 | 26 | 19 | 20 | 16 |
| 其他长期资产 | 106 | 1,297 | 1,826 | 2,601 | 3,253 |
| 长期资产总计 | 807 | 2,310 | 3,243 | 4,379 | 5,320 |
| 总资产 | 4,481 | 5,990 | 8,867 | 9,959 | 13,419 |
| 应付帐款 | 155 | 275 | 675 | 726 | 1,344 |
| 短期债务 | 479 | 830 | 1,623 | 1,592 | 2,003 |
| 其他流动负债 | 483 | 993 | 1,890 | 1,952 | 2,882 |
| 流动负债总计 | 1,116 | 2,098 | 4,187 | 4,270 | 6,228 |
| 长期借款 | 86 | 245 | 414 | 531 | 751 |
| 其他长期负债 | 37 | 63 | 63 | 63 | 63 |
| 股本 | 1,211 | 2,421 | 2,421 | 2,421 | 2,421 |
| 储备 | 1,846 | 891 | 1,442 | 2,236 | 3,375 |
| 股东权益 | 3,056 | 2,905 | 3,863 | 4,658 | 5,797 |
| 少数股东权益 | 185 | 271 | 340 | 439 | 580 |
| 总负债及权益 | 4,481 | 5,990 | 8,867 | 9,959 | 13,419 |
| 每股帐面价值 (人民币) | 2.52 | 1.20 | 1.60 | 1.92 | 2.39 |
| 每股有形资产 (人民币) | 2.51 | 1.19 | 1.59 | 1.92 | 2.39 |
| 每股净负债/(现金)(人民币) | (0.45) | (0.01) | (0.20) | (0.72) | (1.33) |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

| 年结日: 12月31日 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 税前利润 | 359 | 499 | 908 | 1,310 | 1,878 |
| 折旧与摊销 | 77 | 111 | 164 | 223 | 281 |
| 净利息费用 | 20 | 40 | 48 | 49 | 36 |
| 运营资本变动 | (74) | 102 | 278 | 624 | 447 |
| 税金 | (47) | (81) | (219) | (316) | (453) |
| 其他经营现金流 | (6) | 36 | (92) | 55 | (6) |
| 经营活动产生的现金流 | 330 | 707 | 1,087 | 1,945 | 2,182 |
| 购买固定资产净值 | (23) | 13 | 567 | 584 | 570 |
| 投资减少/增加 | (401) | (1,276) | 45 | 56 | 56 |
| 其他投资现金流 | (1,145) | 102 | (1,135) | (1,168) | (1,139) |
| 投资活动产生的现金流 | (1,569) | (1,161) | (522) | (528) | (513) |
| 净增权益 | 0 | (36) | (66) | (95) | (137) |
| 净增债务 | 528 | 602 | 962 | 86 | 631 |
| 支付股息 | 0 | 27 | 53 | 103 | 221 |
| 其他融资现金流 | 1,239 | (142) | (105) | (157) | (264) |
| 融资活动产生的现金流 | 1,767 | 451 | 843 | (63) | 451 |
| 现金变动 | 528 | (3) | 1,408 | 1,354 | 2,120 |
| 期初现金 | 172 | 1,106 | 1,101 | 2,509 | 3,863 |
| 公司自由现金流 | (1,239) | (454) | 565 | 1,417 | 1,669 |
| 权益自由现金流 | (692) | 188 | 1,574 | 1,553 | 2,335 |

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

| 年结日: 12月31日 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 息税折旧前利润率(%) | 19.1 | 19.8 | 17.1 | 17.2 | 17.1 |
| 息税前利润率(%) | 15.4 | 16.2 | 14.5 | 14.7 | 14.8 |
| 税前利润率(%) | 17.1 | 16.2 | 14.5 | 14.8 | 15.0 |
| 净利率(%) | 12.4 | 11.0 | 9.8 | 10.1 | 10.2 |
| 流动性 | | | | | |
| 流动比率(倍) | 1.7 | 1.1 | 1.2 | 1.3 | 1.4 |
| 利息覆盖率(倍) | 16.3 | 12.4 | 18.8 | 26.5 | 51.8 |
| 净权益负债率(%) | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 速动比率(倍) | 1.7 | 1.1 | 1.1 | 1.3 | 1.4 |
| 估值 | | | | | |
| 市盈率(倍) | 103.3 | 158.6 | 87.1 | 60.4 | 42.1 |
| 核心业务市盈率(倍) | 86.1 | 158.4 | 87.1 | 60.4 | 42.1 |
| 市净率(倍) | 8.8 | 18.5 | 13.9 | 11.6 | 9.3 |
| 价格/现金流(倍) | 81.5 | 76.0 | 49.5 | 27.6 | 24.6 |
| 企业价值/息税折旧前利润(倍) | 142.6 | 94.4 | 53.4 | 36.8 | 25.5 |
| 周转率 | | | | | |
| 存货周转天数 | 14.7 | 8.0 | 7.6 | 6.6 | 6.1 |
| 应收帐款周转天数 | 65.2 | 101.7 | 85.4 | 68.3 | 54.7 |
| 应付帐款周转天数 | 19.0 | 25.4 | 27.6 | 28.9 | 30.2 |
| 回报率 | | | | | |
| 股息支付率(%) | 0.0 | 10.7 | 10.7 | 10.7 | 10.7 |
| 净资产收益率(%) | 15.1 | 11.4 | 18.2 | 20.9 | 24.4 |
| 资产收益率(%) | 10.0 | 7.2 | 9.3 | 10.5 | 12.0 |
| 已运用资本收益率(%) | 3.0 | 2.1 | 2.9 | 3.3 | 3.9 |

资料来源: 公司数据及中银证券预测