

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03月23日

稳步推进并购，布局远程阅片

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：

3月21日，公司公告：

- 1) 下属子公司拟以自有资金收购亳州公司等十四家公司股权并对其中部分公司进行增资，本次股权转让价格及增资金额合计约为3.58亿元；
- 2) 拟变更募投项目“医疗服务管理信息化系统建设项目”募集资金人民币1.02亿元用于产业并购项目暨收购德阳美年等五家公司股权并使用自有资金人民币1500万元增资株洲美年。剩余募集资金将继续用于医疗服务管理信息化系统建设项目；
- 3) 拟与两家并购基金合作投资体检中心14家，上市公司出资总金额不超1.7亿元。其中公司计划与嘉兴信文淦富在舟山、宁波、上海等10余个地区分别投资美兆体检中心共12家，与南通基金在江苏、重庆等地区投资美兆体检中心共2家；
- 4) 拟与大象医生签署投资合作协议，以人民币0元购买大象医生所持有的大象影像51%的股权，再按照《大象影像公司章程》完成510万元的出资义务。大象医生主营范围为医学科技领域内的技术咨询、技术开发、技术转让、技术服务，营养健康咨询服务。

国信观点：

- 1) 按照美年健康2020年千店计划包含100家美兆高端体检机构，本次公告拟同基金合作设立14家美兆，可减轻上市公司出资压力，推进高端体检业务。新设体检中心主要分布浙江、江苏等省会或经济发达城市，以承接高端体检需求，提供多层次服务，客单价也可提升。
- 2) 公司是率先布局渠道下沉的专业体检机构，通过先参后控模式开设新店，未来三年平均每年计划参转控30-50家，本次拟改变募投资金项目收购5家、拟以自有资金收购14家，合计收购19家，从收购进度和标的盈利情况来看，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年左右实现累计盈利，后逐渐并入上市公司体内，从而增厚业绩；收购门店净利润率大部分较高，平均值高于上市公司水平，可提高公司盈利能力。以16家有业绩承诺的门店计算未来三年并表增厚利润在每年6000万左右。
- 3) 控股大象影像，依托体检平台优势，布局远程阅片赛道，后续可在大数据等领域发力。
- 4) 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，2017年盈利预测根据业绩快报略作调整，2017-2019EPS 0.24/0.35/0.50元（原预测：0.26/0.36/0.50），当前股价对应的PE 107/74/51X。不考虑公司流量价值，仅以体检主业为安全边际，考虑到连锁医疗服务板块估值上移，参考爱尔眼科PEG，上调合理估值至29.67-32.17元（2017/10/30第一合理估值21.42-23.33元）。我们认为美年健康是确定性很强的成长股，目前处于高速增长阶段，并且安全边际广阔，属于医疗服务行业稀缺标的，质地优异，维持“买入”评级。

评论:

- **拟与两家并购基金合作投资美兆体检中心 14 家，扩张高端体检业务。**美兆是美年健康旗下高端品牌，客单价较高，截止 2017Q3 有 5 家，主要在北京、上海等地。美兆单店需 4000-5000 万投资，此次借助产业基金以参股形式新设，公司占比 10%，基金占比 50-90%，减缓上市公司资金压力，实现快速扩张。按照公司此前计划，2020 年千店中包含 100 家美兆，本次在浙江、江苏、重庆等省会或经济发达城市开设，以承接高端体检需求，提供多层次服务，并可提高客单价。

表 1: 拟投资设立美兆体检中心情况

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	舟山美兆	股转	5,000.00	10%	90%	-	浙江省舟山市
	2	宁波美兆	股转	4,000.00	10%	80%	10%	浙江宁波市
	3	姑苏美兆	股转+增资	4,000.00	10%	90%	-	苏州市
	4	北京美兆	新设	5,000.00	10%	90%	-	北京市
	5	南京美兆	新设	4,000.00	10%	90%	-	江苏省南京市
	6	上海美兆	新设	4,000.00	10%	90%	-	上海市
	7	青岛美兆	新设	4,000.00	10%	51%	39%	山东省青岛市
	8	长沙美兆	新设	4,000.00	10%	60%	30%	湖南省长沙市
	9	常州美兆	新设	4,000.00	10%	90%	-	江苏省常州市
	10	渝中美兆	新设	4,000.00	10%	50%	40%	重庆市渝中区
	11	南宁美兆	新设	4,000.00	10%	70%	20%	南宁市
	12	辽阳美兆	新设	4,000.00	10%	70%	20%	辽阳市
南通基金	1	江苏美兆	股转	5,000.00	10%	90%	-	江苏省苏州市
	2	重庆美兆	股转	5,000.00	10%	60%	30%	重庆市渝北区

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

- **合计计划收购 19 家门店，稳步推进“参转控”进度，有力保障公司业绩。**
- ✓ 以 2017 年利润计算，大部分收购 PE 在 8-12 倍；平均净利润率 13%，高于上市公司利润率；
- ✓ 大部分门店为 2015-2016 年开设，实际运营时间 1-2 年（注意：注册到正式运营一般需要半年以上）。15 家门店均年收入超过 2000 万，其中更有新疆美年、海南美年、呼和浩特美年三家超过 5000 万；
- ✓ 16 家门店作出 2018-20 年业绩承诺，除一家海南美年是控股比例增加，其余均是参股转控股，以业绩承诺计算 16 家店未来三年合计并表利润贡献分别为 5814、6116、6424 万元。
- ✓ 公司执行力强，三年计划每年参转控 30-50 家，本次完成 17 家。

表 2: 拟收购体检中心情况

序号	标的公司	设立时间	营收 (万元)		净利润 (万元)		估值 (万元)	承诺净利润 (万元)			PE	2017 净利率	转让前持股比例	转让后持股比例
			2016	2017	2016	2017		2018	2019	2020				
1	亳州公司	2015.02.15	1,201	1,789	206	303	3,600	2018-2020 年均 450			12	17%	15%	51%
2	武汉美年	2016.11.15		841		-29	3,500	2018-2020 年均 690				-3%	16%	51%
3	烟台慈铭	2016.06.17	3	1,016	-119	106	3,200	2018-2020 年均 450			30	10%	-	82%
4	新乡美年	2013.11.04	2,042	3,432	616	683	5,800	2018-2020 年均 800			8	20%	10%	51%
5	中山美年	2016.05.22		2,855	-12	368	4,960	2018-2020 年均 680			13	13%	19%	80%
6	菏泽美年	2015.09.15	767	2,403	-139	336	4,960	2018-2020 年均 680			15	14%	-	31%
7	岳阳美年	2016.06.24	352	2,679	12	432	4,000	2018-2020 年均 550			9	16%	16%	51%
8	湘潭美年	2016.01.25	769	2,347	43	58	4,000	N/A			69	2%	18%	92%
9	襄阳美年	2014.12.24	1,331	2,536	182	625	4,960	2018-2020 年均 755			8	25%	10%	72%
10	葫芦岛美年	2017.03.23		840		16	4,200	N/A			269	2%	19%	65%
11	呼和浩特	2012.08.31	2,674	5,054	175	246	4,950	N/A			20	5%	23%	62%

美年														
12	新疆美年	2013.07.15	5,924	7,096	1,100	945	10,000	N/A			11	13%	70%	100%
13	海南美年	2015.03.17	4,714	6,620	329	1,045	12,500	2018-2020 年均 1,050			12	16%	51%	75%
14	佛山美年	2015.09.22	962	4,540	-44	564	9,000	2018-2020 年均 1,250			16	12%	15%	70%
15	德阳美年	2015.10.09	602	2,031	-43	229	4,000	450	550	650	17	11%	15%	51%
16	信阳美年	2015.07.20	1,773	3,673	46	596	4,960	620	680	750	8	16%	10%	51%
17	遂宁美年	2016.02.03	221	2,635	-126	424	4,500	500	600	700	11	16%	15%	51%
18	丹东美年	2015.12.13	712	2,464	-47	380	4,000	450	550	650	11	15%	19%	70%
19	株洲美年	2016.09.26		2,084		-61	3,600	350	450	550		-3%	16%	100%
合计并表利润增量*							5814	6116	6424					

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理测算

注：并表利润增量仅计算有业绩承诺的 16 家公司参转控及控股比例提升部分的业绩贡献

- ✓ **控股大象影像，结合远程阅片，加强体检生态布局。**公司体检业务具有海量数据，布局远程阅片赛道，未来可在影像大数据开发运用及人工智能等领域发力。
- ✓ **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，2017 年盈利预测根据业绩快报略作调整，2017-2019EPS 0.24/0.35/0.50 元（原预测：0.26/0.36/0.50），当前股价对应的 PE 107/74/51X。不考虑公司流量价值，仅以体检主业为安全边际，考虑到连锁医疗服务板块估值上移，参考爱尔眼科 PEG，上调合理估值至 29.67~32.17 元（2017/10/30 第一合理估值 21.42~23.33 元）。我们认为美年健康是确定性很强的成长股，目前处于高速增长阶段，并且安全边际广阔，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	2683	3116	4050	营业收入	3082	6273	8990	12811
应收款项	1025	2087	2990	4261	营业成本	1593	3337	4768	6778
存货净额	45	98	140	199	营业税金及附加	1	2	3	4
其他流动资产	132	270	387	551	销售费用	718	1556	2211	3139
流动资产合计	2371	5241	6832	9262	管理费用	264	534	762	1084
固定资产	987	1331	1647	1936	财务费用	40	(47)	(59)	(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
资产总计	5990	9232	11169	13916	营业利润	497	922	1345	1933
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	597	857	1224	利润总额	499	922	1345	1933
其他流动负债	836	1755	2510	3577	所得税费用	120	230	336	483
流动负债合计	2098	2353	3367	4801	少数股东损益	40	73	107	153
长期借款及应付债券	245	245	245	245	归属于母公司净利润	339	618	902	1296
其他长期负债	63	89	115	141					
长期负债合计	308	334	360	386	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2406	2687	3727	5187	净利润	339	618	902	1296
少数股东权益	271	336	431	567	资产减值准备	4	2	2	2
股东权益	3313	6209	7010	8161	折旧摊销	111	110	137	165
负债和股东权益总计	5990	9232	11169	13916	公允价值变动损失	6	0	0	0
					财务费用	40	(47)	(59)	(77)
					营运资本变动	454	18	(19)	(34)
					其它	31	63	93	135
					经营活动现金流	945	811	1115	1564
					资本开支	(406)	(454)	(454)	(454)
					其它投资现金流	(65)	(37)	(97)	0
					投资活动现金流	(1492)	(521)	(581)	(484)
					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)	(69)	(101)	(145)
					其它融资现金流	295	(987)	0	0
					融资活动现金流	543	1291	(101)	(145)
					现金净变动	(4)	1581	433	934
					货币资金的期初余额	1106	1101	2683	3116
					货币资金的期末余额	1101	2683	3116	4050
					企业自由现金流	543	307	598	1032
					权益自由现金流	996	(644)	643	1089

关键财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E
每股收益	0.14	0.24	0.35	0.50
每股红利	0.02	0.03	0.04	0.06
每股净资产	1.37	2.41	2.73	3.17
ROIC	10%	16%	22%	30%
ROE	10%	10%	13%	16%
毛利率	48%	47%	47%	47%
EBIT Margin	16%	13%	14%	14%
EBITDA Margin	20%	15%	15%	15%
收入增长	47%	104%	43%	43%
净利润增长率	30%	82%	46%	44%
资产负债率	45%	33%	37%	41%
息率	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
P/E	184.6	107.5	73.6	51.3
P/B	18.9	10.7	9.5	8.1
EV/EBITDA	105.2	72.4	50.7	36.3

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：开店计划稳步推进，并购基金保驾护航》 ——2018-01-26
- 《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-美年健康：看得见的蓝海》 ——2017-10-24
- 《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

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，并向客户发布的行为。