



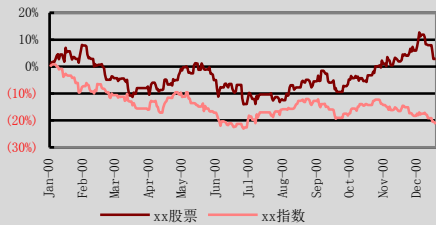
002044.SZ

增持

市场价格：人民币 21.68

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	27.6	(8.1)	8.0	63.8
相对深证成指	44.2	2.7	18.7	73.9

发行股数(百万)	3.122
流通股(%)	42
流通股市值(人民币 百万)	29,944
3个月日均交易额(人民币 百万)	257
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
上海天亿实业控股集团有限公司	10

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2018年6月28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

邓周宇

(86)55)82560525
zhouyuding@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050000

张威亚

(86)10)66229354
weilia.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：s1300517070002

柴博

(0755)82560525
bo.chai@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

高睿婷

(86)21)20328514
guiting.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%。爱康国宾2017年底收入为36.5亿左右(+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1000家门店、7000万以上的体检人次，收入、利润双50%增长无忧，维持“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为2.03亿（收入19.24亿）、美年归母净利为6.73亿以上（收入69.22亿左右）。2018-2020年总体归母净利润为：8.76亿/12.80亿/18.44亿（同比+43%/46%/44%），EPS 0.28/0.41/0.59，维持“增持”评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	3,082	6,233	9,100	12,831	18,156
变动(%)	47	102	46	41	41
净利润(人民币 百万)	339	614	876	1,280	1,844
全面摊薄每股收益(人民币)	0.109	0.197	0.281	0.410	0.591
变动(%)	(34.9)	68.6	18.9	46.2	44.0
市场预期每股收益(人民币)					
原先预测摊薄每股收益(人民币)			n.a.	n.a.	n.a.
调整幅度(%)			n.a.	n.a.	n.a.
全面摊薄市盈率(倍)	208.6	115.4	80.9	55.5	38.5
价格/每股现金流量(倍)	77.9	41.0	36.7	24.9	22.1
每股现金流量(人民币)	0.29	0.56	0.62	0.91	1.03
企业价值/息税折旧前利润(倍)	116.1	60.5	45.2	31.1	21.5
每股股息(人民币)	0.015	0.050	0.059	0.087	0.125
股息率(%)	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	3,082	6,233	9,100	12,831	18,156
销售成本	(1,594)	(3,314)	(4,824)	(6,778)	(9,573)
经营费用	(877)	(1,756)	(2,750)	(3,900)	(5,568)
息税折旧前利润	611	1,163	1,526	2,154	3,016
折旧及摊销	(111)	(213)	(225)	(288)	(351)
经营利润 (息税前利润)	500	950	1,301	1,865	2,665
净利息收入/(费用)	(40)	(111)	(58)	(39)	(10)
其他收益/(损失)	39	58	43	54	54
税前利润	499	897	1,286	1,880	2,709
所得税	(120)	(207)	(296)	(432)	(623)
少数股东权益	40	81	115	168	242
净利润	339	614	876	1,280	1,844
核心净利润	419	609	875	1,280	1,843
每股收益 (人民币)	0.109	0.197	0.281	0.410	0.591
核心每股收益 (人民币)	0.173	0.234	0.280	0.410	0.590
每股股息 (人民币)	0.015	0.050	0.059	0.087	0.125
收入增长(%)	47	102	46	41	41
息税前利润增长(%)	54	90	37	43	43
息税折旧前利润增长(%)	52	90	31	41	40
每股收益增长(%)	(35)	69	19	46	44
核心每股收益增长(%)	(33)	35	20	46	44

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	499	897	1,286	1,880	2,709
折旧与摊销	111	213	225	288	351
净利息费用	40	111	58	39	10
运营资本变动	102	295	605	975	724
税金	(81)	(122)	(296)	(432)	(623)
其他经营现金流	36	50	56	106	39
经营活动产生的现金流	707	1,445	1,934	2,857	3,210
购买固定资产净值	13	112	635	667	645
投资减少/增加	(1,276)	(2,246)	45	56	56
其他投资现金流	102	120	(1,269)	(1,335)	(1,290)
投资活动产生的现金流	(1,161)	(2,014)	(589)	(611)	(589)
净增权益	(36)	(130)	(186)	(271)	(391)
净增债务	602	925	353	23	631
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(115)	737	140	(106)	(185)
融资活动产生的现金流	451	1,559	360	(252)	276
现金变动	(3)	989	1,705	1,994	2,898
期初现金	1,106	1,101	2,366	4,071	6,065
公司自由现金流	(454)	(569)	1,345	2,246	2,622
权益自由现金流	188	466	1,756	2,308	3,263

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,230	2,712	4,417	6,411	9,309
应收帐款	1,025	1,676	1,637	2,101	2,132
库存	45	83	117	127	192
其他流动资产	70	118	239	204	463
流动资产总计	2,371	4,590	6,411	8,843	12,095
固定资产	987	1,895	2,252	2,557	2,794
无形资产	26	138	191	264	322
其他长期资产	1,297	578	574	57	(204)
长期资产总计	2,310	2,611	3,017	2,879	2,912
总资产	5,990	12,479	14,575	17,214	20,601
应付帐款	275	591	735	1,221	1,678
短期债务	830	1,144	1,568	1,592	2,003
其他流动负债	993	2,730	3,274	4,191	4,748
流动负债总计	2,098	4,465	5,577	7,004	8,429
长期借款	245	1,000	664	707	986
其他长期负债	63	112	112	112	112
股本	2,421	2,601	3,122	3,122	3,122
储备	891	3,895	4,585	5,594	7,047
股东权益	3,312	2,905	7,708	8,716	10,170
少数股东权益	271	406	515	675	905
总负债及权益	5,990	12,479	14,575	17,214	20,601
每股帐面价值 (人民币)	1.37	1.12	2.47	2.79	3.26
每股有形资产 (人民币)	1.36	1.06	2.41	2.71	3.15
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.01)	(0.24)	(0.63)	(1.26)	(1.99)

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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	19.8	18.7	16.8	16.8	16.6
息税前利润率(%)	16.2	15.2	14.3	14.5	14.7
税前利润率(%)	16.2	14.4	14.1	14.7	14.9
净利率(%)	11.0	9.8	9.6	10.0	10.2
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.0	1.1	1.3	1.4
利息覆盖率(倍)	12.4	8.5	22.4	47.9	257.2
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)	1.1	1.0	1.1	1.2	1.4
估值					
市盈率(倍)	208.6	115.4	80.9	55.5	38.5
核心业务市盈率(倍)	131.5	97.2	81.1	55.5	38.5
市净率(倍)	16.6	20.3	9.2	8.2	7.0
价格/现金流(倍)	77.9	41.0	36.7	24.9	22.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	116.1	60.5	45.2	31.1	21.5
周转率					
存货周转天数	8.0	7.1	7.6	6.6	6.1
应收帐款周转天数	101.7	79.1	66.5	53.2	42.5
应付帐款周转天数	25.4	25.3	26.6	27.8	29.1
回报率					
股息支付率(%)	10.7	21.2	21.2	21.2	21.2
净资产收益率(%)	10.6	19.7	16.5	15.6	19.5
资产收益率(%)	7.2	7.9	7.4	9.0	10.9
已运用资本收益率(%)	2.0	3.0	2.8	2.9	3.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测