



2018-08-20

公司点评报告

买入/维持

美年健康(002044)

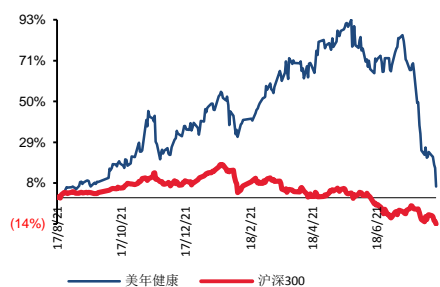
目标价: 22

昨收盘: 13.85

医疗保健 医疗保健设备与服务

“广州富海”事件基本平息，深跌过后“黄金坑”显现

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,122/1,317
总市值/流通(百万元)	43,234/18,238
12个月最高/最低(元)	30.30/13.85

相关研究报告:

美年健康(002044)《量价齐升、产品结构优化带来业绩稳健增长》
--2018/07/27

美年健康(002044)《淡季促销成效显著，一季度减亏明显，中报业绩预告大幅增长》
--2018/04/26

美年健康(002044)《核心指标均显示公司扩张步伐稳健》
--2018/04/18

证券分析师: 杜佐远

电话: 010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

证券分析师: 蔡明子

电话: 010-88695263

E-MAIL: caimz@tpyzq.com

一、美年健康“广州富海”事件基本平息，深跌过后“黄金坑”显现

美年健康自7月29日被自媒体质疑医生资质等问题后,经历了舆论发酵和公众的持续关注,随着主管部门核查的深入及澄清,目前事实已经明朗,公司及时发布澄清公告,并对深交所问询函进行了详细、无保留的回复,同时公布了广州美年富海门诊部的整改内容,舆论已经回归理性。

17日晚,美年健康公告了最新的回复深交所问询函,加之前次回复函,其澄清的内容主要包括:1)美年健康体检中心医护人员配置及执业资格符合卫生行政部门相关管理规定,不存在“假医生”等情况;2)广州美年富海门诊部发生的问题,反映其在执行集团管理制度和质控制度方面还有不足,存在医师多点执业备案手续及授权签字不规范问题;3)美年健康高度重视,已督促广州公司完成相关整改工作,同时在全国范围内开展深度自查,全流程无死角排查所有关键环节和指标,从源头杜绝质量隐患。预计本次广州美年富海门诊部事件不会对美年健康造成持续重大不利影响。

总体来说,二级市场投资者对公告的解读和判断趋于理性,在公司发布整改书通知(8月6日)至10日的一周时间里,股价波动0.6%,相比前一周25%的跌幅,市场情绪已经趋于冷静和稳定。

我们依旧看好公司的理由在于,公司基本面没有发生本质改变,基层下沉及产业链延伸的逻辑也没有破坏——公司作为非公体检中心龙头企业,未来推动业绩增长的核心因素在于体检人次和客单价的双重提升,助推因素在于自建、先参后控、并购基金体外培育快速扩张并向基层下沉、产品及服务创新提升服务内涵、淡季开发提升个检占比、员工激励激发管理层和销售人员积极性等,成长空间依然巨大。经历本次事件后,相信美年健康会吸取经验教训,进一步加强自身质控管理,加强行业龙头规范引领意识,加强风险防范内控意识。从资本市场来看,投资价值会进一步凸显。

公司在完成整改后,其业绩增长将更扎实、更可靠、更能让市场信服。前期深跌过后,预计19年EPS为0.39~0.45元/股(18/19年复合增速40~50%),PE 32~36倍,按45~50倍的合理估值,一年期合理估值17.5~22.5元,利空集中出尽,已经到了左侧买入时机。

执业资格证书编码：S1190518050001

二、随着医改深入推进，医生多点执业备案和设备审批等环节将进一步降低门槛

事实上，美年健康在 15 年借壳上市后，面临 3 年业绩承诺及体检行业的激烈竞争，必须快速扩张规模抢占市场取得头部地位，才能保证未来持续发展，且公司的区域合作人和并购基金模式也在加速其扩张速度；在此过程中，不可避免的会遇到两个主要问题——部分地区医生资源紧缺制约了体检中心接待量的提升，及相关资质审批时间较长（如放射诊疗许可证）使得部分业务在开业后不能及时开展，这与体检中心的快速增长压力形成矛盾，最终形成局部经营风险并在此次事件中暴露出来。

1. 局部医生短缺的问题。

目前部分公立医院仍没有完全放开多点执业，而医生在地方卫计委进行多点执业备案时，需要取得医院开具的“同意书”，所以有相当一部分医生在美年健康的注册也遇到阻力，他们有资质，却无法在体检报告单上署名。对比美国 2012 年就有高达 83% 的医生在“医生集团”中行医，国内 2017 年 3.2% 的多点执业比例处于很低的起步阶段，随着医改进入深水区，其趋势是势不可挡的，因此当前行业整体医生多点执业问题将逐步缓解，政策支持下，美年体系多点执业医师的问题预计将加速解决。

单靠政策的落地是不够的，美年健康在规范医生资质方面，也实施了严格的整改措施：一是在严格保障医师执业资质合法合规的基础上，进一步严格医师执业规范，坚决杜绝医师多点执业不规范行为；二是规范体检报告审核流程，报告签发实行双签制度；三是严格检查报告签名制度，要求相关人员手写签名扫描样本进行电子备案，做到人员、签名、证件互相印证，同时进一步严格签名使用制度；四是重点加强对放射诊疗工作人员管理，重申门诊部放射诊疗执业人员必须完成职业健康体检管理和复查工作，人力部门着重加强监督核查。总体来说，未来美年在质控和风控水平上只会越来越强，长远持续发展更有扎实基础。

2. 放射诊疗资质审批时间较长的问题。

CT 和核磁设备，前者需要市级卫生部门审批，后者达到一定规格后按照现行规定还需要省级卫生部门审批或备案，手续复杂，且时间较长，但在今年 3 月份及后期的地方性政策中，国家对大型医疗设备的审批流程已经开始进一步简化：

2018 年 3 月 29 日，国家卫健委公布了《大型医用设备配置许可管理目录（2018 年）》，目录对乙类大型医用设备的规定进行变更：1) 64 排以下不属于大型医用设备；2) PET-CT 被纳入乙类，配置审批权限下放至省级卫生社生委；3) SPECT 取消配置审批。

2018年7月24日，上海市新闻办在《关于推进健康服务业高质量发展加快建设一流医学中心城市的若干意见》中就明确提出：要将上海自贸区社会办医疗机构乙类大型医用设备管理模式推向全市。

8月，国务院发文，决定自2018年8月4日起至12月31日在上海浦东新区暂时调整实施《医疗器械监督管理条例》中关于大型医用设备配置许可证核发的规定，对试点区域内的社会办医疗机构配置乙类大型医用设备不实行许可管理，加强事中事后监管。

可以看出，国家政策对大型医疗设备审批权限的下放及部分试点城市审批流程的暂时简化，将加快非公医疗机构相关设备的配置速度，对医疗服务板块及医疗器械板块都是利好，这也表示，美年健康配置大型医疗设备的审批速度将加快，其运营风险也将降低。

事实上，美年遇到的挑战，也是行业主管部门、社会公众以及体检受众对于更高体检服务标准的诉求体现。公众不能因此忽视非公体检机构对于公立医院体系的职能补充及对中国健康体检事业做出的贡献（体检技术/服务创新等）。美年健康在硬件设备上公司采购西门子、飞利浦、东芝等具有影响力的国际品牌，引进心脏冠脉核磁、基因检测、肿瘤标志物筛查、胶囊胃肠镜、AD早期检测等创新体检筛查，并利用规模优势带来的采购成本优势，使体检受众获得比公立医院体检价格低、项目更多的体检套餐。

相比发达国家，虽然我国非公体检行业多年发展已经出现了美年健康这样的领军龙头机构，但是整体人群的健康体检覆盖率还是很低，可提高空间仍然巨大。随着居民收入水平的提高、健康管理意识的提升，“预防为主”的健康观念深入人心，健康体检需求和市场规模还将进一步增大，体检行业仍然是朝阳产业。我们预计，美年健康下一步计划将重点提升体检标准化和智能化程度，进一步创新疾病早期筛查、影像诊断等体检业务，还将研发建立糖尿病等与体检业务密切相关的常见慢性病健康管理系统。相信美年健康此番发力，也将极大顺应愈加增长的个人体检市场需求，在提升其自身公司规模实力的同时，促进整体非公体检行业的优化发展壮大。

盈利预测：预计19年EPS为0.39~0.45元/股（18/19年复合增速40~50%），对应PE 32~36倍；19年按45~50倍的合理估值，一年期合理估值17.5~22.5元，利空集中出尽，维持“买入”评级。我们暂维持之前18/19年归母净利润增长51%/45%增长，待观察终端实际影响后，进行业绩微调。

风险提示：体检行业及公司医疗质量突发事件；体检中心扩张速度及盈利能力不及预期；体检中心快速过程中的管理风险。

■ 盈利预测和财务指标:

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6233	8726	12478	18219
(+/-%)	102.20%	40%	43%	46%
归母净利润(百万)	614	924	1344	1935
(+/-%)	81%	51%	45%	44%
摊薄每股收益(元)	0.24	0.30	0.43	0.62
市盈率(PE)	91	49	33	23

资料来源: Wind, 太平洋证券

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1101	2366	2277	3185	5158	营业收入	3082	6233	8726	12478	18219
应收和预付款项	937	1524	1739	2452	3531	营业成本	1593	3306	4625	6613	9656
存货	45	83	101	145	212	营业税金及附加	1	8	9	19	22
其他流动资产	287	616	657	790	995	销售费用	718	1488	2011	2857	4235
流动资产合计	2371	4590	4774	6573	9895	管理费用	264	464	698	998	1458
长期股权投资	1061	31	31	31	31	财务费用	40	111	41	43	29
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	6	18	0	0	0
固定资产	937	1809	2370	2796	3087	投资收益	37	61	100	150	200
在建工程	50	87	137	187	237	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	26	138	245	375	518	营业利润	497	904	1442	2097	3019
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	2	-2	2	3	4
其他非流动资产	3619	7890	9406	10513	11497	利润总额	499	902	1444	2100	3023
资产总计	5990	12479	14180	17085	21392	所得税	120	207	361	525	756
短期借款	830	1144	1144	1144	1144	净利润	379	694	1083	1575	2268
应付和预收款项	730	1684	2092	2991	4367	少数股东损益	40	81	159	231	333
长期借款	245	603	603	603	603	归母股东净利润	339	614	924	1344	1935
其他负债	600	2145	2355	2786	3449	预测指标					
负债合计	2406	5577	6194	7524	9564		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	2421	2601	3122	3122	3122	毛利率	48.31%	46.96%	47.00%	47.00%	47.00%
资本公积	21	2357	1837	1837	1837	销售净利率	11.00%	9.85%	10.59%	10.77%	10.62%
留存收益	869	1538	2462	3806	5741	销售收入增长率	46.65%	102.25%	40.00%	43.00%	46.01%
归母公司股东权益	3313	6497	7420	8765	10700	EBIT 增长率	42.38%	87.80%	46.63%	44.32%	42.43%
少数股东权益	271	406	565	796	1129	净利润增长率	30.21%	81.11%	50.53%	45.50%	43.94%
股东权益合计	3584	6903	7986	9561	11828	ROE	10.23%	9.45%	12.45%	15.34%	18.08%
负债和股东权益	5990	12479	14180	17085	21392	ROA	5.66%	4.92%	6.52%	7.87%	9.05%
现金流量表(百万)						ROIC	18.03%	12.66%	15.18%	20.09%	27.59%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EPS(X)	0.14	0.24	0.30	0.43	0.62
经营性现金流	707	1445	1759	2432	3466	PE(X)	94.14	91.13	48.65	33.44	23.23
投资性现金流	-1161	-2014	-1766	-1447	-1416	PB(X)	9.63	8.76	6.06	5.13	4.20
融资性现金流	451	1559	-83	-77	-77	PS(X)	10.36	9.13	5.15	3.60	2.47
现金增加额	0	0	0	0	0	EV/EBITDA(X)	42.31	40.20	24.62	16.81	11.48

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com

广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。