



2018-08-29

公司点评报告

买入/维持

美年健康(002044)

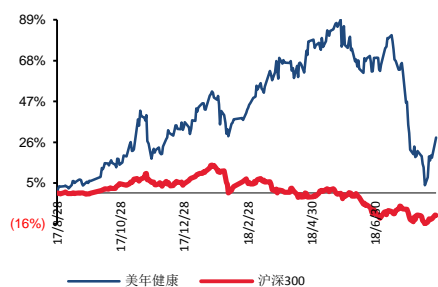
目标价: 22

昨收盘: 17.13

医疗保健 医疗保健设备与服务

业绩大幅提升, 加强医质管理保证未来稳健发展

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,122/1,834
总市值/流通(百万元)	53,472/31,419
12个月最高/最低(元)	30.30/13.85

相关研究报告:

美年健康(002044)《“广州富海”事件基本平息, 深跌过后“黄金坑”显现》--2018/08/20

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

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

事件: 8月29日, 公司发布18年半年报: 上半年实现营收34.8亿, 同比增长57.42%, 归母净利润1.70亿, 同比增长1015.48%, 扣非净利润1.01亿, 同比增长530.51%, 以上同期数据均为慈铭100%并表的口径。同时, 公司预计1-9月归母净利润增长46.85%-85.5%, 为3.8-4.8亿元。公司上半年销售费用9.68亿(+65.50%)、管理费用2.68亿(+23.71%)、财务费用1.05亿(+145.19%)、研发费用814万元(+274.71%)。公司上半年收入、利润增速均符合市场预期。

淡季营销效果显著, 收入、利润加速提升: 上半年(尤其是一季度)为体检行业传统淡季, 公司从去年一季度起就加大了淡季促销力度, 今年推出“新春卡”等爆款产品, 在扩大销售量的同时保证服务内涵同步提升, 上半年个检占比提升至34%。收入方面, 18Q1、Q2分别实现收入12.25、22.60亿, 同比增长65%、54%, 扩张期维持高增长; 利润方面, 18Q1继续减亏7%, Q2实现归母净利润2.68亿元, 同比增长100%, 除去规模扩张带来的增长外, 另一重要因素在于公司对个检和增值服务市场的积极拓展, 体现为产品内涵再扩容, 质量服务再升级, 以及基因检测、肿瘤早筛、冠脉核磁、肝超等高端体检新产品带来的产品结构优化。

上半年非流动资产处置损益9406万元, 扣除25%的所得税约7000万, 大部分是公司在将参股体检中心纳入体内时参股股权增值的利润; 但同时, 公司上半年新增银行短期借款11.6亿和长期借款4.5亿, 加之债券, 按5.5%的平均利率来估算, 将产生5000-6000万的利息支出, 非流动资产处置损益对净利润影响有限, 即上半年净利润大幅增长绝大部分是依靠体检人次和客单价双提升的结果。

在投资收益上, 上半年公司将23家参股体检中心纳入合并报表, 投资收益增长612%为1.09亿, 平均一家体检中心约400万, 按照公司每年计划参变控30-50家来看, 总体投资收益约1-2亿, 体量较稳定。随着公司对医疗和管理质量的重视度提升, 以及净利润的逐年提升, 预计未来投资收益占比将适当降低。

拟发行美元债开拓融资渠道: 公司拟通过境外全资子公司发行总额不超过3亿美元(含3亿美元)的债券, 期限不超过5年, 用于股

执业资格证书编码：S1190518050001

权投资、偿还贷款和一般用途等，将有效降低融资成本，优化资本结构。

竞争优势领先，基层下沉打开新空间：基层地区是公司重点布局的区域，总体来看：1) 美年健康在基层城市已经基本超越当地公立医院体检中心水平，在规模、产能、折扣、客户获取等方面领先竞争对手，基于公司正在向三四五线全面扩张，看好公司未来布局方向及空间。2) 体检中心考核指标细化，集团精细化管理能力较强，确保完成业绩目标。3) 基层体检中心实现标准化复制，盈利周期有缩短趋势。4) 基因检测项目、远程阅片、胶囊胃肠镜、呼吸睡眠检测、AD 早期检测等新项目和技术已经在基层落地，成为提升体检量和价的有效手段。

医质及精细化管理提升为工作重点，为后期稳健发展奠定坚实基础：从中报可以看出，公司已经加大了合规运营、医质规范方面的力度和管理权重，并将加强信息化管理的投资和医疗专业人才储备建设，进一步提升完善内控体系，持续提高服务品质和医疗质量等级。核心制度执行高于行业标准，有望引领行业整体质量管理标准提升。例如：

- 1) 启动《医疗质量管理考核标准 800 分》，在资质证照、人员资质、组织建设、急救管理、职业防护、卫生规范、医疗废物管理与污水处理等七个方面进行全方位无死角督查。
- 2) 完善升级“医、技、护”带教管理和考核激励制度，同时不断强化美年特有的医疗质量四级质控体系，从集团、省级公司到分公司、分院进行抽查、巡查、督查和互查。
- 3) 进一步优化了考核指标，从工作日、营收目标、个检占比、客单价提升、36 小时报告和质控管理指标率等方面制定指标并严格实行。
- 4) 集团的信息指挥中心正式成立，已实现了分院信息汇总、大设备数量检查量、剂量统计监测以及视频监控、PACS 系统检查统计等功能，未来还会实现能耗监控、闲置设备调拨、设备维修保养、门店监控联网等新功能。

虽然公司在医质和内控方面将投入相应的人力物力，导致成本增加，对短期内公司收入和净利润的高速增长将产生一定的影响，但长远来看，公司之后的业绩增长将更扎实、更可靠，经营风险将大大降低，为今后的稳健发展奠定坚实基础。

持续的量价齐升是公司业绩快速、稳健增长的保障：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。

非公医疗政策壁垒降低，体检行业将迎良性发展：近期，国家卫健委连续发布了《关于印发医疗消毒供应中心等三类机构基本标准和管理规范（试行）的通知》、《关于印发大型医用设备配置与使用管理办法（试行）的通知》和《关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知》等文件，进一步从政策层面肯定了独立体检中心的合规性，为体检行业的长期健康发展保驾护航，健康体检行业将迎来更加健全、更加规范的行业发展新阶段。

具体来看：

1) 目前，北京、深圳、江苏、浙江、广东、福建、山东、河北等 19 省市已经取消医生第一执业地点书面同意要求。未来 5 年内多点执业将成为 75% 医生的选择。——由审批制变成备案制，即以上地区医生多点执业不再需要经过医院书面同意，将极大程度上缓解体检中心在内的民营医疗机构医生短缺问题。

2) 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，目前上海浦东已经开始试点实施《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。——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，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。

盈利预测：结合公司下半年开始对医疗质量管理的加强，我们略下调 18-20 年的利润预期：预计 18-20 年归母净利润分别为 8.76、12.60、18.25 亿，对应 PE 分比为 61/42/29 倍；19 年按 50~55 倍的合理估值，一年期合理估值 20~22 元，维持“买入”评级。

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；体检中心快速扩张过程中的管理风险。

■ 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	876	1260	1825
(+/-%)	81%	43%	44%	45%
摊薄每股收益(元)	0.24	0.28	0.40	0.58
市盈率(PE)	91	61	42	29

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	2224	3037	4882	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	17	25	36
其他流动资产	287	616	657	790	995	销售费用	718	1488	2077	2970	4373
流动资产合计	2371	4590	4721	6424	9619	管理费用	264	464	698	1011	1476
长期股权投资	1061	31	31	31	31	财务费用	40	111	41	44	31
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	1367	1966	2847
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	1369	1969	2851
资产总计	5990	12479	14128	16937	21116	所得税	120	207	342	492	713
短期借款	830	1144	1144	1144	1144	净利润	379	694	1027	1476	2138
应付和预收款项	730	1684	2092	2991	4367	少数股东损益	40	81	151	217	314
长期借款	245	603	603	603	603	归母股东净利润	339	614	876	1260	1825
其他负债	600	2145	2358	2792	3457	预测指标					
负债合计	2406	5577	6198	7531	9571		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%	10.04%	10.10%	10.01%
留存收益	869	1538	2414	3674	5499	销售净收入增长率	46.65%	102.25%	40.00%	43.00%	46.01%
归母公司股东权益	3313	6497	7373	8633	10457	EBIT 增长率	42.38%	87.80%	39.31%	42.62%	43.23%
少数股东权益	271	406	557	774	1087	净利润增长率	30.21%	81.11%	42.79%	43.75%	44.81%
股东权益合计	3584	6903	7930	9406	11545	ROE	10.23%	9.45%	11.89%	14.59%	17.45%
负债和股东权益	5990	12479	14128	16937	21116	ROA	5.66%	4.92%	6.20%	7.44%	8.64%
现金流量表(百万)						ROIC	18.03%	12.66%	14.43%	18.87%	26.08%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	EPS(X)	0.14	0.24	0.28	0.40	0.58
经营性现金流	707	1445	1707	2336	3338	PE(X)	94.14	91.13	61.01	42.44	29.31
投资性现金流	-1161	-2014	-1766	-1447	-1416	PB(X)	9.63	8.76	7.25	6.19	5.11
融资性现金流	451	1559	-83	-77	-77	PS(X)	10.36	9.13	6.13	4.29	2.93
现金增加额	0	0	0	0	0	EV/EBITDA(X)	42.31	40.20	30.52	21.15	14.54

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。