



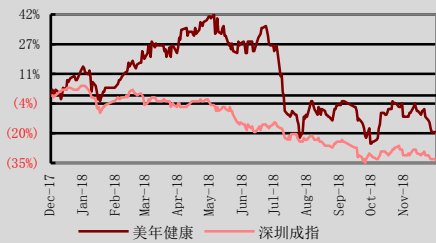
002044.SZ

增持

市场价格：人民币 14.39

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	(20.1)	(14.6)	(15.5)	(20.7)
相对深证成指	14.3	(7.4)	(2.7)	13.3

发行股数(百万)	3,122
流通股(%)	75
流通股市值(人民币 百万)	33,410
3个月日均交易额(人民币 百万)	214
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，聚源及中银国际证券

以2018年12月24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

(0755)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

柴博

(0755)82560525

bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

高睿婷

(8621)20328514

ruiting.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，收入利润维持30%~35%增速

由于广州门店事件，公司对于医质和质控进行了强化并加大投入，调整18-20年净利润预测至8.32亿、10.94亿、14.54亿，对应估值54X、41X、31X。公司作为第三方体检的行业龙头，业绩持续高增长，维持增持评级。

### 支撑评级的要点

- 截止目前，公司体内外合计有570余家体检门店，在营449家，美年健康体系在营门店359家，慈铭70家门店，其中控股60家，美兆和奥亚合计20家，预计2018年体检人次近3000万。到2020年体内外门店数量达到1000家，体检人次6000-7000万左右，每年门店的增速为35%、体检人次增速41%。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70%、个检占比30%，团检的客单价为404元(提高了4%)、个检客单价为588元(提高了10%)。随着个检占比的提高及心脏冠脉核磁、基因检测、胶囊胃镜、AD早期检测等新体检手段的丰富，客单价每年可以提高10%左右，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。
- 2017年10月11日慈铭完成过户纳入公司合并范围，2016、2017年慈铭收入为12.80、16.09亿，净利为1.3、1.63亿(2016年并表3600万、2017年并表8000万)；美年收入30.82、46.24亿，净利3.03、4.52亿。2018年预计慈铭归母净利为2.04亿(收入20.11亿)、美年归母净利为6.07亿(含参转控的投资收益1.51亿，美年收入60.11亿)、美因基因并表2000万净利。

### 评级面临的主要风险

- 医疗事件风险，行业竞争加剧。

### 估值

- 由于广州门店事件，公司费用端的提升及后续内生增长稳健性的需要，我们下调2018-2020年归母净利润27%/34%/35%至8.32亿/10.94亿/14.54亿(同比+35.5%/31.6%/32.9%)，EPS 0.27/0.35/0.47，根据目前医疗服务板块整体的PE水平(49.91X)，以及医疗服务板块内生增长的稳健属性在医药行业中存在配置需求，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	8,219	10,704	13,816
变动(%)	47	102	32	30	29
净利润(人民币 百万)	339	614	832	1,094	1,454
全面摊薄每股收益(人民币)	0.109	0.197	0.266	0.350	0.466
变动(%)	(34.9)	80.7	35.0	31.6	32.9
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.37	0.53	0.72
调整幅度(%)			(27.0)	(33.9)	(34.7)
全面摊薄市盈率(倍)	132.0	73.0	54.0	41.1	30.9
价格/每股现金流量(倍)	49.3	25.9	24.3	18.1	17.8
每股现金流量(人民币)	0.29	0.56	0.59	0.79	0.81
企业价值/息税折旧前利润(倍)	73.5	38.1	28.9	21.2	15.8
每股股息(人民币)	0.015	0.050	0.056	0.074	0.099
股息率(%)	0.1	0.3	0.4	0.5	0.7

资料来源：公司数据及中银国际证券预测

### 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	8,219	10,704	13,816
销售成本	(1,594)	(3,314)	(4,394)	(5,706)	(7,356)
经营费用	(877)	(1,756)	(2,335)	(3,041)	(3,941)
息税折旧前利润	611	1,163	1,490	1,957	2,519
折旧及摊销	(111)	(213)	(225)	(288)	(351)
经营利润 (息税前利润)	500	950	1,265	1,668	2,168
净利息收入/(费用)	(40)	(111)	(173)	(260)	(336)
其他收益/(损失)	39	58	149	225	338
税前利润	499	897	1,241	1,633	2,170
所得税	(120)	(207)	(285)	(375)	(499)
少数股东权益	40	81	124	163	217
净利润	339	614	832	1,094	1,454
核心净利润	419	609	831	1,094	1,453
每股收益 (人民币)	0.109	0.197	0.266	0.350	0.466
核心每股收益 (人民币)	0.109	0.197	0.266	0.350	0.465
每股股息 (人民币)	0.015	0.050	0.056	0.074	0.099
收入增长(%)	47	102	32	30	29
息税前利润增长(%)	54	90	33	32	30
息税折旧前利润增长(%)	52	90	28	31	29
每股收益增长(%)	(35)	69	13	32	33
核心每股收益增长(%)	(33)	35	14	32	33

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 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	1,241	1,633	2,170
折旧与摊销	111	213	225	288	351
净利息费用	40	111	173	260	336
运营资本变动	102	295	529	733	386
税金	(81)	(122)	(285)	(375)	(499)
其他经营现金流	36	50	(33)	(61)	(213)
经营活动产生的现金流	707	1,445	1,850	2,478	2,531
购买固定资产净值	13	112	635	667	645
投资减少/增加	(1,276)	(2,246)	151	227	340
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)	(483)	(440)	(305)
净增权益	(36)	(130)	(176)	(232)	(308)
净增债务	602	925	1,296	1,519	1,000
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(115)	737	25	(327)	(509)
融资活动产生的现金流	451	1,559	1,198	1,063	404
现金变动	(3)	989	2,565	3,100	2,630
期初现金	1,106	1,101	2,366	4,931	8,032
公司自由现金流	(454)	(569)	1,367	2,037	2,226
权益自由现金流	188	466	2,836	3,816	3,562

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 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	5,277	8,378	11,007
应收帐款	1,025	1,676	1,316	1,802	1,419
库存	45	83	100	106	139
其他流动资产	70	118	207	166	347
流动资产总计	2,371	4,590	6,901	10,452	12,912
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	15,065	18,823	21,417
应付帐款	275	591	616	1,030	1,197
短期债务	830	1,144	1,962	2,463	2,463
其他流动负债	993	2,730	2,963	3,727	3,743
流动负债总计	2,098	4,465	5,541	7,220	7,404
长期借款	245	1,000	1,215	2,276	3,335
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	4,551	5,413	6,559
股东权益	3,312	2,905	7,673	8,535	9,681
少数股东权益	271	406	524	680	886
总负债及权益	5,990	12,479	15,065	18,823	21,417
每股帐面价值 (人民币)	1.37	1.12	2.46	2.73	3.10
每股有形资产 (人民币)	1.36	1.06	2.40	2.65	3.00
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.01)	(0.24)	(0.60)	(1.11)	(1.63)

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测

### 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	18.1	18.3	18.2
息税前利润率(%)	16.2	15.2	15.4	15.6	15.7
税前利润率(%)	16.2	14.4	15.1	15.3	15.7
净利率(%)	11.0	9.8	10.1	10.2	10.5
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.0	1.2	1.4	1.7
利息覆盖率(倍)	12.4	8.5	7.3	6.4	6.5
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	1.2	1.4	1.7
估值					
市盈率(倍)	132.0	73.0	54.0	41.1	30.9
核心业务市盈率(倍)	132.0	73.0	54.1	41.1	30.9
市净率(倍)	10.5	12.8	5.8	5.3	4.6
价格/现金流(倍)	49.3	25.9	24.3	18.1	17.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	73.5	38.1	28.9	21.2	15.8
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	26.8	28.1	29.4
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	15.7	13.5	16.0
资产收益率(%)	7.2	7.9	7.1	7.6	8.3
已运用资本收益率(%)	2.0	3.0	2.5	2.2	2.4

资料来源: 公司数据及中银国际证券预测