

拟收购 Dendreon 进军细胞免疫领域，打造国内生物医疗和健康养老龙头企业

■华丽转身，从商业百货企业转型为含生物医疗、健康养老两大产业的医疗健康集团企业。公司此前主业为百货零售和房地产，2014 年开始公司开始收购国内外医药资产，公司完成了细胞治疗领域上下游一体布局，以细胞免疫疗法和脐带血存储、临床应用为核心，养老等优质资产产生产业协同，成为国内乃至全球的细胞免疫治疗领域龙头企业。

■拟收购 Dendreon 进入细胞免疫治疗，重磅产品 PROVENGE 有望在美国、中国先后放量。细胞免疫治疗是肿瘤治疗最受关注的新型治疗方法，PROVENGE 作为第一个获批肿瘤细胞免疫产品效果良好，前景广阔。Provenge 在美国的理论空间超 40 亿美元，而 2016 年美国注射人数约为 3500 人，患者渗透率尚不足 10%。和美国进行对比，我国前列腺癌发病人群约为美国的一半，新发无症状或轻微症状 mCRPC 患者约为美国的 85%，Provenge 在新发无症状或轻微症状 mCRPC 处于独占地位，中国市场潜在大量目标患者，一旦引入，预计将迅速填补空白市场。Dendreon 的核心研发计划包括 PROVENGE 治疗前列腺癌患者的适应症扩展，一旦进入广阔的早期前列腺癌患者治疗市场，其根据目标人群和渗透率我们判断 PROVENGE 销售收入规模有翻倍以上空间。

■脐带血干细胞业务：公司先发优势显著，业务将实现快速发展。根据 IMS 数据预测，2020 年我国干细胞市场规模达到 1200 亿人民币。我国干细胞市场相对国外发达国家有一定差距。第一，目前中国干细胞市场的中下游仍未放开，整个产业以上游储存业务为主。第二，在存储上方面，我国目前干细胞以脐带血存储为主，其他干细胞存储业务尚处于起步阶段，而脐带血存储率仅为 1% 左右，市场主要集中在 7 个有牌照的省市地区，发达国家脐带血存储率达到 15-20%。公司直接或间接拥有 7 张牌照中的 4 张，合计在亚洲地区总存储量超 100 万份，多个脐血库获得 AABB 认证。从量和质两个方面而言，公司脐带血干细胞业务产业链先发优势十分显著。受益于存储业务的加速推广以及向更下游应用领域的拓展，我们判断，该业务将迎来发展最佳时机，收入和利润均能实现快速增长。

■健康养老业务：打造国内领先的居家养老服务提供商和平台商。随着我国老龄化社会的快速到来，养老产业市场规模逐年攀升，5 年平均增速达 26.91%，到 2021 年市场规模预计达到 6.5 万亿。由于我国国情以及传统注重孝道文化，居家养老是老年人是养老的主流方式。安康通是国内养老领域模式覆盖最为全面企业，为政府以向老人提供标准化贴心的居家和社区养老服务，根据公司的业务布局，我们预计安康通

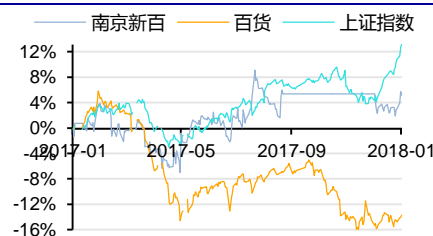
投资评级 **增持-A**
首次评级

6 个月目标价：**49 元**
股价 (2018-01-24) **38.48 元**

交易数据

总市值 (百万元)	42,788.78
流通市值 (百万元)	27,930.28
总股本 (百万股)	1,111.97
流通股本 (百万股)	725.84
12 个月价格区间	34.02/39.92 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.14	-5.47	-10.27
绝对收益	-0.18	-0.18	3.21

崔文亮

分析师
SAC 执业证书编号：S1450517040006
cuiwl@essence.com.cn
010-83321412

周新明

分析师
SAC 执业证书编号：S1450517050002
zhouxm@essence.com.cn
021-35082030

相关报告

2020 年销售收入近 15 亿元，2025 年销售收入近 80 亿元。三胞国际下 Natali（以色列）和 Natali（中国）各具特色，远程医疗服务助力公司业绩高增长。总体而言，南京新百转型国内最具有特色之一的健康养老企业之一。

■**投资建议:**增持-A 投资评级,6 个月目标价 49 元。暂不考虑 Dendreon（丹瑞）公司的并入以及本次增发的股本摊薄，我们预计，公司 2017 年~2019 年净利润 8.23/12.33/16.04 亿元,分别同比增长 106%、50%、27%，对应 2017 年~2019 年 EPS 分别为 0.74、1.11、1.44 元，当前股价对应 2017-2019 年估值为 60、34、26 倍。若考虑定增新增丹瑞公司净利润以及股本摊薄，对应 2017-2019 年备考净利润为 13.23、17.93、22.32 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 0.97、1.32、1.64 元，当前股价对应 2016-2018 年估值为 38、29、23 倍。考虑到公司进入高壁垒、高增长的细胞免疫、干细胞及养老健康业务，各项业务协同性良好，我们给予公司增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 49 元，按照备考净利润和股本测算相当于 2018 年 38 倍的动态市盈率。

■**风险提示:**新业务拓展不及预期；收购进度不及预期；收购标的业绩实现不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	15,852.9	16,275.7	19,075.1	21,020.8	22,744.5
净利润	366.5	399.9	823.3	1,233.0	1,604.4
每股收益(元)	0.33	0.36	0.74	1.11	1.44
每股净资产(元)	2.14	2.35	6.70	7.53	8.62

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	114.4	104.8	50.9	34.0	26.1
市净率(倍)	17.6	16.0	5.6	5.0	4.4
净利润率	2.3%	2.5%	4.3%	5.9%	7.1%
净资产收益率	15.4%	15.3%	11.1%	14.7%	16.7%
股息收益率	0.2%	0.2%	0.5%	0.7%	0.9%
ROIC	13.7%	20.6%	58.0%	76.8%	145.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 华丽转身，从商业百货企业转型为含生物医疗、健康养老两大产业的医疗健康集团企业	5
1.1. 公司业务发展历程.....	5
1.2. 控股股东三胞集团资源优势显著，助力上市公司持续取得优质资产.....	5
1.3. 公司各项业务盈利能力良好、产业协同作用较强.....	6
2. 拟收购 Dendreon 进入细胞免疫治疗，重磅产品 PROVENGE 有望在美国、中国先后放量	8
2.1. 细胞免疫治疗是肿瘤治疗最受关注的新型治疗方法.....	8
2.2. PROVENGE 作为第一个获批肿瘤细胞免疫产品效果良好，前景广阔.....	9
2.3. PROVENGE 在美国仍有较大的挖掘空间.....	10
2.4. 中国大陆和香港市场广阔，预计将于 2020 年后快速放量.....	11
2.5. 团队研发实力强大，适应症的拓展将给 PROVENGE 带来更大的销售预期.....	12
3. 脐带血干细胞：公司先发优势显著，业务将实现快速发展	13
3.1. 中国脐带血干细胞业务相对国家发达国家差距较大.....	13
3.2. 公司脐带血干细胞业务产业链先发优势十分显著.....	14
3.3. 公司脐带血干细胞业务有望快速增长.....	15
4. 打造国内领先的居家养老服务提供商和平台商	16
4.1. 老龄化社会快速到来，居家养老是我国养老主流方式.....	16
4.2. 安康通：国内养老领域模式覆盖最为全面企业，收入实现高增长.....	17
4.3. 三胞国际：Natali（以色列）和 Natali（中国）各具特色，远程医疗服务助力公司业绩高增长.....	20
5. 盈利预测与投资建议	22
6. 风险提示	22

图表目录

图 1：公司业务结构布局.....	5
图 2：三胞集团是公司控股股东.....	6
图 3：公司各项业务布局情况.....	7
图 4：齐鲁干细胞净利润情况（万元）.....	7
图 5：安康通净利润增长情况（万元）.....	7
图 6：三胞国际净利润增长情况（万元）.....	8
图 7：丹瑞 EBITA 增长情况.....	8
图 8：2015-2020 年全球肿瘤治疗市场规模年复合增长高达 11%（单位：十亿美金）.....	9
图 9：2015-2020 年全球肿瘤免疫治疗市场规模年复合增长高达 57%（单位：十亿美金）.....	9
图 10：百时美施贵宝重磅品种 OPDIVO 销售和未来预期销售（单位：十亿美金）.....	9
图 11：默克重磅品种 KEYTRUDA 销售和未来预期销售（单位：十亿美金）.....	9
图 12：PROVENGE 作用机理.....	10
图 13：我国前列腺癌数量逐渐提升，并且更趋向于更早期被发现.....	11
图 14：公司研发核心重心将 PROVENGE 进入早期前列腺癌治疗市场.....	12
图 15：PROVENGE 医院覆盖规划.....	12
图 16：公司研发核心重心将 PROVENGE 进入早期前列腺癌治疗市场.....	13
图 17：脐带血干细胞治疗适应症.....	13
图 18：2020 年全球干细胞市场规模达到 4000 亿美元.....	14

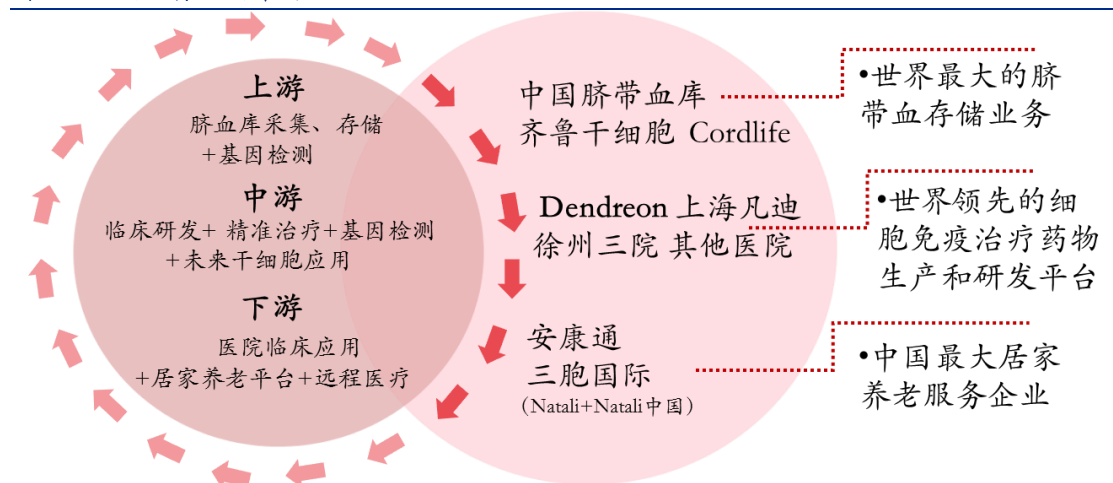
图 19: 2020 年我国干细胞市场规模达到 1200 亿人民币	14
图 20: 我国干细胞库数量仍较少	14
图 21: 公司脐带血存储规模总计已经超过 110 万份	15
图 22: 京、粤、浙、鲁新生儿数量持续增长	16
图 23: 2020 年我国脐血储存预估达 95 亿元	16
图 24: 当前中国和全球干细胞治疗市场和规模	16
图 25: 干细胞技术在不同疾病中市场规模 (亿美元)	16
图 26: 2012-2020 年我国 60 岁以上人口数量及比重	17
图 27: 2017-2021 年中国养老产业市场规模预测	17
图 28: 2012-2018 年我国远程医疗行业市场规模加速增长	17
图 29: 安康通业务模式	18
图 30: 当安康通现阶段客户以政府部门为主	19
图 31: 安康通目前业务结构以健康管理为主	19
图 32: 安康通业务模式 (亿元)	19
图 33: 安康通 2016-2020 年业绩承诺	20
图 34: Natali 业务模式	20
图 35: Natali (中国) 业务模式	21
图 36: Natali (中国) 远程医疗预计将实现业务快速增长	21
图 37: 三胞国际 2016-2020 年业绩承诺	22
表 1: 公司主要板块子公司经营情况梳理	7
表 2: 常用恶性肿瘤治疗方式	8
表 3: 到 2020 年全球前列腺癌患病人数超过 1100 万人	10
表 4: PROVENGE 美国销售和利润预测	11
表 5: 公司拥有 7 张脐血库牌照中的四张	15
表 6: 按照分布估值法公司合理市值为 670 亿	22

1. 华丽转身，从商业百货企业转型为含生物医药、健康养老两大产业的医疗健康集团企业

1.1. 公司业务发展历程

公司前身为新街口百货商店，成立于 1952 年，位于南京市中心区域。公司于 1993 年在上海证券交易所上市，开始以百货零售为主业向地产等方向进行多元化拓展。2011 年，三胞集团成为了公司的控股股东。近年来，实体百货面临着购物中心、电子商务等新型零售业态挑战较大，实体百货行业毛利率难以提升，因此自 2014 年公司开始向生物医药行业转型，在国内外收购动作频频。国内方面，公司参设基金收购了国内最大的脐带血库——中国脐血库（CO）、国内行业排名前列的无创产前胎儿 DNS 检测上海凡迪生物科技、江苏区域较为知名的三级肿瘤医院——徐州肿瘤医院，2016 年收购了养老资产安康通、脐带血干细胞资产山东齐鲁干细胞，并于 2017 年 2 月完成交割；国际方面，公司 2016 年参股了拥有了 16 年细胞存储运营经验的新加坡上市公司 Cordlife，2016 年收购了养老资产三胞国际并于 2017 年 2 月交割，2017 年公司公告拟收购美国生物制药公司 Dendreon（丹瑞），其拥有了世界第一个也是目前唯一获得 FDA 批准的（2010 年 4 月）针对晚期前列腺癌的自体活性细胞免疫疗法重磅产品-PROVENGE（普列威）。至此，公司完成了细胞治疗领域上下游一体布局，以细胞免疫疗法和脐带血存储、临床应用为核心，养老等优质资产产生产业协同，成为国内乃至全球的细胞免疫治疗领域龙头企业。

图 1：公司业务结构布局

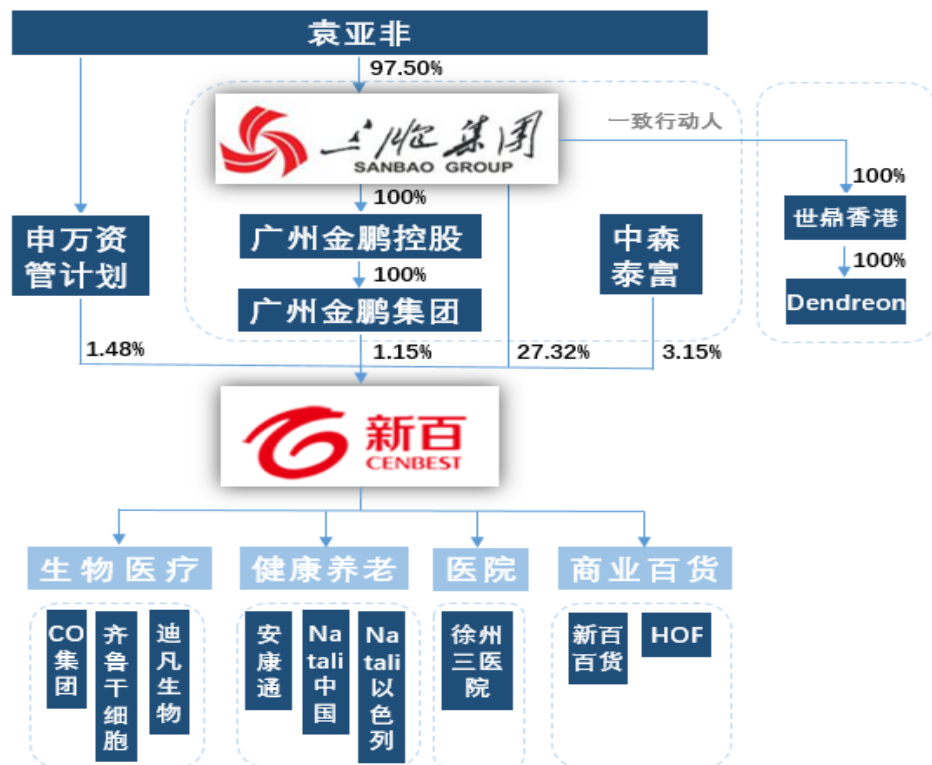


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 控股股东三胞集团资源优势显著，助力上市公司持续取得优质资产

南京新百为控股股东三胞集团旗下唯一的医药上市公司平台，三胞集团及其一致行动人现合计持股 33.1%，三胞集团是公司控股股东，袁亚非先生持有三胞集团 97.5% 的股份，为公司实际控制人。公司目前正在拟非公开发行股份购买资产并募集配套资金，假设本次在审 A 股非公开发行项目完成后，三胞集团及其一致行动人合计持股比例为 42.43%，持股比例将大幅上升。

图 2：三胞集团是公司控股股东



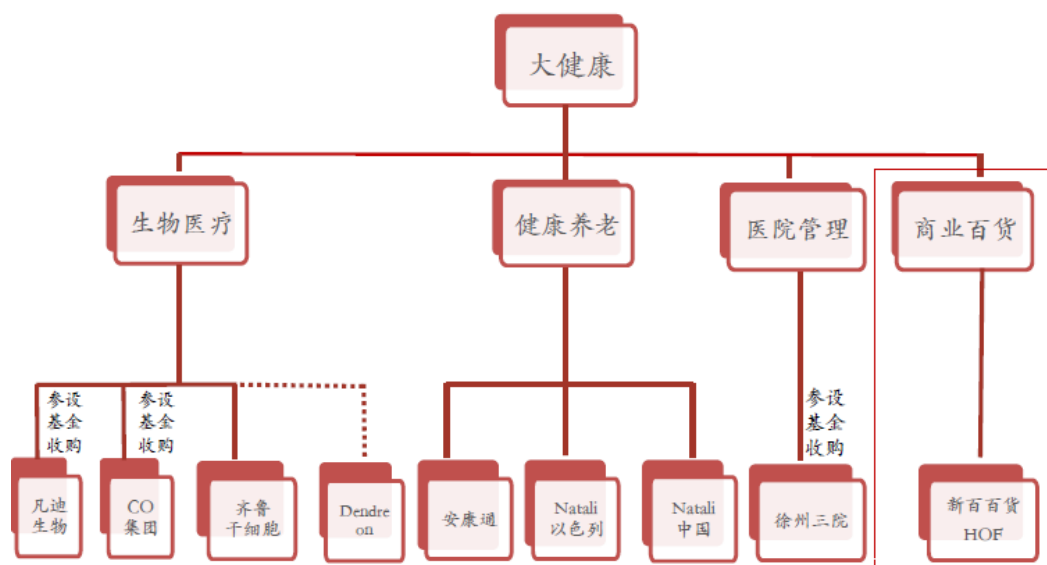
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

公司控股股东三胞集团业务包含三胞健康、三胞消费、三胞金融三大板块，2016 年集团年销售额达 1300 亿元，总资产突破 1200 亿元，位列“中国企业 500 强”第 124 名和“中国民营企业 500 强”第 21 名。集团现拥有南京新百 (600682. SH)、宏图高科 (600122. SH)、万威国际 (0167. HK)、金鹏源康 (新三板 430606)、富通电科 (新三板 837438) 等多家上市公司，以及乐语通讯、宏图地产、中国新闻周刊、麦考林、拉手网、美国 Brookstone 等国内外重点企业。集团对公司的定位是将南京新百从过去的商业百货公司打造以生物医疗、健康养老为两大支柱产业的医疗健康产业集团。公司背靠三胞集团雄厚资源，一方面应用其资金实力和营销能力专注于细胞治疗领域业务内生增长，另一方面也持续并购优质资源，展开产业协同，不断提高盈利能力。

1.3. 公司各项业务盈利能力良好、产业协同作用较强

公司目前业务主要包含大健康 and 零售百货两个大类，而大健康分为生物医疗、健康养老两大板块。由于公司近年来并购较多，公司定期报表中直接披露的收入和净利润数据不能反映公司几块新业务的经营情况，我们根据各个板块下子公司实际经营数据来分析公司几块业务的变化。

图 3：公司各项业务布局情况



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

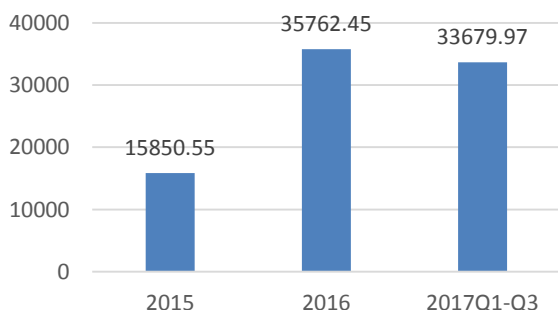
公司各项医药资产盈利能力较强，2016 年合计贡献净利润 4.37 亿元，截至 2017 年 Q3，齐鲁干细胞、安康通、三胞国际分别实现净利润 33680 万、1428 万、5741 万元，合计贡献 4.1 亿元，预计全年合计净利润在 5.5 亿左右。

表 1：公司主要板块子公司经营情况梳理

板块名称	公司名称	持股比例	业务范围	并表时间	2016 年净利润 (万)
生物医疗	齐鲁干细胞	76%	从事脐带血干细胞保存、干细胞临床研究和干细胞技术开发等业务	2017.2	35762
	Dendreon	100%	治疗晚期前列腺癌唯一细胞免疫治疗药物 Provenge 生产厂家	尚未完成	39985
养老健康	安康通	100%	最早从事且最大规模的居家养老服务型企业，	2017.2	1715
	三胞国际	100%	主要在中国 (Natali 中国) 从事养老行业，在以色列 (Natali) 主要从事养老和护理业务。	2017.2	6325

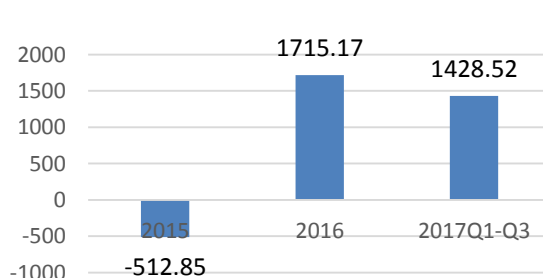
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 4：齐鲁干细胞净利润情况 (万元)



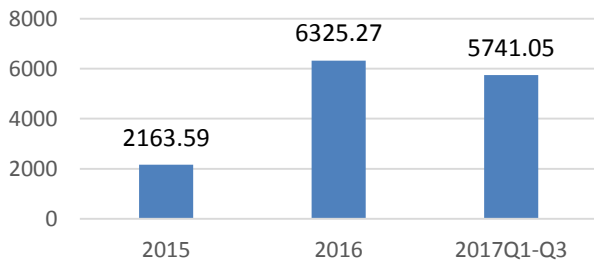
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 5：安康通净利润增长情况 (万元)



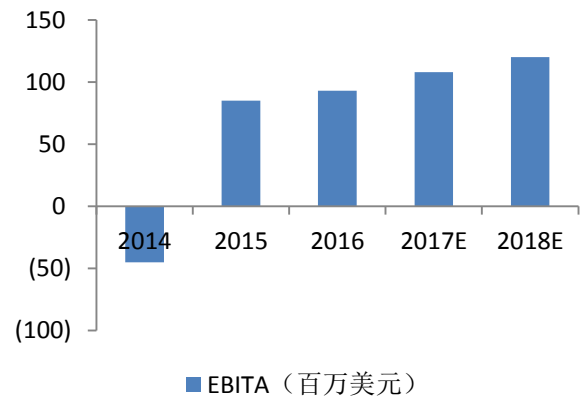
资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 6：三胞国际净利润增长情况（万元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 7：丹瑞 EBITA 增长情况



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司各项医药业务具备较强的协同性。第一，业务层面来说。三胞国际和安康通是专注于养老服务的公司，拥有大量的老年人客户，其目标客户中的男性群体是前列腺癌的高发群体。三胞国际和安康通提供的健康管理，利用客户群体优势，普及前列腺癌早期筛查市场教育，助推 RROVENGE 前端获取客户。齐鲁干细胞是一家以脐带血造血干细胞存储为主营业务的高新技术企业，随着医学研究的深入和基因工程的进步，脐带血有可能在未来成为细胞免疫治疗的来源和基因治疗的载体。Dendreon 是研究肿瘤细胞免疫治疗的生物医药公司，与现有业务存在较强的客户协同和业务协同。第二，渠道方面。公司可借助 PROVENGE 的品牌效应，进军美国和中国的细胞免疫治疗领域。同时，南京新百可根据其在管理齐鲁干细胞过程中积累的国内医疗养老产业的运营经验，使得 PROVENGE 在中国的推广过程更加顺利。

2. 拟收购 Dendreon 进入细胞免疫治疗，重磅产品 PROVENGE 有望在美国、中国先后放量

2.1. 细胞免疫治疗是肿瘤治疗最受关注的新型治疗方法

肿瘤是全球致死最高的几个疾病之一，恶性肿瘤传统的治疗方法主要包括手术切除、放疗、化疗和靶向治疗，但都只能延缓而不能阻止病情的进一步发展，而且副作用比较强烈。而细胞免疫治疗被业内专业人士认为是最具发展前景及最有可能治愈恶性肿瘤的新方向。肿瘤细胞免疫疗法是将完整的自体或者异体免疫活细胞注入患者体内，完成取样、分离、激活、输回一系列操作，从而帮助人体获得对癌细胞的免疫。肿瘤免疫治疗能够激活特异性、重要的免疫细胞，直接靶向性攻击癌症细胞，提高了疗效和安全性，改变了肿瘤治疗的传统观念。

表 2：常用恶性肿瘤治疗方式

方式	适用	优势	劣势
手术切除	明确部位癌症前期	治疗过程相对简单	对非实体瘤以及已经转移的患者作用有限
放疗、化疗	适应大多数肿瘤	适应面广	对正常组织损害较大，副作用强
靶向药物	对多种恶性肿瘤晚期有效	效果快、副作用小	价格昂贵，容易产生耐药性
细胞免疫治疗	针对多种肿瘤	效果快、特异性强、副作用小	过程负责、多项技术问题需要解决

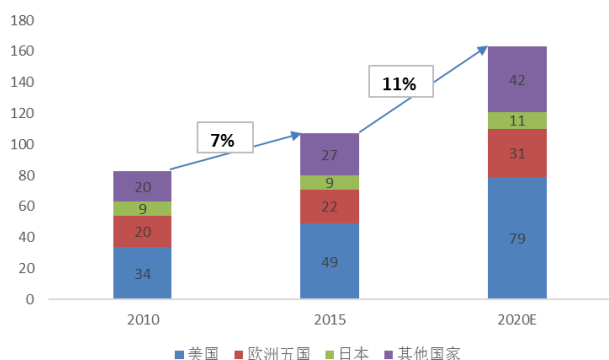
资料来源：安信证券研究中心

目前常见细胞免疫疗法类型有树突细胞疗法、CAR-T 细胞疗法、肿瘤细胞特异性疫苗和 T 细胞特异性疫苗。其中，树突细胞肿瘤免疫疗法产品 PROVENGE 上市多年，其产品性质的稳定性和安全性受到了一定的验证，也吸引了生物医疗领域的广泛关注。

近年来，在细胞免疫治疗好事频传。根据 IMS 数据统计和预计，2015-2020 年全球肿瘤治疗

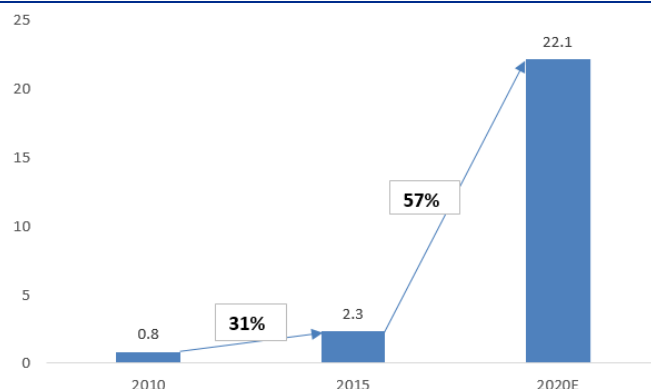
市场规模将从 1070 亿美元上升到 1630 亿美元，年复合增长高达 11%，而同期全球肿瘤免疫治疗市场将从 2015 年的 23 亿美元上升到 2020 年的 221 亿美元，年复合增速高达 57%，在全球肿瘤用药中占比从 2.2% 提高到 13.6%。其中，百时美施贵宝重磅品种 OPDIVO 和默克重磅品种 KEYTRUDA 预计到 2020 年分别可以实现收入 101 亿美金和 48 亿美金。细胞免疫肿瘤用药迎来了黄金十年增长期。

图 8: 2015-2020 年全球肿瘤治疗市场规模年复合增长高达 11% (单位: 十亿美金)



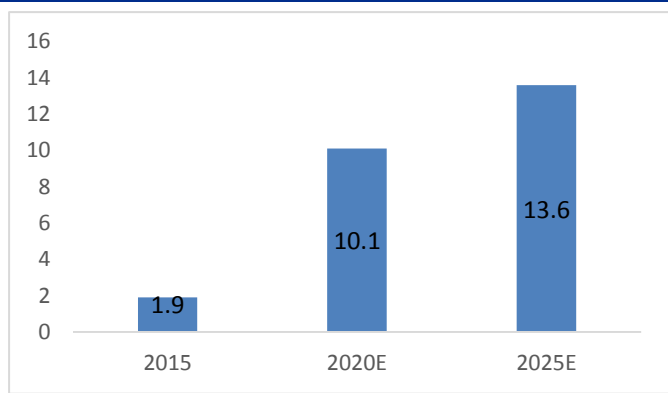
资料来源: IMS, 安信证券研究中心

图 9: 2015-2020 年全球肿瘤免疫治疗市场规模年复合增长高达 57% (单位: 十亿美金)



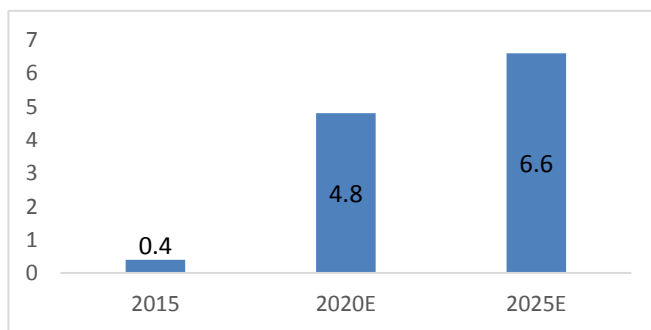
资料来源: IMS, 安信证券研究中心

图 10: 百时美施贵宝重磅品种 OPDIVO 销售和未来预期销售 (单位: 十亿美金)



资料来源: 百时美施贵宝, 安信证券研究中心

图 11: 默克重磅品种 KEYTRUDA 销售和未来预期销售 (单位: 十亿美金)

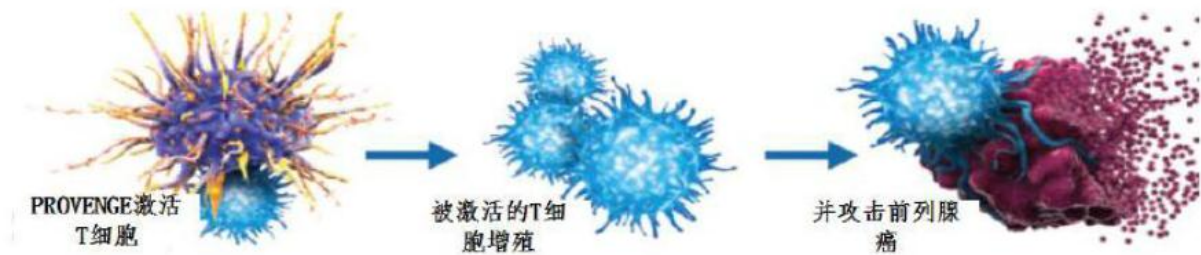


资料来源: 默克, 安信证券研究中心

2.2. PROVENGE 作为第一个获批肿瘤细胞免疫产品效果良好, 前景广阔

目前, Dendreon (丹瑞) 公司的收入来源全部来自于其肿瘤细胞免疫治疗产品 PROVENGE 的生产和销售, PROVENGE 于 2010 年通过 FDA 批准, 是第一个获批的肿瘤细胞免疫治疗产品, 用于治疗无症状或轻微症状的转移后去势性抵抗前列腺癌 (早期 mCRPC)。PROVENGE 其活性成分为患者自体的抗原递呈细胞 (Antigen- presenting cell, APC) 和抗原 PA2024, 其作用机理主要是通过唤起患者自身 T 细胞的免疫应答对抗前列腺肿瘤, 携带 PA2024 的 APC 能激活 T 细胞, 使 T 细胞大量增殖, 从而识别并攻击前列腺癌细胞。

图 12: PROVENGE 作用机理



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

在前列腺癌治疗领域，传统的治疗方法为多西他赛为主的化疗方案，但是化疗副作用大，对患者的生活质量影响较大，且未能针对前列腺癌的不同阶段进行精准治疗。随着对前列腺癌症发展阶段的细化和治疗选择的增多，医生逐渐根据患者情况推荐适用的疗法，PROVENGE 作为目前已上市的唯一一种前列腺癌免疫疗法成为 NCCN 指南的一线推荐治疗方案，适用于早期无症状或轻微症状的 mCRPC 患者。

自 2010 年 4 月 PROVENGE 作为全球第一个获得 FDA 批准的自体活性细胞免疫疗法产品，我们测算到 2016 年市场占有率约为 8%，该产品在美国市场销售良好主要是两个原因：第一，临床效果显著。PROVENGE 帮助低肿瘤负荷的患者延长 12 个月以上的生命，而且整个治疗过程整体上耐受性良好，副作用微弱。第二，PROVENGE 主要的目标患者群体大部分被美国公共和商业医疗保险所覆盖，其中美国针对退休人群及残障人士的公立保险 Medicare 是 PROVENGE 最主要的保险支付方，患者自负比例极低。

2.3. PROVENGE 在美国仍有较大的挖掘空间

前列腺癌高发于发达国家，主要是个人生活（饮食高蛋白等）习惯升高了前列腺癌风险，目前美英法德日五国占据总患者数 70%。美国是全世界前列腺癌患者最多的国家，每 7 个老年男性中就有一个患者。前列腺癌发病率较为稳定，癌症转移患者数量逐年增加。随着发展中国家的经济高速增长，前列腺癌发病率在发展中国家快速升高，且发病区集中在较发达地区。目前中国一线城市发病率已接近发达国家。

表 3：到 2020 年全球前列腺癌患病人数超过 1100 万人

	2012	2017	2022	CAGR
美国	2419600	2808055	3072480	3.02%
英国	408444	473498	511858	2.28%
法国	773526	896729	971275	2.30%
德国	788740	914366	988566	2.28%
日本	600052	695624	753561	2.30%
巴西	711002	1068771	1313974	6.33%
中国	829103	1212653	1574337	6.62%
全球	7836561	9683636	11023262	3.47%

资料来源：IMS，安信证券研究中心

前列腺癌是在美国男性中最常见的癌种之一，目前美国前列腺癌发病率稳定在 104 每十万男性人口。由于前列腺癌患者生存时间较长，癌症转移患者数在逐年升高。Provenge 主要针对刚发生转移的 CRPC 患者群体，根据 IMS 数据这一类患者人数约为 43,000 人，且将以 2% 的年增长率稳定增长。按照每位患者三次注射 3.3 万美金，完整疗程注射三次来测算，Provenge 在美国当前的理论空间超 40 亿美元。而 2016 年美国注射人数约为 3500 人，患

者渗透率尚不足 10%。我们按照 PROVENGE 注册人数对产品在美国的销售进行了预测，在偏保守的情境下估计 2020 年产品注册人数达到 4927 人，实现收入 4.21 亿美元。根据公司公告，三胞集团承诺 2018-2020 年在 Dendreon 公司扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润分别不低于 53,000 万元、60,000 万元、66,000 万元，其承诺利润全部来自于美国地区，我们判断公司实现承诺业绩概率较大。

表 4: PROVENGE 美国销售和利润预测

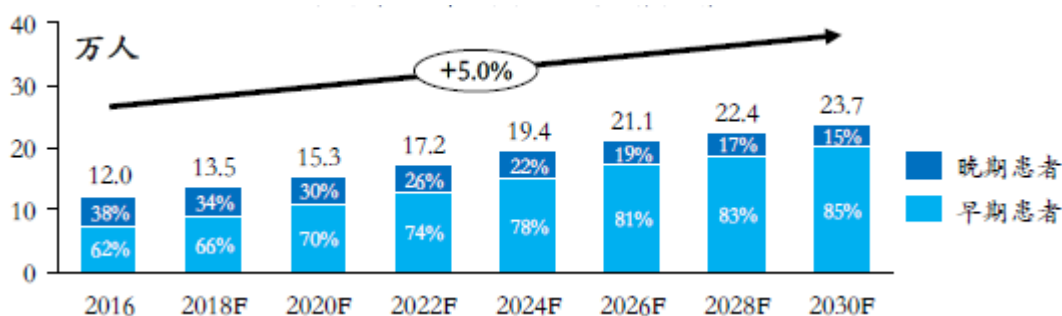
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019 E	2020E
注册人数	3816	4738	4105	3923	3621	3999	4237	4450	4648	4927
收入 (百万美元)	214	325	284	299	283	303	333	358	386	421
EBITA (百万美元)	-420	-340	-243	-45	85	93	108	120	135	155

资料来源: Dendreon, 安信证券研究中心

2.4. 中国大陆和香港市场广阔，预计将于 2020 年后快速放量

据国家统计局数据显示,2015 年我国 60 岁以上老人 占总人口 16.17%,65 岁占总人口 10.8%。随着我国居民收入水平和消费能力不断提升，西式高脂高蛋白饮食习惯普及，我国居民前列腺癌发病率大幅提高，在大城市该趋势尤为明显，据 IMS2016 行业报告，我国 2016 年前列腺癌新发患者 12 万人，2030 年预计达到 23.7 万人，年复合增长率 5%。我国 2016 年新发无症状或轻微症状 mCRPC 患者约 3.3 万人，新发无症状或轻微症状 mCRPC 患者数量将在未来以 3.4% 的增速持续增长。和美国进行对比，我国前列腺癌发病人群约为美国的一半，新发无症状或轻微症状 mCRPC 患者约为美国的 85%，Provenge 在新发无症状或轻微症状 mCRPC 处于独占地位，中国市场潜在大量目标患者，一旦引入，预计将迅速填补空白市场。

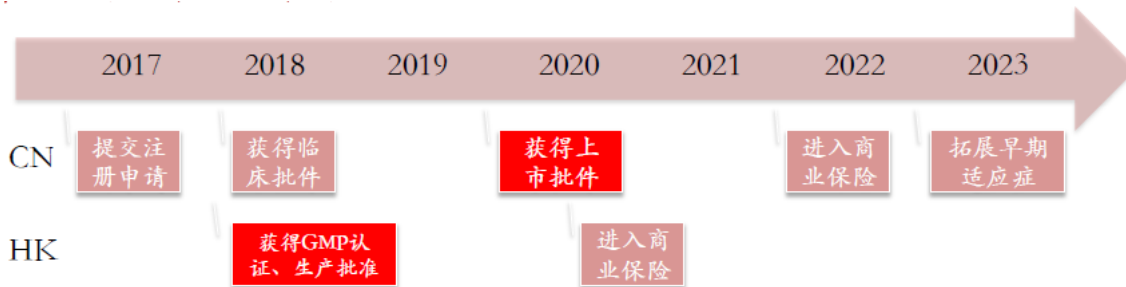
图 13: 我国前列腺癌数量逐渐提升，并且更趋向于更早期被发现



资料来源: IMS, 安信证券研究中心

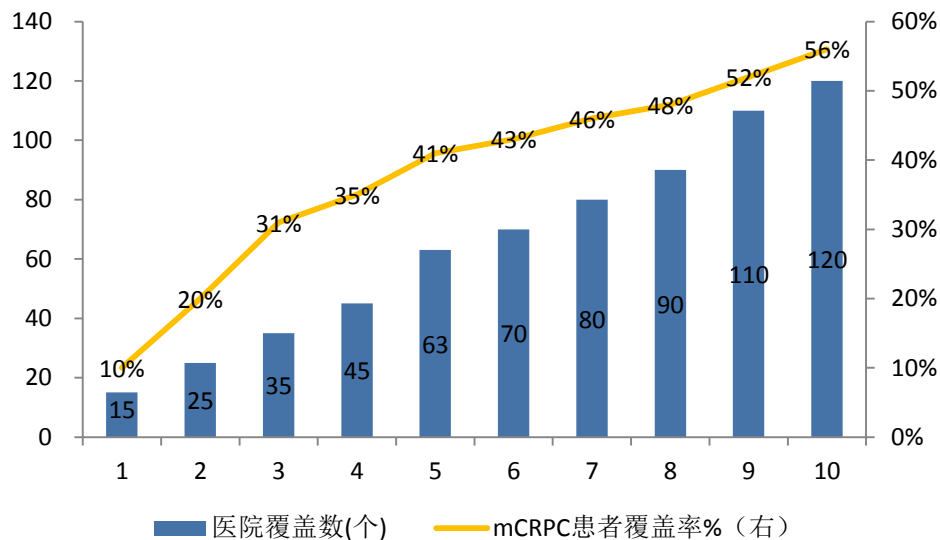
为了开拓中国大陆和香港市场，公司做了多方面的努力：第一，上市策略上，优先在香港备案，同步在中国大陆申报争取产品早日上市；第二，打造细胞治疗金标准的品牌形象，提高医生的认同度；第三，争取进入商业保险提高支付能力。香港方面，根据香港药品认证程序我们预计将于 2018 年获得 GMP 认证，有望于 2020 年附近进入商业医保，三胞集团已先行于香港设立 Dendreon HK，用于布局 PROVENGE 产品在港上市的公司。大陆方面，公司 2017 年募集配套资金 5 个亿用于中国大陆市场的开发、5 个亿用于抗原 PA2024 抗原国产化项目，预计 PROVENGE 在 2018 年年底在国内可以进入临床试验阶段，在 2020 年底附近拿到上市许可。按照公司的业务规划，PROVENGE 将在上市第一年覆盖全国 15 家医院，随后覆盖医院数目逐年递增，上市 10 年后覆盖国内 120 家医院后保持稳定，覆盖约 50% 的 mCPRC 患者，大约四万人的数量，按照注册人数与美国大致相当。

图 14：公司研发核心重心将 PROVENGE 进入早期前列腺癌治疗市场



资料来源：安信证券研究中心。注：该进度是我们的推测，实际可能会早于或者迟于预期。

图 15：PROVENGE 医院覆盖规划



资料来源：Dendreon、安信证券研究中心

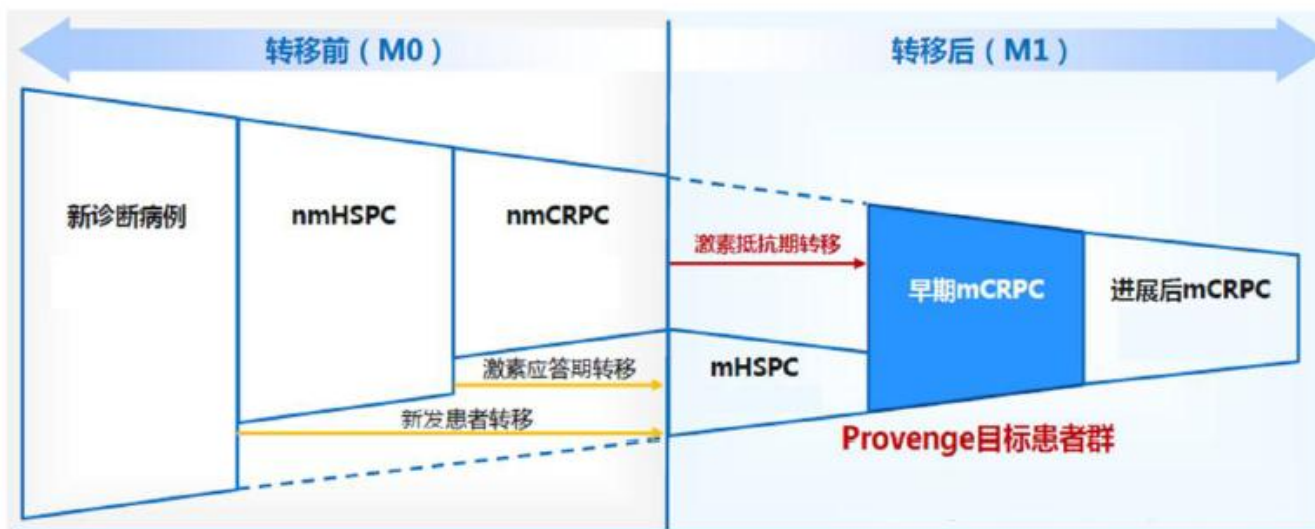
2.5. 团队研发实力强大，适应症的拓展将给 PROVENGE 带来更大的销售预期

Dendreon 于 1992 年由斯坦福大学的免疫学家 Sam Strober 博士和 Edgar G. Engleman 博士创立，是一家致力于研究肿瘤细胞免疫治疗的生物医药公司，目前研发团队 32 人，学术带头人 Nadeem Sheikh 博士，毕业于伦敦大学医学院，曾参与研发多个疫苗药品，包括非特异性免疫增生剂以及创新的组合型疫苗。作为免疫治疗领域的专家，Nadeem 拥有超过 20 年的传染疾病和疫苗研发经验，于 2004 年加入 Dendreon，并帮助 Provenge 实现上市。参与过 Provenge 注册上市的诸多核心人物也都在公司，他们有很强的注册事物的能力，多年积淀下牢固的沟通渠道，与 FDA 的沟通非常顺畅，对产品的上市有极大的作用。

Dendreon 的主要在研项目以将 PROVENGE 和其他肿瘤治疗方法连用以及拓展 PROVENGE 适应症为主，包括：PROVENGE 和放射疗法联用、PROVENGE 与 Atezolizumab (PD-L1 抑制剂) 序贯联用研究以及 PROVENGE (sipuleucel-T) 对 mCRPC 的生物组织影响等。Dendreon 的未来核心研发计划包括 PROVENGE 治疗前列腺癌患者的适应症扩展、利用 Provenge 的抗原盒专利研发膀胱癌适应症的新的产品。Dendreon 一旦进入广阔的早期前列腺癌患者治疗市场，其根据目标人群和渗透率我们判断 PROVENGE 销

售收入规模有翻倍以上空间

图 16：公司研发核心重心将 PROVENGE 进入早期前列腺癌治疗市场



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 脐带血干细胞：公司先发优势显著，业务将实现快速发展

3.1. 中国脐带血干细胞业务相对国家发达国家差距较大

所谓脐带血干细胞,是指在新生儿出生以后,取婴儿端 3-8cm 脐带储两把止血钳结扎、断脐,婴儿被抱走处理,贴近母端止血钳处消毒并将针头插入脐静脉,采集脐血。脐血采集不同于传统的骨髓采集,不需要进行麻醉,无痛、无副作用。胎盘和脐带原本在胎儿出生后,就是作为废物扔掉的,脐血采集是在胎盘、脐带与母体和胎儿完全分离以后进行的,因此对母亲和孩子没有任何不良影响。

新生婴儿的脐带血中含有丰富的干细胞,将其采集以后在特定条件下保存,可用于异体干细胞移植。脐带血中含有非常丰富的造血干细胞,可以重建人体造血和免疫系统,可用于造血干细胞移植,治疗血液系统、免疫系统,以及遗传代谢性及先天性疾病。不用担心异体干细胞移植的传染问题,几乎没有毒副作用,效果可靠。

图 17：脐带血干细胞治疗适应症

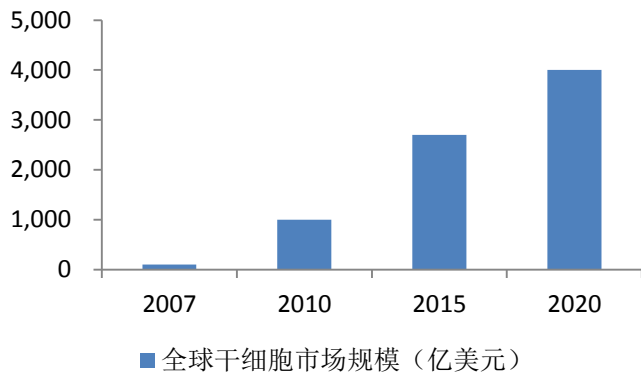
遗传性及先天疾病	获得性恶性疾病	获得性非恶性疾病
骨髓衰竭	急性白血病	重症再生障碍性贫血 重症放射病 ...
血红蛋白病	慢性白血病	
重症免疫缺陷病	骨髓增生异常综合征	
代谢性疾病	多发性骨髓瘤	
	恶性淋巴瘤	
	及其他某些恶性肿瘤	

资料来源：卫计委，安信证券研究中心

干细胞产业链包括上游的采集、制备、存储，中游的分化、增值、制剂开发和下游的临床治疗和应用。全球干细胞产业链，上游稳步增长，下游发展最为迅猛，已步入临床治疗的高速

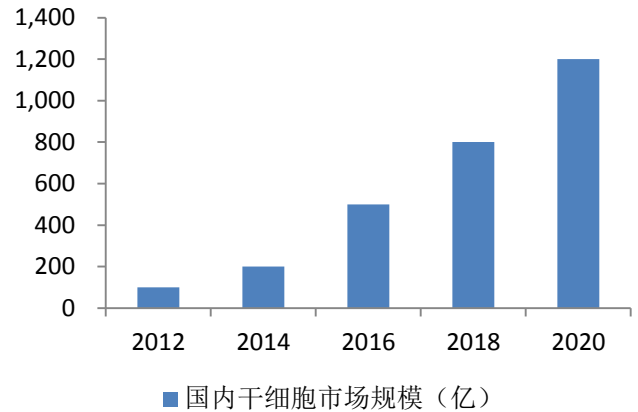
发展期。全球干细胞产业规模持续扩大，根据 IMS 预测到 2020 年达到 4000 亿美元。我国干细胞产业基础研究位列世界前列，干细胞专利约 2500 项，为世界第二，产业起步相对较晚，但是发展较快，预计到 2020 年规模达到 1200 亿人民币。

图 18：2020 年全球干细胞市场规模达到 4000 亿美元



资料来源：IMS，安信证券研究中心

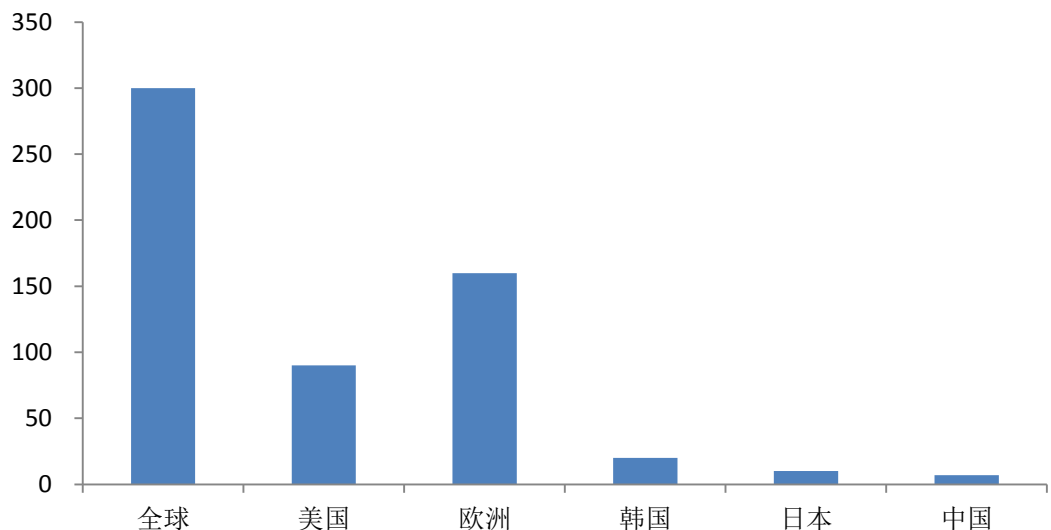
图 19：2020 年我国干细胞市场规模达到 1200 亿人民币



资料来源：IMS，安信证券研究中心

我国干细胞市场相对国外发达国家有一定差距。第一，目前中国干细胞市场的中下游仍未放开，整个产业以上游储存业务为主，当前依靠中下游产业的科研需求助推上游存储业务的增长。第二，在存储上方面，我国也远远落后于发达国家。我国目前干细胞以脐带血存储为主，其他干细胞存储业务尚处于起步阶段，而脐带血存储率仅为 1%左右，市场主要集中在 7 个有牌照的省市地区，发达国家脐带血存储率达到 15-20%。中国脐血库仅 7 家，世界范围内已建立脐血库近 300 家，脐带血储存量已经达到 372 万份。

图 20：我国干细胞库数量仍较少



资料来源：IMS、安信证券研究中心

3.2. 公司脐带血干细胞业务产业链先发优势十分显著

脐带血储存行业为国家统一规划，由国家卫计委批准，省一级卫生管理部门进行监管，已获牌照成为稀缺资源，是唯一可合法在其省内开展业务的血库，业务领先地位不可动摇。目前国内仅有七个省市地区 7 张牌照，卫计委明确表示 2020 年前不会新发脐带血库牌照，而公司直接或间接拥有其中的 4 张，分别为山东、北京、浙江、广东，脐血总存储量达到 90 余万份，占全国 7 个库的一半以上。公司参股收购的 Cordlife 已覆盖亚洲地区 8 个国家和地区，

包括新加坡、香港、马来西亚、印度、印尼、菲律宾、越南、缅甸，总存储量达到 20 余万份。公司合计在亚洲地区总存储量超 100 万份。

除了量方面外，质控是衡量脐血存储业务品质的重要标准，也是未来拓展其他省份业务的核心竞争力之一。Cordlife 运营的香港库、印度库、菲律宾库均获得美国血库协会 (AABB) 认证，新加坡库成为全球六家同时获 AABB 和 FACT 认证的脐血储存血库之一。CO 集团运营的北京库和广东库均获 AABB 认证。后续待政策放开，公司在竞标方面具有技术竞争的绝对优势。

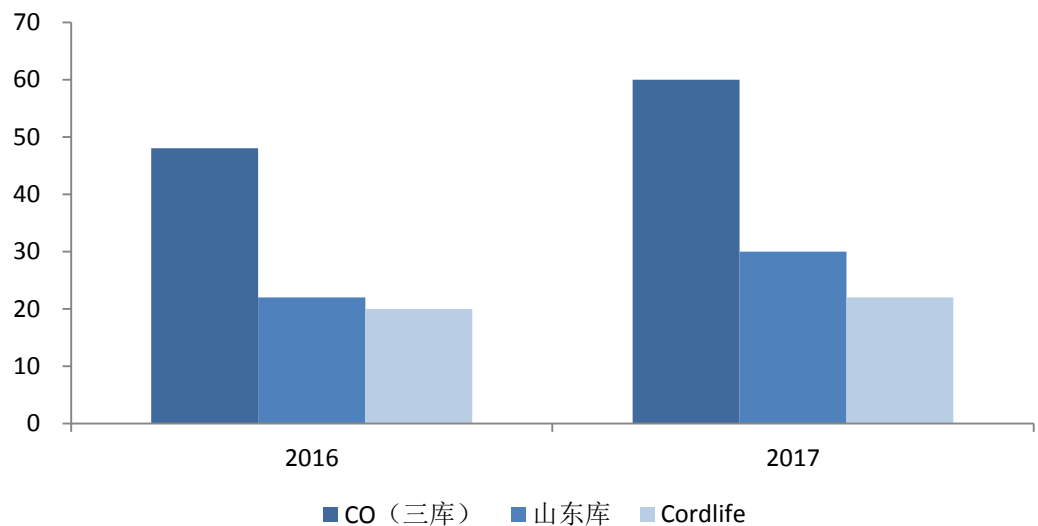
可以说，从量和质两个方面而言，公司脐带血干细胞业务产业链先发优势十分显著。

表 5：公司拥有 7 张脐血库牌照中的四张

7 张牌照	运营方	质控
北京市脐血库	北京佳宸弘生物技术有限公司 (CO 集团)	AABB 认证
广东省脐血库	广州市天河诺亚生物工程有限公司 (CO 集团)	AABB 认证
天津市脐血库	协和干细胞基因工程有限公司	
山东省脐血库	山东省齐鲁干细胞工程有限公司	
四川省脐血库	四川新生命干细胞科技股份有限公司	
浙江省脐血库	浙江绿蔻生物技术有限公司 (CO 集团)	
上海市脐血库	上海市干细胞技术有限公司	
辽宁省脐血库	辽宁启福干细胞生物科技有限责任公司	试点未通过
甘肃省脐血库	甘肃省脐带血造血干细胞有限公司	试点未通过
重庆市脐血库	重庆市干细胞技术有限公司	试点未通过

资料来源：卫计委、安信证券研究中心

图 21：公司脐带血存储规模总计已经超过 110 万份



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

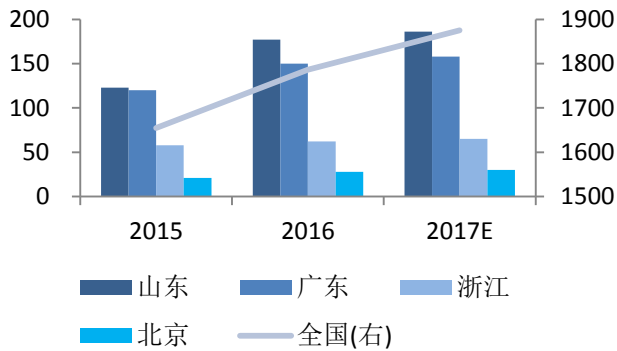
3.3. 公司脐带血干细胞业务有望快速增长

我们判断公司脐带血干细胞业务有望实现快速增长，其驱动力来自以下三个方面：

第一，存储业务在已经覆盖省份加强推广，提高渗透率。目前我国京、鲁、粤、浙、沪、川、津平均渗透率 5%，远低于香港、新加坡、欧美等发达地区 15%-20% 的水平。未来公司将加强在已覆盖省份的销售推广，提升医院覆盖率及渗透率。京、粤、浙、鲁各省居民消费能力居全国前列，同时其新生儿增量也成为优势之一。按照我国七个已经拥有牌照的省市预计 2020 年每年 480 万新生儿，储存收费 2 万元计算，参照发达国家 10% 的储存率计算则近

96 亿的潜在市场规模，考虑到当前后续 2020 年以后有望在其他省市放开，市场潜在规模更大。

图 22：京、粤、浙、鲁新生儿数量持续增长（万人）



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

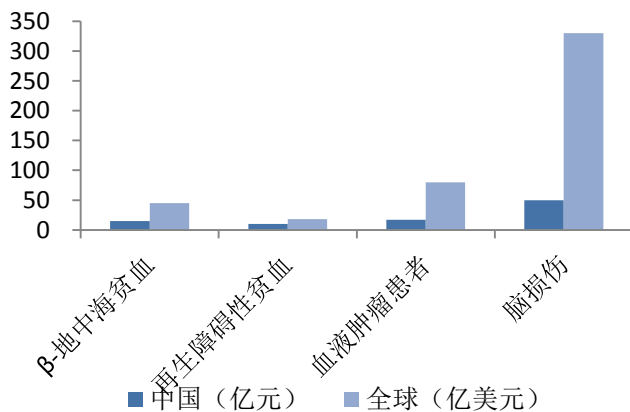
图 23：2020 年我国脐血储存预估达 96 亿元

· 省份	出生人口	渗透率	规模 (亿)
山东	167	10%	33.4
广东	122	10%	24.4
四川	82	10%	16.4
浙江	59	10%	11.8
上海	21	10%	4.2
北京	19	10%	3.8
天津	11	10%	2.2
合计	481	10%	96

资料来源：安信证券研究中心

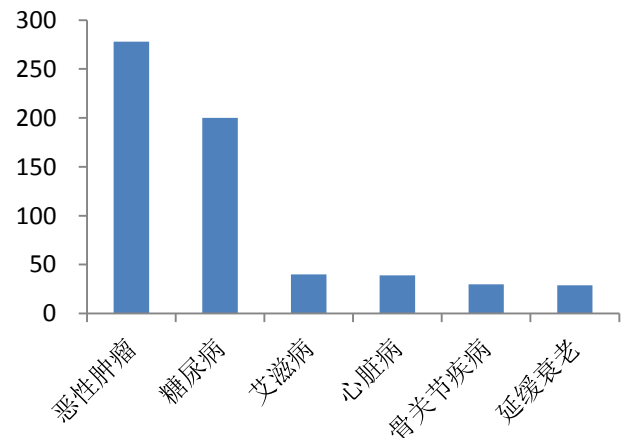
第二，中下游业务的拓展。中国脐血干细胞治疗的疾病主要是血液系统疾病，其中再生障碍性贫血为 23%。 β -地中海贫血和急性髓系白血病各占了 19%。在美国，脐血最大的用途是脑损伤，其比例为 61%，其次是肿瘤，比例为 17%。目前公司已在临床应用领域进行探索，未来借助资金优势将加强在研发领域的投入。2015 年开始，政策面对干细胞技术开始变得宽松，为干细胞中下游产业的发展提供了条件。在政策和资金的双重刺激下，公司未来将以推出成熟的干细胞药物和技术为长远目标，同时打通医院环节，开展干细胞治疗，实现中下游产业的贯通。

图 24：当前中国和全球干细胞治疗市场和规模



资料来源：IMS，安信证券研究中心

图 25：干细胞技术在不同疾病中市场规模（亿美元）



资料来源：IMS，安信证券研究中心

2016 年公司重组时，承诺齐鲁干细胞 2016 年度、2017 年度、2018 年度扣除非经常性损益归属于母公司的净利润分别不低于 21,000 万元、27,300 万元、35,500 万元。而齐鲁干细胞 2016 年、2017Q1-Q3 实现净利润分别为 3.6 亿、3.34 亿，大幅超出业绩承诺。我们判断，该业务将迎来发展最佳时机，收入和利润均能实现快速增长。

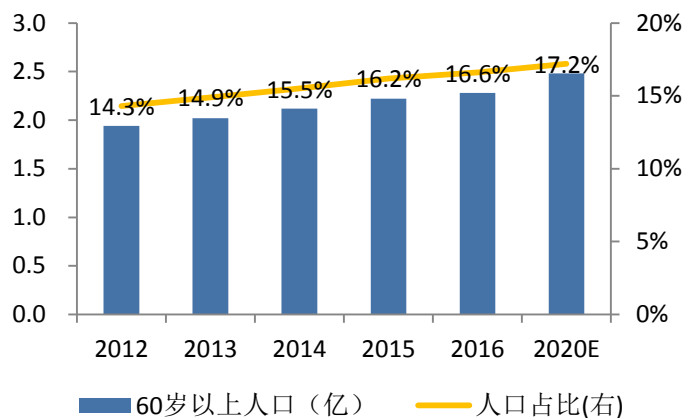
4. 打造国内领先的居家养老服务提供商和平台商

4.1. 老龄化社会快速到来，居家养老是我国养老主流方式

我国已经快速进入老龄化社会。2001 年-2020 年中国将平均每年增加 596 万老年人口，年均增长速度达到 3.28%，大大超过总人口年均 0.66% 的增长速度，人口老龄化进程明显加快。

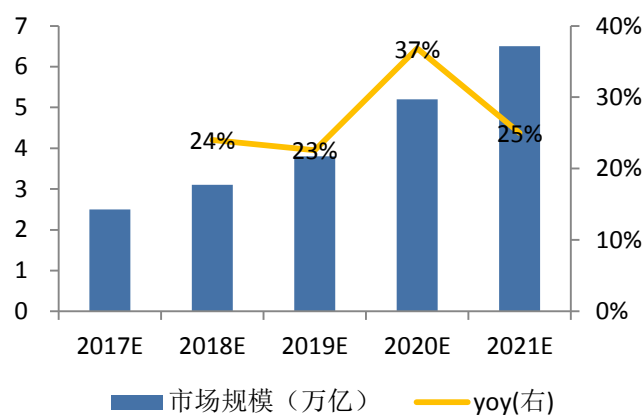
随着老龄化社会的快速到来，养老产业市场规模逐年攀升，5年平均增速达26.91%，到2021年市场规模预计达到6.5万亿。

图 26： 2012-2020 年我国 60 岁以上人口数量及比重



资料来源：卫计委，安信证券研究中心

图 27： 2017-2021 年中国养老产业市场规模预测

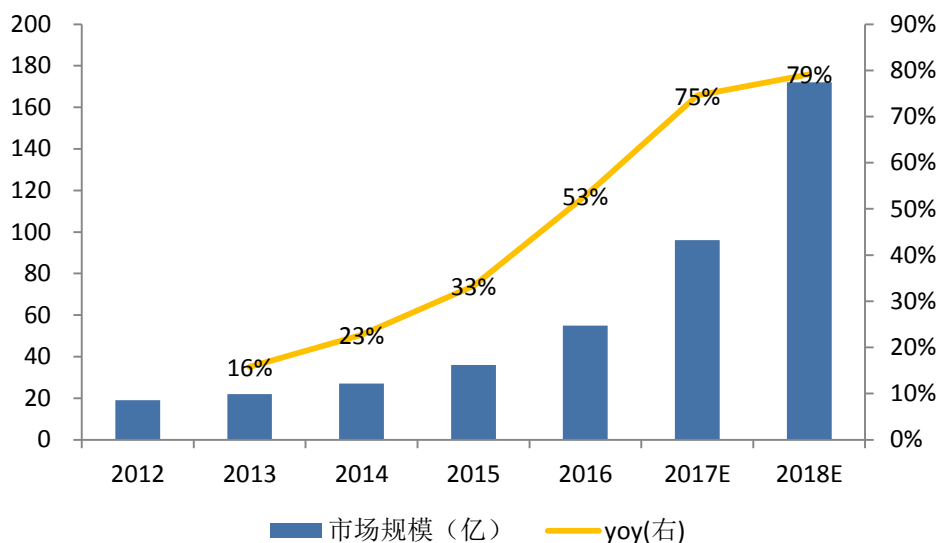


资料来源：安信证券研究中心

由于我国国情以及传统注重孝道文化，居家养老是老年人是养老的主流方式。居家养老是指以家庭为核心、以社区为依托、以专业化服务为依靠，为居住在家的老年人提供以解决日常生活困难为主要内容的社会化服务。服务内容包括生活照料与医疗服务以及精神关爱服务，主要形式有两种：由经过专业培训的服务人员上门为老年人开展照料服务；在社区创办老年人日间服务中心，为老年人提供日托服务。

我国《社会养老服务体系建十二五规划》中提出，建立以居家为基础、社区为依托、机构为支撑的“9073”养老服务体系（90%老年人依托社区居家养老，7%老年人在老年化社区养老，3%老年人机构养老）。居家养老往往需要相应的远程医疗、社区健康、家政服务、运输供给膳食、照顾起居等服务。随着移动医疗终端普及、医疗物联网发展及医疗参与度提高等有利因素，我国远程医疗产业链已初具规模。

图 28： 2012-2018 年我国远程医疗行业市场规模加速增长



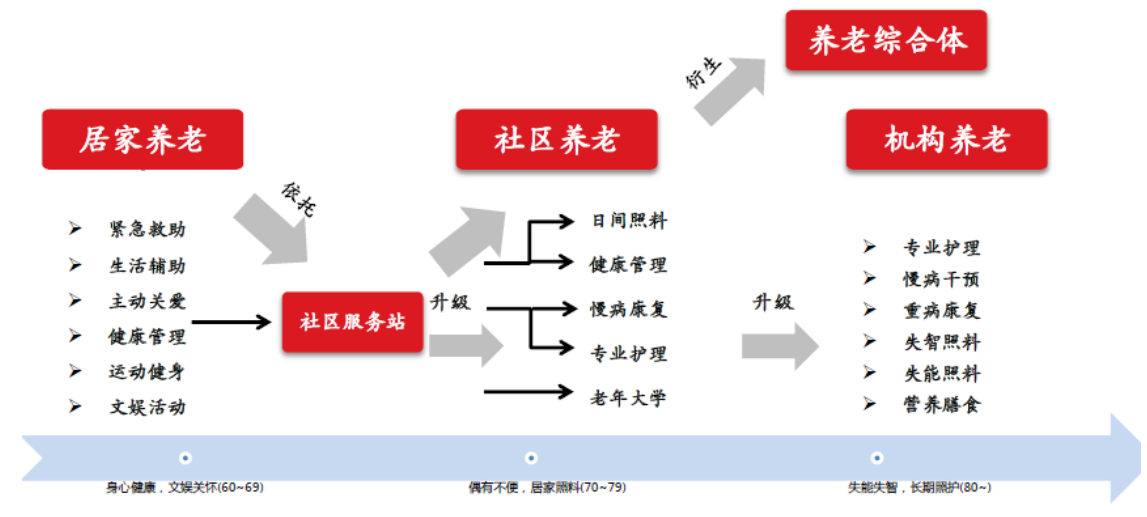
资料来源：三胞国际，安信证券研究中心

4.2. 安康通：国内养老领域模式覆盖最为全面企业，收入实现高增长

在被三胞集团收购之前，安康通主要从事紧急救援业务，收入主要来自机器产品的销售。三

胞集团收购完成后，安康通的经营模式开始逐步向服务商进行转变，着力构建居家养老和健康管理的服务体系。安康通针对不同年龄段的老人，采取不同的模式、提供全方位的服务，成为国内养老领域覆盖最为全面的企业之一。

图 29：安康通业务模式

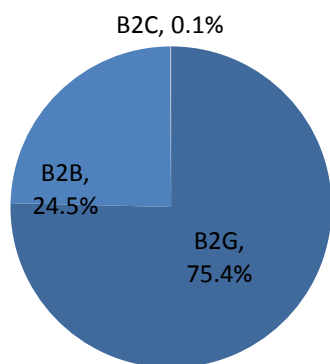


资料来源：三胞国际、安信证券研究中心

目前，安康通的主要业务可划分为线上信息服务、线下援助服务以及健康管理三大模块。线上信息服务是指安康通依托于自主运营的居家呼叫中心，以一键通设备为入口，为广大老年人提供的紧急救助、生活服务。线上信息服务多采用与政府部门合作，为政府托底老人提供服务的模式，是安康通快速获取用户、拓展业务规模的重要渠道。线下援助服务是指安康通作为服务供应商，利用自己的助老员团队，为老人提供生活照料、康复护理及精神慰藉等上门助老服务。健康管理服务是于2015年推出的一项综合型新业务，通过对国内50-70岁老人的深入调研及合理分析，综合分析了老年人的生活习惯、饮食习惯、运动习惯、过往病史等指标，通过手机端健康管理APP、各类智能健康仪器（运动记录器、无线传输血压计、血糖仪等硬件设备）和安康通健康管理坐席与老年人生活紧密衔接，为其提供科学合理的日常健康管理服务。2015年健康管理业务推开后，切实地抓住了老年人健康跟踪这一切身需求，该业务发展蓬勃，到2016年已经占据安康通收入规模的近50%。安康通当前业务按照大类分成居家养老（线上+线下）、社区养老，健康管理在这三个部分都有。线上健康管理包括电话医生，线下上门健康管理，进行一些无创测量，社区会投放一些健康监测设备，为老年人建立健康档案。目前，公司总业务构成方面线下居家养老占据40%、线上居家养老占50%、社区占5%。

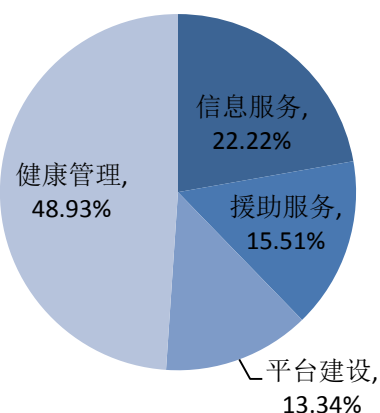
安康通现阶段主要的商业模式还是B2G模式。目标是打造对政府的养老解决方案提供商。一部分项目直接利用安康通自有的平台为政府的托底老人提供各类居家养老服务；另一部分项目通过与政府签订合作协议，搭建公建民营、公办民营等模式的养老服务平台，通常由政府统一招标采购并由财政拨款为平台所覆盖区域的老人用户提供安康通的紧急救助、居家援助、健康管理等服务付费。除此之外，安康通也向B2B与B2C业务拓展。B2B业务方面，安康通为各类养老及健康管理服务供应商提供一个平台，通过整合自有及第三方服务供应商资源，为企业客户提供养老及健康管理服务。安康通打破了传统的B2B思路，与多个行业开展合作，如保健品厂商，金融企业等。安康通目前开展的B2B业务以健康管理业务为主。B2C业务方面，安康通致力于为老人打造一个可信任的生活服务平台，即直接向终端老年人客户的子女进行营销，老人只作为服务的使用者，子女作为付费者和服务监督者。B2C模式能够有效提高单用户收入，延伸产品线。目前已经在上海地区推广B2C模式，取得了一定的效果。

图 30： 当安康通现阶段客户以政府部门为主



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

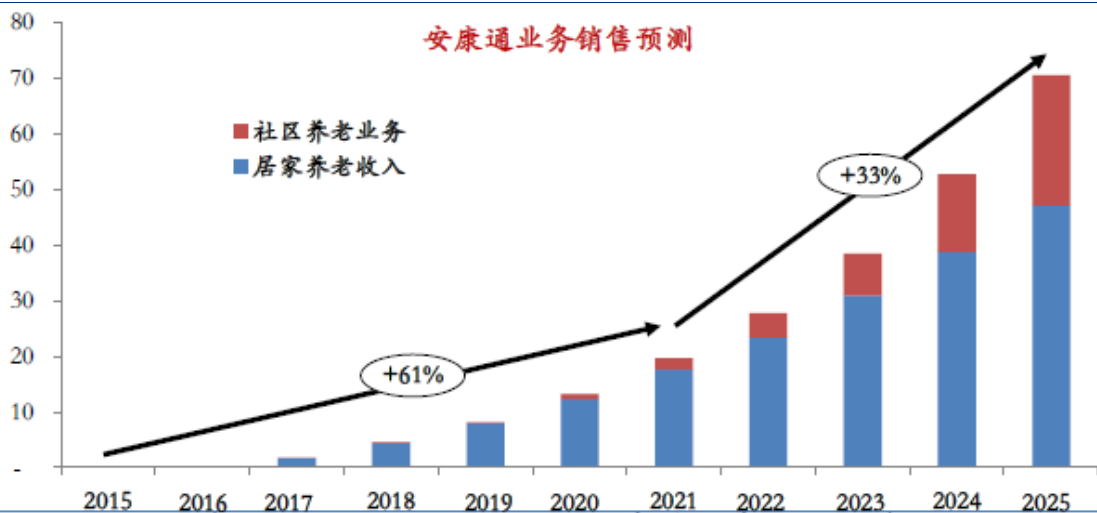
图 31： 安康通目前业务结构以健康管理为主



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

养老市场供不应求，缺乏有规模以及高质量的服务提供商。安康通为政府以向老人提供标准化贴心的居家和社区养老服务，以自身实力牢牢抓住市场上升期。根据公司的业务布局，我们根据安康通覆盖的老年人数量、政府购买老年用户数、政府结算价等指标进行估测，预计安康通 2020 年销售收入近 15 亿元；2022 年销售收入近 25 亿元。

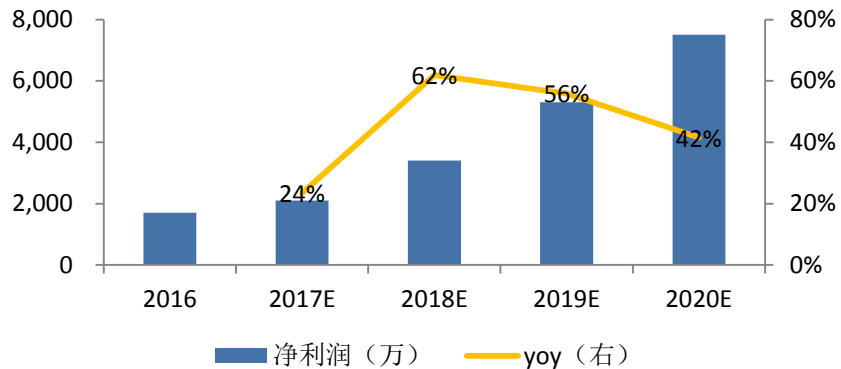
图 32： 安康通销售预测（亿元）



资料来源：三胞国际，安信证券研究中心

按照业绩承诺，安康通 2016-2020 年扣非后净利润分别不低于 1700 万、2100 万、3400 万、5300 万、7500 万，2017 年前三季度实现净利润 1429 万元。

图 33：安康通 2016-2020 年业绩承诺



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

4.3. 三胞国际：Natali（以色列）和 Natali（中国）各具特色，远程医疗服务助力公司业绩高速增长

三胞国际主要在中国（Natali 中国）从事养老行业，在以色列（Natali）主要从事养老和护理业务。

Natali（以色列）是以色列领先的提供远程医疗、紧急救助及团体健康服务的服务商，目前依托医疗呼叫中心、紧急呼叫中心、专业医生团队、急救车团队、客户服务中心等五大运营平台开展业务，涵盖远程医疗和远程照护、紧急按钮&家庭护理、社区健康服务和居家养老四大方面业务。四大类服务中以远程医疗和紧急救助服务为基础，团体健康服务业务主要服务政府客户，在此基础上拓展高端定制居家养老服务（Aging in place），结合智能看护（Smart care）系统将医疗数据与行为数据紧密结合，提供综合性居家养老健康管理服务。

图 34：Natali 业务模式

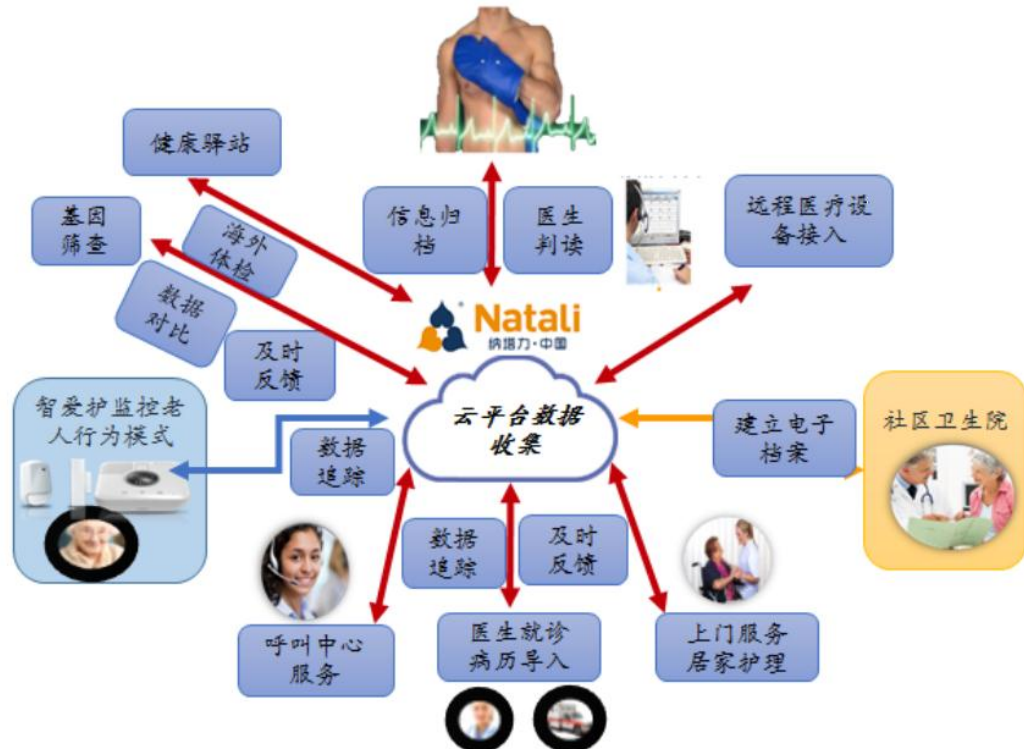


资料来源：三胞国际、安信证券研究中心

Natali（中国）2015 年 6 月成立，引进 Natali 远程医疗、智慧看护、居家医疗服务等国际领先服务的运营经验，目前主要从事团体健康管理、员工健康福利以及机构增值服务，远程医疗及 B2C 高端居家养老服务已初步完成业务布局，进入快速发展阶段。其中远程心电是 Natali（中国）的核心业务，公司远程医疗的盈利模式是通过覆盖医院的医生推荐，发展首次付费用户和通过提高服务来发展续费和长期客户。我们根据医院人流术、渗透率、价格、

长期用户数和价格来推算 2025 年销售收入近 14 亿元。

图 35: Natali (中国) 业务模式



资料来源: 三胞国际、安信证券研究中心

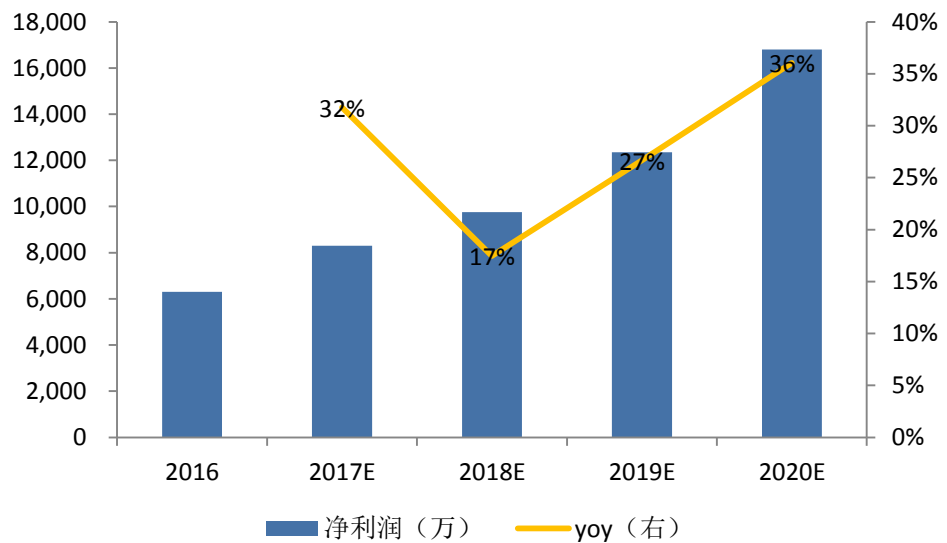
图 36: Natali (中国) 远程医疗预计将实现业务快速增长



资料来源: 三胞国际、安信证券研究中心

按照业绩承诺, 三胞国际 2016-2020 年扣非后净利润分别不低于 6300 万、8300 万、9750 万、12350 万、16800 万, 2017 年前三季度实现净利润 5741 万元, 2017 年业绩预计可以顺利完成。随着公司远程医疗等业务的推进, 公司将处于黄金五年, 预计净利润复合增长率约为 30%。

图 37：三胞国际 2016-2020 年业绩承诺



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

5. 盈利预测与投资建议

暂不考虑 Dendreon（丹瑞）公司的并入以及本次增发的股本摊薄，我们预计，公司 2017 年~2019 年净利润 8.23/12.33/16.04 亿元，分别同比增长 106%、50%、27%，对应 2017 年~2019 年 EPS 分别为 0.74、1.11、1.44 元，当前股价对应 2017-2019 年估值为 60、34、26 倍。若考虑定增新增丹瑞公司净利润以及股本摊薄，对应 2018-2019 年备考净利润为 12.23、17.63、22.04 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 0.97、1.32、1.64 元，当前股价对应 2016-2018 年估值为 38、29、23 倍。

我们用分部估值法，Dendreon（丹瑞）作为国内乃至全球作为纯粹的细胞免疫龙头企业，给予 2018 年 50 倍估值，对应 265 亿市值；公司脐血干细胞业务壁垒高、增速快，对其给予 2018 年 50 倍 PE，对应市值为 275 亿元；公司养老健康业务方兴未艾，正处于蓬勃发展期，给予 2018 年 50 倍估值，对应市值为 90 亿市值；公司原有百货和地产业务给予 8 倍估值对应市值为 40 亿元，综上，对应的 4 块业务市值总和达到 670 亿元。目前公司对对应增发前 420 亿市值，对应增发后约 510 亿市值。

表 6：按照分布估值法公司合理市值为 670 亿

业务板块	2018 年净利润 (亿)	估值	合理市值 (亿)
细胞免疫	5.3	50	265
干细胞	5.5	50	275
健康养老	1.8	50	90
零售及地产	5.0	8	40
合计	17.6		670

资料来源：安信证券研究中心

综合考虑相对估值和分布估值法，考虑到公司进入高壁垒、高增长的细胞免疫、干细胞及养老健康业务，各项业务协同性良好，整体而言我们给予公司增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 49 元，按照备考净利润和股本测算相当于 2018 年 38 倍的动态市盈率。

6. 风险提示

新业务拓展不及预期；收购进度不及预期；收购标的业绩实现不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	15,852.9	16,275.7	19,075.1	21,020.8	22,744.5	成长性					
减:营业成本	10,304.1	10,431.4	11,921.9	12,822.7	13,646.7	营业收入增长率	102.6%	2.7%	17.2%	10.2%	8.2%
营业税费	83.1	216.6	253.8	279.7	302.7	营业利润增长率	7.6%	-11.3%	118.5%	50.2%	27.3%
销售费用	3,879.8	3,787.3	4,120.2	4,414.4	4,776.3	净利润增长率	-8.5%	9.1%	105.9%	49.8%	30.1%
管理费用	1,103.3	1,065.8	1,392.5	1,534.5	1,592.1	EBITDA 增长率	51.5%	-11.2%	50.7%	32.4%	19.6%
财务费用	348.2	269.2	293.0	324.5	338.5	EBIT 增长率	30.8%	-15.6%	80.1%	41.9%	23.5%
资产减值损失	7.3	10.5	12.7	12.6	10.8	NOPLAT 增长率	11.6%	-3.9%	69.8%	41.5%	26.2%
加:公允价值变动收益	-	-	3.2	-1.4	-0.1	投资资本增长率	-36.2%	-39.7%	6.9%	-93.4%	166.8%
投资和汇兑收益	436.5	5.0	8.4	10.1	12.1	净资产增长率	37.7%	12.7%	198.3%	12.9%	14.9%
营业利润	563.6	499.9	1,092.5	1,641.0	2,089.4	利润率					
加:营业外净收支	-56.3	0.7	0.7	0.7	0.7	毛利率	35.0%	35.9%	37.5%	39.0%	40.0%
利润总额	507.3	500.6	1,093.2	1,641.7	2,090.1	营业利润率	3.6%	3.1%	5.7%	7.8%	9.2%
减:所得税	148.2	97.1	262.4	397.4	471.0	净利润率	2.3%	2.5%	4.3%	5.9%	7.1%
净利润	366.5	399.9	823.3	1,233.0	1,604.4	EBITDA/营业收入	8.6%	7.4%	9.5%	11.4%	12.6%
						EBIT/营业收入	5.8%	4.7%	7.3%	9.4%	10.7%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	68	65	54	44	36
货币资金	4,252.9	4,153.3	6,656.0	8,125.6	9,142.6	流动营业资本周转天数	-55	-93	-92	-91	-91
交易性金融资产	5.3	3.2	6.4	5.0	4.9	流动资产周转天数	144	179	186	208	217
应收账款	254.4	189.8	330.8	242.9	377.9	应收账款周转天数	5	5	5	5	5
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	63	71	69	67	66
预付账款	242.6	152.7	299.1	186.8	330.3	总资产周转天数	359	399	377	375	365
存货	3,016.2	3,396.0	3,932.4	3,949.7	4,439.0	投资资本周转天数	88	53	35	18	4
其他流动资产	186.9	297.2	297.2	297.2	297.2	投资回报率					
可供出售金融资产	315.6	907.5	907.5	907.5	907.5	ROE	15.4%	15.3%	11.1%	14.7%	16.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.0%	2.2%	3.9%	5.6%	6.8%
长期股权投资	9.8	439.4	439.4	439.4	439.4	ROIC	13.7%	20.6%	58.0%	76.8%	1458.7%
投资性房地产	480.2	396.0	396.0	396.0	396.0	费用率					
固定资产	2,854.9	3,028.1	2,733.6	2,431.8	2,122.7	销售费用率	24.5%	23.3%	21.6%	21.0%	21.0%
在建工程	54.7	20.6	20.6	20.6	20.6	管理费用率	7.0%	6.5%	7.3%	7.3%	7.0%
无形资产	1,819.7	1,688.9	1,614.3	1,539.8	1,465.3	财务费用率	2.2%	1.7%	1.5%	1.5%	1.5%
其他非流动资产	4,101.3	3,837.8	3,820.7	3,803.6	3,786.5	三费/营业收入	33.6%	31.5%	30.4%	29.8%	29.5%
资产总额	17,594.6	18,510.3	21,454.0	22,345.6	23,729.6	偿债能力					
短期债务	2,710.7	2,405.1	-	-	-	资产负债率	87.7%	86.8%	66.0%	63.2%	60.2%
应付账款	3,690.7	3,967.3	4,785.0	4,628.5	5,389.9	负债权益比	711.9%	657.8%	194.5%	171.7%	151.2%
应付票据	39.5	39.0	50.7	45.8	56.9	流动比率	0.80	0.69	1.19	1.17	1.31
其他流动负债	3,505.1	5,385.2	4,885.9	6,298.2	5,694.7	速动比率	0.50	0.41	0.78	0.81	0.91
长期借款	1,743.4	1,368.9	1,070.3	-	-	利息保障倍数	2.62	2.86	4.73	6.06	7.17
其他非流动负债	3,737.9	2,902.2	3,376.9	3,149.3	3,142.8	分红指标					
负债总额	15,427.4	16,067.7	14,168.8	14,121.8	14,284.3	DPS(元)	0.07	0.09	0.18	0.27	0.36
少数股东权益	-212.2	-171.9	-164.4	-153.0	-138.3	分红比率	20.3%	24.8%	24.8%	24.8%	24.8%
股本	828.0	828.0	1,112.0	1,112.0	1,112.0	股息收益率	0.2%	0.2%	0.5%	0.7%	0.9%
留存收益	1,449.6	1,655.2	6,337.5	7,264.9	8,471.6						
股东权益	2,167.2	2,442.5	7,285.1	8,223.9	9,445.3						
						现金流量表					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	359.1	403.5	823.3	1,233.0	1,604.4	EPS(元)	0.33	0.36	0.74	1.11	1.44
加:折旧和摊销	460.6	454.4	429.0	436.3	443.6	BVPS(元)	2.14	2.35	6.70	7.53	8.62
资产减值准备	7.3	10.5	-	-	-	PE(X)	114.4	104.8	50.9	34.0	26.1
公允价值变动损失	-	-	3.2	-1.4	-0.1	PB(X)	17.6	16.0	5.6	5.0	4.4
财务费用	333.8	418.3	293.0	324.5	338.5	P/FCF	17.0	60.4	-27.4	24.0	30.3
投资损失	-436.5	-5.0	-8.4	-10.1	-12.1	P/S	2.6	2.6	2.2	2.0	1.8
少数股东损益	-7.4	3.7	7.6	11.3	14.8	EV/EBITDA	23.4	25.0	20.1	14.0	11.4
营运资金的变动	1,475.3	522.2	-476.7	1,451.0	-581.6	CAGR(%)	51.3%	58.9%	24.2%	51.3%	58.9%
经营活动产生现金流量	2,440.9	2,558.8	1,070.9	3,444.7	1,807.4	PEG	2.2	1.8	2.1	0.7	0.4
投资活动产生现金流量	-111.6	-1,607.6	-57.9	-47.0	-47.7	ROIC/WACC	1.3	2.0	5.7	7.6	143.5
融资活动产生现金流量	93.6	-919.5	1,489.8	-1,928.1	-742.7	REP	7.8	8.2	3.3	34.5	0.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

崔文亮、周新明声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯	? 0755-82558183?	chaomw@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn
	黎欢	021-35082821	021-35082788

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034