

2018年04月01日

南京新百 (600682.SH)

公司快报

证券研究报告

百货

业绩基本符合预期，转型大健康盈利能力提升显著

■事件：公司公告2017年年报，实现收入179.6亿元，同比增长5.68%，实现归属上市公司股东净利润7.36亿元，同比增长58.58%，实现归属上市公司股东扣除非经常性损益6.78亿元，同比增长62.36%。同期公司实现经营性现金流净额7.70亿元，同期下降71.02%。

■全年业绩基本符合预期，转型生物医疗和健康养老产业净利润提升显著。此次公司年报业绩基本符合市场预期。收入端来看，公司商业和地产收入分别为132亿、21.91亿元，同比分别下降8.52%和上升44.38%，根据公司的战略规划，这两项在公司业务中收入占比会进一步下降。健康养老和护理（安康通及三胞国际）、专业技术服务和科研服务业（山东齐鲁干细胞）收入规模分别为10.54亿、11.46亿元，收购的养老资产安康通、三胞国际以及脐带血干细胞资产山东齐鲁干细胞纳入到合并报表，对收入的贡献十分显著。利润端来看，公司毛利率上升1.84个百分点到37.75%，毛利率的提升来自于公司产品结构调整，新增健康产业业务毛利率相对较高；公司销售费用率和管理费用率分别下降2.96和上升0.04个百分点，销售费用率下降来自公司精细化管理加深带来的费用管控，管理费用率的提升来自于合并企业带来的职工薪酬和研发费用的提升。综合来看，归母净利润率上升3.34个百分点到5.98%，公司转型生物医疗和健康养老产业以后净利润提升较为显著。

■聚焦大健康领域发展，公司三大业务极具发展特色。健康养老领域，公司是国内领先的居家养老服务提供商和平台商。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2020年销售收入近15亿元，2025年销售收入近80亿元（详见我们之前深度报告）。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。脐带血干细胞领域，我国在技术和市场渗透等方面较国外均有较大的差距，公司直接或间接拥有国家7张牌照中的4张（该牌照极其稀缺），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。细胞免疫治疗领域，公司拟收购美国生物医药公司Dendreon的重磅产品PROVENGE作为第一个获批肿瘤细胞免疫药物效果良好、前景广阔，有望在美国、中国先后放量。总体而言，南京新百聚焦大健康发展战略清晰，新业务壁垒高、空间大，

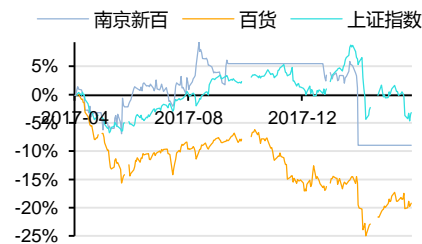
投资评级 **增持-A**
维持评级

6个月目标价：**49元**
股价（2018-02-01）**33.28元**

交易数据

总市值(百万元)	37,006.51
流通市值(百万元)	28,642.81
总股本(百万股)	1,111.97
流通股本(百万股)	860.66
12个月价格区间	33.28/39.92元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.78	-7.75	-7.27
绝对收益	0.0	-11.93	-8.94

周新明

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

崔文亮

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

相关报告

南京新百：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/崔文亮
2018-01-24

极具发展特色。

■**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企业，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。

■**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)公司的并入以及增发的股本摊薄、也不考虑 HOF 的剥离,我们预计,公司 2018 年~2020 年净利润 12.33/16.10/20.89 亿元,分别同比增长 68%、31%、30%,对应 2018 年~2020 年估值为 38、29、22 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,相当于 2018 年 55 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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	16,275.7	17,960.4	20,510.7	23,218.1	26,724.1
净利润	399.9	736.2	1,233.1	1,610.9	2,089.3
每股收益(元)	0.36	0.66	0.88	1.15	1.50
每股净资产(元)	2.35	7.20	9.38	10.54	12.03

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	92.5	50.3	37.7	28.8	22.2
市净率(倍)	14.2	4.6	3.5	3.2	2.8
净利润率	2.5%	4.1%	6.0%	6.9%	7.8%
净资产收益率	15.3%	9.2%	9.4%	11.0%	12.4%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	20.6%	60.5%	25.9%	50.4%	63.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	16,275.7	17,960.4	20,510.7	23,218.1	26,724.1	成长性					
减:营业成本	10,431.4	11,180.8	12,101.3	13,529.2	15,270.1	营业收入增长率	2.7%	10.4%	14.2%	13.2%	15.1%
营业税费	216.6	344.1	393.0	444.9	512.1	营业利润增长率	-11.3%	123.1%	68.6%	27.3%	30.8%
销售费用	3,787.3	3,648.6	4,307.3	4,875.8	5,572.0	净利润增长率	9.1%	84.1%	67.5%	30.6%	29.7%
管理费用	1,065.8	1,362.5	1,497.3	1,625.3	1,870.7	EBITDA 增长率	-11.2%	55.7%	41.1%	20.8%	23.8%
财务费用	269.2	304.2	295.0	324.5	338.5	EBIT 增长率	-15.6%	81.7%	55.7%	24.9%	27.7%
资产减值损失	10.5	97.6	33.8	37.3	44.8	NOPLAT 增长率	-3.9%	77.1%	51.0%	27.9%	26.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-11.3	1.6	2.7	投资资本增长率	-39.7%	253.5%	-34.4%	0.3%	-62.2%
投资和汇兑收益	5.0	70.7	8.4	10.1	12.1	净资产增长率	12.7%	233.5%	64.7%	13.8%	15.7%
营业利润	499.9	1,115.4	1,880.1	2,392.8	3,130.7	利润率					
加:营业外净收支	0.7	-21.7	-21.7	-21.7	-21.7	毛利率	35.9%	37.7%	41.0%	41.7%	42.9%
利润总额	500.6	1,093.7	1,858.4	2,371.1	3,109.1	营业利润率	3.1%	6.2%	9.2%	10.3%	11.7%
减:所得税	97.1	247.6	441.4	520.0	708.1	净利润率	2.5%	4.1%	6.0%	6.9%	7.8%
净利润	399.9	736.2	1,233.1	1,610.9	2,089.3	EBITDA/营业收入	7.4%	10.4%	12.9%	13.8%	14.8%
						EBIT/营业收入	4.7%	7.8%	10.6%	11.7%	13.0%
资产负债表						运营效率					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	固定资产周转天数	65	64	57	45	35
货币资金	4,153.3	4,411.9	8,198.9	10,035.9	15,131.1	流动营业资本周转天数	-93	-100	-101	-100	-99
交易性金融资产	3.2	-	2.8	2.0	1.6	流动资产周转天数	179	169	189	219	245
应收账款	189.8	986.5	356.8	1,163.9	586.4	应收帐款周转天数	5	12	12	12	12
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	71	61	58	57	56
预付帐款	152.7	369.2	195.6	435.9	276.9	总资产周转天数	399	431	463	453	443
存货	3,396.0	2,733.1	3,900.6	3,515.9	4,855.0	投资资本周转天数	53	82	93	65	39
其他流动资产	297.2	196.3	196.3	196.3	196.3	投资回报率					
可供出售金融资产	907.5	865.6	865.6	865.6	865.6	ROE	15.3%	9.2%	9.4%	11.0%	12.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.2%	3.4%	5.0%	6.1%	6.8%
长期股权投资	439.4	429.8	429.8	429.8	429.8	ROIC	20.6%	60.5%	25.9%	50.4%	63.5%
投资性房地产	396.0	383.9	383.9	383.9	383.9	费用率					
固定资产	3,028.1	3,390.9	3,085.3	2,772.6	2,452.8	销售费用率	23.3%	20.3%	21.0%	21.0%	20.9%
在建工程	20.6	28.0	28.0	28.0	28.0	管理费用率	6.5%	7.6%	7.3%	7.0%	7.0%
无形资产	1,688.9	1,984.2	1,878.5	1,772.9	1,667.2	财务费用率	1.7%	1.7%	1.4%	1.4%	1.3%
其他非流动资产	3,837.8	8,748.7	8,699.8	8,651.0	8,602.1	三费/营业收入	31.5%	29.6%	29.7%	29.4%	29.1%
资产总额	18,510.3	24,528.1	28,222.0	30,253.5	35,476.6	偿债能力					
短期债务	2,405.1	2,147.7	-	-	-	资产负债率	86.8%	66.8%	52.5%	49.5%	50.2%
应付帐款	3,967.3	4,299.4	4,647.9	5,355.1	5,935.1	负债权益比	657.8%	201.1%	110.3%	98.1%	100.8%
应付票据	39.0	136.9	53.5	159.4	80.9	流动比率	0.69	0.75	1.11	1.30	1.44
其他流动负债	5,385.2	5,009.3	6,902.9	6,322.6	8,624.3	速动比率	0.41	0.51	0.77	1.00	1.11
长期借款	1,368.9	1,636.9	-	-	-	利息保障倍数	2.86	4.59	7.37	8.37	10.25
其他非流动负债	2,902.2	3,152.8	3,200.7	3,148.3	3,167.3	分红指标					
负债总额	16,067.7	16,383.0	14,805.0	14,985.4	17,807.5	DPS(元)	0.09	-	-	-	-
少数股东权益	-171.9	135.9	319.8	560.0	871.7	分红比率	24.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	828.0	1,112.0	1,395.9	1,395.9	1,395.9	股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,655.2	6,405.1	11,701.3	13,312.2	15,401.5						
股东权益	2,442.5	8,145.1	13,417.0	15,268.1	17,669.1						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.36	0.66	0.88	1.15	1.50
净利润	403.5	846.0	1,233.1	1,610.9	2,089.3	BVPS(元)	2.35	7.20	9.38	10.54	12.03
加:折旧和摊销	454.4	512.5	471.2	478.3	485.4	PE(X)	92.5	50.3	37.7	28.8	22.2
资产减值准备	10.5	97.6	-	-	-	PB(X)	14.2	4.6	3.5	3.2	2.8
公允价值变动损失	-	-	-11.3	1.6	2.7	P/FCF	53.3	-9.9	-156.0	30.0	9.8
财务费用	418.3	317.8	295.0	324.5	338.5	P/S	2.3	2.1	2.3	2.0	1.7
投资损失	-5.0	-70.7	-8.4	-10.1	-12.1	EV/EBITDA	25.0	21.6	14.2	11.3	7.9
少数股东损益	3.7	109.8	183.9	240.3	311.6	CAGR(%)	66.2%	41.6%	58.0%	66.2%	41.6%
营运资金的变动	522.2	-1,293.4	1,857.6	-383.3	2,246.2	PEG	1.4	1.2	0.6	0.4	0.5
经营活动产生现金流量	2,558.8	769.8	4,021.0	2,262.2	5,461.8	ROIC/WACC	2.0	5.9	2.5	4.9	6.2
投资活动产生现金流量	-1,607.6	-553.2	-57.3	-48.3	-47.1	REP	8.3	1.1	3.6	1.7	3.2
融资活动产生现金流量	-919.5	-441.0	-176.7	-376.9	-319.5						

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

周新明、崔文亮声明，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	
	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	
	林立	021-68766209	linli1@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	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
深圳联系人	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	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	

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