

南京新百（600682）重大事项点评

# 收购以色列护理公司完成，重组如期推进



中信证券研究部

2016年3月24日

周羽

电话：021-20262125

邮件：yu\_zhou@citics.com

执业证书编号：S1010513070005

## 投资评级

**买入（维持）**

当前价：28.04 元

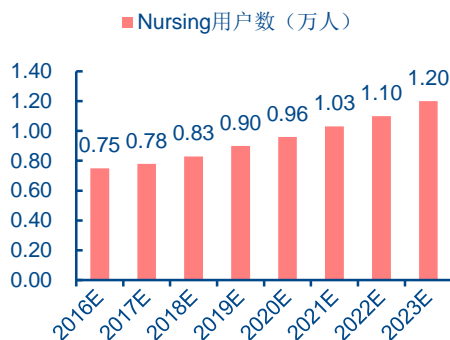
## 事项：

南京新百公告，3月22日以色列养老服务龙头 Natali（南京新百拟收购其 100% 股权）收购以色列护理公司 Nursing 100% 股权已完成交割。对此我们点评如下：

## 评论：

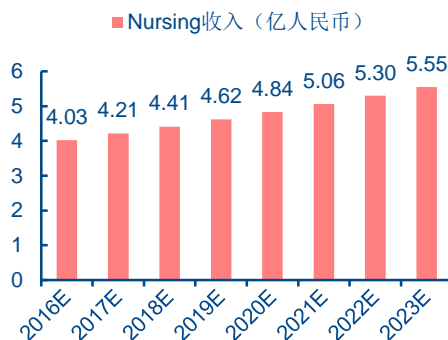
**Natali+Nursing，客户群共享、服务延伸，有望强协同。**2015年12月南京新百公告拟收购以色列养老服务龙头 Natali 100% 股权，2016年3月22日 Natali 收购以色列护理公司 Nursing 100% 股权已完成交割。Nursing 拥有 30 多年的服务经验，主要服务包括为无法独立生活的老人在家提供 24-7 不间断护理及照看服务、为住院老人提供专业私人护理、为老人提供选择养老院的相关咨询服务。目前，Nursing 在以色列拥有 25 家分支机构及约 6000 名护理专业人士，已为约 7000 名老人提供护理服务，并与国家社保机关、国家劳动部、国家社会服务部、国防部等保持长期合作。预计 2016 年 Nursing 用户将达 7500 人，收入 4.03 亿元；至 2023 年用户望达 1.2 万人，收入望达 5.55 亿元。Natali 主要服务对象为 65-75 岁之间可以独立生活的老人，Nursing 主要服务于 75 岁以上老人，Natali 的紧急救援服务及远程医疗服务能够提前发现 Nursing 的潜在用户，实现客户共享及业务互补。

图 1：Nursing 用户数预测



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 2：Nursing 收入预测（亿人民币）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

**干细胞产业链延伸及养老服务推广是长期市值看点。**公司重大资产重组完成后，将独家运营全国四地脐血库，存储量占全国 72%，具备强政策壁垒。存储业务提供现金流及利润同时，CO 集团私有化回归（预期 CO 私有化将于 4 月完成）内资控股后，有望突破原有政策限制，积极向基因诊断、检测、筛查、药物应用等中下游产业链延伸（山东血库临床收入占比 2016 年预计近 10%），受益生物医疗长期景气。养老产业，Natali（中国）及安康通将以以色列标准化养老服务引入中国，通过大众/高端市场定位互补，以轻服务模式全国推广，付费用户 2015 年底 50 万人，未来三年望 CAGR 60%+，用户数及 ARPU 增加带动价值提升。

**风险因素。**干细胞产业延伸及养老拓展低于预期。

**盈利预测、估值及投资评级。**不考虑本次并购，暂维持 2015-2017 年 EPS 预测 0.28/0.34/0.37 元。本次交易完成后，预测 2016-2018 年备考净利润 7.2/8.5/10.0 亿元（对应备考 EPS 0.48/0.56/0.66 元）。当前股价对应备考市值 420 亿元（对应 2016 年备考 PE 59x），公司干细胞产业链延伸及养老服务推广为长期看点，维持“买入”评级。

表 1：公司盈利预测及估值表

财政年度（截至 12 月底）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万人民币)	3,353	7,825	15,501	18,071	18,513
YoY (%)	17.7	133.4	98.1	16.6	2.4
归属净利润(百万人民币)	135	400	234	278	305
YoY (%)	(29.0)	196.1	(41.6)	19.1	9.5
EPS(人民币)	0.16	0.48	0.28	0.34	0.37
市盈率 PE (x)	175	58	100	82	76

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2016 年 3 月 23 日收盘价

**利润表** (百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3,353	7,825	15,501	18,071	18,513
营业成本	2,577	5,318	10,151	11,696	11,972
毛利率	23.2%	32.0%	34.5%	35.3%	35.3%
营业税金及附加	77	82	81	125	123
销售费用	175	1,151	3,767	4,227	4,352
销售费用率	5.2%	14.7%	24.3%	23.4%	23.5%
管理费用	279	568	1,221	1,406	1,444
管理费用率	8.3%	7.3%	7.9%	7.8%	7.8%
财务费用	76	173	338	235	222
财务费用率	2.3%	2.2%	2.2%	1.3%	1.2%
其他经营损益	4	-9	440	10	11
营业利润	174	524	383	392	409
营业利润率	5.2%	6.7%	2.5%	2.2%	2.2%
营业外收入	4	5	0	0	0
营业外支出	2	6	56	10	0
利润总额	175	523	327	382	409
所得税	45	89	100	109	106
所得税率	25.8%	17.1%	30.7%	28.6%	25.8%
少数股东损益	-5	34	-8	-6	-1
归属净利润	135	400	234	278	305
净利率	4.0%	5.1%	1.5%	1.5%	1.6%

**现金流量表** (百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	175	523	327	382	409
所得税支出	-45	-89	-100	-109	-106
折旧和摊销	98	210	397	420	443
营运资金变动	41	428	-2,308	-240	144
其他	66	265	-432	-4	-9
经营现金流	336	1,337	-2,117	449	882
资本支出	-100	-126	-228	-207	-186
投资收益	3	12	440	10	11
资产变卖	0	0	0	0	0
其他	-150	-1,075	-169	-739	-823
投资现金流	-247	-1,188	43	-936	-998
发行股票	0	0	769	0	0
负债变化	476	1,004	1,675	-705	169
股息支出	-140	-187	-36	-83	-83
其他	-22	-1	179	240	257
融资现金流	314	816	2,588	-548	342
现金及现金等价物净增加额	403	964	515	-1,035	226

**资产负债表** (百万元)

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	882	1,816	2,341	1,306	1,532
存货	891	2,503	4,777	5,503	5,634
应收账款/票据	16	112	255	297	304
其他流动资产	346	304	581	677	693
流动资产	2,135	4,735	7,954	7,784	8,163
固定资产	1,508	3,139	3,401	3,220	3,016
长期股权投资	137	0	204	224	246
无形资产	37	1,705	1,705	1,705	1,705
其他长期资产	602	4,463	3,997	4,684	5,431
非流动资产	2,284	9,308	9,307	9,833	10,399
资产总计	4,419	14,043	17,261	17,617	18,562
短期借款	1,496	2,417	3,981	3,426	3,559
应付账款/票据	347	2,569	2,781	3,204	3,280
其他流动负债	957	2,085	2,023	2,225	2,448
流动负债	2,800	7,071	8,786	8,856	9,287
长期负债	132	720	1,076	926	962
其他长期负债	75	4,678	4,912	5,158	5,416
非流动性负债	208	5,398	5,988	6,084	6,378
负债合计	3,007	12,469	14,774	14,940	15,665
股本	358	358	828	828	828
资本/盈余公积	412	424	723	723	723
未分配利润	621	986	1,137	1,332	1,554
少数股东权益	20	-194	-201	-207	-208
股东权益合计	1,412	1,574	2,487	2,677	2,898
负债及股东权益总计	4,419	14,043	17,261	17,617	18,562

**主要财务指标**

指标名称	2013	2014	2015E	2016E	2017E
增长率 (%)	17.7	133.4	98.1	16.6	2.4
营业收入	-21.8	201.7	-26.9	2.5	4.3
营业利润	-29.0	196.1	-41.6	19.1	9.5
净利润					
利润率 (%)	23.2	32.0	34.5	35.3	35.3
毛利率	5.2	6.7	2.5	2.2	2.2
EBIT Margin	10.2	11.6	4.4	5.7	5.7
EBITDA Margin	3.9	5.5	1.5	1.5	1.6
净利率					
回报率 (%)	10.0	26.8	11.5	10.8	10.9
净资产收益率	3.2	4.7	1.4	1.6	1.7
总资产收益率					
其他 (%)	68.1	88.8	85.6	84.8	84.4
资产负债率	25.8	17.1	30.7	28.6	25.8
所得税率	26.5	8.9	35.4	29.7	27.2
股利支付率	17.7	133.4	98.1	16.6	2.4

资料来源：中信量化投资分析系统

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2016 版权所有。保留一切权利。