

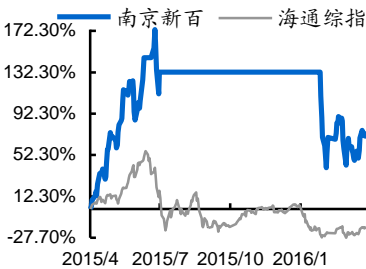
投资评级 **买入** 维持

**股票数据**

|               |             |
|---------------|-------------|
| 6个月内目标价(元)    | 55.82       |
| 03月29日收盘价(元)  | 26.72       |
| 52周股价波动(元)    | 21.51-83.64 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 828/716     |
| 总市值/流通市值(百万元) | 22125/19135 |

**相关研究**

- 《强势拓展医疗养老，资源雄厚空间广阔》2016.02.23
- 《拟定增收收购 CO 集团 65% 股权，医疗养老业务加速整合，双主业成长空间广阔！》2016.01.08
- 《前三季度扣非净亏 3.6 亿元，HoF 继续拖累业绩，短期关注复牌时点，长期期待公司“百货转型+大健康”双发展的前景》2015.11.02

**市场表现**


| 沪深 300 对比 | 1M   | 2M   | 3M    |
|-----------|------|------|-------|
| 绝对涨幅 (%)  | 16.2 | -2.3 | -28.8 |
| 相对涨幅 (%)  | 7.3  | -8.8 | -12.2 |

资料来源：海通证券研究所

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@htsec.com

证书:S0850511040005

联系人:王汉超

Tel:021-23154125

Email:whc10335@htsec.com

联系人:王晴

Tel:021-23154116

Email:wq10458@htsec.com

# 2015 年归属净利降 8%，期待医疗养老转型落地

**投资要点:**

公司 3 月 30 日发布 2015 年报。2015 年实现营业收入 158.53 亿元，同比增长 102.52%；利润总额 5.23 亿元，同比下降 2.63%；归属净利 3.67 亿元，同比下降 7.95%；扣非净利润 1.12 亿元，同比下降 74.92%。摊薄 EPS 为 0.45 元；净资产收益率 19.02%。报告期每股经营性现金流 2.95 元，与每股收益的比率为 6.6 倍。

**2015 年分配预案：**拟以 2015 年末 8.28 亿总股本为基数，每 10 股派现 0.9 元（含税）。

公司计划 2016 年实现收入 179 亿元，同比增长 12.91%。

**简评及投资建议**

**剔除 HoF 后收入降 5.6%，HoF 收入增 2.7%，HoF 并表提升毛利率。**公司 2015 年实现营业收入 158.53 亿元，同比增长 102.52%，主要由于 HoF 于 2014 年仅 4 季度并表，2015 年全年并表造成不可比。剔除 HoF 后，公司 2015 年收入 32.51 亿元，同比下降 5.55%。HoF 2015 年收入 126.02 亿元，同比增长约 2.7%。公司综合毛利率同比增加 2.97 个百分点至 35%，主要由于 HoF 自营占比较高，并表带来高毛利率。

**HoF 并表带来销售费用大增，剔除 HoF 及出售资产影响，归属净利降 18%。**销售费用率大幅提升 9.76 个百分点至 24.47%，同样由于 HoF 全年并表所致，管理费用率和财务费用率分别略降 0.3 和 0.02 个百分点。期间费用率提升抵消毛利率和收入增长，扣非净利同比下降 74.92%至 1.12 亿元。由于公司在 2015 年出售了新百药业 90% 股权，获得税后投资收益 3.14 亿元，公司归属净利同比下降 7.95%至 3.67 亿元。而 HoF 2015 年亏损 0.14 亿元，实现了较大幅度的减亏。剔除 HoF 和新百药业出售影响，公司 2015 年归属净利同比下降 18.29%至 6650 万元。

**2016 年将开设国内首家 HoF 旗舰店，差异化竞争。**公司已将旗下的东方商城租赁给 HoF（中国）开设中国首家旗舰店，该商城将于 2016 年 3 月 1 日起暂停营业，实施为期约 6 个月的闭店装修计划。公司将借助 HoF 的买手团队及管理体系，同时利用其丰富的自有品牌、采购品牌及特约品牌资源实现国内竞争的差异化，还可借助 HoF 海外成熟的营销模式，实现由传统百货向现代百货的升级转型。

**医疗养老转型并购正在进行中，期待落地后整合发展。**公司于 2016 年 1 月公告两项定增方案，将发行股份和募集配套资金收购 CO 集团、齐鲁干细胞、安康通和 Natali 股权，所有交易完成后将对上述公司全资控股，强势进军医疗和养老领域。其中医疗板块 CO 集团和齐鲁干细胞竞争力强，业务高增长，未来拓展基因检测和治疗潜力巨大，庞大脐血样本构成精准医疗基因大数据，价值稀缺。养老板块的安康通和 Natali 契合居家养老趋势，将分享快速增长的老年需求，轻资产模式加速拓展。医疗和养老业务将带来高弹性业绩增长。

**盈利预测和估值。**(1) 商业和房地产：国内物业、HoF 百货和房地产河西项目合计估值 215.5 亿元；(2) 医疗业务：脐血库业务合计估值 470.4 亿元；(3) 养老业务：安康通和三胞国际合计估值 152 亿元。公司 1 年内目标估值为 837.9 亿元，相对于增发完成后市值 401 亿元（以 20160329 收盘价 26.72 元计算），仍有 100% 以上空间。以增发后的 15.01 亿股本计算，目标价为 55.82 元。

**风险因素。**并购整合进度不达预期；并购标的业绩不达承诺；安康通和 Natali 中国业务开展慢于预期；养老需求低于预期；出生人口数下降；消费不景气。

**表 1 公司 2015 年分行业和地区收入和毛利率情况**

| 分行业   | 营业收入 (亿元) | 毛利率 (%) | 营收增速 (%) | 毛利率增减 (pct) |
|-------|-----------|---------|----------|-------------|
| 工业    | 0.68      | 37.49   | -71.01   | 8.08        |
| 商业    | 152.03    | 33.73   | 113.37   | 3.60        |
| 房地产业  | 2.17      | 24.60   | 4.95     | -0.98       |
| 宾馆餐饮业 | 0.28      | 83.38   | -6.08    | 3.84        |
| 分地区   | 营业收入 (亿元) | 毛利率 (%) | 营收增速 (%) | 毛利率增减 (pct) |
| 江苏    | 22.99     | 22.37   | -8.97    | 0.23        |
| 安徽    | 6.91      | 16.70   | -3.66    | 0.30        |
| 英国等境外 | 125.26    | 36.73   | 187.71   | -0.37       |

资料来源: 公司 2015 年年报, 海通证券研究所

**表 2 公司 2015 年期间费用拆分**

|             | 费用 (万元)       |               |               |               | 费用率 (%)       |              |              |             |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|-------------|
|             | 2014          | 2015          | 增减额           | 增速 (%)        | 2014          | 2015         | 变动 (百分点)     |             |
| 销售费用        | 广告费           | 9117          | 23240         | 14122         | 154.89        | 1.17         | 1.47         | 0.30        |
|             | 运输费           | 3466          | 12230         | 8764          | 252.85        | 0.44         | 0.77         | 0.33        |
|             | 职工薪酬          | 35731         | 101284        | 65553         | 183.46        | 4.57         | 6.39         | 1.82        |
|             | 水电费           | 6740          | 14801         | 8061          | 119.61        | 0.86         | 0.93         | 0.07        |
|             | 门店房产相关费用      | 29954         | 115345        | 85391         | 285.07        | 3.83         | 7.28         | 3.45        |
|             | 折旧与摊销         | 6903          | 24867         | 17965         | 260.26        | 0.88         | 1.57         | 0.69        |
|             | HoF 线上销售费用    | 15301         | 59037         | 43736         | 285.83        | 1.96         | 3.72         | 1.77        |
|             | 其他项累计         | 7891          | 37180         | 29289         | 371.14        | 1.01         | 2.35         | 1.34        |
|             | <b>合计</b>     | <b>115104</b> | <b>387984</b> | <b>272880</b> | <b>237.07</b> | <b>14.71</b> | <b>24.47</b> | <b>9.76</b> |
| 管理费用        | 职工薪酬          | 22423         | 50164         | 27741         | 123.72        | 2.87         | 3.16         | 0.30        |
|             | 固定资产折旧与无形资产摊销 | 10324         | 16571         | 6247          | 60.51         | 1.32         | 1.05         | -0.27       |
|             | 咨询费(含顾问费)     | 6764          | 7948          | 1184          | 17.51         | 0.86         | 0.50         | -0.36       |
|             | 业务招待费         | 509           | 640           | 131           | 25.85         | 0.07         | 0.04         | -0.02       |
|             | 房产税           | 1597          | 1487          | -110          | -6.89         | 0.20         | 0.09         | -0.11       |
|             | 长期待摊费用摊销      | 1162          | 1199          | 37            | 3.16          | 0.15         | 0.08         | -0.07       |
|             | 物业管理费         | 1628          | 1848          | 221           | 13.55         | 0.21         | 0.12         | -0.09       |
|             | 房产相关费用        | 1513          | 8349          | 6837          | 451.96        | 0.19         | 0.53         | 0.33        |
|             | 广告费           | 5040          | 17987         | 12948         | 256.92        | 0.64         | 1.13         | 0.49        |
| 其他项累计       | 6250          | 4136          | -2114         | -33.82        | 0.80          | 0.26         | -0.54        |             |
| <b>合计</b>   | <b>57208</b>  | <b>110330</b> | <b>53122</b>  | <b>92.86</b>  | <b>7.25</b>   | <b>6.96</b>  | <b>-0.30</b> |             |
| 财务费用        | 金融贷款利息支出      | 16255         | 33769         | 17514         | 107.75        | 2.08         | 2.13         | 0.05        |
|             | 金融存款利息收入      | -1444         | -950          | 495           | -34.26        | -0.18        | -0.06        | 0.12        |
|             | 手续费支出         | 1450          | 1587          | 137           | 9.43          | 0.19         | 0.10         | -0.09       |
|             | 汇兑损益          | 0             | 16            | 16            | -27715.81     | 0.00         | 0.00         | 0.00        |
|             | 未确认融资费用       | 1073          | 396           | -677          | -63.11        | 0.14         | 0.02         | -0.11       |
| <b>合计</b>   | <b>17333</b>  | <b>34819</b>  | <b>17486</b>  | <b>100.88</b> | <b>2.22</b>   | <b>2.20</b>  | <b>-0.02</b> |             |
| <b>期间费用</b> | <b>189646</b> | <b>533134</b> | <b>343488</b> | <b>181.12</b> | <b>24.24</b>  | <b>33.63</b> | <b>9.39</b>  |             |

资料来源: 公司 2015 年年报, 海通证券研究所

**表 3 公司 2015 年部分子公司净利润情况**

| 公司名称                            | 业务性质 | 2015 年净利润<br>(万元) | 2014 年净利润<br>(万元) | 同比增速    |
|---------------------------------|------|-------------------|-------------------|---------|
| 南京新百房地产开发有限公司                   | 房产开发 | -2254             | -586              | -       |
| 盐城新国房地产开发有限公司                   | 房产开发 | 2151              | 1769              | 21.60%  |
| 南京继航贸易有限公司                      | 租赁   | -73               | -20               | -       |
| 芜湖南京新百大厦有限公司                    | 商业   | -1867             | -2151             | -       |
| 南京东方商城有限责任公司                    | 商业   | 328               | 1510              | -78.28% |
| 淮南新街口百货有限公司                     | 商业   | -1948             | -1522             | -       |
| 新百(香港)有限公司                      | 投资   | -2206             | -2540             | -       |
| Highland Group Holdings Limited | 商业   | -1438             | 31956             | -       |
| 南京兴宁实业有限公司                      | 房产开发 | -522              | -29               | -       |
| 南京瑞和商贸有限公司                      | 其他服务 | -190              | -193              | -       |

资料来源: 公司 2015 年年报, 海通证券研究所

**表 4 公司 2015 年单季度合并损益表分析 (1Q2014-4Q2015)**

|                    | 1Q2014 | 2Q2014 | 3Q2014 | 4Q2014 | 1Q2015  | 2Q2015  | 3Q2015   | 4Q2015 | 2014   | 2015    |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|----------|--------|--------|---------|
| 营业总收入 (万元)         | 90142  | 80339  | 69887  | 542155 | 327244  | 364619  | 334128   | 559180 | 782523 | 1585295 |
| 同比增长 (%)           | 18.33  | 5.30   | -2.74  | 388.40 | 263.03  | 353.85  | 377.47   | 3.13   | 133.35 | 102.52  |
| 营业总成本 (万元)         | 82419  | 76070  | 69634  | 503143 | 343231  | 367690  | 352225   | 508961 | 731266 | 1572585 |
| 营业成本 (万元)          | 68721  | 61139  | 51714  | 350267 | 219093  | 238009  | 218737   | 354223 | 531842 | 1030409 |
| 毛利率 (%)            | 23.76  | 23.90  | 26.00  | 35.39  | 33.05   | 34.72   | 34.53    | 36.65  | 32.03  | 35.00   |
| 营业税金及附加 (万元)       | 1636   | 1374   | 1488   | 3726   | 2012    | 1373    | 1640     | 3284   | 8225   | 8314    |
| 营业税金及附加/营业收入 (%)   | 1.82   | 1.71   | 2.13   | 0.69   | 0.61    | 0.38    | 0.49     | 0.59   | 1.05   | 0.52    |
| 销售费用 (万元)          | 2191   | 2054   | 2347   | 108513 | 86583   | 89196   | 93946    | 118259 | 115104 | 387984  |
| 销售费用/营业收入 (%)      | 2.43   | 2.56   | 3.36   | 20.02  | 26.46   | 24.46   | 28.12    | 21.15  | 14.71  | 24.47   |
| 管理费用 (万元)          | 8565   | 9723   | 10421  | 28061  | 27107   | 29908   | 27538    | 25649  | 56770  | 110330  |
| 管理费用/营业收入 (%)      | 9.50   | 12.10  | 14.91  | 5.18   | 8.28    | 8.20    | 8.24     | 4.59   | 7.25   | 6.96    |
| 财务费用 (万元)          | 1346   | 1767   | 3713   | 10507  | 8532    | 9133    | 10261    | 6893   | 17334  | 34819   |
| 财务费用/营业收入 (%)      | 1.49   | 2.20   | 5.31   | 1.94   | 2.61    | 2.50    | 3.07     | 1.23   | 2.22   | 2.20    |
| 资产减值损失 (万元)        | -39    | 13     | -50    | 2068   | -95     | 70      | 103      | 653    | 1992   | 729     |
| 其他经营收益 (万元)        | 276    | 186    | 653    | 18     | 0       | 43126   | 558      | -30    | 1134   | 43654   |
| 营业利润 (万元)          | 7999   | 4455   | 907    | 39030  | -15987  | 40056   | -17539   | 50189  | 52391  | 56363   |
| 同比增长 (%)           | 27.69  | 35.49  | -52.54 | 561.19 | -299.86 | 799.19  | -2464.03 | 27.97  | 201.68 | 8.04    |
| 营业外收入 (万元)         | 73     | 6      | 280    | 165    | 114     | 144     | 15       | 473    | 524    | 746     |
| 营业外支出 (万元)         | 13     | 94     | 30     | 453    | 21      | 75      | 5517     | 766    | 590    | 6378    |
| 利润总额 (万元)          | 8059   | 4367   | 1157   | 38743  | -15894  | 40125   | -23041   | 49896  | 52325  | 50732   |
| 同比增长 (%)           | 28.49  | 37.47  | -38.74 | 525.05 | -297.22 | 818.91  | -2447.74 | 28.16  | 198.41 | -2.63   |
| 所得税 (万元)           | 1952   | 1432   | 718    | 4832   | 1990    | 11295   | 2142     | -604   | 8934   | 14823   |
| 有效所得税率 (%)         | 24.22  | 32.80  | 62.09  | 12.47  | -12.52  | 28.15   | -9.30    | -1.21  | 17.07  | 29.22   |
| 净利润 (万元)           | 6107   | 2934   | 438    | 33911  | -17884  | 28830   | -25183   | 50500  | 43391  | 35909   |
| 同比增长 (%)           | 29.61  | 27.69  | -63.45 | 607.36 | -392.84 | 882.52  | -9666.23 | 48.09  | 233.69 | -16.82  |
| 净利润率 (%)           | 6.77   | 3.65   | 0.63   | 6.25   | -5.46   | 7.91    | -7.54    | 9.03   | 5.54   | 2.27    |
| 少数股东损益 (万元)        | 78     | -138   | -298   | 3710   | -2468   | -490    | -2356    | 4573   | 3352   | -742    |
| 归属于母公司所有者的净利润 (万元) | 6029   | 3073   | 737    | 30201  | -15415  | 29321   | -22827   | 45927  | 40039  | 36650   |
| 同比增长 (%)           | 26.23  | 27.60  | -48.38 | 514.70 | -355.69 | 854.29  | -4166.21 | 51.12  | 196.06 | -7.95   |
| 扣非后归属母公司股东净利润 (万元) | 5780   | 3140   | 802    | 35070  | -15414  | -2052   | -18643   | 47341  | 44792  | 11232   |
| 同比增长 (%)           | 21.14  | 26.58  | -44.76 | 670.25 | -366.66 | -165.36 | -2426.03 | 34.99  | 237.90 | -74.92  |
| 基本每股收益 (元)         | 0.168  | 0.086  | 0.021  | 0.843  | -0.430  | 0.409   | -0.279   | 0.555  | 1.120  | 0.450   |

资料来源: 公司 2014-2015 年度定期报告, 海通证券研究所

**表 5 南京新百合并损益表及预测 (假设并购标的 2016 年全年并表)**

|                    | 2013         | 2014         | 2015         | 2016E        | 2017E        | 2018E        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 (万元)         | 335336       | 782523       | 1585295      | 2033893      | 2320657      | 2605086      |
| 同比增长 (%)           | 17.66        | 133.35       | 102.59       | 28.30        | 14.10        | 12.26        |
| 营业总成本 (万元)         | 318376       | 731266       | 1572585      | 1922245      | 2184600      | 2437294      |
| 营业成本 (万元)          | 257682       | 531842       | 1030409      | 1243077      | 1436366      | 1614908      |
| 营业成本/营业收入 (%)      | 76.84        | 67.97        | 65.00        | 61.12        | 61.89        | 61.99        |
| 营业税金及附加 (万元)       | 7701         | 8225         | 8314         | 11163        | 11736        | 13162        |
| 营业税金及附加/营业收入 (%)   | 2.30         | 1.05         | 0.52         | 0.55         | 0.51         | 0.51         |
| 销售费用 (万元)          | 17502        | 115104       | 387984       | 478715       | 534211       | 584467       |
| 销售费用/营业收入 (%)      | 5.22         | 14.71        | 24.47        | 23.54        | 23.02        | 22.44        |
| 管理费用 (万元)          | 27852        | 56770        | 110330       | 156902       | 173023       | 196312       |
| 管理费用/营业收入 (%)      | 8.31         | 7.25         | 6.96         | 7.71         | 7.46         | 7.54         |
| 财务费用 (万元)          | 7608         | 17334        | 34819        | 32388        | 29264        | 28446        |
| 资产减值损失 (万元)        | 31           | 1992         | 729          | 0            | 0            | 0            |
| 非经营性净收益 (万元)       | 406          | 1134         | 43654        | 0            | 0            | 0            |
| 营业利润 (万元)          | 17366        | 52391        | 56363        | 111649       | 136057       | 167792       |
| 同比增长 (%)           | -21.84       | 201.68       | 7.58         | 98.09        | 21.86        | 23.32        |
| 营业外收入 (万元)         | 364          | 524          | 746          | 0            | 0            | 0            |
| 营业外支出 (万元)         | 195          | 590          | 6378         | 0            | 0            | 0            |
| 利润总额 (万元)          | 17535        | 52325        | 50732        | 111649       | 136057       | 167792       |
| 同比增长 (%)           | -21.22       | 198.41       | -3.05        | 120.08       | 21.86        | 23.32        |
| 所得税费用 (万元)         | 4531         | 8934         | 14823        | 25610        | 30056        | 37035        |
| 有效所得税率 (%)         | 25.84        | 17.07        | 29.22        | 22.94        | 22.09        | 22.07        |
| 净利润 (万元)           | 13003        | 43391        | 35909        | 86039        | 106001       | 130757       |
| 同比增长 (%)           | -30.97       | 233.69       | -17.24       | 139.61       | 23.20        | 23.36        |
| 净利润率 (%)           | 3.88         | 5.54         | 2.27         | 4.23         | 4.57         | 5.02         |
| 归属于母公司所有者的净利润 (万元) | 13524        | 40039        | 36650        | 86504        | 106541       | 131397       |
| 同比增长 (%)           | -29.02       | 196.06       | -8.46        | 136.03       | 23.16        | 23.33        |
| 少数股东损益 (万元)        | -521         | 3352         | -742         | -466         | -540         | -640         |
| 摊薄每股收益 (元)         | <b>0.163</b> | <b>0.484</b> | <b>0.443</b> | <b>1.045</b> | <b>1.287</b> | <b>1.587</b> |

资料来源: 公司 2012-2014 年报, 海通证券研究所; 注: 假设定增于 2016 年完成, 总股本为定增前股本

## 信息披露

### 分析师声明

汪立亭 批发和零售贸易行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 东方时尚,小商品城,中百集团,皖新传媒,海宁皮城,东百集团,王府井,天虹商场,红旗连锁,银座股份,南京新百,深圳华强,苏宁云商

### 投资评级说明

| 类别           | 评级 | 说明                         |
|--------------|----|----------------------------|
| 1. 投资评级的比较标准 | 买入 | 个股相对大盘涨幅在 15%以上;           |
|              | 增持 | 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;      |
|              | 中性 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;       |
|              | 减持 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;      |
|              | 卖出 | 个股相对大盘涨幅低于-15%。            |
| 2. 投资建议的评级标准 | 增持 | 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;       |
|              | 中性 | 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间; |
|              | 减持 | 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。       |

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通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。