

# 南京新百 (600682.SH) 零售转医疗行业

评级: 买入 首次评级

公司研究

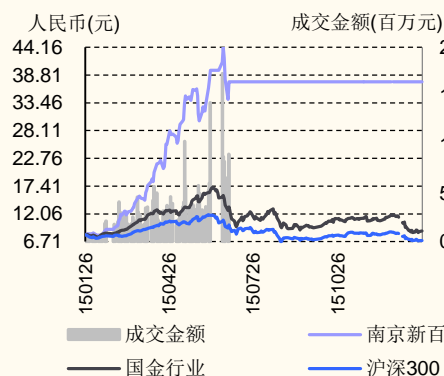
市场价格(人民币): 37.53元

## 干细胞产业突破在即, 脐带血龙头看南京新百

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	716.19
总市值(百万元)	31,075.45
年内股价最高最低(元)	44.16/7.93
沪深300指数	3128.89
上证指数	2938.51



### 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.366	1.086	0.302	0.877	1.144
每股净资产(元)	3.88	4.93	8.88	9.77	10.93
每股经营性现金流(元)	0.94	3.73	0.64	2.79	2.53
市盈率(倍)	31.03	14.55	124.23	42.81	32.80
行业优化市盈率(倍)	15.78	22.53	34.37	27.18	27.18
净利润增长率(%)	37.47%	196.58%	-35.70%	426.11%	30.53%
净资产收益率(%)	9.43%	22.01%	2.73%	13.06%	15.23%
总股本(百万股)	358.32	358.32	828.02	1,501.25	1,501.25

来源: 公司年报、国金证券研究所; 注: 2016/2017年总股份为根据公告的大致估算, 以实际发行数为准

### 投资逻辑

- **脐带血干细胞库龙头回归 A 股, 外资局限打开, 价值快速爆发概率大。**(1) 近年随着干细胞技术取得颠覆性突破、以及各国政策转暖, 全球干细胞产业链急速升温;(2) **脐带血, 成为干细胞重要的替代来源;**目前, 世界范围内的脐带血移植已经超过 7000 例。并购完成后, 公司的脐血存储业务将贡献稳定现金与利润;(3) 回归 A 股后, 下游延伸基因筛查、新药研发、甚至体细胞、免疫细胞存储等都空间巨大。(公司合计定增约 73 亿现金与 6.73 亿股, 获 CO65.4%、山东库 76%、Natali100%与安康通 84%股权, 此前公司已有安康通 16%、CO 已有山东库 24%股权)
- **Natali、安康通高低端用户全覆盖, 移动养老平台龙头, 前景广阔。**以色列 Natali 移动居家养老技术全球领先, 而安康通新团队数月用户数 10 数倍翻升, 结合中国 Natali, 公司养老平台将覆盖低中高全人群; 盈利性、入口、大数据等将全面协同推进, 并购完成后当年即可实现净利过亿, 前景广阔。
- **其他: 集团资产储备丰厚, 医疗产业全覆盖协同可期。**母公司三胞集团还储备了徐州三院等稳健盈利的医疗资源, HoF 高息债替换后商业业绩拐点确立。
- **盈利预测: 我们预计, 公司 2016、2017、2018 三年, 干细胞产业链、养老、商业及地产等其他业务盈利将分别达到 5.7/7.53/9.67 亿元、0.96/1.14/1.44 亿元、6.5/8.5/10.5 亿元; 2017/18 年净利润增速将达 30/26%**

### 投资建议

- 我们认为, 全球及中国干细胞产业链爆发在即; 脐血库龙头 CO 回归 A 股, 带给公司存储业务现金奶牛, 基于脐带血库时间样本与病理数据积累的大数据研究与衍生应用价值, 其延伸业务不可线性估量的增长潜力, 是公司最大看点; 加上公司在全产业链上将获得更多协同。维持“买入”评级。

### 估值

- 我们认为, 全球及中国干细胞产业链爆发在即; 脐血库龙头 CO 回归 A 股, 带给公司存储业务现金奶牛, 脐带血干细胞库龙头及其下游延伸应用价值, 参考同类公司中源协和、新日恒力 A 股估值, 给予公司 2017 年脐带血库相关收入 140xPE 对应 1054 亿市值; 养老收入 1.14 亿 60xPE 对应 68 亿, 其他国内商业 1.5 亿给予 10x 以及地产等以资产价值累计共 233 亿, HoF 以 1 倍 PS 给予 120 亿; 公司总市值 1490 亿。(公司估值见 26 页附录图表-业绩对赌为下限)

### 风险

- 干细胞产业链除脐带血存储以外的延伸业务展开不达预期。

### 相关报告

1. 《“成长”时代, 唯“跨”不立-国金零售 2016 年度策略》, 2016.1.6
2. 《商贸转型, 不“跨”不立, 还看细胞免疫-商贸转医疗跨界专题》, 2016.1.4
3. 《并表暂有拖累, 品牌与医疗外延是长期看点-南京新百公司点评》, 2015.8.28
4. 《乘两会热风, “医养”结合, 强劲飞扬-南京新百公司点评》, 2015.3.4
5. 《携手 Natali, 养老医疗添新翼-南京新百公司点评》, 2015.3.2

赵海春 分析师 SAC 执业编号: S1130514100001 (8621)60870938 zhaohc@gjzq.com.cn

李涛 分析师 SAC 执业编号: S1130515090004 litao1@gjzq.com.cn

## 内容目录

CO 回归 A 股，脐带血干细胞库龙头价值爆发在即.....	4
奇点突破在即，2016 年找“成长”-首选干细胞产业链.....	4
CO 回归 A 股，存储带来现金流，入口与大数据更是看点.....	10
一滴水构建一片森林，延伸业务不可线性估量.....	12
技术领先、市场先入，Natali、安康通高低端养老平台全覆盖.....	15
Natali 以色列，科技领先，反馈模型构建时间护城河.....	15
安康通中国，新团队飞速圈地，数月用户数翻 10 倍至过百万.....	16
Natali 中国，定位高端，实现公司养老平台低中高全覆盖.....	19
拥百年品牌 HoF、携王府井南北渠道贯通，商业再上新阶.....	20
差异、场景、位置，构建消费粘性.....	20
恰时渠道布局，加快轻奢、自有品牌落地中国.....	21
集团多点协同，商业再上新阶.....	22
盈利预测：现金流倍增、未来两年净利增速 27% 以上.....	23
干细胞产业链，存储、入口先发力，3 年内净利有望过 10 亿.....	23
养老板块双管齐下，净利、大数据将快速丰收.....	24
其他：HoF 拐点将现，渠道布局奠定长远，地产确认增厚安全边际.....	24
市值估算：.....	25
附录：.....	26

## 图表目录

图表 1：体细胞治疗基本原理图解.....	4
图表 2：多能干细胞 vs 普通细胞；诱导多能干细胞 IPS 的成型方向.....	5
图表 3：骨髓来源成体干细胞的多潜能性.....	5
图表 4：包含横行分化的传统细胞分化模型.....	6
图表 5：干细胞应用研究前景.....	7
图表 6：干细胞在细胞技术基因治疗上的应用.....	7
图表 7：脐带中的脐带血、脐带血干细胞、间充质干细胞解剖图.....	8
图表 8：细胞治疗用的调节性 T 细胞现行制备方案.....	9
图表 9：南京新百并购 CO 65.4% 股权之对价分析.....	10
图表 10：CO 北京广东浙江三库覆盖医院以及脐带血采集渗透率情况.....	11
图表 11：CO-北京广东浙江 3 库的 3 年期末用户数-万.....	11
图表 12：CO-北京广东浙江 3 库的 3 年用户数增量-万.....	11
图表 13：CO 的北京、广东、浙江库自体库与公共库存储及收入情况.....	12
图表 14：PD1 免疫检测点图解.....	13
图表 15：世界各大药企 PD1 药物进展（绿色表）及罗氏治疗膀胱癌 PD1 新药 市值预估.....	13

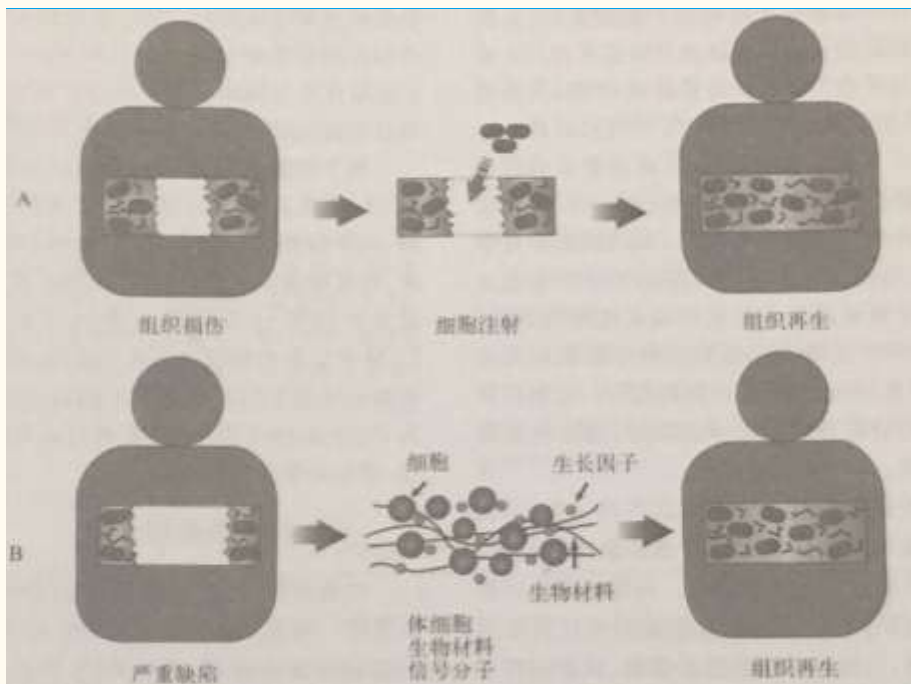
图表 16: 癌症干细胞分化模型.....	14
图表 17: 肿瘤干细胞的遗传.....	14
图表 18: 近年来脐带血干细胞热度急升-源于其治愈效果显现.....	15
图表 19: 安康通新团队快速攻城略地.....	16
图表 20: 安康通主要业务介绍.....	17
图表 21: 紧急救助服务流程.....	17
图表 22: 安康通便民服务主要内容及流程.....	18
图表 23: 生命卫士主要服务内容流程.....	18
图表 24: 安康通平台新模式.....	19
图表 25: Natali 中国将构建的企业客户打包服务平台.....	20
图表 26: House of Frase 近 5 年营收提升显著.....	21
图表 27: 虽 HoF 营收规模与经营性利润均处龙头方阵后位, 其业内最高自有品牌占比使其毛利率领先.....	21
图表 28: 三胞集团 5 大板块 21 家主要企业.....	22
图表 29: 徐州三院资产信息.....	22
图表 30: 南京新百收购 CO65.4%、齐鲁干细胞 76%、Natali 及安康通全部股权前后股本变化.....	23
图表 31: 南京新百历史股权变更.....	23
图表 32: 南京新百持有商业物业的价值估算.....	25
图表 33: 南京新百转型与原有主业盈利预测及市值估算.....	25
图表 34: 新日恒力 2015 年收购的博雅干细胞估值参考.....	26
图表 35: 中源协和估值参考.....	26
图表 36: 此次收购核心标的 CO 中国脐带血库的美股基本信息.....	27
图表 37: 南京新百完成对① Natali、安康通全部股权②CO65.4%股权③齐鲁干细胞 76%股权的收购.....	27
图表 38: CO.N 美股经营数据.....	28
图表 39: 2016 年 1 月 8 日及 9 日公告之并购前后持股变更明细.....	28
图表 40: 收购安康通、齐鲁干细胞、三胞国际所发行股份数.....	29

## CO 回归 A 股，脐带血干细胞库龙头价值爆发在即

### 奇点突破在即，2016 年找“成长”-首选干细胞产业链

- 随着当前全球细胞、免疫、及其交集细胞免疫精准治疗技术的颠覆性突破、成功病例增加、专利数上升以及各国政府政策的转暖，相关产业链正处于其生命周期曲线的最临近奇点突破的区域。
- 细胞治疗，是再生医学或以细胞为基础的疗法，是通过一定量的细胞，来取代、修复或增强损伤组织或器官的功能，这种细胞经历了被选定的、扩增和在体外经过药理学方法处理或改变；免疫治疗，通常指通过激活与调控自身免疫系统来对抗肿瘤；细胞免疫治疗，大多数通过调控 T 细胞（占淋巴细胞总量 80-90%）对肿瘤细胞进行精准的免疫应答来实现抗肿瘤的作用。
- ✚ 活细胞治疗日益成熟。从 1667 年 Jean-Baptiste Denis 将小牛血注射治疗一位精神病患者，人类就开始了细胞疗法；1931 年，Niehan 在生理盐水中、将公牛甲状腺切成小块后注入患者并使其继续存活了 30 年；时至今日，我们仍然缺乏有充分细胞生产基础的完备的药企，所以，由生物材料与细胞联合应用的组织工程就构建了当前的“新型疗法”，这包括不同来源的细胞与多种聚合物、人工支架、无机盐晶体结构或诸如胶原或血纤蛋白的分子的联合运用。

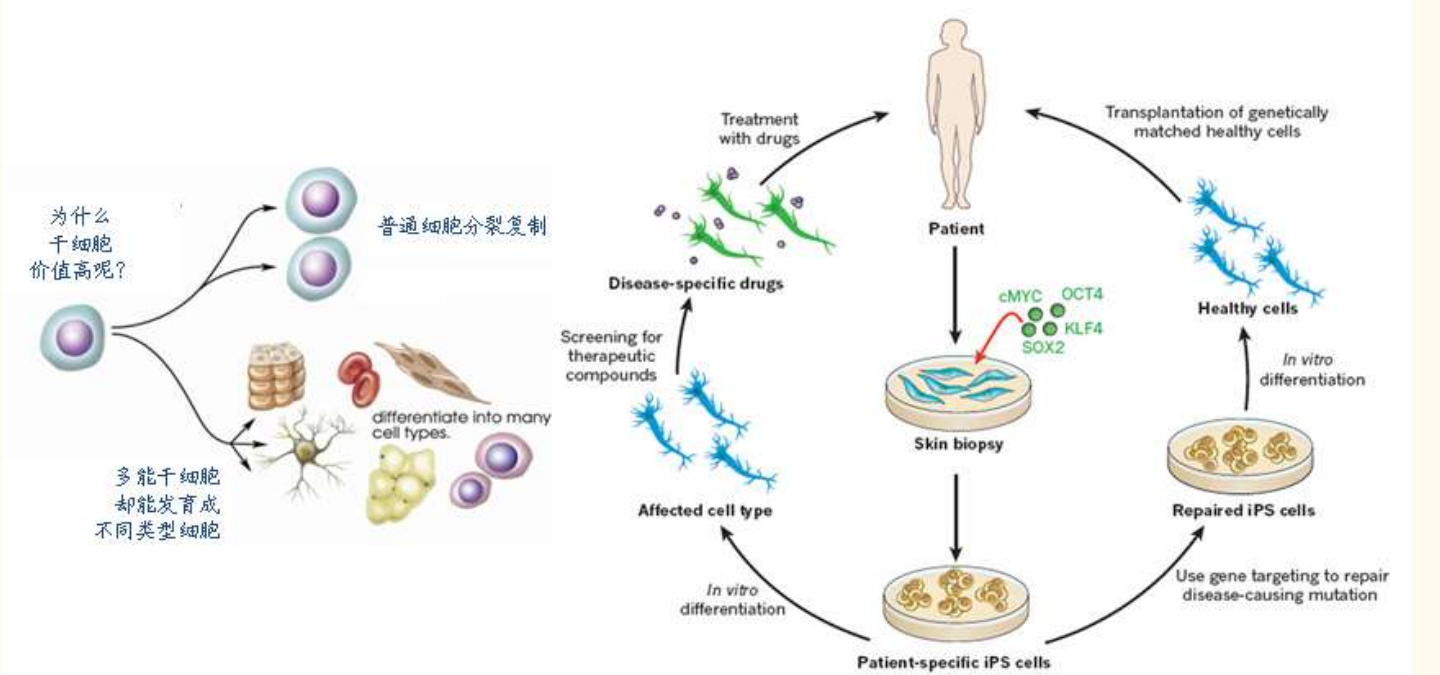
图表 1：体细胞治疗基本原理图解



来源：《细胞治疗》，国金证券研究所

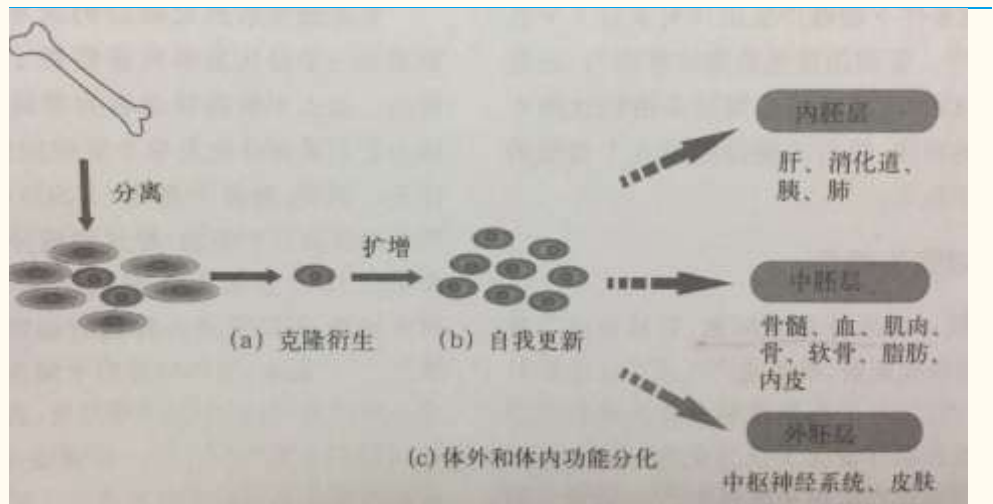
- ◇ 干细胞成为热点，因为它最广泛被用于细胞治疗。干细胞是一种未分化的细胞，具有 3 大能力：1、长期的自我更新，2、单细胞分化为多种类型细胞，3、活体内组织功能再生。根据发育潜能，干细胞分 3 类：全能性、多潜能性、多能及单能性干细胞。

图表 2: 多能干细胞 vs 普通细胞; 诱导多能干细胞 IPS 的成型方向



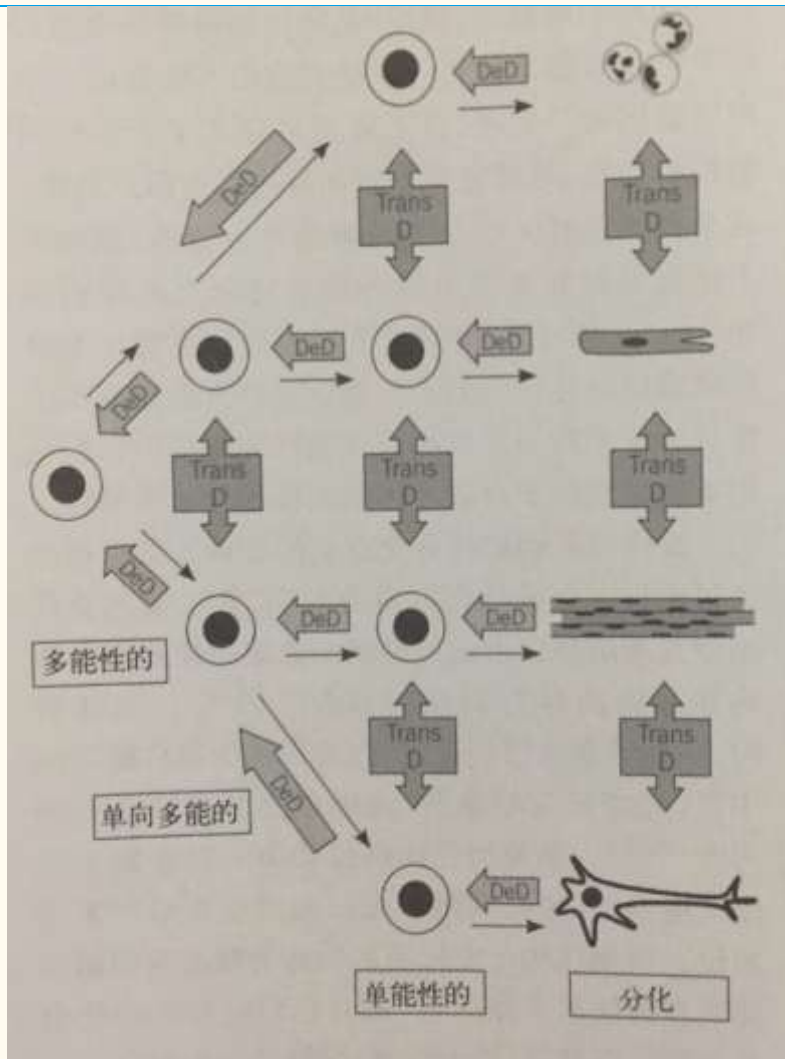
来源: NIH, Nature, 国金证券研究所

图表 3: 骨髓来源成体干细胞的多潜能性



来源: 《细胞治疗》, 国金证券研究所

图表 4: 包含横行分化的传统细胞分化模型

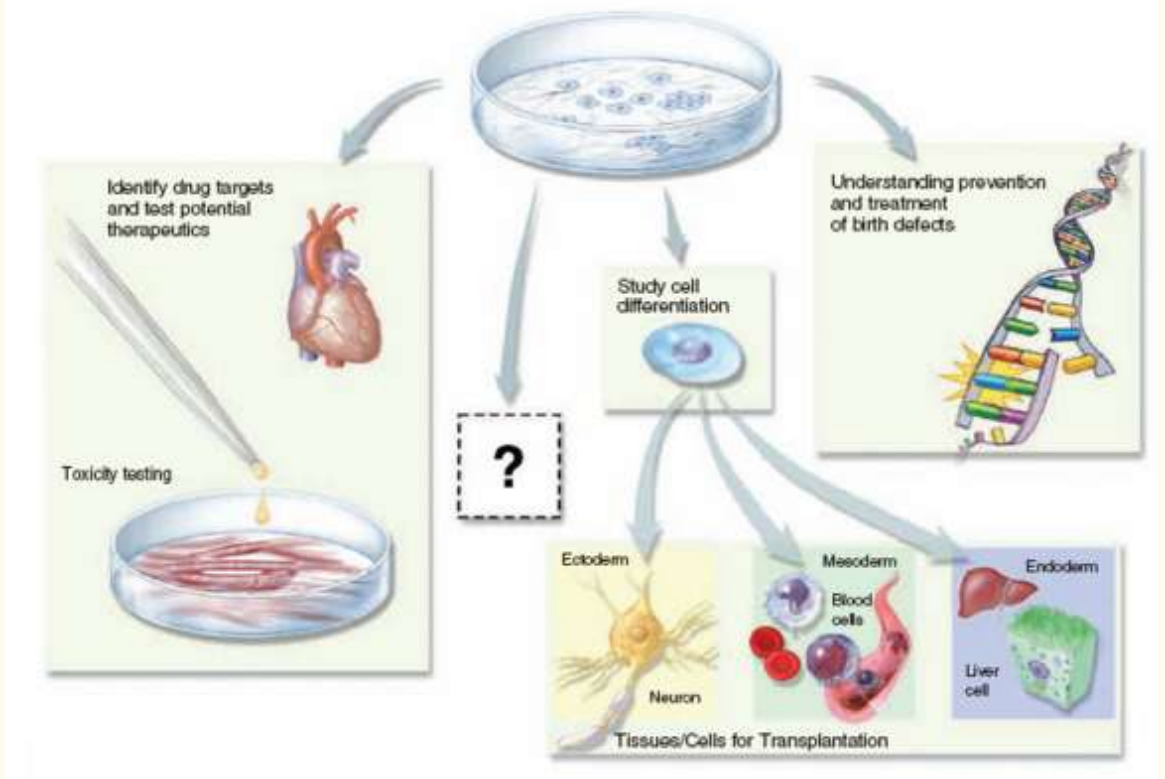


来源:《细胞治疗》, 国金证券研究所

- 近年随着干细胞技术取得颠覆性突破, 以及发达国家在监管方面政策转暖, 全球干细胞产业链急速升温。美国国立卫生研究院管理的临床研究登记系统 (clinicaltrials.gov) 数据显示, 全球登记在案的干细胞临床研究, 2000 年以前总计有 250 项, 2000 年~2004 年每年数十项, 2005 年猛增至 265 项, 此后逐年上升, 2014 年以来已有 412 项干细胞临床实验完成登记。

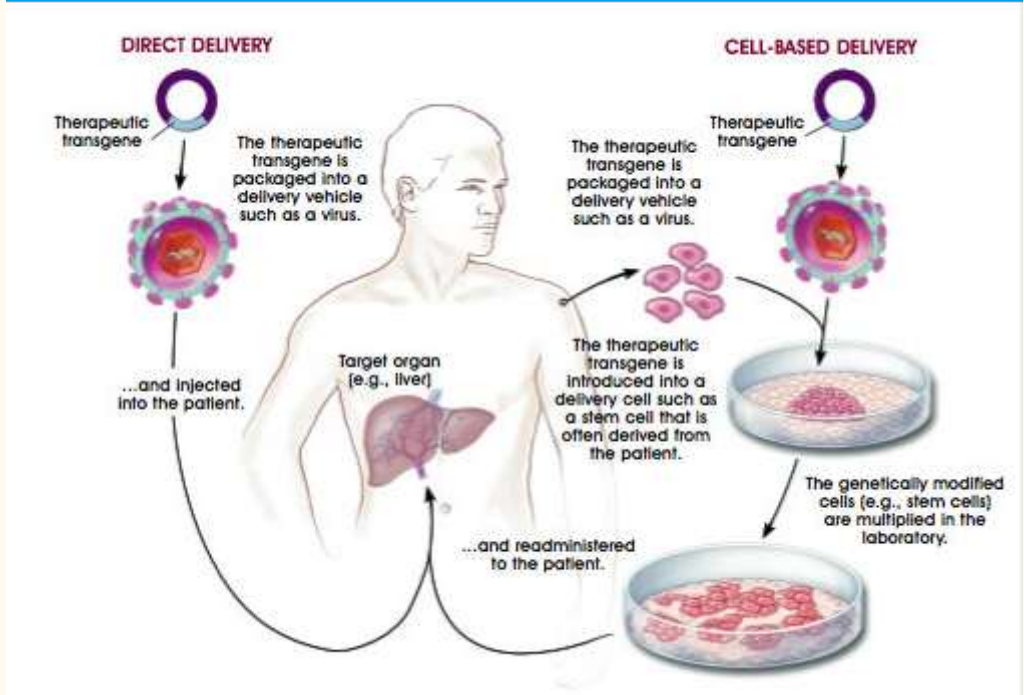
图表 5: 干细胞应用研究前景

The Promise of Stem Cell Research



来源: NIH, 国金证券研究所

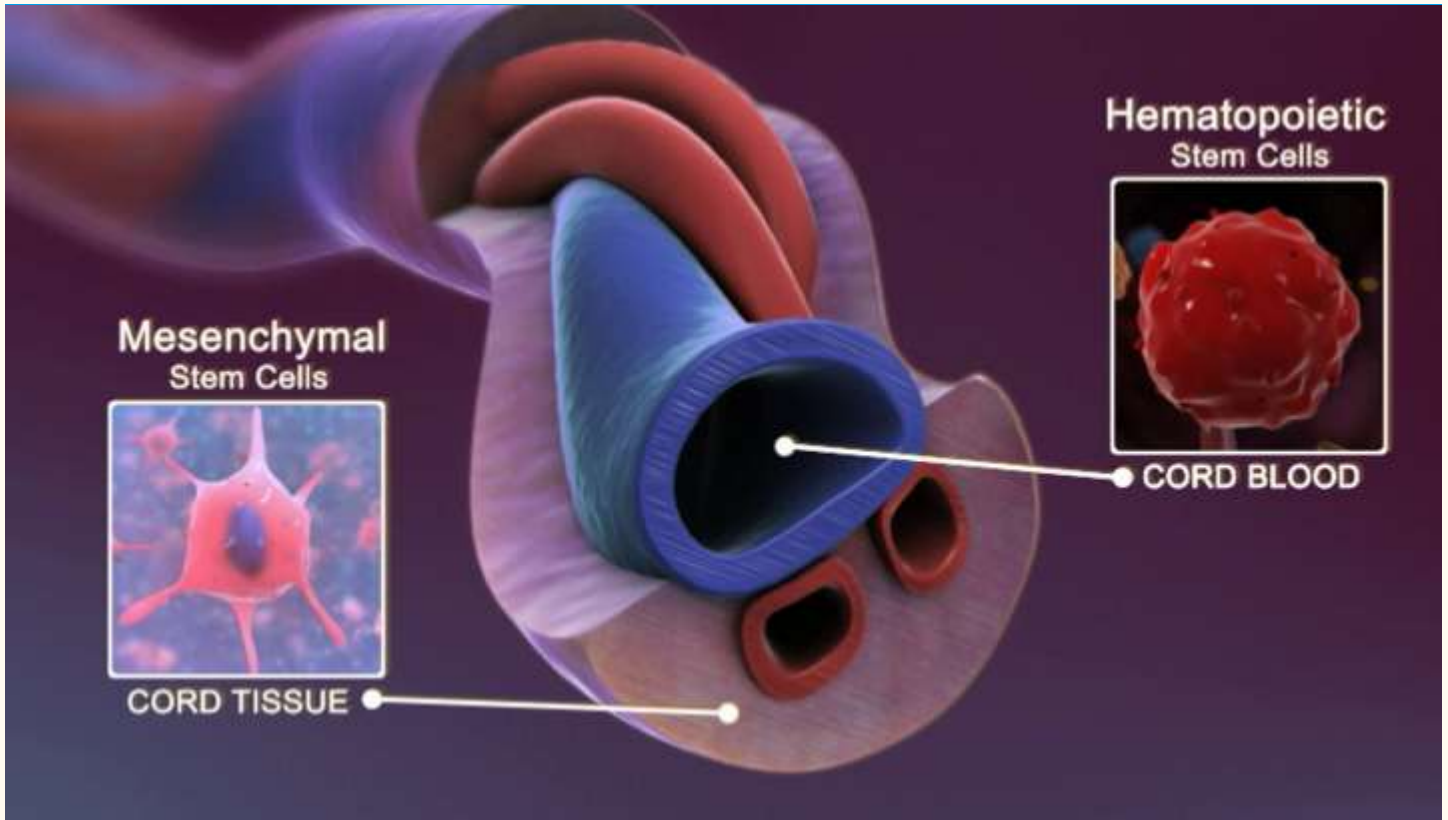
图表 6: 干细胞在细胞技术基因治疗上的应用



来源: NIH, 国金证券研究所

- ◇ **脐带血，成为干细胞重要的替代来源。**(1) 虽然，脐带血移植输入的造血干/祖细胞只有骨髓移植的大约 1/10，但多数病人中都能达到持续的造血重建。因为与骨髓相比，脐带血的造血干/祖细胞 (HSC/HPC) 比例更高，增殖能力更强，对造血因子的高反应性和潜在较强的归巢能力 (2) 采集更方便，对捐献者无风险，移植物低病毒感染率，供体确认更快速，从寻找到移植最短只需 1 周 (骨髓则需 3-4 个月) (3) 目前，世界范围内的脐带血移植已经超过 7000 例，可供用作细胞治疗很多疾病，包括白血病、淋巴瘤、血红蛋白病、先天和获得性的骨髓缺陷综合症、遗传性代谢缺陷和免疫缺陷性疾病等。

图表 7：脐带中的脐带血、脐带血干细胞、间充质干细胞解剖图

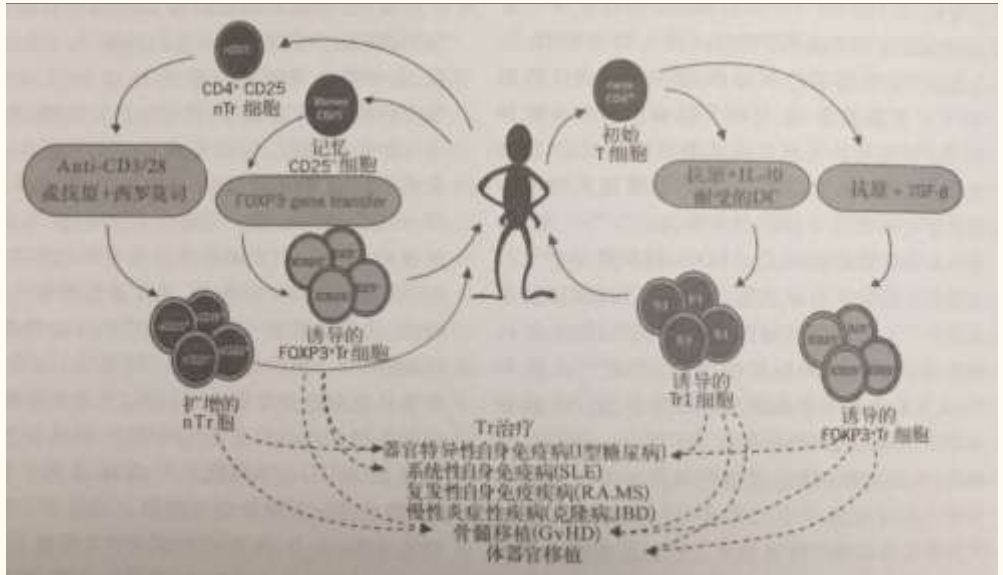


来源：2013/8, stem-cell-from-umbilical-cord-blood-to-treat-autism, 互联网，国金证券研究所

✚ **获得性免疫应答与天然免疫识别是当今两大免疫科学前沿热点。**

- ◇ 通俗来讲，免疫系统是随物种进化而来的人体自身的防御系统；淋巴液是血液 4 倍多；免疫系统各成分的系统发生顺序为吞噬细胞、细胞介导免疫、体液免疫；在体液免疫中抗体产生的顺序是 IgM、IgG、IgA、IgD 和 IgE；
- ◇ 获得性免疫 (T、B 细胞) 中免疫识别的细胞表面有 B、Th、CTL、MHC 等细胞表位，同一抗原分子中不同表位的组合可觉得免疫应答的性质、强度及持续时间；比较热门的有 CAR-T 细胞疗法。

图表 8：细胞治疗用的调节性 T 细胞现行制备方案



来源：《细胞治疗》，国金证券研究所

◇ 天然免疫的识别机制涉及到抗原提呈细胞（树突状细胞、巨噬细胞）以及 NK 细胞、粒细胞等识别病毒、细菌等病原体感染以及随后触发的免疫与炎症过程及其调控；天然免疫识别由 PAMP（病原相关受体模式）及其受体介导；PAMP 受体属于 PRR（模式识别受体）家族，该家族其它成员有 TLR、PLR、NLR 等，PRR 的机构基础与调控机制是另一热点。

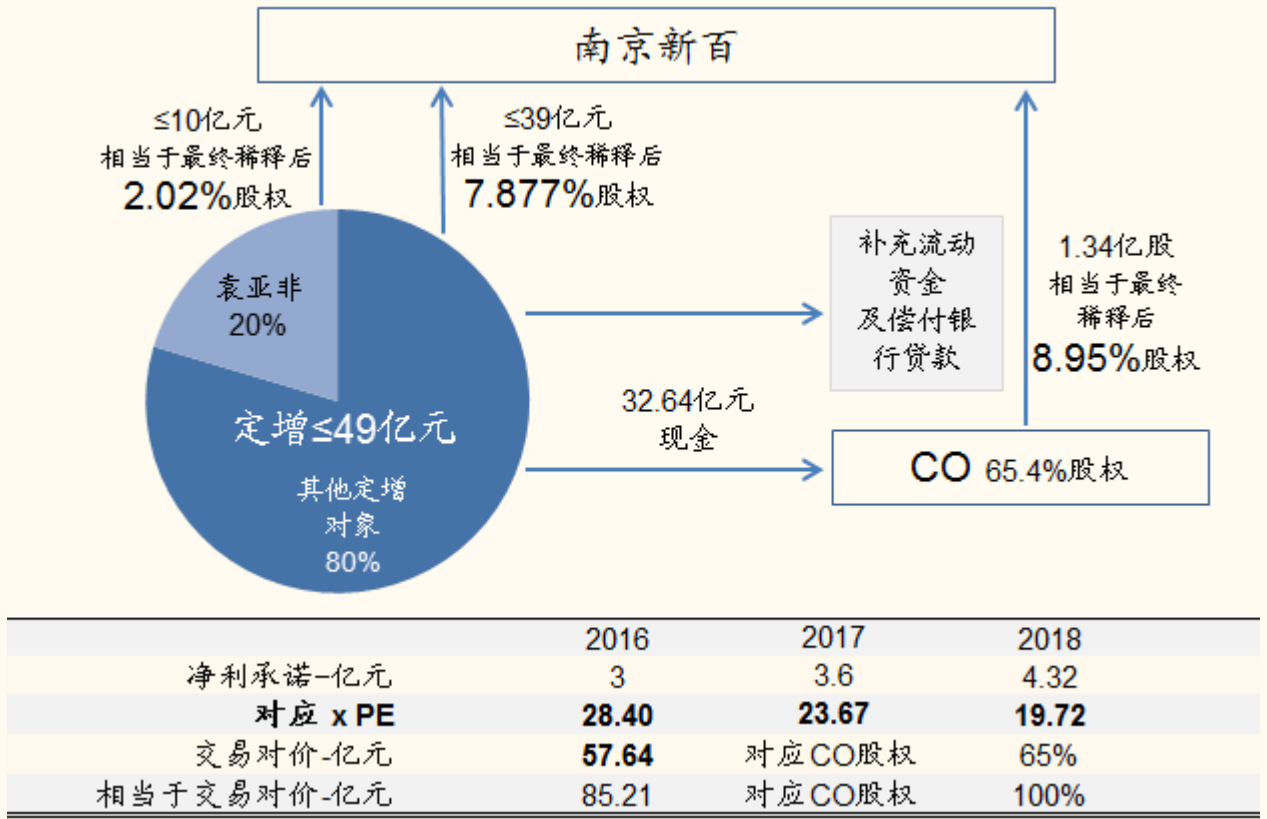
✚ **精准治疗**标志性事件：（1）2013 年 12 月 19 日，Science 期刊评选癌症免疫疗法为 2013 年度最重要的科学突破；（2）2014 年，百时美施贵宝与美国默克的两款 PD-1 抗体药相继获批上市；（3）据央视新闻报道，国家卫计委消息，目前我国正在制定“精准医疗”战略规划，这一规划或将纳入到十三五重大科技专项。

- **产业临近奇点突破**；目前，资本市场刚开始觉醒到，细胞免疫治疗肿瘤（IMS 数据，2014 年全球仅用于肿瘤治疗药物市场就达千亿美元）是人类从利用化学药、放射疗法、生物靶向药等手段治疗肿瘤以来的最新曙光；而细胞治疗远不止这些，还可以用于**组织器官的再造与修复**，比如皮肤、肝、肺、心脏等纷繁众多的治疗。一款细胞治疗相关的介质/调节因子药物的市场都是可快速达**千亿人民币**的市场，更不用说整个细胞治疗产业链的无可估量的巨大前景。
- 据国际血液和骨髓移植研究中心报道，40%的儿童无血缘关系移植以脐带血作为首选的干细胞来源。
- 我们认为，细胞免疫治疗将是 2016 年的市场最热点之一，而相关跨界转型的企业会大概率带来确定性投资收益。在此类相关的转型标的有：南京新百、国际医学、新华锦、新日恒力；我们首推拥有脐带血干细胞库龙头以及全产业链完整布局的南京新百。

CO 回归 A 股，存储带来现金流，入口与大数据更是看点

- 2016 年，CO 中国脐带血库将 100% 回归 A 股。
- 公司 2016 年 1 月 8 日公告，拟将通过发行股票以及募集配套资金的方式，收购金卫医疗 BVI 所持有的美国上市 CO 中国脐带血库 65.4%。（同时披露，根据双方 1 月 6 日所签协议，后续南京新百拟支付现金收购私有化交易完成之后卖方获得的 CO 集团 34.6% 的股权，交易对价参考 CO 集团美股私有化价格，为 CO 集团每股股份 6.4 美元，交易作价共计 2.67 亿美元。）

图表 9：南京新百并购 CO 65.4% 股权之对价分析



来源：公司公告，国金证券研究所

- 存储业务 Cash Cow 现金奶牛与用户入口渠道价值提供当前净利润根基。
- 此次并购及后续股权收购全部完成后，南京新百将成为拥有中国乃至世界第一大脐带血干细胞库的产业链上游龙头。仅存储业务这一小块，就可以为公司每年带来将近 6-8 亿的净利润以及十几亿的现金流。
- 量：第一大。仅 CO 原 100% 持股的北京、广东、浙江库 2015 年前三季度合计脐带血存量就有 50 多万例，山东库现有 17 万例，4 库合并后预计 2015 年可达近 70-80 万例；再加上金卫医疗合作的新加坡 Cordlife 康盛及其在亚洲其他国家所用的脐带血库，未来南京新百所拥有脐带血存储例数及其可供研究的相关数据样本将过百万例，将是中国乃至世界第一大。

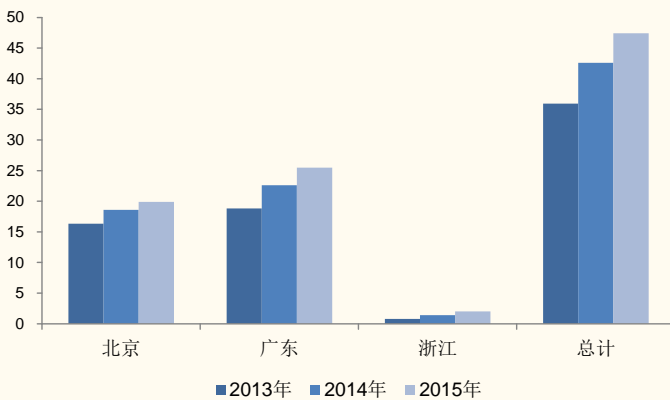
- 而公司除了在北京发展较早，医院签约率已经高达 92% 以上外，山东、浙江、广东三省的医院签约率以及脐血采集渗透率都较低，还有非常大的提升空间。
- 2015 年是个特殊的中国特殊的生育年份，由于对于羊这个属性的文化习俗，据我们走访医院草根调研，国内大多数妇产科医院的新生儿出生率都下降了 20-30%；而齐鲁干细胞脐带血库的新收存储量几乎与往年持平，业绩非常出色。我们预计，未来三年，4 个库的脐带血存储量将会由羊年新生儿出生低点有超过 20% 的较大上升。
- 2015 年 12 月 27 日，全国人大常委会表决通过了人口与计划生育法修正案，全面二孩将于 2016 年 1 月 1 日起正式实施；此举亦将提升新生儿出生率而增多公司脐带血存储量。

图表 10: CO 北京广东浙江三库覆盖医院以及脐带血采集渗透率情况

	截至 2015 年 9 月 30 日覆盖医院		2015 年 1-9 月覆盖医院新生儿情况		
	覆盖医院数量(家)	医院覆盖率	覆盖医院新生儿数量(万个)	脐血采集数	渗透率
北京	117.00	92%	11.15	1.45	13%
广东	170.00	50%	34.23	2.98	9%
浙江	59.00	44%	11.59	0.68	6%
总计	346.00		56.97	5.11	

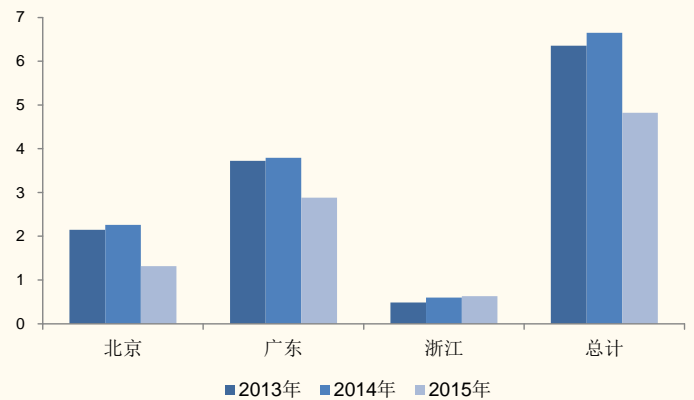
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11: CO-北京广东浙江 3 库的 3 年期末用户数-万



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12: CO-北京广东浙江 3 库的 3 年用户数增量-万



来源：公司公告，国金证券研究所

- 现金奶牛：大多数用户都会采取一次性支付含未来 18 年存储费用在内的全部费用，为公司带来大量现金流。CO 公司被收购前，货币资金 20 多个亿。
  - 公司的成本主要是三部分：早期股东投入建一个库大约 3 亿元左右，8 万左右一个 -196° 液氮罐；收集筛查-向存储者收费 6800 元左右；后期存储费用（边际成本是随着时间摊销递减的）。
  - 目前收入主要 2 部分：其一，主要是脐带血收储业务，通常业内一份脐带血存储的全部费用在 2~3 万元，毛利近 7 成，

净利近半；其二，作为脐带血主人及其背负3代家庭成员，在存储业务时已经与脐血库建立了长期高粘性信息关系，公司在此基础上可以展开基因检测等多种中介业务，获得渠道入口价值的兑现。

图表 13: CO 的北京、广东、浙江库自体库与公共库存储及收入情况

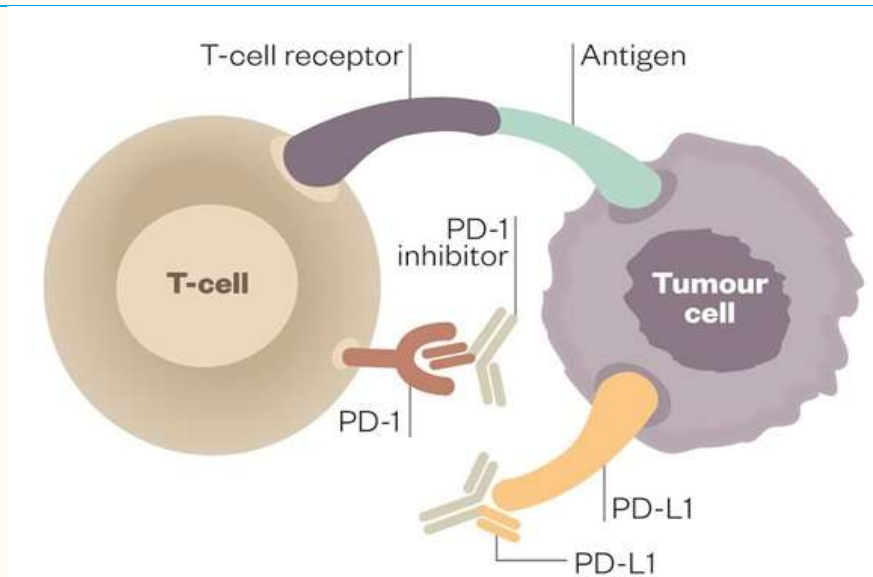
	收入情况 (2015年 1-9月): 万元				脐带血数量 (2015年 9月 30日):		
	自体库存储收入	配型收入	其他收入	总收入	自体库	公共库	总计
北京	23304.91	98.11	532.82	23935.84	19.91	2.23	22.14
广东	29741.48	176.96	792.86	30711.30	25.50	1.54	27.04
浙江	4978.60		5.89	4984.49	2.01	0.37	2.38
总计	58024.99	275.07	1331.57	59631.63	47.42	4.15	51.57

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 一滴水构建一片森林, 延伸业务不可线性估量

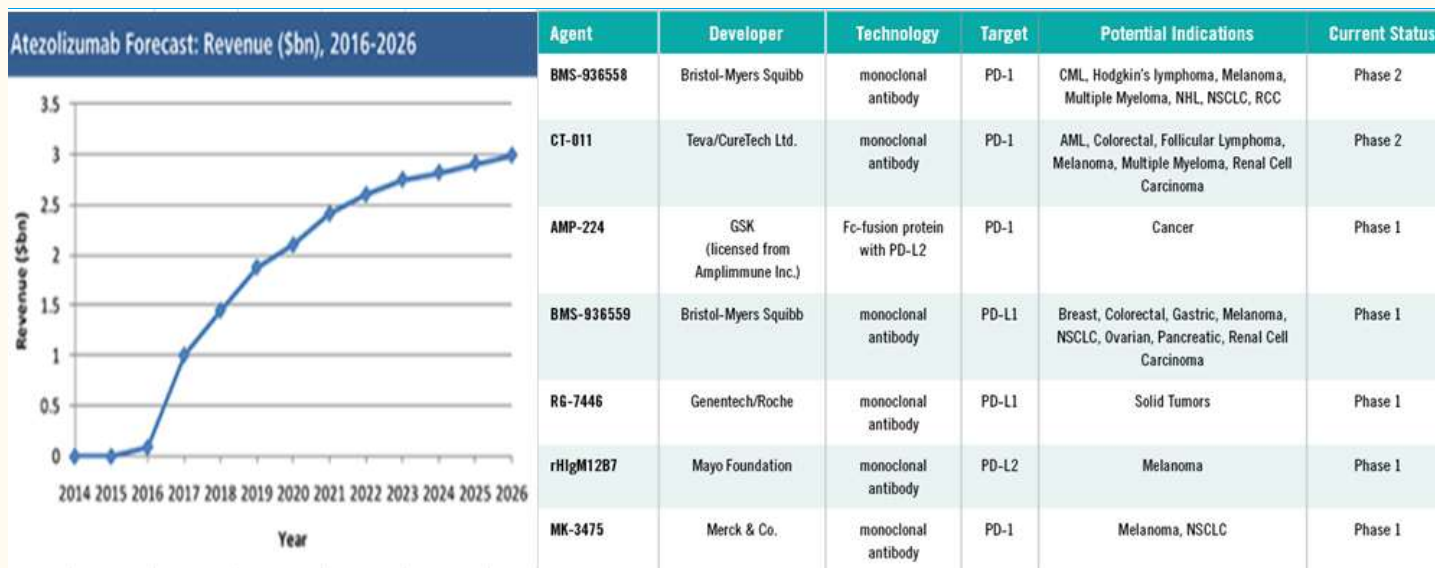
- “取出一点水, 就可以全新构建一片森林” (借用干细胞产业一位领军人物对这个产业的比喻) 基于脐带血库时间样本与病理数据积累的大数据研究与衍生应用价值, 其延伸业务不可线性估量的增长潜力, 才是公司的最大看点。
- 正如一个 PD1 抗体药 (免疫检测点抑制剂) 的突破, 就是一个数百亿元的市场; 干细胞产业链上任何一细微点的颠覆性突破, 就是一个全新市场创现, 在这个科技应用被突破前, 这个市场是空白的。
  - ✚ 细胞治疗, 尤其是干细胞产业链的发展, 是一个处于颠覆性突破的生命周期的行业; 现有的业务、供需, 并不足以据此来推算未来业务市场的规模。
  - ✚ 以细胞免疫领域, 一个 PD1 免疫检测点的发现带动了相关抗体药市场的爆发为例; 根据生物谷 2015 年 7 月 16 日报道, 当前, PD-1/PD-L1 免疫竞赛异常激烈, 市场峰值高达 350 亿美元, 该领域的佼佼者包括默沙东、百时美施贵宝、罗氏、阿斯利康。此次竞赛中, 百时美遥遥领先, 其 PD-1 免疫疗法 Opdivo 在全球三大主要市场 (美日欧) 均已收获批文: 日本 (黑色素瘤)、美国 (黑色素瘤, 非小细胞肺癌)、欧洲 (黑色素瘤), 其非小细胞肺癌申请极可能 7 月获欧盟批准。默沙东则紧跟其后, 其 PD-1 免疫疗法 Keytruda 在美国已收获黑色素瘤适应症, 有望 10 月收获非小细胞肺癌适应症; 欧洲方面, Keytruda 很可能 7 月收获黑色素瘤适应症。而罗氏 atezolizumab 和阿斯利康 MEDI4736 目前尚未收获任何适应症。医药市场调研机构 EvaluatePharma 预测, Opdivo 将成为 PD-1/PD-L1 领域最成功的免疫疗法, 2020 年销售额将达到 88 亿美元, 而 Keytruda 也将达到 55 亿美元。

图表 14: PD1 免疫检测点图解



来源: pharmaceutical-journal, 国金证券研究所

图表 15: 世界各大药企 PD1 药物进展 (绿色表) 及罗氏治疗膀胱癌 PD1 新药市值预估

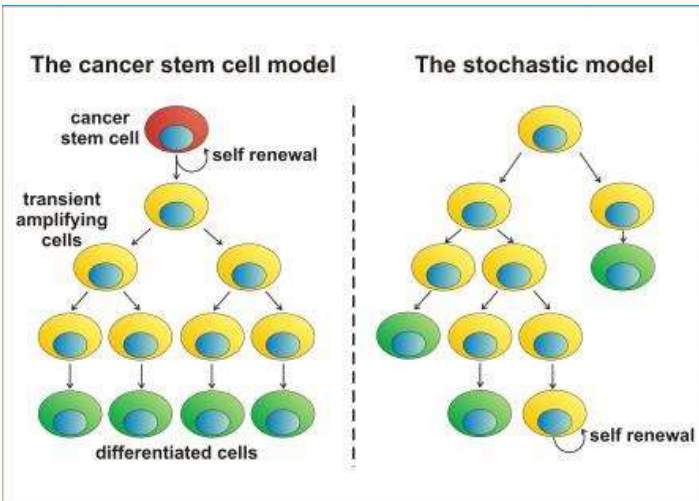


来源: visiongain, obroncology, 国金证券研究所

- 我们认为, 全国 7 张脐血库牌照中拥有 4 张及其东南亚合作脐血库的增量、脐带血例数 2 年内可达过百万; 公司目前所拥有的最大脐带血存储家庭客户的相关渠道入口价值, 都只是目前公司利润贡献根基而远非高成长看点; 真正价值点, 在于公司全市场最早进入脐带血干细胞库运营所随着十几年时间而积累起来的时间对应病例数据、世界最大脐带血份数的大数据比对价值、及其与下游遗传疾病基因筛查、干细胞相关新药研发、与其他医疗甚至公安等所需机构的数据合作的未来将非线性扩增的应用前景。
- ✚ 国家牌照不是垄断保障而是信用背书, 不是护城河而是下游延伸服务的增信保障, 其规范化管理根基是未来衍生业务有效开展的基础。

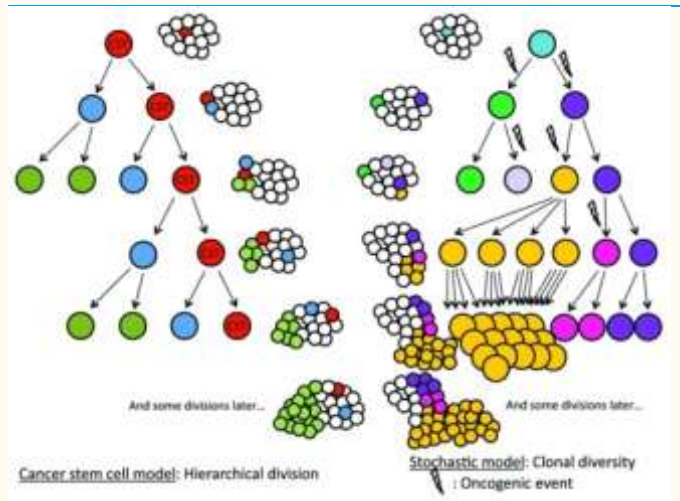
- ✦ 新兴产业，初始混杂，3点优势取胜：(1) 规范、专业-国家牌照4张，美国 AABB 认证 2 张；(2) 先入市场的运营经验与随时间累计的时间数据样本的研发应用的价值；(3) 量的价值：入口业务嫁接的渠道先机，大数据比对、基因筛查、新药研发合作等。
- ✦ 全球药企与医疗机构海量研发，需要专业认证的脐血库的合作。其实从国家建库之初的以自体库养公共库，培育治病救人的公共脐带血干细胞库至今，也就是 20 年不到的时间，作为一个刚被发现干细胞提取以及其他科研、诊疗等重要价值的脐带血存储业务，依然是有个新的产业。而作为一个新兴产业，创始之初的混杂、监管灰色地带的存在，甚至法律规定可以展开的业务永远要滞后于研发的步伐等等，都决定了，公司的优势，在于符合国家规范（未来 5 年内，中国仅有的 7 张合法脐带血库牌照中，南京新百拥有北京、广东、浙江、山东四张，其余三张为天津、上海、四川）、符合美国规范（公司获得 2 张 AABB-美国脐血库协会认证）。
- ✦ 建库十数年，时间数据样本价值巨大。以山东库（已经 100% 并入南京新百的齐鲁干细胞库）为例，公司过去十几年自体库中有 8 例血液肿瘤患儿，而这些病患的发病、救治以及后续都在不同时间点发生各异，作为完整病例研究就是稀缺的样本源。

图表 16：癌症干细胞分化模型



来源：Eurostemcell, 国金证券研究所

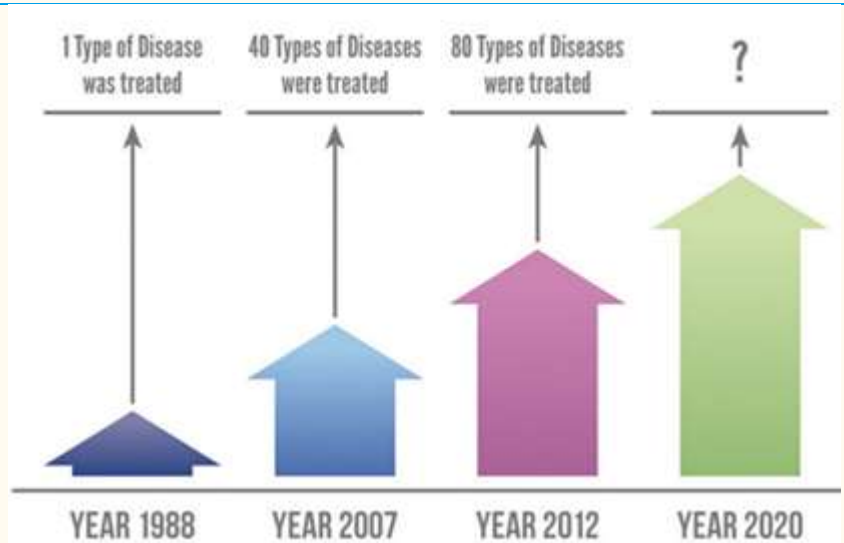
图表 17：肿瘤干细胞的遗传



来源：Sinceopen, 国金证券研究所

- ✦ 量的价值：随着华大基因上市，基因库大数据比对的价值也会越来越被资本市场所关注与认识。由于美股身份，CO 之前在中国只能开展存储业务，2016 年彻底回顾 A 股后，作为世界第一大脐带血库，公司拥有的万份样本将可发挥远远大于目前存储业务的医药诊疗与开发研究的价值。以山东库为例，由于之前其外资股权占比 24%，公司已有开展部分基因筛查业务，仅与少数机构合作就有数千万净利的收入，未来 4 库合并后的大样本数据库效益可见一斑。

图表 18：近年来脐带血干细胞热度急升-源于其治愈效果显现



来源：基因细胞网站，国金证券研究所

## 技术领先、市场先入，Natali、安康通高低端养老平台全覆盖

### Natali 以色列，科技领先，反馈模型构建时间护城河

- Natali 以色列，创立于 1991 年，是拥有 20 多年历史的、以色列最先进居家养老服务公司。目前已为上万家机构、20 万户家庭、300 万人用户提供远程医疗；2014 年收入/净利润分别是 5000/1000 万美元，毛利率 35%~40%，净利率 20%；目前，还拥有新近并购的以色列护理公司（净利润 1000 万美元）的收购。Natali 在以色列养老服务市场份额达到 60%，公司每年收入增速在 6-8% 左右。
  - 以色列 Natali 4 大看点：1. 经验反馈模式 20 年积累-护城河宽，2. 现有市占率、营收、利润率稳健，3. 远程医疗手段及设备领先，4. 护士团队服务培训优势将增进未来大平台粘性。
  - 公司的核心看点是，与中国国内养老公司相比，即不像房地产养老模式那样，需要重资产投入、等待长回报周期，也不像 IT 企业做定增的移动服务平台，并不具备医疗服务的经验；公司 20 多年历史构建的移动呼叫服务分析应答反馈模式，是必须随着时间以及服务老人实例数量增加才能累积出科学应答及救助模式的，具备随时间而累积的护城河。
  - 同时，公司的远程心电图等技术世界第一，已经取得在中国运营使用的许可；而新的专业护理公司购入，将有助于未来中国高中低端全平台上护理人员培训所需技术资源。
- 公司主要业务为紧急救助、远程医疗监控、便民服务、老人健康监控。主要面向骨折、中风、帕金森、老年痴呆等老人群体。
  - 紧急救助方面，公司拥有自己的重装救护车、医生，提供 10 分钟上门服务，医生在救护车上就可以实施抢救。
  - 远程医疗监控：使用全世界最好的心电图设备，可以定时上传患者心电图，Natali 的医生远程监控。
  - 便民服务：提供老人居家便民服务
  - 家庭传感器监控：在老人家里安装传感器，收集 3 周数据后建立健康模型，在老人的行为发生异常时报警。

**安康通中国，新团队飞速圈地，数月用户数翻 10 倍至过百万**

- **安康通 100% 并入，低端养老与入口覆盖全面布局。核心看点 2 个：1. 市场先机**，政府合作各区突破，需要有经验的运作者，安康通市场运营经验与数量第一；**2. 入口价值**，安康通以合作政府、覆盖社区老人服务为主，而这些大量用户的养老及健康信息提供了未来衍生服务及大数据应用的巨大空间。
- 据公司 2016 年 1 月 9 日公告，南京新百以换股方式获取了安康通 84% 剩余股权，其中 20% 来自赛领辅仁等 6 家投资者、60% 来自集团旗下广州金鹏、常州元康；公司的全资子公司新百香港之前已经取得安康通 16% 股权。至此，创建 17 年、国内最富经验的居家养老公司安康通 100% 并入南京新百。

**图表 19：安康通新团队快速攻城略地**

安康通新团队新签 7 个政府平台、新进 8 个城市



来源：公司官网，国金证券研究所

■ **四大主要业务提供优质居家养老服务**

- ✚ 安康通是国内领先的居家养老服务企业，面向中国大陆推广居家养老和家庭健康方面的产品和业务。其主要业务包括紧急救助与安全预警、健康管理及远程医疗、居家助老与生活服务和慢病康复与康复理疗服务。

图表 20: 安康通主要业务介绍

紧急救助 & 安全预警	老人在家遇到突发事件，按下电话机上“紧急救助”按钮，客服人员会联系 120/999/119、紧急联络人或者辖区派出所，让老人得到及时救助；
健康管理 & 远程医疗	安康通目前已推出以最先进的远程医疗技术、大数据分析技术为基础的手机健康管理系统平台，这一系统包括运动记录器、无线传输血压计、血糖仪等硬件设备，还有安康通健康管理坐席，以及手机 APP。以此健康平台为基础，违章者提供科学合理的日常健康管理服务。
居家助老 & 生活服务	主要为老人提供生活照料、精神慰藉等，包括餐饮、陪伴、家务、个人卫生、外出、就医等内容。
慢病看护 & 康复医疗	主要为老人提供慢病护理、术后看护、就医服务等。

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 三大方案设计优化服务流程

- ✚ 紧急救助服务，紧急救助服务是安康通的核心运营项目从 1998 年开始到目前已经运营了 17 年，先后为 20 万用户提供过服务。该服务有三大亮点，一是简单，用户只需按一下主机紧急救助键或按下遥控器上紧急求助键或推倒主机手柄便可连接到安康通援助中心呼救，可有效防止拨错号码等意外状况；二是快速，接到求助后，安康援助中心的专业客服专员紧急联络 120、119、110 以及长者子女，无需求助人提供姓名地址等信息，能够有效节约救援时间；三是可靠，安康通呼叫中心 365 天 7\*24 小时人工在线服务。

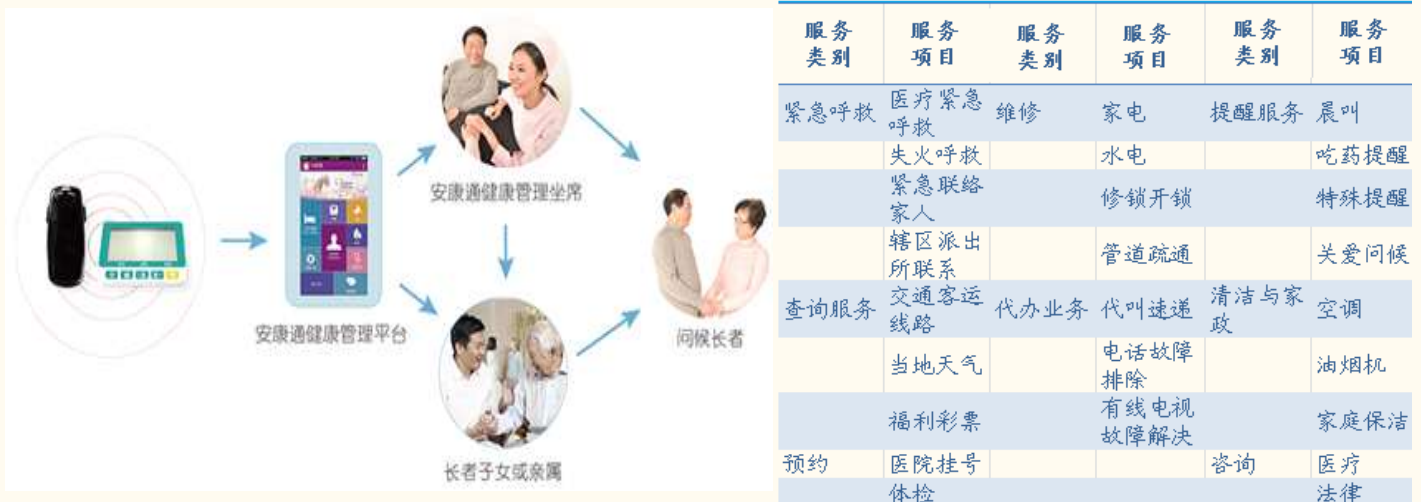
图表 21: 紧急救助服务流程



来源：公司公告，国金证券研究所

- ✚ 健康管理服务，主要通过安康通个人手机健康管理系统提供服务，包括产品 APP、健康档案、健康数据云端存储、关爱电话问候。同时为了最大化方便长者生活理念，安康通健康管理服务方案设计还增加了紧急救助服务和便民服务。其中便民服务包括 7 大类 20 项内容。

图表 22：安康通便民服务主要内容及流程



来源：公司官网，国金证券研究所

- ✚ 生命卫士服务，为老年人打造了一条紧急救援绿色通道，包含医疗健康咨询、紧急救援指导及 120 急救车医疗费用支付等一些列无缝隙医疗服务。安康通与全国 81 个城市的急救中心、网络医院有着良好的合作关系，在用户发生疾病及意外时，能够及时快速的将用户送进医院救治，并为用户提供定制化的专业医疗增值服务。

图表 23：生命卫士主要服务内容及流程



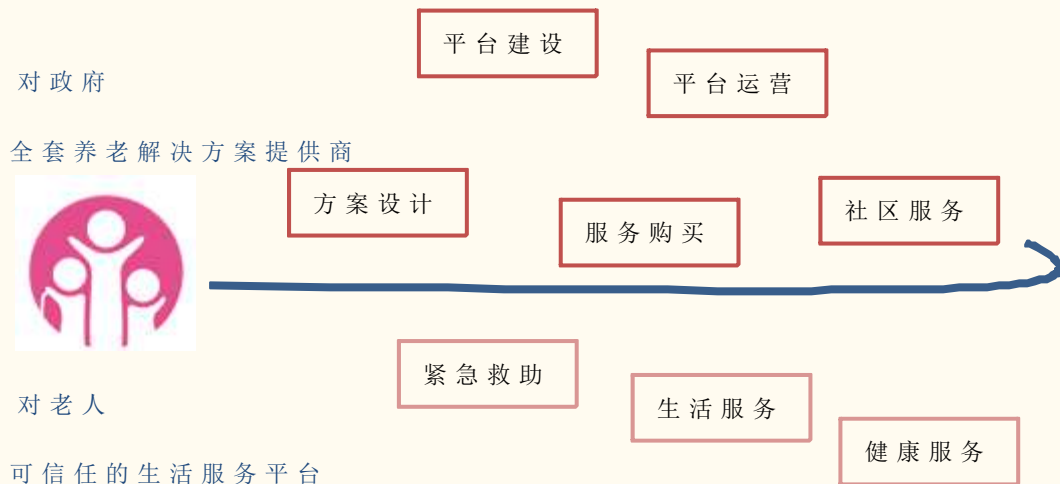
来源：公司官网，国金证券研究所

- 三大呼叫中心，五个专业团队提供稳定坚实的运营平台支撑
- ✚ 安康通三大呼叫中心主要是紧急呼叫中心、健康咨询呼叫中心、客户服务呼叫中心。五大专业团队为专业医疗团队、客户服务团队、助老员团队、专业服务商、先进的 IT 系统。
- B2G2C 模式为主做大规模，进一步发展 B2C 模式双轮拓展市场
- ✚ 公司目前商业模式以“B2G2C”为主，即对终端老人客户（C 端）的开发主要依靠与区市级民政局等政府部门（G 端）对接，与政府签订合作协议，通过公建民营、公办民营、PPP 等模式共同搭建养老服务平台。“B2G2C”业务模式主要是通过政府公信力和财

政拨款等政策支持，为低端消费人群提供最基本的养老服务，这一模式主要目标是切入并快速拓展市场，增加用户数量，扩大公司影响力和品牌。

- ✦ 安康通通过“B2G2C”模式拓展市场，老年人作为服务的使用者，而其子女作为付费者和服务监督者。通过为老年人客户提供专业化的优质服务，提升公司服务的影响力和品牌效应，逐步将品牌营销深入到老年人客户的子女，快速汇聚潜在用户数量，进一步增加市场规模
- ✦ 此外，安康通向商业机构如银行、保险等出售公司的养老卡，由银行、保险等机构将养老卡送给其高净值客户，从而增加银行或保险机构的用户黏性。与商业机构合作拓展上游客户群体，扩大市场规模。
- “互联网+大养老”生态链扩大覆盖用户群体范围，助力公司提速拓展市场。截至 2015 年 9 月末，安康通付费用户数量为 26.2 万人，重要集中在上海、南京、无锡三大城市，其中 2015 年 1-9 月新增约 10 万用户。与此同时，安康通积极向其他城市或地区拓展，日前，安康通与西安市新城区民政局、西安市老龄产业协会签署战略合作协议，正式入驻西安，2014 年陕西省 60 岁以上人口为 584.28 万，占常住人口比重 15.48%，此举也打开了安康通往西北领域的窗口。安康通的用户均为 65 岁以上老年人，以 75 岁-85 岁为主。安康通用户自然流失率较低，约为每年 10%。
- 新团队销售有术，服务各级政府，数月攻下 10 多倍于前期用户
  - 在 2015 年末全部核心团队调整到位后，这支市场上做政府业务经验丰富的团队，在推广模式更新与大股东南京新百的实力背书下，重新获得业务爆发，预计在 2015 年底达近百万用户。

图表 24：安康通平台新模式



来源：公司官网，国金证券研究所整理

### Natali 中国，定位高端，实现公司养老平台低中高全覆盖

- Natali 中国作为公司养老产业链的高端布局，2016 年在中国的用户目标为 10 万户，客单价将达 5000 元至数万元以上的定制打包服务；展开方式主要通过 B2B。Natali 中国最大看点，高度定制服务的品牌亮点、客户忠诚度、平台布局提升粘度奠定基础；是长远的盈利看点。
- Natali 中国应需而生，当前国内大量高净值人群，缺乏定制化健康管理、高端居家养老以及远程医疗的专业化服务；Natali 将其在以色列的经验

与技术应用于人口广阔与消费力日益上升的中国市场；未来，金融机构的整体员工福利服务、保险机构的增值服务都将快速推进。

图表 25: Natali 中国将构建的企业客户打包服务平台



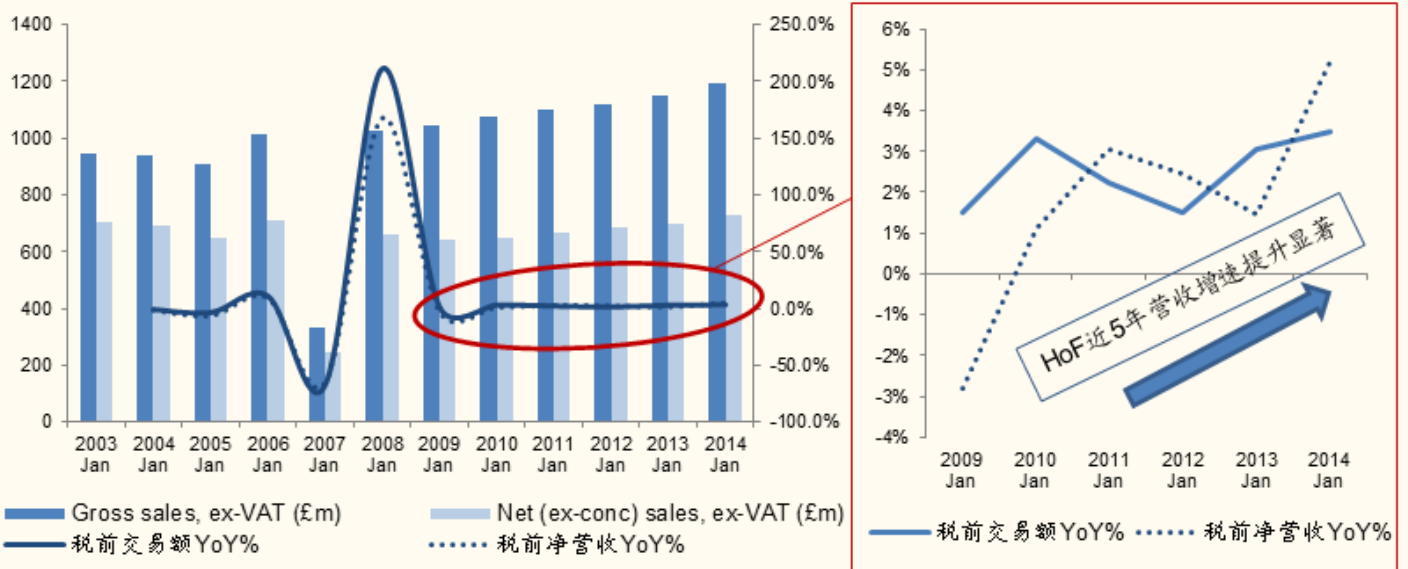
来源：公司官网，国金证券研究所

### 拥百年品牌 HoF、携王府井南北渠道贯通，商业再上新阶

#### 差异、场景、位置，构建消费粘性

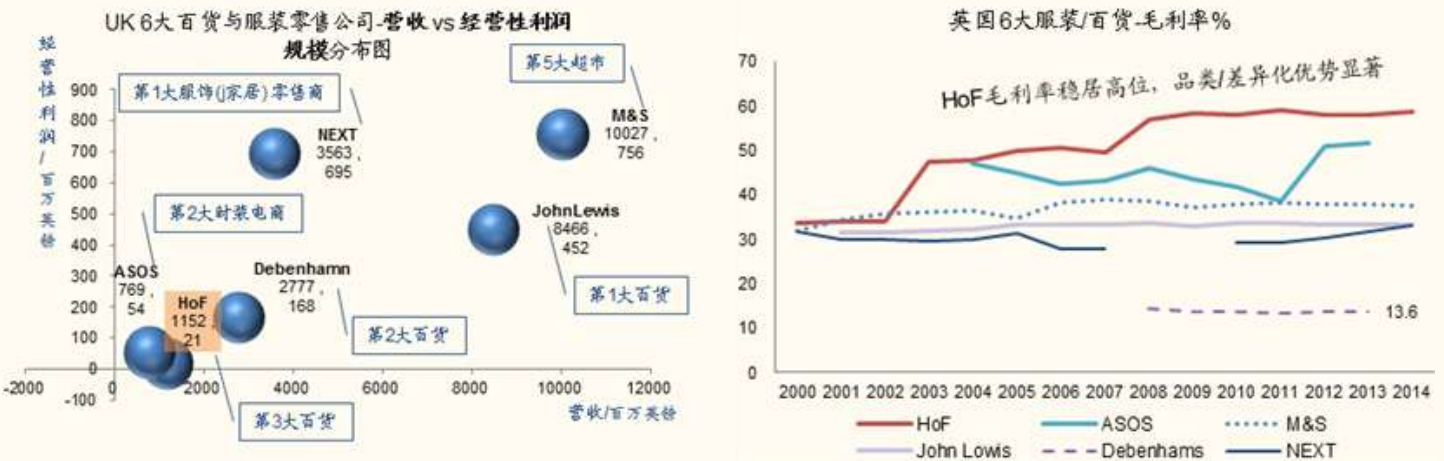
- 国内传统商业零售在经历了黄金地段守株待兔、跑马圈地、全部转型电商及所谓 O2O 之后，面临内忧外困，消费整体下行、出境购与电商分流、线下消费同质化严重缺乏吸引力。能够逆势突破的，必须是目标客户所需、独家拥有、消费场景带给消费者更多增值或便利的，所以**差异化自有品牌、便利或购物以外增值娱乐等消费场景、便利位置-全渠道 24 小时可购得**，才是新形势下的突破路径。
  - 南京新百由于历史原因，只有 4 家门店，并无先前跑马圈地所带来的重资产拖累；而商业主力中心店及国贸位居南京市最黄金商业地段-新街口，并与集体资产共同构筑了商圈龙头优势。公司国内商业主业稳定在 30 亿上下的营收，1-2 个亿的净利润。
  - 2015 年公司并表新购入的英国 166 年历史的皇家零售品牌连锁 House of Frase；虽短期，由于并购时间前者所负担的高息债尚未替换完成，前期并购激增的管理费用等消化、以及中英财务年度错位等问题，但是 House of Frase 在零售业内的领先 BI、自有品牌率、高在线增速，都是被国内资本市场所不熟知与低估的。
  - 我们认为，随着中国消费者可选择渠道增多、消费习惯的成熟，价低质劣或顶级奢侈品都将步入低迷，个性化轻奢品牌才是未来消费者会选择的方向；而 House of Frase 自有品牌及其经营历史，正好处于这一正确的道路上。

图表 26: House of Frase 近 5 年营收提升显著



来源：英国相关行业网站，国金证券研究所

图表 27: 虽 HoF 营收规模与经营性利润均处龙头方阵后位，其业内最高自有品牌占比使其毛利率领先



来源：英国各公司相关网站，国金证券研究所

恰时渠道布局，加快轻奢、自有品牌落地中国

- 借入股北方龙头王府井，加快品牌落地的全国布局。
  - 我们认为，目前，所有零售商都有在线平台，而所有在线平台也都在谋求线下落地点的合作或自建；如何快速抢占新一轮线下落地地点渠道入口的争夺，参股或并购成熟稳健渠道龙头，无疑是快速有效的方式。
  - 2016年1月1日，公司控股股东三胞集团认购15亿元王府井定增股份，认购完成后，三胞集团所持有股份占本次非公开发行后王府井股份总数的10.99%。
  - 王府井百货主营业务为百货零售业，目前总市值为95.52亿。2015年1至9月，主营业务收入为129.54亿，同比下降4.42%，其中净利润和归母净利润均为6.03亿元。

- 目前王府井在中国境内六大经济区域运营 28 个百货及购物中心门店。总经营建筑面积达到 133 万平米，其中自有物业建筑面积约 32 万平米，租赁物业建筑面积约 101 万平米。租赁物业的租期为 10-20 年。
- 主营业务收入为地区在华北、华中、西南、西北等地，与南京新百主营业务具有地域差异性，三胞集团入股王府井有助于整合旗下商业品牌以及供应链资源，内外联动，转型升级。

### 集团多点协同，商业再上新阶

- 南京新百母公司三胞集团，拥有金融投资、商贸流通、信息服务、健康医疗、地产开发五大板块资产；

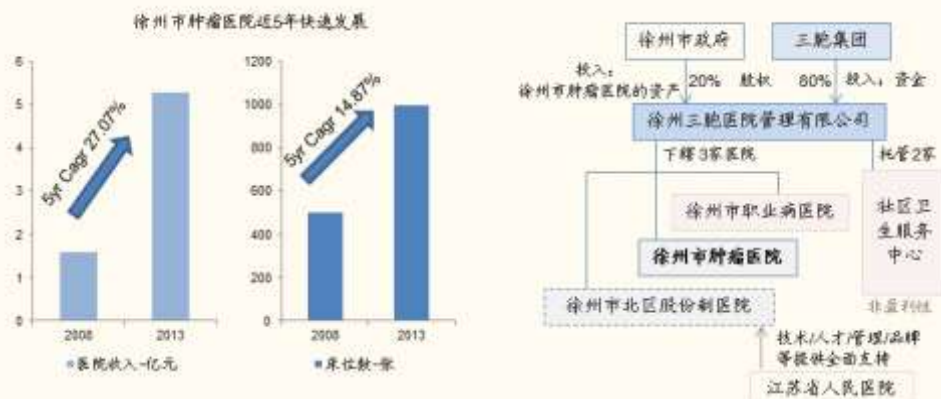
图表 28：三胞集团 5 大板块 21 家主要企业

国内企业	宏图高科	南京新百	新百集团	麦考林	万威国际	宏图三胞	乐语通讯	宏图地产	广州金鹏
	中国新闻周刊	拉手网	美西时尚	商国网	安康通	南京富士通	万商支付	国采支付	妙健康
海外企业	House of Fraser	Brookstone	Natali						

来源：三胞集团官网，国金证券研究所

- 除了并购了英国的 House of Frase (2016 年不再有高息债的拖累之后，业绩拐点将确立)、参股了王府井，公司还拥有数千家门店网络的宏图高科与乐语通讯、拥有老牌优质呼叫中心的美股企业麦考林，拥有新、奇、特电子等产品的美国连锁商 Brookstone、广东持有牌照的增信公司国采等，未来将从自由品牌建设、渠道入口布局、供应链金融、完全自有的第三方支付体系等多方面产生协同；在商业领域的爆发与拐点也即将显现。
- 在以上消费及支付领域资产之外，三胞集团以及南京新百新近在医疗领域进行的资产项目储备与医药合作研发储备，也将为公司未来也将的爆发增添源泉。例如，三胞集团早在 2009 年就开始参与公立医院改革，持股 80% 的徐州三院已经盈利过亿等。而新近付现金及换股并购 CO 股权的交易方金卫医疗也不仅在医院资源、医药研发储备、而且在医疗信息方面储备丰厚。

图表 29：徐州三院资产信息



\* 根据网络公开信息显示：徐州肿瘤医院也即原来的徐州三院，2009 年引入三胞资本后的 5 年同平均收入增速 27%；  
 \* 目前的 1000 张床位远远无法满足需求，通过加床等已经增至 1150 张，仍然无法满足病患需求；  
 \* 所以，在北区又兴建了北区股份制医院作为原肿瘤医院的延伸，我们判断 15 年可以投入运营；  
 \* 而从每病床收入的角度来看，行业内，三甲尤其肿瘤医院，每病床贡献年收入将远超 50 万，医院营收还有很大增长空间。

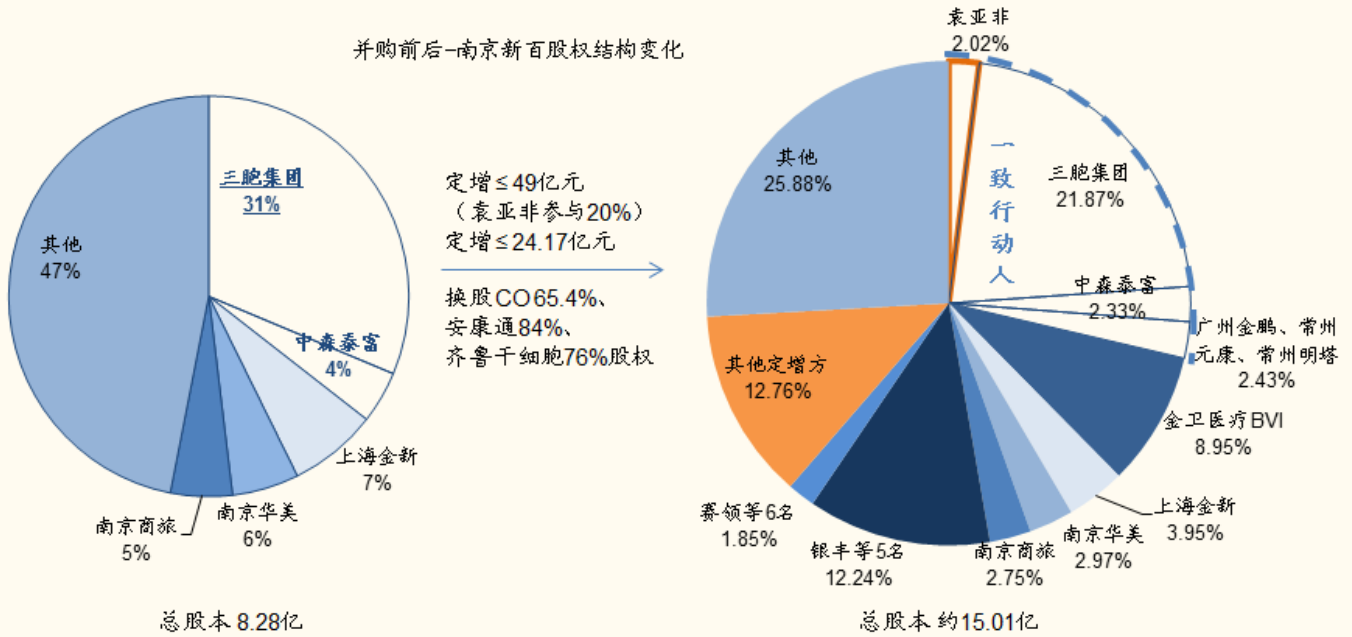
来源：互联网公开信息，国金证券研究所整理

盈利预测：现金流倍增、未来两年净利增速 27%以上

干细胞产业链，存储、入口先发力，3年内净利有望过 10 亿

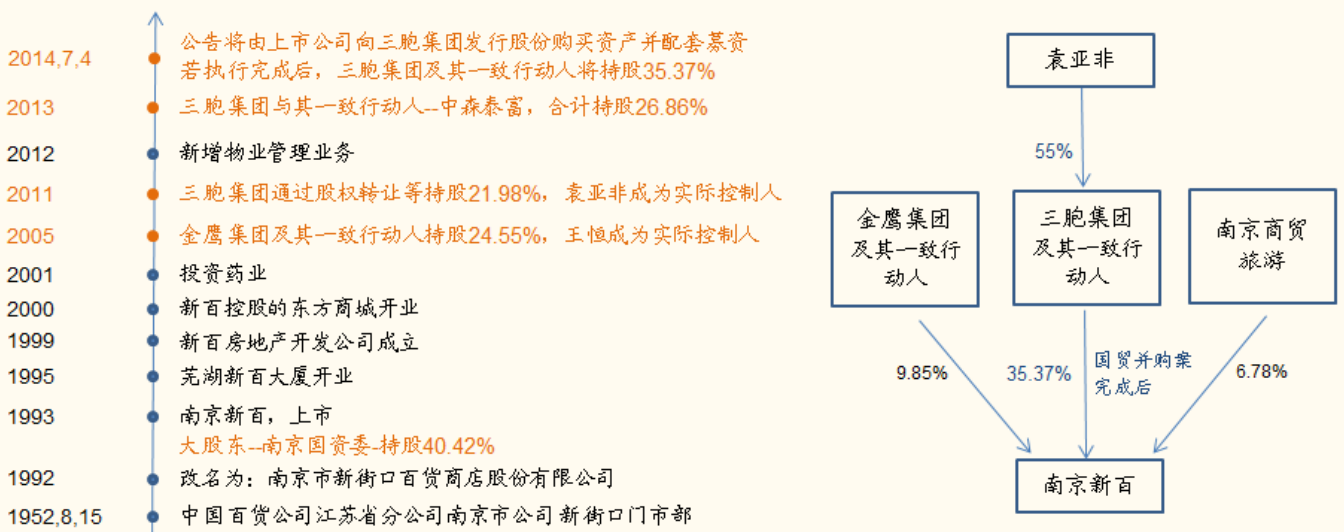
- 关键假设：2016 年 4 大库净利存储 6 亿、检测 0.6 亿，年增长 20%；
  - 公司在 1 月 8 日及 9 日公告，将分别发行股份（共计增发约 6.73 亿股，股本增至 15 亿）及配套融资（共计约 73 亿元），实现对 CO 中国脐带血库、Natali 以及安康通全部股权的并购（CO 的剩余部分也已有后续协议及对价安排）

图表 30：南京新百收购 CO65.4%、齐鲁干细胞 76%、Natali 及安康通全部股权前后股本变化



来源：公司公告，国金证券研究所，注：赛领等 6 名系三胞国际 100% 股权（既安康通 16% 股权）的 6 家持有者，银丰等 5 名系齐鲁干细胞 76% 股权的 5 家持有者

图表 31：南京新百历史股权变更



来源：公司公告，国金证券研究所

- 并购完成后，公司将拥有脐带血干细胞库龙头-中国脐带血库；该公司目前在国家认证的 7 张牌照中拥有北京、广东、浙江、山东 4 张；

- ✚ 保守估算，我们认为，2016 年的脐带血存储收入应在 6 亿以上。以我们草根调研的山东库为例，公司目前在山东全省渗透率还不到 2%，拥有 17 万例脐带血，含检测费用在内的每份脐血的收储费用是业内最低一次性缴费才 1.8 万不到，而业内普遍在 2~3 万每份；而公司每次提价都并未影响到脐带血存储者的刚性需求，未来还有提价空间；而公司 2015 年净利 1.7 亿，2016 年预计可达 2 亿。而山东库的脐血份数为 4 个库总量近 70-80 万例的 20-25%，且山东省的人均可支配收入水平并不及北京广东与浙江；我们以山东库 2 亿收入\*3，保守估算 4 个库 2016 年收入近 6 个亿。
- ✚ 而随着中国文化习俗影响下减少生育的羊年的过去，以及国家最新全面放开二胎的政策出台，预计未来人口出生率的上升、受教育程度与消费需求上升所带来脐带血存储的渗透率的上升，我们给予年新增 20%
- ✚ 我们认为，山东库在 2015 年的净利中，有近 3000 万是来自于基因检测的中间收入；比如，山东库 15 万例对应 45 万家庭，推出一项基因检测，10%的转化率就有 4 万多家庭；CO 回归前，其他三库只做存储业务，回归后仅检测筛查等基因中介业务净利至少可以达到山东库 2015 年的 2 倍，0.6 亿元。且不说每年新增用户，添加嵌入任何业务，就可以增加收入，比如，药物、诊断等。

#### 养老板块双管齐下，净利、大数据将快速丰收

- 养老分三块，盈利稳定的是以色列 Natali，年增速 6-8%，以 2014 年基数千亿美元净利估算，2017 年估计可以达到 0.84 亿人民币；而新增的 Nursing 公司以 100% 并入，预计可以增厚净利 0.11 亿人民币；安康通 2015 年已经接近盈亏平衡点，以其目前增速及储备签约覆盖量来看，保守估计 2016 年净利 0.1 亿，按照其业绩承诺 2017 年 0.11 亿。
- 虽然是根据保守的业绩承诺做的盈利预测，我们估计作为技术领先、模式领先、养老产业客群低中高端全覆盖，政府、企业、金融机构合作多管齐下，在中国这个人口老龄化问题、中国文化追求的居家养老的问题日益严重的国情下，在新核心管理团队的发力下，安康通业绩在未来三年将逐年翻番增长。
- 出于审慎的原则，Natali 中国很可能是公司未来的盈利增长点、且已有签约意向客户，但目前尚处于试水阶段，我们没有给予任何营收的估算。

#### 其他：HoF 拐点将现，渠道布局奠定长远，地产确认增厚安全边际

- 公司其他具备价值的主要 3 块：国内 4 家门店的零售业务及其物业、英国 HoF、河西等房地产项目结算收入。
- 虽然 4 家门店的零售，经过再装修、品牌及餐饮导流的调整，已比先前更具实力，但是考虑到国内消费下行的压力以及跨境购、电商等的持续分流效应，我们保守的估算零售业 3 年维持 1.5 亿净利不下滑。
- ✚ HoF 的 2 点原因导致南京新百 3 季报业绩为亏，而年报将为正：1、英国零售连锁每年第四季度的盈利是全年的将近六成；2、HoF 之前负担了由于欧债危机期间借的 8.875% 利息的高息债的财务拖累，在 2015 年四季度已经替换了成本近半的低息债。所以，公司年报净利预计为正。（在没有替换高息债的情况下，公司净利同比增速 14Q3 与 14A 分别为 -48.38%、514.7%）
- 商业物业的重估价值，考虑到流动性折价，我们以可比房价 7 折、以物业经营面积（通常是建筑面积 6-7 成）计算物业重估价值。

图表 32: 南京新百持有商业物业的价值估算

名称	开业时间	市中心核心商业地段	面积-万平米	定位	持股比例	重估单价	重估价值
南京中心店	1952年	南京-新街口	6.25	中端	100%	12	75.00
东方商城	2000年	南京-新街口	1.87	中高端	100%	12	22.44
芜湖南京新百大厦	1993年	芜湖-中山路	3.07	中端	70%	6	12.89
淮南新百购物中心	2014年	淮南-田家庵	3.05	中端	100%		
南京国贸中心	2010年	南京-新街口	1.54	高端	100%	15	23.10
南京中心写字楼	2010年	南京-新街口	7.44	高端	100%	10	74.40
小计			23.22				207.83

来源: 国金证券研究所

- 房产已经不是公司主业, 作为一次性收益, 我们只以其净利润净值直接计入市值。公司的河西项目 300 亩地、共计建筑面积 26 万平米, 为公司 2001 年以 1.77 亿元成本购得; 2015 年以约每平方米 4 万元预售, 预计全部售罄后净利润在 25-30 亿元; 2016 年开始将确认收入。我们以 25 亿元作为资产价值计入其市值。

市值估算:

- 根据上述盈利分析, 我们以 2017 年公司干细胞产业相关净利 7.53 亿, 鉴于其龙头地位溢价, 并参考 A 股公司估值, 给予 140 倍估值; 养老产业净利 1.14 亿, 参考市场同类企业 60-80 倍 PE, 给予 60 倍估值; 国内零售 1.5 亿净利, 给予 10 倍估值; 英国 HoF 以其销售额近 120 亿人民币, 给予 1xPS; 商业物业及房地产直接以资产价值计入市值。总计: 1490 亿市值。(参考并购公告中的业绩对赌承诺)

图表 33: 南京新百转型与原有主业盈利预测及市值估算

		净利润预测			2016年	2017年	2018年	PE	市值-亿元
转型医疗	干细胞产业	现有	脐带血干细胞库	5.1	6.33	7.87	140	886.2	
		即将扩展	入口协同-检测中介	0.6	1.2	1.8	140	168	
		即将开展	大数据价值-信息比对						
		中长期	新药研发						
	养老产业	国外	以色列 Natali	0.78	0.84	1.02	60	50.4	
			Nursing	0.1	0.11	0.114	60	6.42	
		国内	安康通 Natali中国 信息化协同	0.08	0.19	0.31	60	11.4	
医疗产业		徐州三院等							
原有业务	商业	国内 4 门店		1.5	1.5	1.5	10	15	
		HoF		120	124	127	1xPS	120	
	地产	商业物业价值		208	208	208	1	208	
		河西结算 其他投资收益		5	7	9		25	
总市值估算								1490.3	
盈利估算		营收		145.00	187.30	209.48	230.01		
		净利润		1	13.16	17.17	21.61		
		YoY%				30%	26%		
		EPS		0.302	0.877	1.144	1.440	停牌日股价	
		目前股价对应 PE		124.30	42.81	32.82	26.07	37.53	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

附录:

图表 34: 新日恒力 2015 年收购的博雅干细胞估值参考

新日恒力 600165					
收购的博雅干细胞	亿元	2015	2016	2017	2018
	净利承诺	0.3	0.5	0.8	1.4
一级市场收购对价	100% 股权对应估值	65.87	39.52	24.70	14.12
	19.76				
	80% 股权对应				
折价 0.97%	15.66	本次收购大股东 80% 股权, 实际付现折价 0.97%			
80%	15.81				
<b>A股</b>	<b>PE</b>	<b>380.40</b>	<b>228.24</b>	<b>142.65</b>	<b>81.52</b>
下调至今最新股价 - 2016年1月25日股价	16.66	新日恒力目前主业亏损, 即使剔除亏损部分不考虑其拖累, 只看新并入的干细胞公司收入, 其 2017 年对应 PE 也有 143 倍			
总股本	6.85				
	折算 eps	0.044	0.073	0.117	0.204

来源: 公司公告, Wind, 国金证券研究所

图表 35: 中源协和估值参考

中源协和 600645	2011-12-31	2012-12-31	2013-9-30	2013-12-31	2014-9-30	2014-12-31	2015-09-30
营业总收入	246.74	300.34		361.31		476.86	501.01
营业收入	246.74	300.34		361.31		476.86	501.01
归属于母公司所有者的净利润	23.43	13.90		7.22		35.46	83.96
每股收益:							
基本每股收益	0.0720	0.0400	0.0300	0.0200	0.1440	0.1000	0.2200
稀释每股收益	0.0720	0.0400	0.0300	0.0200	0.1440	0.1000	0.2200
2016年1月25日最新股价 40.79 对应 PE	566.53	1019.75	1359.67	2039.50	283.26	407.90	185.41

来源: 公司公告, Wind, 国金证券研究所

图表 36: 此次收购核心标的 CO 中国脐带血库的美股基本信息

代码	证券简称	总市值(万元)	流通市值(万元)	市盈率PE	市净率	企业价值(万元)	企业价值/收入(倍)	企业价值/EBITDA(倍)
				TTM	PB(MRQ)			
CO.N	中国脐带血库	292,895.48	292,895.48	34.42	1.77	568,271.77	8.53	10.41

公司简介

中国脐带血库企业集团(简称“CCBC”)是中国金卫医疗科技有限公司旗下脐带血造血干细胞部门。作为中国第一家提供专业脐带血造血干细胞储存服务的运营商,金卫医疗2003年率先在北京拓展相关业务。经过6年多的市场培育和发展,CCBC不仅成为中国目前最大的一家提供脐带血造血干细胞储存服务的运营商,其经营地域覆盖北京和广东省,而且透过旗下子公司拥有印度、印尼、新加坡、菲律宾、马来西亚、中国香港和澳洲等亚太地区脐带血库。其服务覆盖人口、地域、种族为目前世界最大的提供专业脐带血造血干细胞储存服务的运营商。

关键统计

(货币单位:USD)

总市值	446.78 M
总股本	73.00 M
EPS(TTM)	1.13
市盈率(TTM)	--
市盈率(2015E)	--
市净率(MRQ)	1.77
预测机构家数	1
一致目标价	--
一致评级	买入

公司信息

公司名称	中国脐带血库企业集团
所属行业	保健护理服务
成立日期	2008-01-17
注册资本	25.00 K USD
注册地址	开曼群岛
员工人数	1039
董事长	甘源
第一股东	Golden Meditech Holdings Limited(65.40%)

市场表现

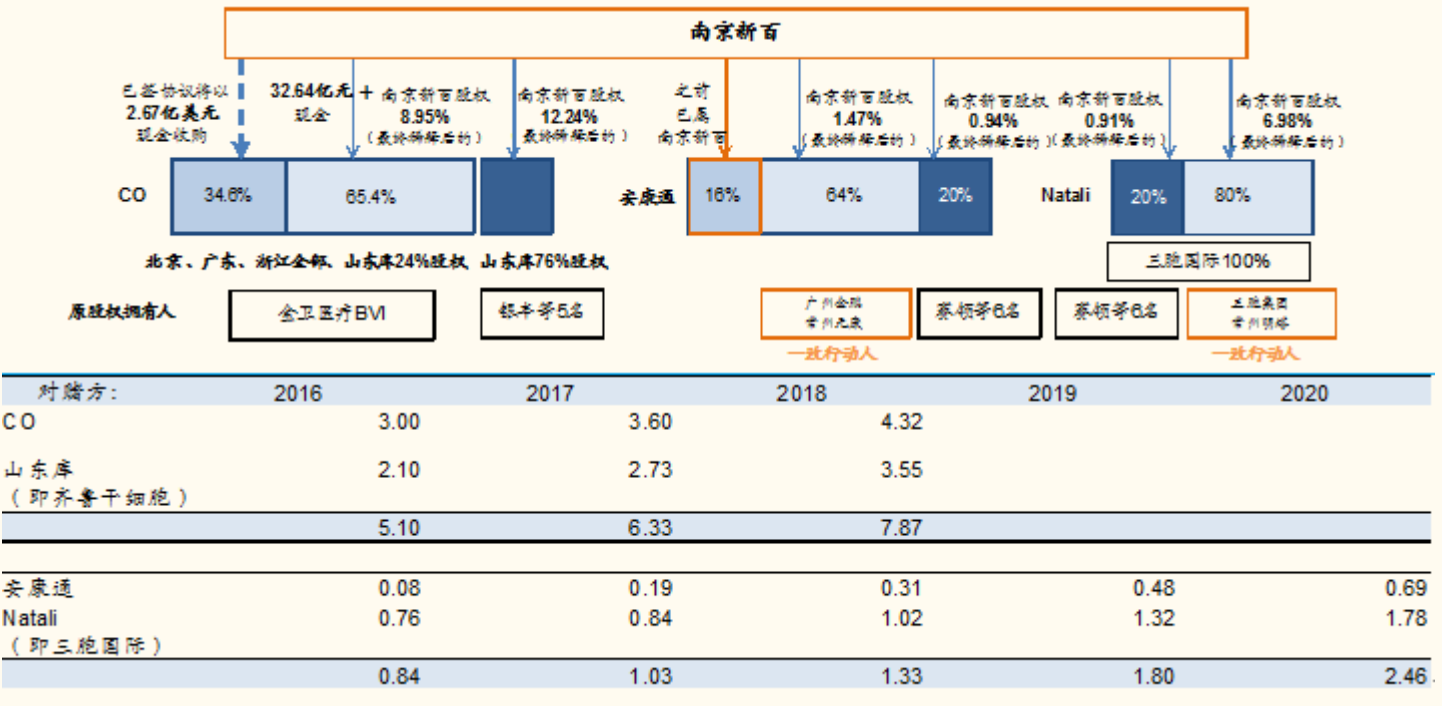


**6.12 USD**  
-0.02 (-0.33%)

52周高/低 7.69/4.43  
 年迄今涨跌幅 -3.92%  
 近一月涨跌幅 -2.86%  
 近三月涨跌幅 -3.62%  
 近一年涨跌幅 36.00%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 37: 南京新百完成对①Natali、安康通全部股权②CO65.4%股权③齐鲁干细胞76%股权的收购



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 38: CO.N 美股经营数据

CO.N 财务数据 - 单位: 百万元	2008-03-31	2009-03-31	2010-03-31	2011-03-31	2012-03-31	2013-03-31	2014-03-31	2015-03-31	
报告期	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	年报	5yrCagr
期间跨度	12个月	12个月	12个月	12个月	12个月	12个月	12个月	12个月	
数据来源	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	
<b>利润表摘要</b>									
总营业收入	233.08	194.54	261.54	339.53	380.49	526.12	572.86	635.12	29%
营业利润	125.40	85.20	97.19	123.82	134.84	209.31	231.93	235.00	28%
税前利润	135.70	42.30	79.66	132.14	151.60	158.19	190.92	155.12	19%
持续经营净利润	117.01	20.69	49.18	91.70	131.98	112.45	131.90	107.29	24%
净利润	117.01	20.69	49.18	91.70	131.98	112.45	131.90	107.29	24%
总资产	644.09	696.39	1,047.03	1,563.60	1,824.15	2,986.28	3,631.02	4,119.49	59%
总负债	123.12	138.87	227.43	470.21	588.52	1,744.81	2,191.03	2,576.27	207%
普通股权益	519.44	552.12	808.89	1,070.78	1,202.73	1,237.13	1,435.04	1,537.76	18%
股东权益合计	520.97	557.52	819.61	1,093.39	1,235.63	1,241.46	1,440.00	1,543.21	18%
<b>现金流量表摘要</b>									
经营活动现金流量	68.86	4.05	36.37	176.59	353.86	578.63	536.02	594.87	307%
投资活动现金流量	-162.85	-34.44	-158.85	-33.91	-122.95	-493.72	-149.88	-42.43	-15%
资本支出	78.78	56.57	18.61	20.76	123.30	226.24	150.09	37.80	21%
筹资活动现金流量	172.00	-35.28	242.39	193.14	-44.66	618.72	2.34	0.00	-20%
现金净流量	67.79	-67.38	119.43	330.55	182.92	699.79	388.80	553.75	73%
<b>关键比率</b>									
EPS(基本)	1.59	-0.07	0.82	1.31	1.79	1.49	1.60	1.36	13%
每股净资产BPS			12.12	14.20	16.44	16.95	19.66	21.06	15%
EBIT Margin(%)	58.22	21.74	31.39	39.69	40.71	43.39	45.56	40.34	6%
资产负债率(%)	19.12	19.94	21.72	30.07	32.26	58.43	60.34	62.54	38%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 39: 2016 年 1 月 8 日及 9 日公告之并购前后持股变更明细

单位 - 亿股	本次交易前		2016/1/8	2016/1/9	两次交易后	
	持股数	持股比例 %	收购 CO 新增股份	收购山东血库、安康通、三胞国际 新增股份	总持股数	比例 %
三胞集团	2.59	31.31		0.69	3.28	21.87
袁亚非			0.30		0.30	2.02
中森泰富	0.35	4.23			0.35	2.33
上海金新	0.59	7.16			0.59	3.95
金卫医疗 BVI			1.34		1.34	8.95
南京华美	0.45	5.39			0.45	2.97
南京商旅	0.41	4.99			0.41	2.75
银丰等 5 名				1.84	1.84	12.24
广州金鹏				0.17	0.17	1.10
常州元康				0.06	0.06	0.37
常州明塔				0.14	0.14	0.96
赛领等 6 名				0.28	0.28	1.85
其他定增方			1.18	0.73	1.92	12.76
其他	3.88	46.92			3.88	25.88
<b>合计</b>	<b>8.28</b>	<b>100.00</b>	<b>2.83</b>	<b>3.90</b>	<b>15.01</b>	<b>100.00</b>
<b>股本摊薄</b>			<b>25.47%</b>	<b>26.00%</b>	<b>44.84%</b>	

来源: 公司公告, 国金证券研究所

**图表 40：收购安康通、齐鲁干细胞、三胞国际所发行股份数**

标的资产	交易对方	持有的标的资产股 权比例	交易作价 (百万元)	发股数 (百万股)
安康通 84% 的股权	广州金鹏	48.00%	308.57	16.58
	常州元康	16.00%	102.86	5.53
	赛领辅仁	7.50%	48.21	2.59
	力鼎资本	5.00%	32.14	1.73
	农银基金	2.50%	16.07	0.86
	赛领并购	2.50%	16.07	0.86
	东吴创投	1.25%	8.04	0.43
	衡丹创投	1.25%	8.04	0.43
三胞国际 100% 的股权	三胞集团	66.24%	1285.06	69.05
	常州明塔	13.76%	266.94	14.34
	赛领辅仁	7.50%	145.50	7.82
	力鼎资本	5.00%	97.00	5.21
	农银基金	2.50%	48.50	2.61
	赛领并购	2.50%	48.50	2.61
	东吴创投	1.25%	24.25	1.30
	衡丹创投	1.25%	24.25	1.30
齐鲁干细胞 76% 的股权	银丰生物	40.00%	1800.00	96.72
	新余创立恒远	30.00%	1350.00	72.54
	王伟	4.00%	180.00	9.67
	玉山	1.00%	45.00	2.42
	沈柏均	1.00%	45.00	2.42
换股			5900.00	317.03
定增	待定(暂计)		2417.00	73.29
合计			8317.00	390.32

来源：公司公告，国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,850</b>	<b>3,353</b>	<b>7,825</b>	<b>14,500</b>	<b>18,910</b>	<b>21,122</b>	货币资金	479	882	1,816	1,850	4,429	8,248
增长率		17.7%	133.4%	85.3%	30.4%	11.7%	应收款项	35	44	196	193	252	282
主营业务成本	-2,222	-2,577	-5,318	-11,092	-12,698	-13,792	存货	872	891	2,503	3,647	4,175	4,534
%销售收入	78.0%	76.8%	68.0%	76.5%	67.1%	65.3%	其他流动资产	45	318	220	345	394	426
毛利	628	777	2,507	3,408	6,212	7,330	流动资产	1,431	2,135	4,735	6,035	9,250	13,491
%销售收入	22.0%	23.2%	32.0%	23.5%	32.9%	34.7%	%总资产	38.2%	48.3%	33.7%	33.1%	43.8%	53.8%
营业税金及附加	-48	-77	-82	-71	-93	-103	长期投资	886	599	605	606	605	605
%销售收入	1.7%	2.3%	1.1%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	1,355	1,596	3,150	3,043	2,930	2,815
营业费用	-162	-175	-1,151	-2,175	-2,837	-3,168	%总资产	36.2%	36.1%	22.4%	16.7%	13.9%	11.2%
%销售收入	5.7%	5.2%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%	无形资产	44	60	5,268	8,569	8,348	8,162
管理费用	-243	-279	-568	-1,195	-1,558	-1,741	非流动资产	2,314	2,284	9,308	12,220	11,885	11,584
%销售收入	8.5%	8.3%	7.3%	8.2%	8.2%	8.2%	%总资产	61.8%	51.7%	66.3%	66.9%	56.2%	46.2%
息税前利润 (EBIT)	176	246	706	-33	1,725	2,318	<b>资产总计</b>	<b>3,745</b>	<b>4,419</b>	<b>14,043</b>	<b>18,255</b>	<b>21,135</b>	<b>25,074</b>
%销售收入	6.2%	7.3%	9.0%	n.a	9.1%	11.0%	短期借款	1,187	1,530	2,663	63	0	1,821
财务费用	-71	-76	-173	-66	63	16	应付款项	883	941	4,072	5,743	7,096	7,839
%销售收入	2.5%	2.3%	2.2%	0.5%	-0.3%	-0.1%	其他流动负债	304	328	337	259	927	1,099
资产减值损失	22	0	-20	0	0	0	流动负债	2,374	2,800	7,071	6,064	8,022	10,759
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	132	720	720	720	721
投资收益	0	0	0	437	0	0	其他长期负债	77	75	4,678	2,509	2,509	2,509
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	128.5%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>2,451</b>	<b>3,007</b>	<b>12,469</b>	<b>9,293</b>	<b>11,252</b>	<b>13,989</b>
营业利润	127	170	513	338	1,787	2,334	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,269</b>	<b>1,391</b>	<b>1,767</b>	<b>9,156</b>	<b>10,077</b>	<b>11,279</b>
营业利润率	4.5%	5.1%	6.6%	2.3%	9.5%	11.0%	少数股东权益	26	20	-194	-194	-194	-194
营业外收支	0	2	-1	2	2	2	<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,745</b>	<b>4,419</b>	<b>14,043</b>	<b>18,255</b>	<b>21,135</b>	<b>25,074</b>
税前利润	127	171	512	340	1,789	2,336	<b>比率分析</b>						
利润率	4.5%	5.1%	6.5%	2.3%	9.5%	11.1%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-34	-45	-89	-90	-473	-618	<b>每股指标</b>						
所得税率	26.8%	26.5%	17.5%	26.5%	26.5%	26.5%	每股收益	0.266	0.366	1.086	0.302	0.877	1.144
净利润	93	126	423	250	1,316	1,718	每股净资产	3.541	3.883	4.933	8.876	9.769	10.934
少数股东损益	-2	-5	34	0	0	0	每股经营现金净流	0.798	0.939	3.731	0.636	2.788	2.531
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>95</b>	<b>131</b>	<b>389</b>	<b>250</b>	<b>1,316</b>	<b>1,718</b>	每股股利	0.100	0.100	0.100	0.073	0.383	0.500
净利率	3.3%	3.9%	5.0%	1.7%	7.0%	8.1%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	7.52%	9.43%	22.01%	2.73%	13.06%	15.23%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	2.55%	2.97%	2.77%	1.37%	6.23%	6.85%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	5.08%	5.78%	7.50%	-0.20%	9.67%	10.57%
净利润	188	130	434	250	1,316	1,718	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	55.09%	17.66%	133.35%	85.30%	30.41%	11.70%
非现金支出	67	99	230	483	444	411	EBIT 增长率	40.96%	39.74%	186.93%	-104.65%	5349.77%	34.40%
非经营收益	-23	67	205	-329	50	109	净利润增长率	86.47%	37.47%	196.58%	-35.70%	426.11%	30.53%
营运资金变动	54	41	468	253	1,066	373	总资产增长率	21.10%	18.00%	217.76%	30.00%	15.77%	18.64%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>286</b>	<b>336</b>	<b>1,337</b>	<b>656</b>	<b>2,876</b>	<b>2,611</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-132	-100	-126	-3,676	-107	-108	应收账款周转天数	1.2	1.4	2.7	1.4	1.4	1.4
投资	109	265	-899	-1	0	0	存货周转天数	132.6	124.8	116.5	120.0	120.0	120.0
其他	30	3	-27	437	0	0	应付账款周转天数	29.4	36.3	96.7	35.0	35.0	35.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>7</b>	<b>168</b>	<b>-1,052</b>	<b>-3,240</b>	<b>-107</b>	<b>-108</b>	固定资产周转天数	171.2	164.2	146.4	75.0	54.4	45.8
股权募资	0	0	0	7,231	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	2	476	1,004	-4,463	-63	1,822	净负债/股东权益	54.71%	55.27%	258.32%	15.97%	-12.25%	-28.94%
其他	-154	-162	-219	-150	-127	-506	EBIT 利息保障倍数	2.5	3.2	4.1	-0.5	-27.5	-149.2
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-152</b>	<b>314</b>	<b>785</b>	<b>2,617</b>	<b>-190</b>	<b>1,316</b>	资产负债率	65.44%	68.05%	88.79%	50.91%	53.24%	55.79%
<b>现金净流量</b>	<b>141</b>	<b>818</b>	<b>1,070</b>	<b>34</b>	<b>2,579</b>	<b>3,819</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-09-17	买入	14.83	25.00~33.58
2	2014-11-03	买入	17.06	30.00~30.00
3	2014-12-31	买入	16.00	N/A
4	2015-03-02	买入	19.03	N/A
5	2015-03-04	买入	21.66	N/A

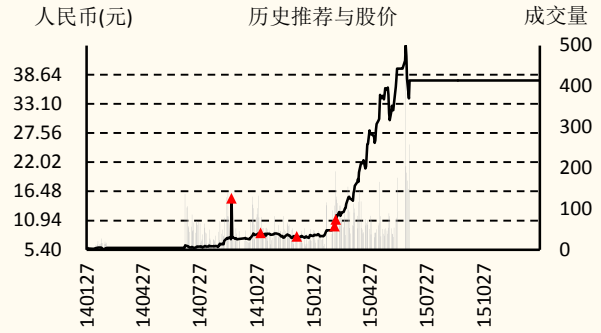
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD