

大健康龙头启航，干细胞产业链延伸及养老服务拓展是长期看点

2016年2月17日

投资要点

- 现金+换股收购齐鲁干细胞库及养老服务资产，大健康龙头转型落地。**本次交易收购 CO 集团 65.4%/齐鲁干细胞 76%/安康通 84%/三胞国际(Natali) 100%股权交易对价 57.6/34.2/5.4/19.4 亿元，对应 2016 年承诺净利润 29/21/81/26X PE。其中，换股价 18.61 元/股，募集配套资金共 73.2 亿元（底价 32.98 元/股），发行后上限股本 15.0 亿股。CO 作价中股份/现金对价分别占 57%/43%，其他标的 100%换股，除基金外锁定 3 年。同时披露公司将收购 CO 私有化后剩余 34.6%股权，后者从美国退市，剩余 34.6%股权对价 2.67 亿美元（2016 年 17X PE）。
- CO+齐鲁干细胞打造全球最大脐带血干细胞库运营商，干细胞存储业务提供良好现金流及较快业绩增长。**脐血库收入主要来自自体库检测和存储费，（如十八年存储费共计约 2.4 万元/份），CO 集团独家运营北京/广东/浙江脐血库，并持有齐鲁干细胞 24%股权，截止 2015 年 9 月，三地血库自体库/公共库总存储量 474,193/41,513 份；2015 年 1-9 月收入/净利润 5.3/0.6 亿元。截至 2015 年底，齐鲁干细胞（即山东脐血库）自体库/公共库存储 155,000/22,000 份；2015 年 1-9 月收入/扣非后净利 2.3/0.9 亿元。CO+山东血库合计拥有存储量近 70 万份，占全国 72%。2016-2018 年脐带血库资产承诺净利合计 3.56/4.43/5.52 亿元（不含拟收购的 CO 剩余 34.6%股权）。
- Natali+安康通受益多层次养老需求，轻服务模式全国复制。**Natali 是以色列最大养老服务商，以 B2C 模式为主，2015 年 1-9 月收入/净利润 19,156/2,625 万元，预计 2016 年核心用户数 7 万人/收入 2.7 亿元。Natali 拟收购以色列护理公司 Nursing100%股权，Nursing 拥有 25 家分支机构及约 6000 名护理，预计 2016 用户 7,500 人/收入 4.0 亿元。Natali（中国）以 B2B2C 模式定位中国高端养老市场，预计 2016 年用户 3 万人/收入 2,869 万元。安康通以“B2G2C”模式为主，未来将拓展渠道（B2B、B2C）、丰富收费服务（政府平台建设等），扩张全国，预计 2016 年用户 80 万人/平台项目 10 个/收入 5,572 万元。依照承诺净利润测算，2016-2018 年养老业务增厚归属母公司净利润 0.83/1.00/1.28 亿元。
- 干细胞产业链延伸及养老服务推广是长期市值看点。**本次并购完成后公司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 集团美国私有化回归内资控股后，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；交易进程风险。
- 盈利预测、估值及投资评级。**不考虑本次并购，调整公司 2015-2017 年 EPS 预测至 0.28/0.34/0.37 元（主要为商业及地产结算，原为 0.62/0.27/0.32 元）。本次交易完成后，2016-2018 年备考净利润 7.2/8.5/10.0 亿元（备考 EPS 0.48/0.56/0.66 元），公司将成为大健康产业绝对龙头。2 月 1 日实际控制人增持 877 万股（25-27 元/股）彰显信心。当前股价对应备考市值约 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。

财政年度（截至 12 月底）	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万人民币)	3,353.4	7,825.2	15,501.1	18,071.0	18,512.6
YoY (%)	17.7	133.4	98.1	16.6	2.4
归属净利润(百万人民币)	135.2	400.4	233.8	278.4	304.9
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
PE	171	58	99	83	76

资料来源：中信数量化投资分析系统 注：股价为 2016 年 2 月 16 日收盘价



买入（维持）

中信证券研究部

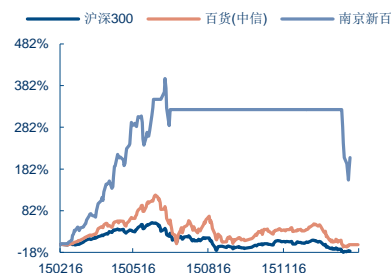
周羽

电话：021-20262125
 邮件：yu_zhou@citics.com
 执业证书编号：S1010513070005

徐晓芳

电话：0755-23835427
 邮件：xuxiaofang@citics.com
 执业证书编号：S1010515010003

相对指数表现



资料来源：中信数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	2963.79 点
总股本/流通股本	828/716.2 百万股
近 12 月最高/最低价	79.62 元/17.73 元
近 1 月绝对涨幅	-27.2%
近 6 月绝对涨幅	-27.2%
今年以来绝对涨幅	-27.2%
12 个月日均成交额	148.72 百万元

相关研究

- 南京新百 (600682) 2014 年年报点评——并表带动高速增长，打造养老服务龙头前景可期(2015-03-27)
- 南京新百 (600682) 投资价值分析报告——集团资产丰富，跨界协同可期 (2014-12-17)

www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

目录

南京新百：新兴崛起的大健康龙头	1
新兴崛起的商业+大健康龙头企业.....	1
大股东三胞集团，医养资产丰富.....	1
重磅医疗养老并购落地，全生命周期健康管理体系初现.....	2
医疗业务：脐带血干细胞存储龙头，商业化前景广阔	3
脐带血干细胞存储潜力大，七地血库垄断竞争.....	3
CO 集团：中国规模最大脐血库运营企业.....	6
齐鲁干细胞：山东脐血库独家运营商.....	10
养老业务：Natali+安康通打造养老服务平台	11
万亿级市场养老产业，碎片化格局亟待整合.....	11
安康通：中国最大居家养老服务平台.....	12
三胞国际：100%控股以色列养老服务龙头 Natali.....	16
现代商业：自有物业价值高，整合国际经验买手制转型	19
自有物业坐落核心商圈，NAV113 亿元.....	19
中心店、东方商城改造提振百货业绩.....	20
东方福莱德即将落地，买手制协同可期.....	20
风险提示	22
盈利预测与估值评级	22

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net



www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

插图目录

图 1: 三胞集团丰富健康医疗资产	2
图 2: 干细胞分类	3
图 3: 全球干细胞临床应用结构	4
图 4: 全球干细胞市场规模	4
图 5: 全球干细胞存储行业规模	4
图 6: 我国干细胞产业链	5
图 7: 我国干细胞产业规模及增速	5
图 8: 海外脐血造血干细胞储存渗透率比较	5
图 9: 我国脐血存储行业市场份额（按脐血储存量，截至 2015 年 9 月 30 日）	6
图 10: 北京脐血库脐血造血干细胞储存数量（份）	7
图 11: 北京脐血库收入（万元）	7
图 12: 浙江脐血库脐血造血干细胞储存数量（份）	7
图 13: 浙江脐血库收入（万元）	7
图 14: 广东脐血库脐血造血干细胞储存数量（份）	8
图 15: 广东脐血库收入（万元）	8
图 16: CO 集团收入（百万元）及增速	9
图 17: CO 集团收入结构	9
图 18: CO 集团净利润（百万元）及增速	9
图 19: CO 集团盈利能力	9
图 20: CO 集团旗下脐血库脐血造血干细胞储存数量（份）	10
图 21: 齐鲁干细胞收入、扣非净利润（万元）	10
图 22: 齐鲁干细胞盈利能力	10
图 23: 齐鲁干细胞收入预测（万元）	11
图 24: 齐鲁干细胞各业务毛利率预测（2016E）	11
图 25: 我国 60 岁以上人口及占总人口比重	11
图 26: 我国养老产业市场规模及复合增速	11
图 27: 安康通商业模式转型	12
图 28: 安康通全方位居家养老、健康管理服务	13
图 29: 安康通紧急救助与安全预警服务	13
图 30: 安康通健康管理及远程医疗服务	13
图 31: 安康通居家助老与生活服务	13
图 32: 安康通慢病康复与康复理疗服务	13
图 33: 安康通付费用户数量（万人）	14
图 34: 安康通政府渠道客户数量预测（万人）	14
图 35: 安康通对公渠道客户数量预测（人）	14

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商



图 36: 安康通个人自费客户数量预测 (人)	14
图 37: 安康通收入、扣非净利润 (万元)	15
图 38: 安康通盈利能力	15
图 39: 安康通收入 (万元)	15
图 40: 安康通 2015 年 1-9 月毛利率	15
图 41: 安康通服务单价 (元)	15
图 42: 平台建设运营数量预测 (个)	16
图 43: 平台建设单价 (万元)	16
图 44: 三胞国际收入、净利润 (万人民币)	17
图 45: 三胞国际盈利能力	17
图 46: Natali 运营平台及服务体系	17
图 47: Natali 核心用户数 (万人)	18
图 48: Aging in Place 用户数 (人)	18
图 49: Natali 收入、净利润 (万人民币)	18
图 50: Natali 盈利能力	18
图 51: Nursing 用户数预测	19
图 52: Nursing 收入预测 (亿人民币)	19
图 53: Natali (中国) 用户数 (万人)	19
图 54: Natali (中国) 收入结构预测	19
图 55: HoF 收入	21
图 56: House of Fraser – Oxford Street 门店	21
图 57: HoF 自有品牌、采购品牌、特约品牌毛利率	21
图 58: HoF 自有品牌、采购品牌、特约品牌 (联销) 收入占比	21
图 59: House of Fraser 旗下品牌一览	21
图 60: 重大资产重组及 CO 集团私有化完成后南京新百医疗养老产业布局	22

www.jztzw.net

表格目录

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

表 1: 南京新百“现代商业+医疗养老”双主业布局	1
表 2: 三胞集团丰富健康医疗资产介绍	1
表 3: 养老资产及齐鲁干细胞收购方案募集配套资金使用明细	2
表 4: 南京新百股权结构变化	3
表 5: 造血干细胞不同来源比较	4
表 6: 脐血造血干细胞治疗技术适用领域例举	4
表 7: 我国七家脐血库信息（截至 2015 年 9 月 30 日）	6
表 8: CO 集团旗下北京、广东、浙江脐血库及持股山东脐血库合作运营模式	6
表 9: CO 集团旗下脐血库经营指标（截至 2015 年 9 月底）	7
表 10: CO 集团签约医院中前五大医院情况（2015 年 1-9 月数据）	7
表 11: CO 集团脐血干细胞出库情况（截至 2015 年 9 月底）	8
表 12: CO 集团主要业务模式	8
表 13: CO 集团自体库收费方式	9
表 14: 我国人口老龄化深化中的突出矛盾	11
表 15: 安康通商业模式介绍	14
表 16: 安康通收入预测	16
表 17: Natali 服务收费模式及发展情况	17
表 18: Natali 收入预测（万元）	18
表 19: Natali（中国）收入预测（万元）	19
表 20: 南京新百房地产开发项目情况	20
表 21: 南京新百商业资产（不包括 HOF）NAV	20
表 22: 截止 2015 年底南京新百大陆百货情况	20
表 23: 南京新百当前业务盈利预测（不考虑本次并购）	22
表 24: 南京新百盈利预测（除 EPS 外单位为百万元）	23
表 25: 南京新百百货及地产项目 NAV 估值（不含 HOF）	23
表 26: 国际百货龙头估值水平	24
表 27: HOF 估值	24
表 28: A 股基因检测相关上市公司估值表	24

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net



www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告 服务商

南京新百：新兴崛起的大健康龙头

新兴崛起的商业+大健康龙头企业

坐拥江苏核心商圈，拓展商业+大健康双主业。南京新百前身为 1952 年成立的南京新街口百货商店，2014 年底提出“现代商业+医疗养老”双主业战略。现代商业方面，公司以百货为主，地产开发、酒店餐饮、物业管理多元布局。医疗养老方面，2015 年收购中国最大居家养老服务企业安康通 20% 股权（后因安康通接受外部战投增资，南京新百持股被稀释为 16%），参股设立 Natali（中国）（Natali/南京新百分别持股 65%/35%），发起设立新百创新健康投资基金（持股 39%，目标募集规模 50 亿元）等。本次收购 CO 集团 65.4%/安康通 84%/三胞国际 100%/齐鲁干细胞 76% 股权，“初生儿造血干细胞储存、病患医疗保障、老年医护服务”全程健康管理体系初具规模。

表 1：南京新百“现代商业+医疗养老”双主业布局

双主业	布局		
现代商业	百货	大陆：新百中心店/东方商城店/芜湖新百店/淮南新百店 英国：HOF（持股 88.89%）	
	地产开发	南京河西项目 盐城内湖港项目	
	酒店餐饮	芜湖金鹰酒店	
	物业管理	南京中心写字楼	
医疗养老	脐血干细胞存储资产	CO 集团（持股 65.4%） 齐鲁干细胞（持股 76%）	
	养老资产	安康通（持股 100%） Natali（持股 100%） Natali（中国）（持股 100%） Nursing（持股 100%）（Natali 拟收购）	
		新百创新健康投资基金	目标规模 50 亿元（持股 39%）

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理注：持股比为本次交易完成后数据；若 CO 集团私有化实施成功，新百将拥有 CO 集团及齐鲁干细胞 100% 股权。

大股东三胞集团，医养资产丰富

本次交易前，袁亚非先生（1.059%）、三胞集团（31.31%）及其一致行动人中森泰富（4.23%）合计持有公司 36.60% 股权，是为第一大股东。袁亚非持有南京新百 1.059% 股权、三胞集团 55% 的股权，为公司实际控制人。三胞集团医院资源丰富，旗下徐州三胞医院管理有限公司（三胞集团/徐州市政府分别持股 80%/20%）下辖一家综合医院——徐州三院、两家专科医院——徐州肿瘤医院（营利性）和徐州职业病医院（非营利性）、及两家社区卫生服务中心（非营利性），形成综合、专科和社区为一体的三级诊疗体系。其中，徐州三院是淮海经济区唯一的三级肿瘤医院，拥有专业医疗人员 1200 多人，开放床位 1400 张，预计 2017 年新分院开业将增加 1500 余张床位。此外，集团拥有十几家国营改制医院，国内首款移动健康管理平台妙健康，高端医疗设备租赁公司大连和鑫及健康美丽产品与服务提供商麦考林等。

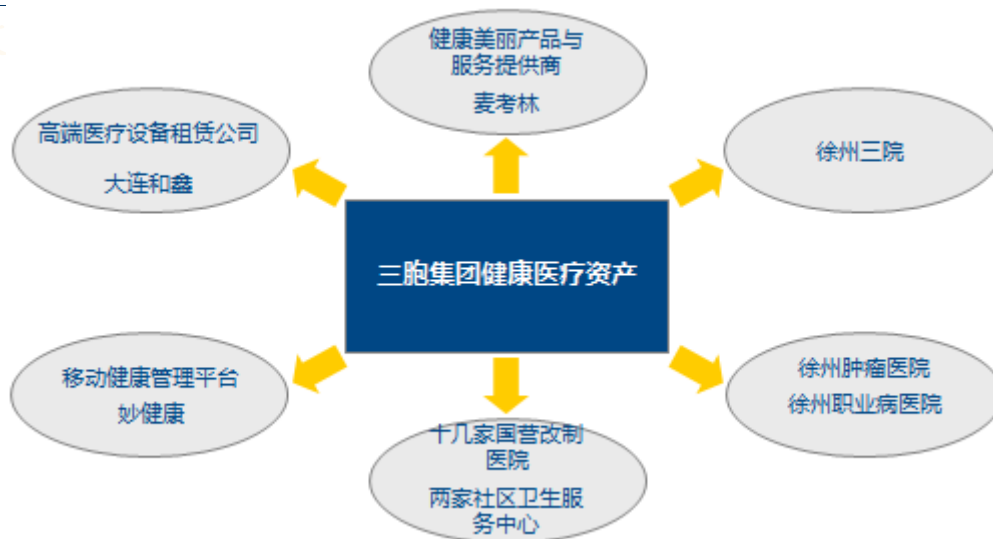
表 2：三胞集团丰富健康医疗资产介绍

资产	介绍
徐州三胞医院管理有限公司	下辖一家综合医院--徐州三院、两家专科医院--徐州肿瘤医院（营利性）和徐州职业病医院（非营利性）、及两家社区卫生服务中心（非营利性），形成综合、专科和社区为一体的三级诊疗体系。其中，徐州三院是淮海经济区唯一的三级肿瘤医院，拥有专业医疗人员 1200 多人，开放床位 1400 张，预计 2017 年新分院开业将增加 1500 余张床位。
大连和鑫	高端医疗设备租赁公司，为中小型地市级医院、县级医院提供医疗设备租赁服务，先后与江苏徐州、射阳、山东德州、湖北宣城等地 11 家医院合作。
麦考林	健康美丽产品与服务提供商，拥有 41 位国家高级公共营养师和超过 650 人的专业服务团队，建立了超过 1000 个坐席的客服中心和 10 万平方米仓储的自营物流体系，为消费者提供健康营养、美容护理、健康居家三大系列的高品质产品和服务，会员总数超过 1000 万人。

资料来源：三胞集团官网等，中信证券研究部整理

www.jztzw.net
中国价值投

图 1：三胞集团丰富健康医疗资产



资料来源：三胞集团官网，中信证券研究部整理

重磅医疗养老并购落地，全生命周期健康管理体系初现

现金+换股收购 CO 集团 65.4% 股权，同时询价定增募集配套资金不超过 490,000 万元。CO 集团 100% 股权估值 852,086.09 万元，经与金卫医疗 BVI 协商后 65.4% 股权交易作价 576,400 万元，对应 2016 年承诺净利润 29X PE；其中现金支付 326,400 万元（占交易对价的 57%）；剩余对价 250,000 万元（占交易对价的 43%）以发行股份方式支付，发行价格 18.61 元/股，发行股数 134,336,378 股，锁定期 3 年。同时，拟询价定增募集配套资金不超过 490,000 万元，用于支付现金对价、补充流动资金及偿还银行贷款。本次发行价格不低于 32.98 元/股，发行股份不超过 148,574,893 股。南京新百与金卫医疗 BVI 协议，待 BVI 完成对 CO 剩余 34.6% 股权私有化后，拟以 2.67 亿美元（约 17.57 亿元）现金收购该部分股权，对应 2016 年承诺净利润 17X PE。两步交易完成后，CO 集团成为南京新百全资子公司。

换股收购安康通 84%/三胞国际 100%/齐鲁干细胞 76% 股权，同时询价定增募集配套资金 241,700 万元。安康通 84%/三胞国际 100%/齐鲁干细胞 76% 股权预估值分别为 56,323/200,421/319,765 万元，协商后交易价格分别为 54,000/194,000/342,000 万元，交易价格对应 2016 年承诺净利润分别为 81/26/21X PE。本次交易作价合计 590,000 万元以发行股票方式支付，发行价格 18.61 元/股，发行股数 317,033,844 股，除基金外锁定期 3 年。同时，拟询价定增募集配套资金 241,700 万元，发行价格不低于 32.98 元/股，发行股数不超过 73,286,840 股。募集资金主要用于交易完成后标的资产呼叫中心、养老指挥中心等七个项目的建设运营，补充流动资金及偿还银行贷款。

表 3：养老资产及齐鲁干细胞收购方案募集配套资金使用明细

项目名称	单个成本（万元）	数量（个）	总体投入/还款金额（万元）	实施主体
呼叫中心&养老指挥中心建设及运营	388.00	30.00	11,634.00	安康通
健康养老移动终端开发、升级和推广	980.00	3.00	2,940.00	安康通
CRM 系统升级	994.00	3.00	2,982.00	安康通
养老护理人才培养基地建设	7,846.00	3.00	23,538.00	安康通
远程医疗分诊与服务平台	3,407.00	10.00	34,070.00	Natali（中国）
健康小屋	121.00	200.00	24,113.00	Natali（中国）
健康咨询服务中心	1,121.00	20.00	22,424.00	Natali（中国）
偿还银行贷款	-	-	120,000.00	南京新百
合计			241,700.00	

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

按发行股数上限计算，以上交易完成后，总股本 1,501,248,282 股。公司控股股东袁亚非先生、三胞集团及其一致行动人中森泰富合计持股比例从 36.60% 降至 26.80%，袁亚非仍为实际控制人。

表 4：南京新百股权结构变化

股东名称	交易前		两次交易后	
	持股数（股）	持股比例	持股数（股）	持股比例
三胞集团有限公司	259,251,567	31.31%	328,303,474	21.87%
袁亚非	8,768,642	1.06%	39,090,049	2.60%
金卫医疗 BVI	0	0.00%	134,336,378	8.95%
银丰生物工程集团有限公司	0	0.00%	96,722,192	6.44%
新余创立恒远投资管理有限公司	0	0.00%	72,541,644	4.83%
广州金鹏集团有限公司	0	0.00%	16,580,947	1.10%
常州三胞明塔投资合伙企业（有限合伙）	0	0.00%	14,344,116	0.96%
上海金新实业有限公司	59,311,956	7.16%	59,311,956	3.95%
南京华美联合营销管理有限公司	44,658,856	5.39%	44,658,856	2.97%
南京商贸旅游发展集团有限责任公司	41,320,000	4.99%	41,320,000	2.75%
南京加大投资管理有限公司	35,584,964	4.30%	35,584,964	2.37%
南京中森泰富科技发展有限公司	35,000,000	4.23%	35,000,000	2.33%
其他	344,120,342	41.56%	583,453,706	38.86%
合计	828,016,327	100.00%	1,501,248,282	100.00%

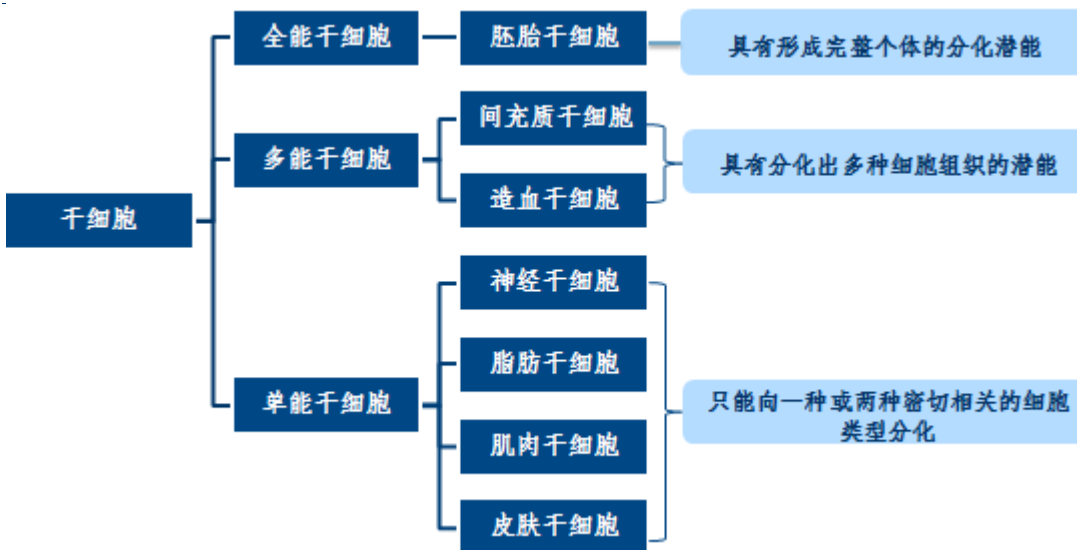
资料来源：公司公告，中信证券研究部整理注：以募集配套资金 731,700 万元、发行价格为 32.98 元/股测算。

医疗业务：脐带血干细胞存储龙头，商业化前景广阔

脐带血干细胞存储潜力大，七地血库垄断竞争

干细胞是具有自我复制和多向分化潜能的原始细胞，潜在应用于血液、神经、免疫、代谢、遗传等疾病治疗和器官移植、美容抗衰老领域。干细胞产业链分为上游存储、中游研发和下游临床应用。根据 Market Research 及 Transparency Market Research 数据，2015 年全球干细胞市场规模 635 亿美元，预计 2018 年达 1,195 亿美元，2015-2018 年 CAGR 23%；2015 年全球干细胞储存市场规模 102 亿美元，预计 2018 年达到 182 亿美元，2015-2018 年 CAGR 21%。

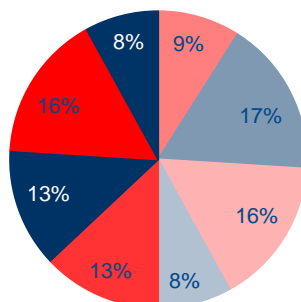
图 2：干细胞分类



资料来源：米内网，中信证券研究部整理

图 3：全球干细胞临床应用结构

■ 神经中枢疾病 ■ 自体免疫疾病 ■ 基因疾病 ■ 糖尿病 ■ 心血管疾病 ■ 实体肿瘤 ■ 骨骼及软骨修复 ■ 其他

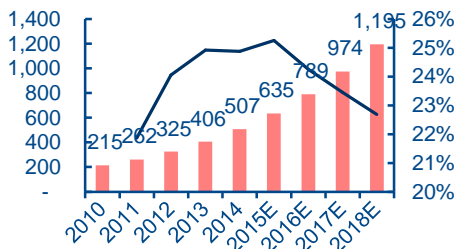


资料来源：米内网，中信证券研究部整理

图 4：全球干细胞市场规模

■ 全球干细胞市场规模（亿美元）

— YOY

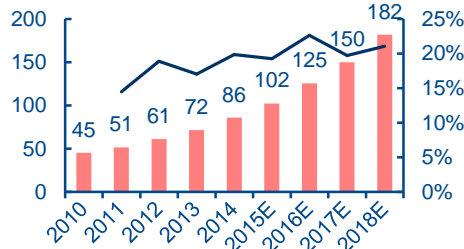


资料来源：Market Research, Transparency Market Research, 中信证券研究部整理

图 5：全球干细胞存储行业规模

■ 全球干细胞存储行业规模（亿美元）

— YOY



资料来源：Market Research, Transparency Market Research, 中信证券研究部整理

脐血造血干细胞是干细胞临床应用最具前景的领域。目前，唯一成熟应用于医院临床治疗的干细胞只有造血干细胞，可治疗超过 75 种系统疾病。造血干细胞的来源有骨髓、外周血、脐带血和脐带，其中脐带血造血干细胞具有来源丰富、采集对母婴无伤害、配型要求低、术后排异反应轻等优势，是获取造血干细胞的最佳途径。根据公开信息，全球现每年大约有 4 万例的脐血移植术。

表 5：造血干细胞不同来源比较

造血干细胞来源	配型程度	移植后反应	来源	用药	数量	污染	应用阶段
骨髓	严格	严重	困难	需	丰富	多	临床治疗
外周血	严格	更严重	困难	需	丰富	多	临床治疗
脐带血	不严格	轻	容易	不	有限	少	临床治疗
胎盘（或脐带）	不严格	轻	容易	不	丰富	少	科研阶段

资料来源：北京汉氏等，中信证券研究部整理

表 6：脐血造血干细胞治疗技术适用领域例举

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

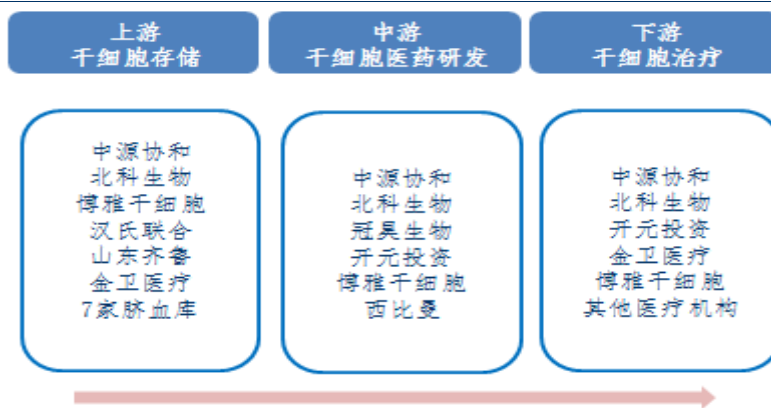
资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

我国干细胞产业：尚处于研究试验阶段，孕育巨大发展潜力。根据卫生部数据，2015 年我国干细胞市场规模约 300 亿元，2010-2015 年 CAGR 58.5%。脐血库是国内干细胞行

www.jztzw.net
中国价值投资网

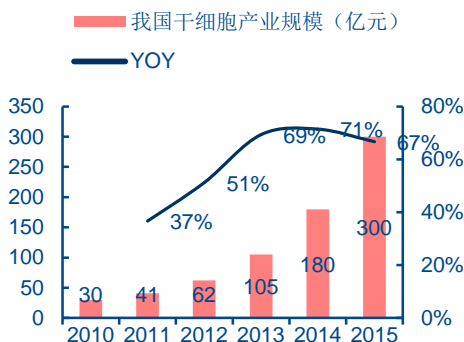
业中最成熟、最重要的产业化项目。自 1996 年第一家脐血库北京脐血库成立，我国自体库储存量已达到 81 万份，公共库脐血捐献量有 8.5 万份，脐血临床移植数量约 3000 例。2014 年北京/广东/浙江脐血造血干细胞储存渗透率分别 10.9%/3.3%/1.0%（2015 年 1-9 月山东渗透率近 3%），远低于新加坡/韩国/中国香港 25%/15%/14%的渗透率。随着国内中产阶级扩大、消费者购买力提升、健康意识不断增强、“二胎”政策落地及干细胞科研、临床应用技术进步，脐血造血干细胞市场具有巨大发展潜力。长期分析，以我国年新生儿 1700 万人、脐血造血干细胞储存渗透率达 10%、自费储存价格 2-2.5 万元估算，我国脐血造血干细胞储存潜在市场空间约 340-425 亿元。

图 6：我国干细胞产业链



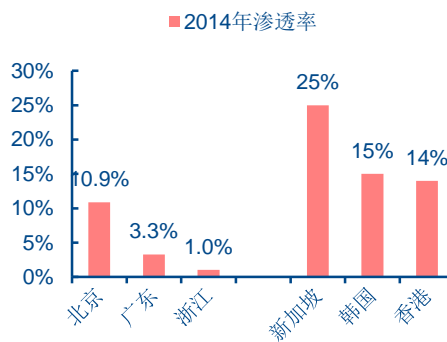
资料来源：卫生部网站等，中信证券研究部整理

图 7：我国干细胞产业规模及增速



资料来源：卫生部，雪球网，中信证券研究部整理

图 8：海外脐血造血干细胞储存渗透率比较



资料来源：公司公告，国家统计局，Deloitte、Citi 等，中信证券研究部整理渗透率的计算为采集脐血的数量除以新生儿分娩量

高技术壁垒、准入壁垒，7库有序竞争。我国对脐血造血干细胞行业实施严格监管和市场准入制度，根据 2015 年 12 月国家卫生计生委《关于延长脐带血造血干细胞库规划设置时间的通知》，2020 年之前除已批准 7 家脐血库外，不再新增；同时，规定“一省一库”、不能异地采集脐带血。按脐血储存量统计，截至 2015 年 9 月 30 日，7 家脐血库北京、广东、浙江、山东、天津、上海、四川市场份额分别为 25%、30%、3%、14%、14%、5%、9%，CO 集团旗下北京、广东、浙江脐血库份额合计达 57%+。

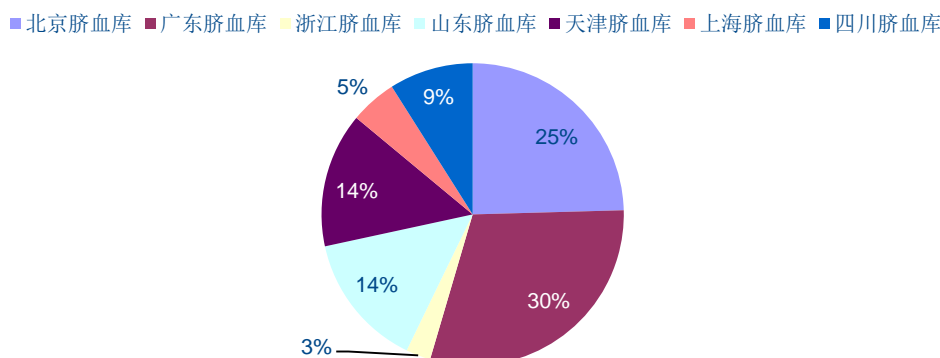
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

表 7：我国七家脐血库信息（截至 2015 年 9 月 30 日）

名称	首次通过验收时间	运营企业	技术提供方	脐血储存量	该省份 2014 年出生人口
北京市脐血库	2002 年	北京佳宸弘生物技术有限公司	北京大学人民医院	221,435 份	20.8 万
广东省脐血库	2006 年	广州市天河诺亚生物工程有限公司	广东省妇幼保健院	270,432 份	115.4 万
浙江省脐血库	2010 年	浙江绿蔻生物技术有限公司	浙江省血液中心	23,839 份	57.8 万
山东省脐血库	2008 年	山东省齐鲁干细胞工程有限公司	山东大学齐鲁医院	约 130,000 份	139 万
天津市脐血库	2002 年	协和干细胞基因工程有限公司	中国医学科学院血液病医院	约 130,000 份	12 万
上海市脐血库	2006 年	上海市干细胞技术有限公司	上海市红十字会、上海市血液中心	约 45,000 份	20.2 万
四川省脐血库	2007 年	四川新生命干细胞科技股份有限公司	中国医学科学院输血研究所	约 81,000 份	83.0 万

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

图 9：我国脐血存储行业市场份额（按脐血储存量，截至 2015 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

CO 集团：中国规模最大脐血库运营企业

CO 集团是中国运营最早、规模最大的脐血库运营企业。CO 集团旗下脐血库采取合作模式运营，医疗机构提供技术，CO 集团提供资金。CO 集团是国内唯一一家获得多地运营牌照企业，在北京、广东、浙江享有独家运营权，并持有山东脐血库运营企业齐鲁干细胞 24% 股权。旗下脐血库已拥有完整的脐血库建设、管理、运营的经验，可提供从签约、采血、运输、冻存、解冻复苏出库以及后续跟踪服务的全程服务。此外，CO 集团通过投资境外脐血库运营机构 Cordlife Group（持股 9.84%），将用户群体扩大到印度、菲律宾、印度尼西亚等亚洲其他地区。

表 8：CO 集团旗下北京、广东、浙江脐血库及持股山东脐血库合作运营模式

脐血库	技术提供方	资金运营方
北京市脐血库	北京大学人民医院	北京佳宸弘（CO 集团持股 100%）
广东省脐血库	广东省妇幼保健院	广州诺亚（CO 集团持股 100%）
浙江省脐血库	浙江省血液中心	浙江绿蔻（北京佳宸弘持股 90%；浙江省血液中心持股 10%）
山东省脐血库	山东大学齐鲁医院	山东省齐鲁干细胞工程有限公司（CO 集团持股 24%）

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

北京、广东、浙江脐血库运营情况：脐血储存量占全国 57%。中国第一家脐血库北京脐血库创立于 1996 年，建筑面积近万平方米，液氮库面积 1500 平方米，2013 年国内首家通过美国 AABB 国际认证。广东脐血库筹建于 1997 年，总面积 15000 平方米，已在广东省内 19 个城市建立脐血采集网络，2015 年通过美国 AABB 国际认证。浙江脐血库筹建于 2001 年，采集地点已覆盖杭州、宁波、温州、绍兴、台州、金华、衢州等 9 大区域。截至 2015 年 9 月底，北京、广东、浙江脐血库总库容量为 250 万份（北京/广东/浙江分别为 50/150/50 万）；共计与 346 家医院达成采供血合作协议（北京/广东/浙江分别为 117/170/59 家）；合计储存脐血 515,706 份（北京/广东/浙江分别为 221,435/270,432/23,839 份），占总库容量 250 万份的 20.63%；共有 1,539 份脐血出库使用（北京/广东/浙江分别为 784/752/3 份）。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net
中国价值

表 9：CO 集团旗下脐血库经营指标（截至 2015 年 9 月底）

项目	北京	广东	浙江
覆盖医院数量（家）	117	170	59
医院覆盖率	92.0%	50.1%	43.7%
2015 年 1-9 月覆盖医院新生儿分娩量（个）	111,455	342,332	115,872
2015 年 1-9 月脐血采集数量	14,528	29,768	6,846
渗透率	13.0%	8.7%	5.9%

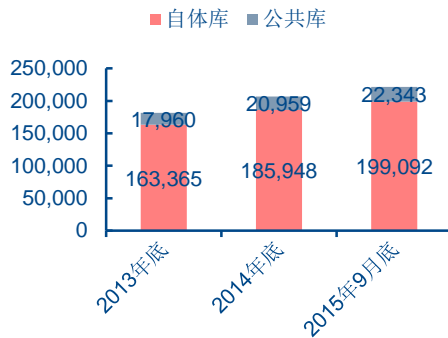
资料来源：公司公告，中信证券研究部整理注：1. 覆盖医院数量指 CO 集团已采集过脐血的医院；2. 医院覆盖率的计算为覆盖医院数量除以当地具有助产资质的医院数量；3. 包括自体储存和捐献；4. 渗透率的计算为采集脐血的数量除以覆盖医院新生儿分娩量。

表 10：CO 集团签约医院中前五大医院情况（2015 年 1-9 月数据）

排名	客户名称	储存数量	占同期销售总额比例（%）
1	深圳市妇幼保健院	1,397	2.80%
2	北京妇产医院	1,390	2.80%
3	浙江大学医学院附属妇产科医院	1,236	2.50%
4	北京市海淀区妇幼保健院	1,226	2.40%
5	佛山市第一人民医院	811	2.60%
当前前五名医院客户合计		6,060	13.10%
当期总计		50,122	100.00%

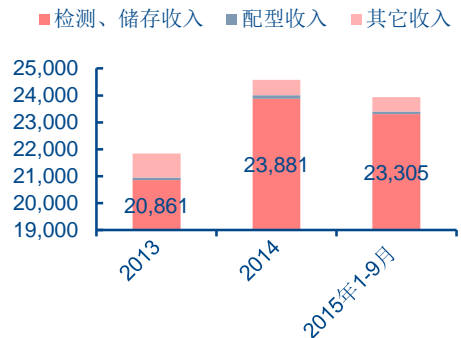
资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

图 10：北京脐血库脐血造血干细胞储存数量(份)



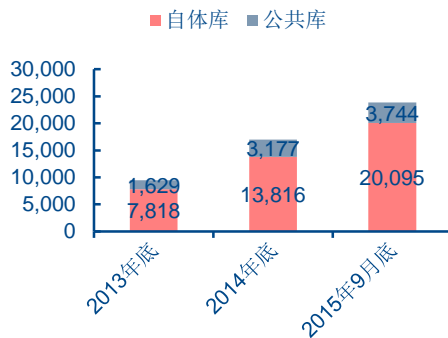
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 11：北京脐血库收入（万元）



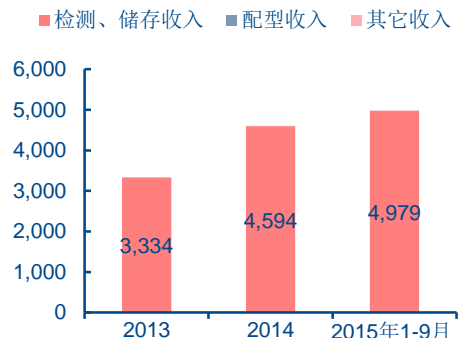
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 12：浙江脐血库脐血造血干细胞储存数量(份)



资料来源：公司公告，中信证券研究部

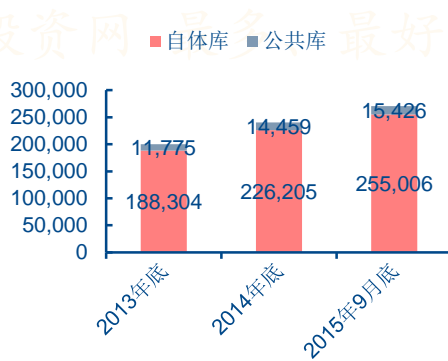
图 13：浙江脐血库收入（万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

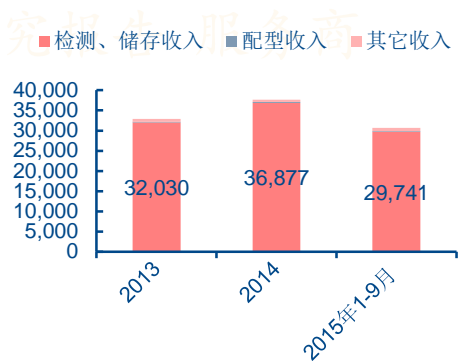
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

图 14: 广东脐血库脐血造血干细胞储存数量(份)



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 15: 广东脐血库收入(万元)



资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 11: CO 集团脐血干细胞出库情况 (截至 2015 年 9 月底)

出库用途	北京		广东		浙江		合计		
	出库数量	占比	出库数量	占比	出库数量	占比	出库数量	占比	
自体库	移植	4	26.70%	63	86.30%	-	-	67	76.14%
	辅助治疗	11	73.30%	10	13.70%	-	-	21	23.86%
	小计	15	100.00%	73	100.00%	-	-	88	100.00%
公共库	移植	252	32.80%	409	60.20%	3	100%	664	45.76%
	辅助治疗	506	65.80%	39	5.70%	-	-	545	37.56%
	科研	11	1.40%	231	34.00%	-	-	242	16.68%
小计	769	100.00%	679	100.00%	3	100%	1451	100.00%	
总计	784		752		3		1539		

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

CO 集团主营业务包括自体库脐血造血干细胞的检测和存储、公共库配型服务，同时提供间充质干细胞储存等其他服务。自体库是公司主要盈利来源，采取全国统一定价，可根据不同付费方式给予一定优惠。公共库侧重非营利性，只收取少许费用以弥补检测和存储成本。2015 年 1-9 月 CO 集团检测费/储存费/配型费/其他收入分别占比 58.8%/38.6%/0.5%/2.1%。受益于自体库脐血存储用户数扩大（2014 年累计用户 425,969 份，同增 18.49%），2014 年收入/净利润分别为 67,510 /13,717 万元，分别同增 15.3%/26.7%；2015 年 1-9 月收入/净利润分别为 52,586/5,921 万元。公司承诺 2016/2017/2018 年净利润分别不低于 30,000/36,000/43,200 万元。

表 12: CO 集团主要业务模式

业务模式	业务介绍	脐血干细胞来源	收入来源	备注
公共库配型服务	产妇在主动捐献脐血后即失去所有权，脐血库在无偿接受公众捐献后提取脐血造血干细胞，向需要脐血造血干细胞移植手术的患者提供合适的配型。	捐赠	当患者通过公共库配型成功，或科研机构选用公共库内所存脐血造血干细胞作为科研用途时，血库收取一定的费用，用以弥补其检测和存储成本	侧重非营利性，有助于履行社会责任，提升企业形象。
自体库存储服务	产妇通过缴纳一定费用保留所有权，将新生儿的脐血提取出造血干细胞并储存在标的公司经营的脐血库中。	客户自存	通过向客户提供脐血采集、运输、制备、检测及存储及相关服务取得收入，	主要收入来源

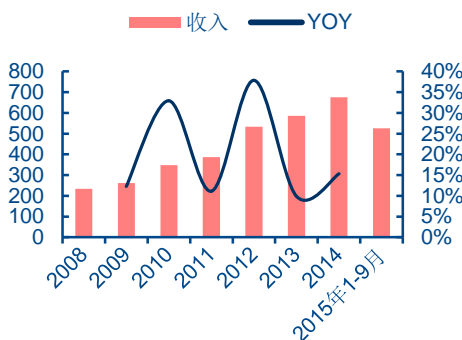
资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

表 13: CO 集团自体库收费方式

收费方式	费用		
按期支付	制备检验费 -签订储存协议时缴纳	6,800 元	6,800 元
	储存费 -签订储存协议时缴纳首年度储存费 -自第二年度起, 于脐血所有人每年生日 10 天前足额支付下一年度的储存费	980 元/年 共 18 年	980 元/年 共 18 年
一次性支付	一次性支付制备检验费及储存费 (共计 18 年) -签订储存协议时缴纳	19,800 元 (储存费优惠 4,640 元)	19,800 元 (储存费优惠 4,640 元)
分期支付	制备检验费 -分 5 期付清全部应缴的制备检验费 -首期费用于签订储存协议时缴纳	N.A	第 1 年:1820 元/年; 第 2-5 年:1420 元/年; 总额:7500 元
	储存费 -于签订储存协议时缴纳首年度储存费 -自第二年度起, 于脐血所有人每年生日 10 天前足额支付下一年度的储存费	N.A	980 元/年 共 18 年

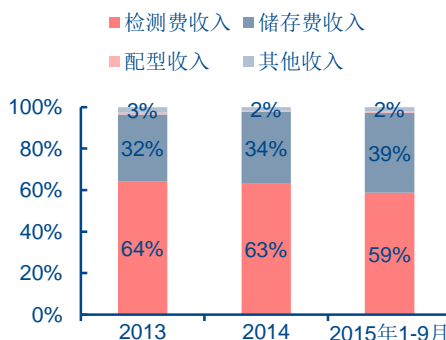
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部整理

图 16: CO 集团收入 (百万元) 及增速



资料来源: 公司公告, Bloomberg, 中信证券研究部注: 2008-12 年数据来自 Bloomberg, 因汇率换算会产生误差, 2013-15 数据来自公司公告

图 17: CO 集团收入结构



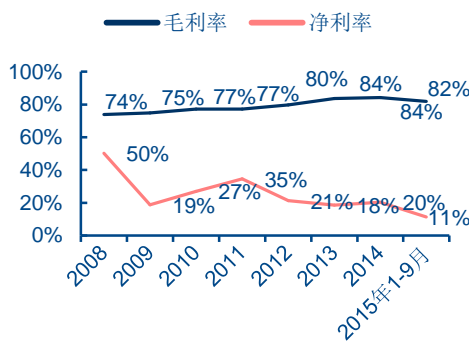
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部注: 其他收入包括提供血浆收入、存储外周血业务收入、存储其他干细胞业务收入 (如间充质干细胞) 等

图 18: CO 集团净利润 (百万元) 及增速



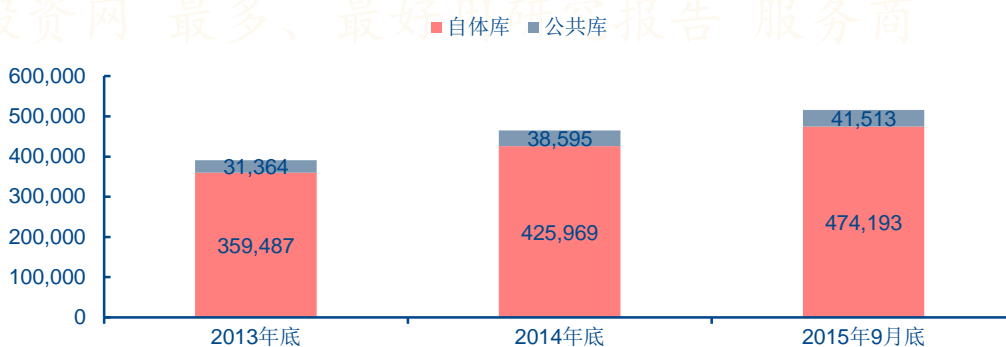
资料来源: 公司公告, Bloomberg, 中信证券研究部注: 2008-12 年数据来自 Bloomberg, 因汇率换算会产生误差, 2013-15 数据来自公司公告

图 19: CO 集团盈利能力



资料来源: 公司公告, Bloomberg, 中信证券研究部注: 2008-12 年数据来自 Bloomberg, 2013-15 数据来自公司公告

图 20：CO 集团旗下脐血库脐血造血干细胞储存数量（份）

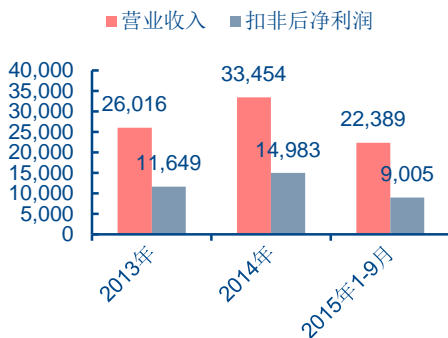


资料来源：公司公告，中信证券研究部

齐鲁干细胞：山东脐血库独家运营商

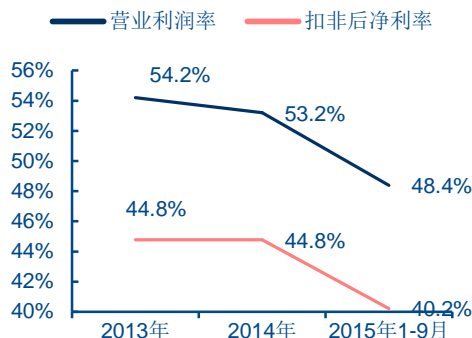
齐鲁干细胞：山东脐血库唯一运营商。齐鲁干细胞主营山东脐血库脐带血存储业务，脐血业务收入占总收入的 90%以上。山东脐血库建于 1993 年，技术提供方为山东大学齐鲁医院。2013 年/2014 年/2015 年 1-9 月，新增用户 21,941/25,692/15,373 人，每人收费平均约 11,406 元。截至 2015 年底，自体库/公共库脐血存储量分别为 155,000/22,000 份，为国内外检索 HLA 相合脐血 6,000 余次，为临床干细胞移植提供合格脐血 800 余份。2014 年齐鲁干细胞收入/扣非后归属母公司净利润分为 33,454.04/14,982.78 万元，同增 28.6%/28.6%，2015 年 1-9 月收入/扣非后归属母公司净利润分别为 22,389.02/9,004.95 万元。承诺 2016/2017/2018 年扣非后归属母公司净利润分别不低于 21,000/27,300/35,500 万元。

图 21：齐鲁干细胞收入、扣非净利润（万元）



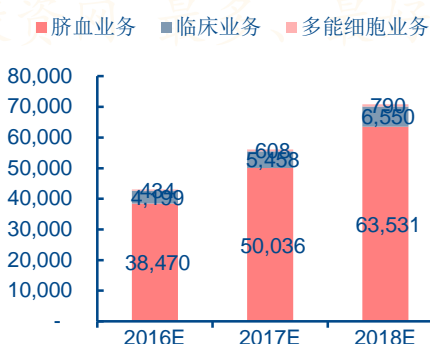
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 22：齐鲁干细胞盈利能力



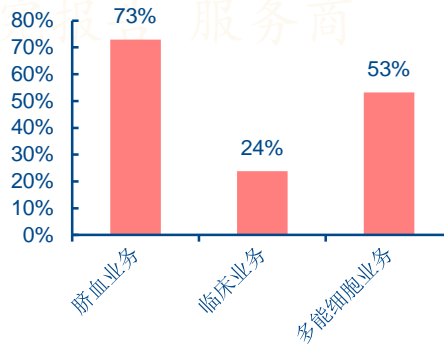
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 23：齐鲁干细胞收入预测（万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 24：齐鲁干细胞各业务毛利率预测（2016E）



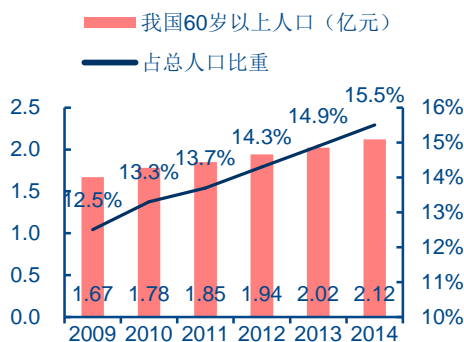
资料来源：公司公告，中信证券研究部

养老业务：Natali+安康通打造养老服务平台

万亿级市场养老产业，碎片化格局亟待整合

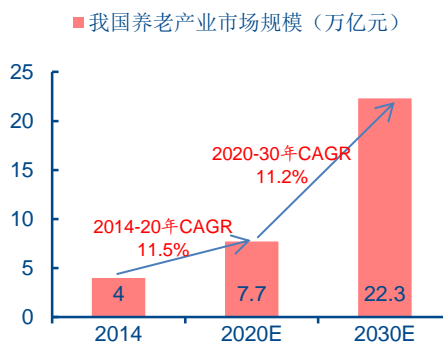
人口老龄化释放数万亿养老服务需求。根据国家统计局年鉴，截至 2014 年末，我国老龄人口（60 周岁以上）达 2.12 亿人，占总人口的 15.5%；我国已进入人口老龄化高速增长期，预计 2020 年/2025 年/2050 年我国老龄人口将分别达 2.6/3.0/4.8 亿人。据估计，2014 年我国养老产业规模过 4 万亿元，占 GDP 比例约为 6.44%，仍显著低于美国（22.3%）、欧洲（20.1%-36.8%）等发达国家水平。预计，人口老龄化深化中，空巢老人及健康、失独、失智等问题将带动养老产业巨大需求。据《中国老龄产业发展预测研究（2014）》预测，2020 年我国养老产业市场空间将达到 7.7 万亿元（2014-2020 年 CAGR 11.5%），到 2030 年将达到 22.3 万亿元（2020-2030 年 CAGR 11.2%）。

图 25：我国 60 岁以上人口及占总人口比重



资料来源：国家统计局年鉴，中信证券研究部

图 26：我国养老产业市场规模及复合增速



资料来源：中国老龄产业发展预测研究，中信证券研究部

表 14：我国人口老龄化深化中的突出矛盾

问题	说明
空巢老人	目前老年人 50% 是空巢的，预计未来将达到 70%，尤其是 421 结构家庭的。
健康问题	平均余寿 19 年，健康为 9 年，10 年以上都是带病和失能状态。
失独问题	由于 421 家庭结构和计划生育，预计到 2050 年 7900 万老年人都是没有子女的。
失智问题	目前有 3750 万失智老人，预计 2020 年会达到 4700 万，每十年将增长 1000 万。

资料来源：人民网，中信证券研究部整理

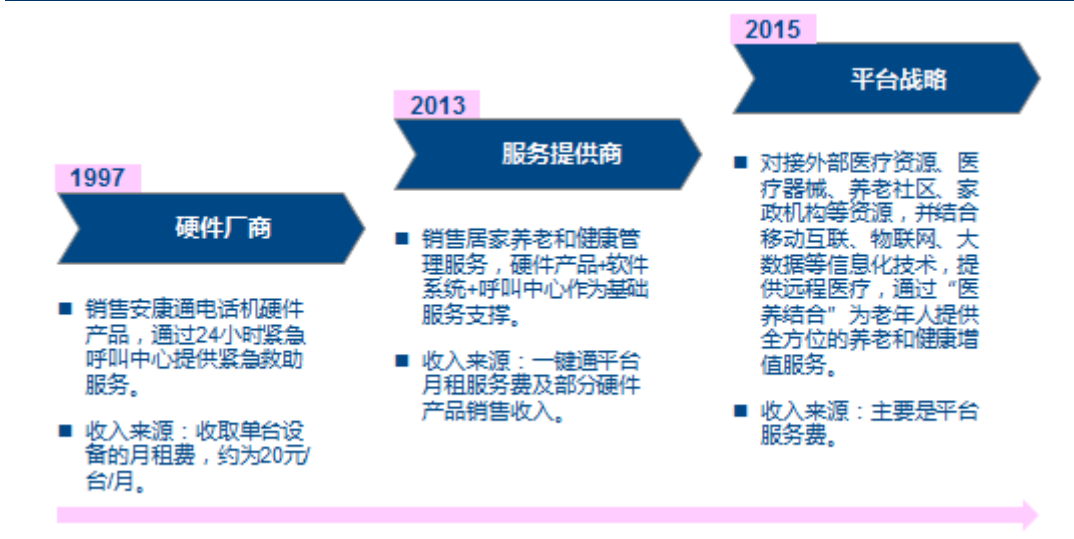
www.jztzw.net
中国价值

我国养老市场碎片化、竞争局部化，行业亟待整合。目前我国养老市场以“9073”格局为主，居家养老/社区养老/机构养老分别占比 90%/7%/3%，居家养老成为最普遍的养老模式。目前我国养老服务行业市场化不高、供给不足：公办和福利性养老机构存在资源配置失衡和过度依靠政府补贴等问题；商业养老机构参与份额低，且多数用户数量少、收入规模小、业务区域性较强，仅提供少量的基础性服务，比如维修、保洁等，缺乏紧急呼救、健康管理、精神慰藉等高端服务内容。安康通已在华东、西南、东北等地域进行全面布局，同时在 B2B、B2C 等业务模式上实现突破，具备行业整合能力，有望成为规模化、专业化的居家养老服务商龙头。

安康通：中国最大居家养老服务平台

安康通是国内领先的居家养老服务提供商和平台商。安康通成立于 1997 年，2013 年被三胞集团收购后，从“硬件厂商”向“服务提供商”转型，以硬件产品、软件系统和呼叫中心为基础，销售全方位的居家养老、健康管理服务，收入主要来自服务费。2015 年，引入互联网思维，提出“平台战略”，通过运用互联网、物联网和大数据等信息化技术，对接内外部各种医疗、家政、金融、硬件器械、软件系统等资源，力争打造居家养老生态圈平台。安康通主要服务包括紧急救助与安全预警、健康管理与远程医疗、居家助老与生活服务、慢病康复与康复理疗服务。2015 年年中，三胞集团全面接管安康通的日常运营，安康通渠道与服务持续丰富，进入发展快车道。

图 27：安康通商业模式转型



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

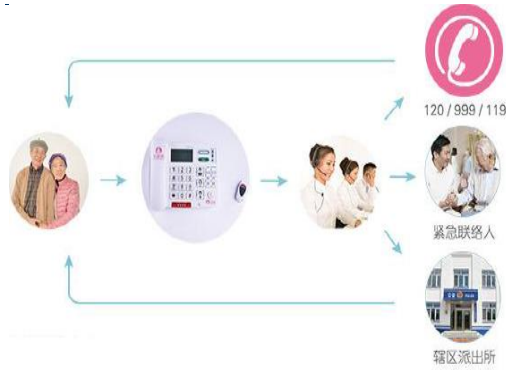
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

图 28：安康通全方位居家养老、健康管理服务



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

图 29：安康通紧急救助与安全预警服务



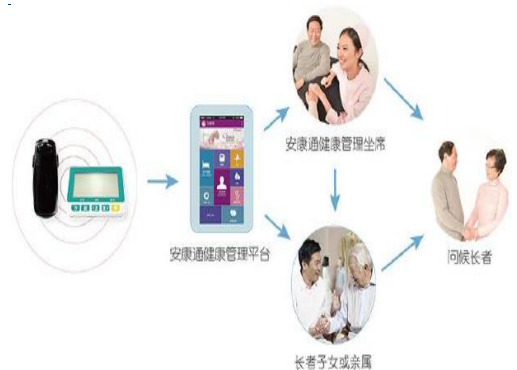
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 31：安康通居家助老与生活服务



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 30：安康通健康管理及远程医疗服务



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 32：安康通慢病康复与康复理疗服务



资料来源：公司公告，中信证券研究部

拓展全国地域版图，加大 B2B、B2C 渠道布局。安康通的用户均为 65 岁以上老年人，以 75 岁-85 岁为主。用户自然流失率较低，约为每年 10%。截至 2014 年末，安康通付费用户约 10 万人，业务仅覆盖南京、上海、无锡三地；2015 年末，付费用户已增至 50 万人，上海、天津、重庆、河南、吉林等全国范围内业务推广持续进行。目前安康通服务能力可满足线上信息服务类活跃用户 70 万人次/年（活跃用户是指每月主动拨打客服电话不低于 1 次，活跃用户在总用户中占比约 32%），可服务非活跃信息服务类用户 150 万人次/年；可满足

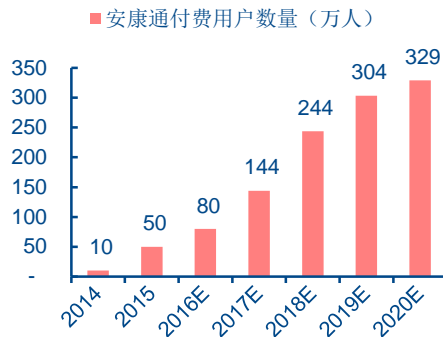
线下服务活跃用户 30 万人次/年（活跃用户是指月度线下服务需求不低于 2 小时的用户，占比约 45%），可满足线下服务非活跃用户 36 万次/年。目前，安康通商业模式以“B2G2C”为主，未来将加大 B2B、B2C 渠道布局，预计 2016 年政府渠道/对公渠道/个人自费用户将分别为 700,400/97,200/1,080 人，2020 年目标达 3,032,892/248,732/12,938 人。

表 15：安康通商业模式介绍

商业模式	服务及盈利方式	备注
B2G2C	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，为平台所覆盖的区域老人用户提供服务。服务月租费收入主要与政府结算。	主要模式
B2B	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。	未来大力发展模式
B2C	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。	

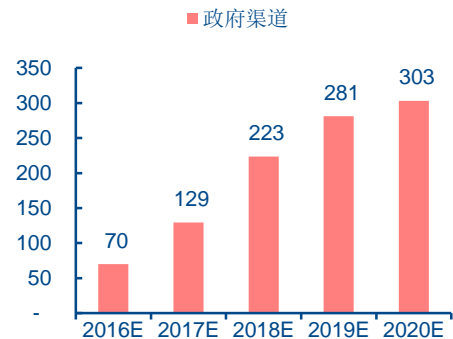
资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

图 33：安康通付费用户数量（万人）



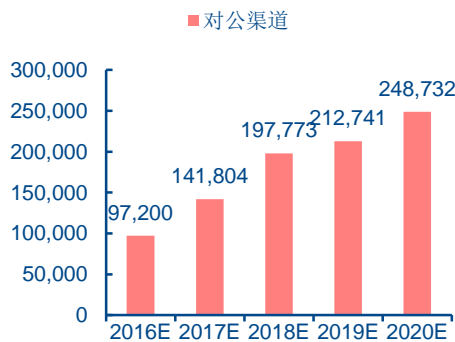
资料来源：公司公告，中信证券研究部 注意：仅包括政府渠道、对公渠道、个人自费客户数量，不包含平台建设运营数量

图 34：安康通政府渠道客户数量预测（万人）



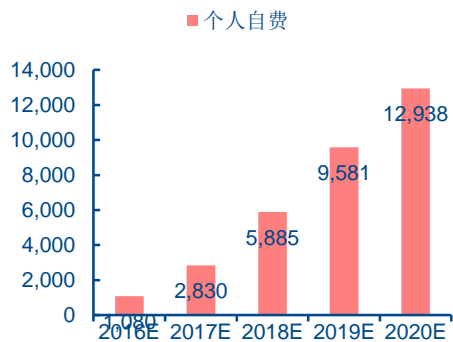
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 35：安康通对公渠道客户数量预测（人）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 36：安康通个人自费客户数量预测（人）



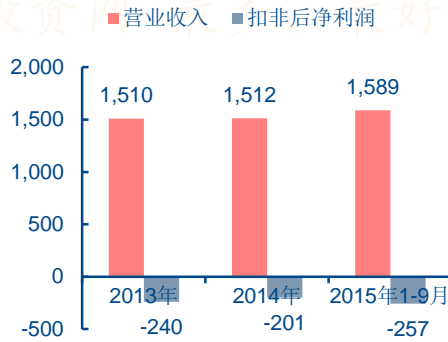
资料来源：公司公告，中信证券研究部

付费服务持续丰富，提振盈利能力。付费服务中，在原有信息服务和援助服务的基础上，新增电话医生、绿色就诊通道、慢病诊疗服务、紧急救援通道等服务，估算 2016 年政府渠道/对公渠道/个人自费客户年均服务费分别为 31/113/183 元，2020 年目标增至 37/462/1,299 元。此外，安康通将承担政府的平台建设、云数据建设、话务和指挥平台的运营、日间照料中心运营、健康养老方案的设计等项目，估算 2016 年平台建设项目 10 个，单价 227 万元。我们预计，客户数量增长叠加付费服务丰富，安康通收入及盈利能力将快速提升。2014 年/2015 年 1-9 月，收入分别为 1,512.20/1,589.13 万元，扣非后净利润-200.85/-257.30 万元，承诺 2016-2020 年扣非后归属母公司净利润分别不低于 790/1,900/3,100/4,800/6,850 万元。

www.jztzw.net

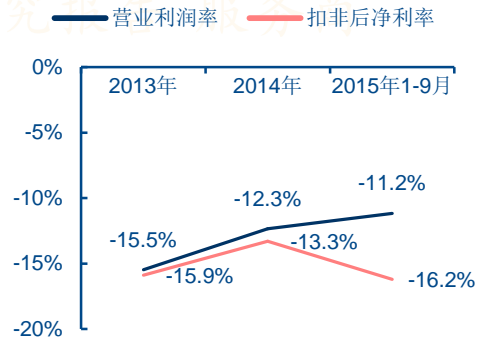
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

图 37：安康通收入、扣非净利润（万元）



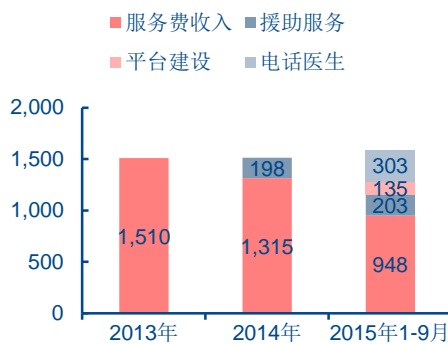
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 38：安康通盈利能力



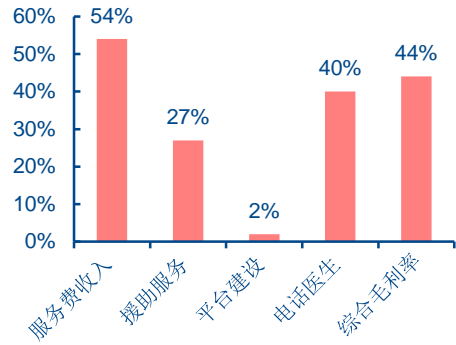
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 39：安康通收入（万元）



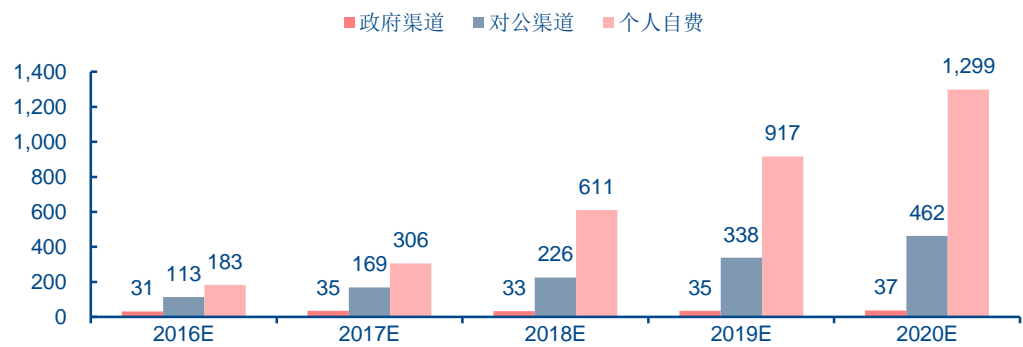
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 40：安康通 2015 年 1-9 月毛利率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 41：安康通服务单价（元）

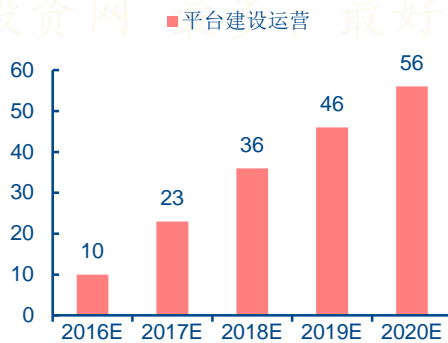


资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图 42：平台建设运营数量预测（个）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 43：平台建设单价（万元）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

表 16：安康通收入预测

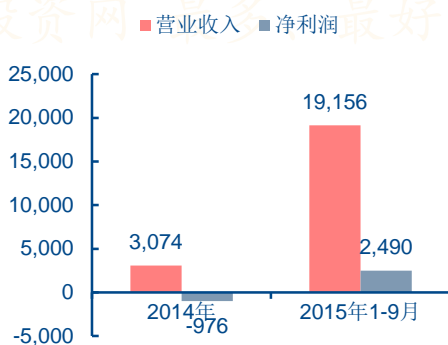
	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
政府渠道					
用户数（人）	700,400	1,292,216	2,233,556	2,812,849	3,032,892
单价（元）	31	35	33	35	37
收入（万元）	2,191	4,557	7,352	9,873	11,222
对公渠道					
用户数（人）	97,200	141,804	197,773	212,741	248,732
单价（元）	113	169	226	338	462
收入（万元）	1,096	2,399	4,462	7,199	11,498
个人自费					
用户数（人）	1,080	2,830	5,885	9,581	12,938
单价（元）	183	306	611	917	1,299
收入（万元）	20	86	360	878	1,681
平台建设运营					
平台建设数量（个）	10	23	36	46	56
单价（元）	2,265,539	2,299,218	2,346,002	2,387,286	2,418,956
收入（万元）	2,266	5,288	8,446	10,982	13,546
安康通收入合计（万元）	5,572	12,331	20,619	28,931	37,947

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

三胞国际：100%控股以色列养老服务龙头 Natali

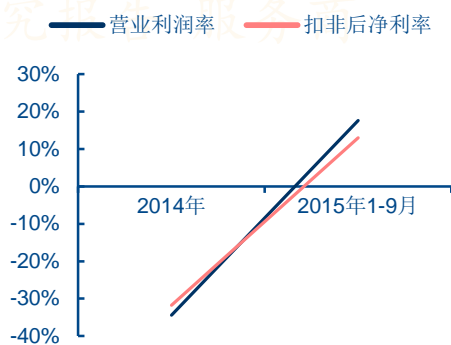
三胞国际为控股公司，主要资产及业务为其全资子公司 Natali。三胞国际成立于 2014 年 4 月，2014 年 11 月完成对以色列第一大养老服务商 Natali 100% 股权收购，2015 年 Natali 和南京新百合合资成立 Natali（中国），Natali/南京新百出资比例 65%/35%。目前，Natali 正推进收购以色列护理公司 Nursing 100% 股权。三胞国际 2014 年/2015 年 1-9 月收入分别为 3,073.74/19,155.52 万元，扣非后净利润分别为 -976.45/2,490.29 万元，承诺 2016-2020 年扣非后归属母公司净利润分别不低于 7,600/8,400/10,200/13,200/17,795 万元。

图 44：三胞国际收入、净利润（万人民币）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 45：三胞国际盈利能力



资料来源：公司公告，中信证券研究部

Natali：以色列养老服务龙头。Natali 成立于 1991 年，是以色列最大的养老服务提供商，截止 2015 年底 Panic button 付费用户家庭数达 9 万，市场份额近 45%。Natali 拥有先进的养老技术和理念、丰富的运营经验、成熟的商业模式、优秀的产品服务体系，依托五大运营平台提供远程医疗和远程照护、紧急按钮和家庭护理、社区健康服务及居家养老等四类医疗健康服务。2015 年，Natali 推出定制化高端居家养老解决方案“Aging-in-place”，为高收入人群提供生活服务、智慧看护、保健、远程医疗服务的完整解决方案。

图 46：Natali 运营平台及服务体系



资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

Natali 盈利模式以 B2C 为主，兼营 B2B（保健机构、企业单位、保险公司等）、B2G（卫生部、教育部等政府机构）。Natali 主要收入为服务费，每个用户的平均付费购买服务年限为 7 年；预计 2016 年 Natali 核心用户数约 7 万，2023 年将增至 8.5 万。定制化高端居家养老解决方案“Aging-in-place”基础服务包的价格为 350 美元/月，目前已有 1000+ 美元/月的高端用户。预计 2016 年 Aging-in-place 用户数 210 人，2023 年将增至 1750 人。2013 年/2014 年/2015 年 1-9 月 Natali 收入分别为 28,485.03/25,714.50/19,155.52 万元，净利润分别为 4,270.18/2,202.00/2,625.48 万人民币。（2014 年净利润减少主要系支付被三胞国际并购费用 1,500 万元。）预计 2016-2023 年 Natali 收入复合增速 6%。

表 17：Natali 服务收费模式及发展情况

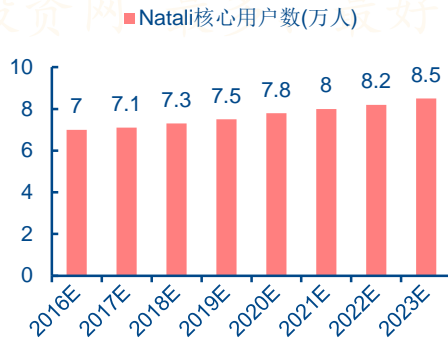
服务	收费方式
远程医疗和远程照护	以个人付费用户为主，有少量企业客户，平均收费标准为 30-50 美元/月，订购合同 4-6 年续签一次。
紧急按钮和家庭护理	-
社区健康服务	主要从政府部门如以色列教育部、卫生部获得项目收入。
居家养老	起步价为 350 美元/月，一般为 400-700 美元/月，服务项目较多的费用能达到 1500 美元/月。

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

www.jztzw.net

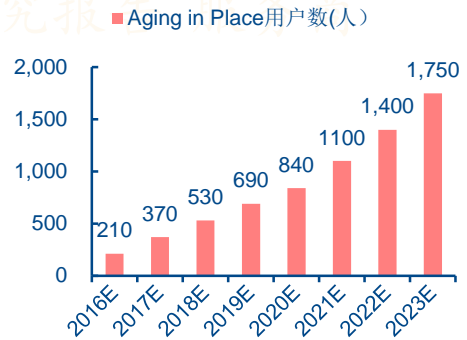
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

图 47: Natali 核心用户数 (万人)



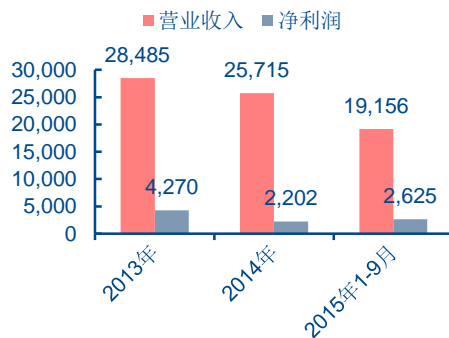
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 48: Aging in Place 用户数 (人)



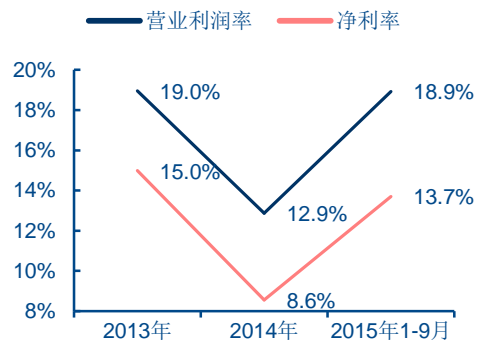
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 49: Natali 收入、净利润 (万人民币)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 50: Natali 盈利能力



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

表 18: Natali 收入预测 (万元)

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
Natali 私人注册用户服务	17,788	18,160	18,905	19,845	21,044	22,372	23,911	25,709
Natali 政府项目	8,165	8,262	8,424	8,424	8,586	8,586	8,748	8,748
Aging in Place	616	1,102	1,555	2,025	2,495	3,240	4,131	5,200
合计	26,569	27,524	28,884	30,294	32,125	34,198	36,790	39,657

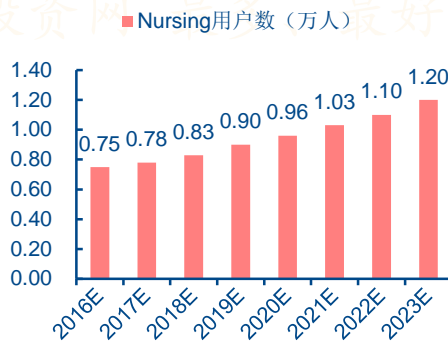
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部整理

Natali 拟收购护理公司 Nursing Company 100%，客户群共享、服务延伸，有望强协同。 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 无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；2023 年用户 1.2 万人，收入 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。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

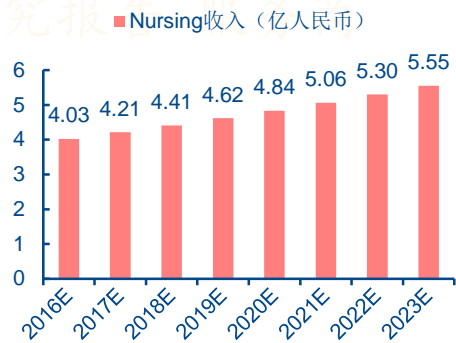
www.jztzw.net

图 51: Nursing 用户数预测



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

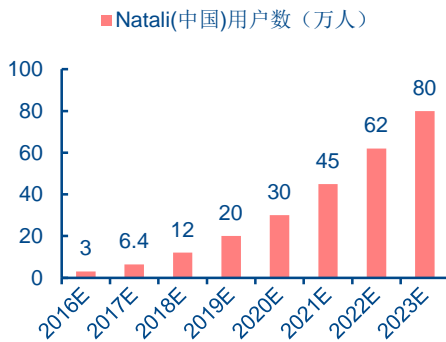
图 52: Nursing 收入预测 (亿人民币)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

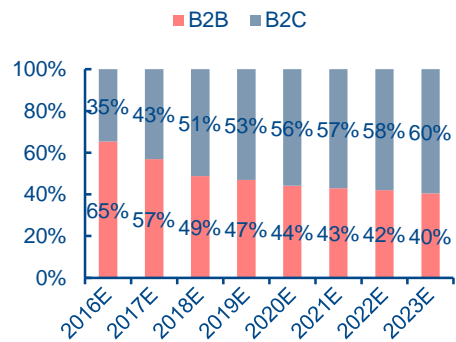
Natali 未来的发展重心是中国养老服务市场, 养老服务运营经验将通过 Natali (中国) 陆续引入中国。Natali (中国) 管理团队已经搭建完成, 目前总编制在 30 人左右, 一年内将达到 50 人左右, 将引进 Natali 在远程医疗、智慧看护、居家医疗服务等国际领先服务的运营经验, 通过 B2B2C 的方式运营, 与安康通定位互补、资源共享, 向高端居家养老市场提供居家养老、医疗服务和健康管理等服务, 推出社区健康管理、员工福利平台和机构增值服务三条业务线。Natali (中国) 已签约了部分世界 500 强外企、金融服务机构等优质 B2B 客户。预计 2016 年客户将达 3 万人, 2023 年达 80 万人。

图 53: Natali (中国) 用户数 (万人)



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 54: Natali (中国) 收入结构预测



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

表 19: Natali (中国) 收入预测 (万元)

	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
B2B	1,875	4,601	10,639	20,902	34,427	53,998	80,356	107,762
B2C	994	3,483	11,179	23,604	43,405	71,914	111,096	158,862
合计	2,869	8,084	21,819	44,505	77,832	125,912	191,452	266,624

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部整理

现代商业: 自有物业价值高, 整合国际经验买手制转型

自有物业坐落核心商圈, NAV113 亿元

自有物业位置优越, NAV113 亿元。截至 2015 年底, 南京新百自有物业 7 处, 包括百货物业——新百中心店 (6 万平方米) / 东方商城店 (2.7 万平方米) / 芜湖新百 (百货+酒店, 5.1 万平方米) / 国贸中心 (1.5 万平方米), 面积合计 15.4 万平方米; 写字楼物业——7.4 万

平米南京中心写字楼；地产开发项目——南京河西/盐城内湖港，规划建筑面积 26/22 万平米，估算未结算面积分别为 26/3.3 万平米。我们估算，7 处自有物业重估价值 146 亿元，南京新百商业资产（不包括 HOF）NAV113 亿元。

表 20：南京新百房地产开发项目情况

项目名称	开工时间	预计竣工时间	建筑面积（平米）
南京河西新百新城项目	2001 年 11 月	2020 年	260,000
盐城内湖港项目	2009 年 05 月	2016 年	220,753

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

表 21：南京新百商业资产（不包括 HOF）NAV

物业资产	位置	持股比例	营业面积/建筑面积（万平米）	均价（万元/平）	重估价值（亿元）
南京新百中心店	南京新街口	100%	6.0	4.0	24.0
东方商城	南京新街口	100%	2.7	4.0	10.8
芜湖新百	安徽芜湖	70%	5.1	2.0	7.2
南京国贸中心	南京新街口	100%	1.5	4.0	6.1
南京中心写字楼	南京新街口	100%	7.4	3.0	22.3
房地产项目-南京河西	南京河西	100%	26.0	2.8	72.8
房地产项目-盐城内湖港	盐城内湖港	100%	3.3	0.7	2.3
合计			52.1		145.5
新百流动资产					23.7
新百负债					56.0
NAV					113.3

资料来源：公司调研，中信证券研究部整理、估算 注：其中新百流动资产及负债为剔除 HOF 数据后估算值

中心店、东方商城改造提振百货业绩

中心店扩容，东方商城改建东方弗莱德。截至 2015 年底，南京新百旗下共有 4 家百货门店——新百中心店/东方商城店/芜湖新百店/淮南新百店，营业面积分别为 6/2.7/3.1/2.12 万平方米。中心店和东方商城店均位于南京新街口商圈核心，位置优越。中心店（1952 年成立）曾是中国十大百货商店之一，享有较高市场声誉。2015 年 7 月南京新百收购兴宁实业 100% 股权及瑞和商贸 100% 股权，其国贸 1.5 万平米物业资产将整合并入中心店，预期 2016 年 5-6 月竣工。东方商城店成立于 2000 年，定位国际时尚高端百货，2016 年将被改造为东方福莱德，预计中心店、东方商城改造提振百货业绩。

表 22：截止 2015 年底南京新百大陆百货情况

门店	位置	定位	开业时间	持股比例	物业情况	营业面积（万平米）
南京新百中心店	南京新街口	中高端	1952 年	100%	自有	6
东方商城	南京新街口	轻奢、高端	2000 年开业 2013 年 7 月并表	100%	自有	2.7
芜湖新百（百货）	安徽芜湖	中端	2002 年开业 2012 年并表	70%	自有+租赁	3.1
淮南新百	安徽淮南	中端	2014 年 4 月开业	100%	租赁	2.12
合计						13.92

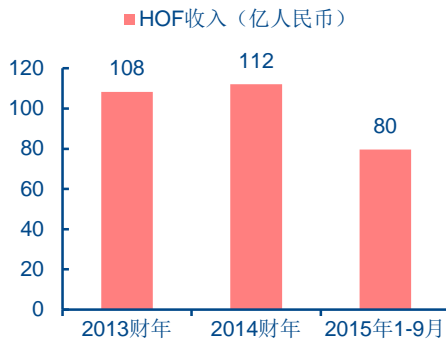
资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

东方福莱德即将落地，买手制协同可期

2014 年 9 月英国第四大百货 HoF88.89% 股权完成过户，东方福莱德助力转型自营。HoF 成立于 1849 年，是英国历史最悠久的连锁百货集团之一。截止 2014 年底 HoF 在英国境内/爱尔兰/阿布扎比分别拥有 59/1/1 家门店，经营面积超过 45.5 万平方米，多数门店均位于各大城市核心商圈，在英国百货业份额 8.2%，排名第四。2015 年 1-9 月收入/净利润分别为 79.7/-4.2 亿元。HoF 经营自有品牌、采购品牌（自营）及特约品牌（联销）三类销售模式，自有+自营品牌销售占比达 47.2%，自有品牌覆盖 16 个产品线。未来南京新百有望以

HoF 海外资源及电商美西时尚（南京新百及三胞集团合计持股 59%）开展跨境电商。同时，东方福来德有望引入买手制及 HoF 自有品牌，助力转型自营。

图 55: HoF 收入



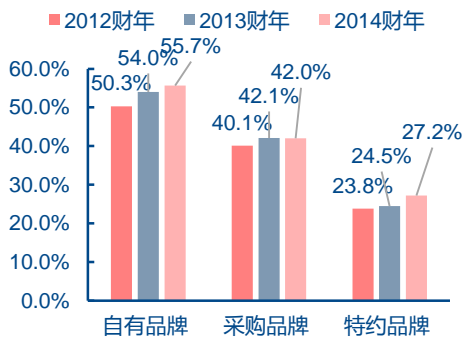
资料来源：公司公告，中信证券研究部。注：汇率为英镑：人民币=9.3664；公司财年为1月截至

图 56: House of Fraser - Oxford Street 门店



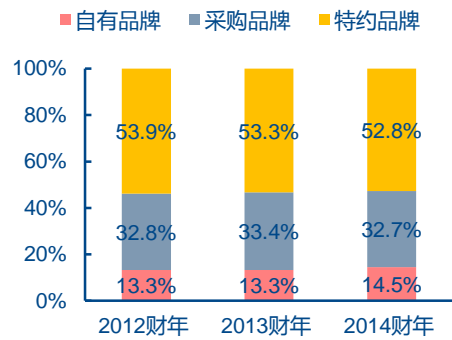
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 57: HoF 自有品牌、采购品牌、特约品牌毛利率



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 58: HoF 自有品牌、采购品牌、特约品牌（联销）收入占比



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 59: House of Fraser 旗下品牌一览

采购及特约品牌	自有品牌
MaxMara WHISTLES TED BAKER LAUREN HOBBS MANGO HERMÈS PRADA KURT GEIGER FOSSIL MULBERRY Dune RADLEY TOMMY HILF HILF Superdry BOSS Paul Smith RALPH LAUREN DIESEL ESTÉE LAUDER MAC LANCÔME Dior CHANEL CLARINS BOBBI BROWN CLINIQUE Villeroy & Boch NESPRESSO Dualit WEDGWOOD SHERIDAN Christy LE CREUSET	P DICKINS & JONES EPISODE therapy untold BIBA linea Mary NEW & LINGWOOD label lab CRIM TOWN HOWICK CASA COUTURE SHABBY CHIC LIVING

资料来源：公司公告，中信证券研究部

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

中国价值 风险提示 最多 最好用研究报告 服务商

1. 交易完成进度低于预期；
2. 干细胞产业链及养老服务拓展低于预期。

盈利预测与估值评级

“新生儿干细胞储存+病患医疗服务+老年医护”全程健康管理体系已现。本次交易完成后，医疗方面，南京新百将获得北京、广东、浙江、山东 4 个脐血库独家运营权，脐血储存量占全国 72%，未来有望向基因检测、临床医疗等中下游延伸，形成“预防--治疗--康复--健康监测--行为指导”全程健康管理系统。养老方面，将全资拥有安康通、Natali、Nursing、Natali（中国）。在以色列市场，通过 Natali、Nursing 实现上下游整合，增强供应链的谈判能力与整合能力，构筑了以居家养老服务、远程医疗服务、居家护理服务为核心的生态系统；在中国市场，引进 Natali 运营经验，通过安康通/Natali（中国）大众/高端定位互补，打造中国最大居家养老服务平台。公司控股股东三胞集团大健康资产丰富，旗下拥有徐州三院、徐州肿瘤医院、徐州职业病医院及十几家国营改制医院等。依托三胞集团，南京新百“初生儿造血干细胞储存、病患医疗保障、老年医护服务”全生命周期健康管理服务体系实现闭环。

图 60：重大资产重组及 CO 集团私有化完成后南京新百医疗养老产业布局

南京新百医疗养老产业布局		
初生儿	病患	老年人
造血干细胞储存 <ul style="list-style-type: none"> ■ CO集团100%股权 <ul style="list-style-type: none"> - 独家运营北京、广东、浙江脐血库 - 持股山东齐鲁24% ■ 山东齐鲁76% <ul style="list-style-type: none"> - 独家运营山东脐血库 	病患医疗保障 <ul style="list-style-type: none"> ■ 三胞集团医院资源丰富 <ul style="list-style-type: none"> - 徐州三胞医院管理有限公司（集团持股80%），辖徐州三院、徐州肿瘤医院、徐州职业病医院及两家社区卫生服务中心 - 十几家国营改制医院 	老年医护服务 <ul style="list-style-type: none"> ■ 安康通（100%股权） ■ Natali（中国）（35%股权） ■ Natali（100%股权） <ul style="list-style-type: none"> - Natali（中国）（65%股权） - Nursing（100%股权）（拟收购）
新百创新健康投资基金（持股39%，注册资本1000万元，目标规模50亿元）		

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理

盈利预测与投资评级。不考虑本次并购，调整公司盈利预测 2015-2017 年 EPS 至 0.28/0.34/0.37 元（主要为商业及地产结算，原为 0.62/0.27/0.32 元）。本次交易完成后，2016-2018 年备考净利润 7.2/8.5/10.0 亿元（备考 EPS 0.48/0.56/0.66 元），公司将成为大健康产业绝对龙头。2 月 1 日公司实际控制人增持 877 万股（25-27 元/股）彰显信心，当前股价对应备考市值约 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 23：南京新百当前业务盈利预测（不考虑本次并购）

收入(千元)	2014	2015F	2016F	2017F
百货商业	3,000,840	3,029,199	3,079,893	3,239,087
生物制药	234,742	131,392	-	-
房地产业	206,723	231,000	2,155,000	1,924,000
HOF	4,382,923	12,109,519	12,836,090	13,349,534
合计	7,825,228	15,501,110	18,070,983	18,512,620
净利润(千元)	2014	2015F	2016F	2017F

百货商业（含剥离一次性收益、财务费用）	38,325	270,819	15,942	16,760
生物制药	30,674	17,081	0	0
房地产业	11,832	12,705	311,550	300,000
HOF（2014 年仅含 Q4）	319,559	-66,758	-49,084	-11,866
合计	400,390	233,848	278,408	304,894
EPS(元)	2014	2015F	2016F	2017F
百货商业（含剥离一次性收益、财务费用）	0.05	0.33	0.02	0.02
生物制药	0.04	0.02	0.00	0.00
房地产业	0.01	0.02	0.38	0.36
HOF（2014 年仅含 Q4）	0.39	-0.08	-0.06	-0.01
合计	0.48	0.28	0.34	0.37
净利率	2014	2015F	2016F	2017F
百货商业	1.28%	8.94%	0.52%	0.52%
生物制药	13.07%	13.00%		
房地产业	5.72%	5.50%	14.46%	15.59%
HOF（2014 年仅含 Q4）	7.29%	-0.55%	-0.38%	-0.09%

资料来源：公司公告，中信证券研究部整理和预测；*百货商业净利润包括公司处置资产的一次性收益，如 15 年处置新百药业股权产生 4.3 亿元税前投资收益，同时包括公司的财务费用。

表 24：南京新百盈利预测（除 EPS 外单位为百万元）

	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
未考虑本交易前南京新百归属净利润	400.4	233.8	278.4	304.9	315.6
脐血干细胞资产			2016E	2017E	2018E
CO 集团承诺归属净利润			300.0	360.0	432.0
CO 集团贡献归属净利润（65.4%股权）			196.2	235.4	282.5
齐鲁干细胞承诺归属净利润			210.0	273.0	355.0
齐鲁干细胞贡献归属净利润（76%股权）			159.6	207.5	269.8
脐血干细胞资产贡献归属净利润合计			355.8	442.9	552.3
养老资产			2016E	2017E	2018E
安康通承诺归属净利润			7.9	19.0	31.0
安康通贡献归属净利润（84%股权）			6.6	16.0	26.0
三胞国际承诺归属净利润			76.0	84.0	102.0
三胞国际贡献归属净利润（100%股权）			76.0	84.0	102.0
养老资产贡献归属净利润合计			82.6	100.0	128.0
			2016E	2017E	2018E
南京新百备考净利润			716.8	847.8	996.0
南京新百备考 EPS			0.48	0.56	0.66

资料来源：Wind，中信证券研究部整理和预测注：备考 EPS 按发行股本上限计算（包括募集配套资金）

商业及地产 NAV：旗下原有商业（百货、酒店餐饮、物业管理、地产开发）自有物业 7 处（南京新百中心店、东方商城、芜湖新百、南京国贸中心、南京中心写字楼、南京河西项目、盐城内湖港项目）总面积达 52.1 万平米，NAV 约 113 亿元。

表 25：南京新百百货及地产项目 NAV 估值（不含 HOF）

物业资产	位置	持股比例	建筑面积(万平方米)	均价(万元/平)	重估价值(亿元)
南京新百中心店	南京新街口	100%	6.0	4.0	24.0
东方商城	南京新街口	100%	2.7	4.0	10.8
芜湖新百	安徽芜湖	70%	5.1	2.0	7.2
南京国贸中心	南京新街口	100%	1.5	4.0	6.1
南京中心写字楼	南京新街口	100%	7.4	3.0	22.3
房地产项目-南京河西	南京河西	100%	26.0	2.8	72.8
房地产项目-盐城内湖港	盐城内湖港	100%	3.3	0.7	2.3
合计			52.1		145.5
新百流动资产					23.7
新百负债					56.0
NAV					113.3

资料来源：公司调研，中信证券研究部整理、预测 注：其中新百流动资产及负债为剔除 HOF 数据后估算值

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

HOF: 我们预测 HOF2015/2016/2017 年 EBITDA 分别为 6.1/6.7/7.0 亿元, 参考 Macy's 等国际百货龙头估值水平 (2016 年 EV/EBITDA 4-11X, 均值 6X), 给予 HOF2016 年 6X EV/EBITDA, HOF 合理估值 23.6 亿元, 88.89% 股权价值 21 亿元。

表 26: 国际百货龙头估值水平

	NTM TEV/Forward EBITDA (Capital IQ)
Macy's, Inc. (NYSE:M)	6
Nordstrom Inc. (NYSE:JWN)	6
Kohl's Corp. (NYSE:KSS)	5
LUDWIG BECK am Rathauseck - Textilhaus Feldmeier AG (DB:ECK)	11
Dillard's Inc. (NYSE:DDS)	5
J. C. Penney Company, Inc. (NYSE:JCP)	8
Debenhams plc (LSE:DEB)	5
Marisa Lojas S.A. (BOVESPA:AMAR3)	4
最小估值水平	4
平均估值水平	6
最大估值水平	11

资料来源: Capital IQ, 中信证券研究部整理, 2016 年数据为 Capital IQ 一致预测数据

表 27: HOF 估值

	HOF 估值
EBITDA (2016E) (亿人民币)	6.1
EV/EBITDA	6
EV (亿人民币)	36.6
现金及等价物 (亿人民币)	10.4
有息负债 (亿人民币)	23.4
合理估值 (亿人民币)	23.6
新百持股比例	88.89%
对应新百估值 (亿人民币)	21.0

资料来源: 中信证券研究部测算 注: 英镑兑人民币汇率按 9.35 换算

脐血干细胞可比公司估值现状: 对应 2015 年 99x, 2016 年 66x。目前 A 股基因检测相关上市公司 2016 年 PE 介于 39-97X, 均值 66X。新日恒力 2015 年 10 月收购博雅干细胞方案, 标的一级市场估值对应 2016 年承诺净利润约 40x。

表 28: A 股基因检测相关上市公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	2015 年 EPS (Wind 一致预测)	2016 年 EPS (Wind 一致预测)	PE (2015)	PE (2016)
600645.SH	中源协和	40.05	0.30	0.65	133	61
002030.SZ	达安基因	30.27	0.25	0.31	122	97
300244.SZ	迪安诊断	58.55	0.58	0.87	100	68
300216.SZ	千山药机	25.87	0.62	0.66	42	39
	平均 PE				99	66

资料来源: Wind, 中信证券研究部整理 注: 股价为 2016 年 2 月 4 日收盘价

www.jztzw.net

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

资料来源：中信数量化投资分析系统

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

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

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/或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。

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。