

批零贸易业/可选消费品

新华锦 (600735)

医疗+养老比翼齐飞，健康平台雏形初现

新华锦首次覆盖报告

首次覆盖

 评级：**增持**
 目标价格：**24.00**

 当前价格：**11.21**
 2015.11.18

交易数据

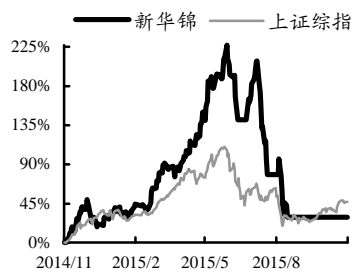
| | |
|------------------|-------------|
| 52 周内股价区间 (元) | 11.13-28.98 |
| 总市值 (百万元) | 4,215 |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 376/313 |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 0/0 |
| 流通股比例 | 83% |
| 日均成交量 (百万股) | 446.91 |
| 日均成交值 (百万元) | 58.99 |

资产负债表摘要

| | |
|------------|---------|
| 股东权益 (百万元) | 684 |
| 每股净资产 | 1.82 |
| 市净率 | 6.2 |
| 净负债率 | -24.69% |

| EPS (元) | 2014A | 2015E |
|---------|-------|-------|
| Q1 | 0.03 | 0.03 |
| Q2 | 0.03 | 0.03 |
| Q3 | 0.04 | 0.02 |
| Q4 | 0.06 | 0.04 |
| 全年 | 0.15 | 0.12 |

52 周内股价走势图



| 升幅 (%) | 1M | 3M | 12M |
|--------|-----|------|------|
| 绝对升幅 | 0% | -28% | 29% |
| 相对指数 | -6% | -18% | -18% |

相关报告

养老行业报告《政策送春风，养老夕阳红》

| | | | |
|---|-----------------|---------------------|--------------------|
|  | 瞿猛 (分析师) | 陈彦辛 (研究助理) | 林浩然 (分析师) |
|  | 021-38676442 | 021-38676430 | 021-38674763 |
|  | zimeng@gjtj.com | Chenyanxin@gjtj.com | linhaoran@gjtj.com |
| 证书编号 | S0880513120002 | S0880115050030 | S0880514070005 |

本报告导读：

公司依托集团资源战略转型大健康产业，利百健 (SVF) 干细胞治疗新技术切入国内市场，联手日本长乐，以轻资产切入养老服务，直面万亿市场，前景看好。

投资要点：

- **投资建议：**公司战略转型大健康业务，未来重点布局细胞治疗和养老服务，直面万亿蓝海市场，发展前景看好。我们预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.12 元、0.30 元和 0.52 元，参考细胞治疗行业 PE，考虑利百健 SVF 新开扩市场存在不确定性，给予一定折价，给予公司 2016 年 PE80X，目标价 24 元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **细胞治疗新技术切入国内市场、轻资产养老服务直面万亿市场。**公司合资成立青岛利百健 (49%) 获得利百健人体脂肪基质血管组分 (SVF) 的医疗器械在中国地区的独家代理权。利百健 (SVF) 装置凭借专利技术，可简单、安全地从脂肪中提取混合干细胞群体，在糖尿病足、医疗美容等方面有广泛应用，进入中国市场前景可期。同时，公司拟与日本长乐合资成立新华锦长生养老运营公司 (66%)，专注养老运营，以轻资产运营方式实现外延扩张，切入万亿养老市场，行业空间和公司发展模式前景可期。
- **集团资源丰富，医疗养老结合，共谋转型大健康。**新华锦集团 2010 年即与日本最大养老服务机构长生集团合作开展养老产业合作，并共同投资建设、运营新华锦国际颐养中心，拥有丰富养老项目资源和运营经验；同时，集团还与韩国延世大学附属医院签署协议，拟共建三甲综合医院。我们认为，集团层面大健康资产待运营成熟，有望以轻资产运营方式与上市公司实现互动，助力大健康业务战略转型。
- **风险提示：**养老产业项目进展缓慢；利百健 SVF 市场推广不达预期

| 财务摘要 (百万元) | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1,340 | 1,342 | 1,360 | 1,403 | 1,451 |
| (+/-)% | -19% | 0% | 1% | 3% | 3% |
| 经营利润 (EBIT) | 105 | 115 | 87 | 106 | 119 |
| (+/-)% | -13% | 10% | -25% | 21% | 12% |
| 净利润 | 46 | 58 | 44 | 111 | 194 |
| (+/-)% | -17% | 26% | -24% | 154% | 75% |
| 每股净收益 (元) | 0.12 | 0.15 | 0.12 | 0.30 | 0.52 |
| 每股股利 (元) | 0.20 | 0.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

| 利润率和估值指标 | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%) | 7.8% | 8.6% | 6.4% | 7.5% | 8.2% |
| 净资产收益率 (%) | 7.8% | 8.7% | 6.2% | 13.6% | 19.2% |
| 投入资本回报率 (%) | 14.6% | 15.3% | 12.8% | 17.0% | 19.6% |
| EV/EBITDA | 23.6 | 21.1 | 41.8 | 34.3 | 29.4 |
| 市盈率 | 91.9 | 73.0 | 96.4 | 38.0 | 21.7 |
| 股息率 (%) | 1.8% | 1.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2015.11.18

股票研究

可选消费品
批零贸易业

新华锦 (600735)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 24.00

当前价格: 11.21

2015.11.18

公司网址

www.hikinginternational.com

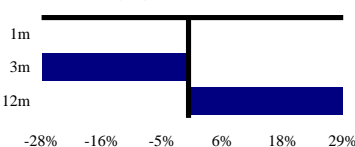
公司简介

公司经营业务主要是纺织品、水产品、船舶、锡材料。

受全球性外需萎缩、国际贸易摩擦增多以及国内政策不确定性因素增多、汇率大幅震荡、要素成本上升等诸多不利因素的影响,出口行业面临严峻挑战,纺织出口行业及水产品代理等产品价格下降依旧,给公司经营带来较大的压力和

挑战。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

11.13-28.98

市值 (百万)

4,215

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

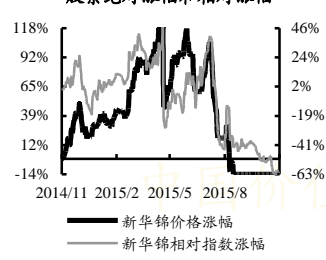
EV/EBITDA

P/S

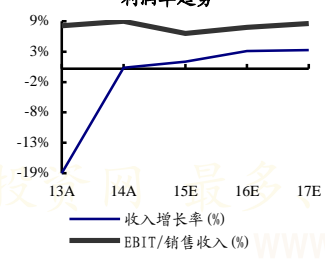
股息率

| | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 1,340 | 1,342 | 1,360 | 1,403 | 1,451 |
| 营业成本 | 1,037 | 1,042 | 1,068 | 1,092 | 1,123 |
| 税金及附加 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 销售费用 | 129 | 125 | 135 | 135 | 138 |
| 管理费用 | 66 | 58 | 67 | 67 | 69 |
| EBIT | 105 | 115 | 87 | 106 | 119 |
| 公允价值变动收益 | 2 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 1 | 7 | 10 | 92 | 181 |
| 财务费用 | 16 | 9 | 16 | 26 | 14 |
| 营业利润 | 91 | 112 | 81 | 171 | 286 |
| 所得税 | 29 | 35 | 23 | 43 | 69 |
| 少数股东损益 | 18 | 18 | 14 | 17 | 23 |
| 净利润 | 46 | 58 | 44 | 111 | 194 |
| 货币资金、交易性金融资产 | 155 | 178 | 975 | 975 | 972 |
| 其他流动资产 | 0 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 83 | 81 | 81 | 81 | 81 |
| 固定资产合计 | 96 | 81 | 56 | 34 | 13 |
| 无形资产及其他资产 | 100 | 100 | 95 | 94 | 93 |
| 资产合计 | 896 | 911 | 1,688 | 1,664 | 1,671 |
| 流动负债 | 260 | 218 | 945 | 791 | 578 |
| 非流动负债 | 10 | 10 | 1 | 3 | 6 |
| 股东权益 | 587 | 661 | 707 | 818 | 1,012 |
| 投入资本(IC) | 493 | 516 | 485 | 466 | 461 |
| NOPLAT | 72 | 79 | 62 | 79 | 91 |
| 折旧与摊销 | 11 | 12 | 9 | 7 | 5 |
| 流动资金增量 | 9 | -14 | -6 | -5 | -17 |
| 资本支出 | -9 | -6 | 20 | 16 | 16 |
| 自由现金流 | 84 | 72 | 85 | 98 | 95 |
| 经营现金流 | 112 | 85 | 77 | 85 | 59 |
| 投资现金流 | -7 | 0 | 30 | 108 | 197 |
| 融资现金流 | -96 | -54 | 690 | -194 | -258 |
| 现金流净增加额 | 9 | 31 | 797 | -1 | -2 |
| 收入增长率 | -18.9% | 0.2% | 1.3% | 3.2% | 3.4% |
| EBIT 增长率 | -13.3% | 9.9% | -24.5% | 21.5% | 12.5% |
| 净利润增长率 | -17.2% | 25.8% | -24.2% | 153.8% | 74.9% |
| 利润率 | | | | | |
| 毛利率 | 22.6% | 22.4% | 21.5% | 22.2% | 22.6% |
| EBIT 率 | 7.8% | 8.6% | 6.4% | 7.5% | 8.2% |
| 净利率 | 3.4% | 4.3% | 3.2% | 7.9% | 13.4% |
| 净资产收益率(ROE) | 7.8% | 8.7% | 6.2% | 13.6% | 19.2% |
| 总资产收益率(ROA) | 5.1% | 6.3% | 2.6% | 6.7% | 11.6% |
| 投入资本回报率(ROIC) | 14.6% | 15.3% | 12.8% | 17.0% | 19.6% |
| 存货周转天数 | 104 | 102 | 103 | 103 | 103 |
| 应收账款周转天数 | 30 | 31 | 30 | 30 | 30 |
| 总资产周转天数 | 246 | 246 | 349 | 436 | 420 |
| 净利润现金含量 | 2.45 | 1.48 | 1.76 | 0.77 | 0.30 |
| 资本支出/收入 | 1% | 0% | -1% | -1% | -1% |
| 资产负债率 | 30.1% | 25.1% | 56.0% | 47.7% | 34.9% |
| 净负债率 | -10.2% | -17.0% | -27.3% | -41.5% | -55.5% |
| PE | 91.9 | 73.0 | 96.4 | 38.0 | 21.7 |
| PB | 4.8 | 4.3 | 6.0 | 5.2 | 4.2 |
| EV/EBITDA | 23.6 | 21.1 | 41.8 | 34.3 | 29.4 |
| P/S | 2.1 | 2.1 | 3.1 | 3.0 | 2.9 |
| 股息率 | 1.8% | 1.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

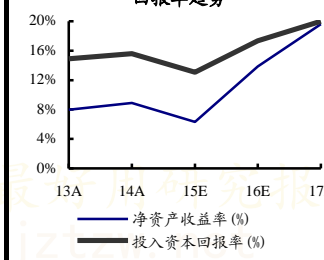
股票绝对涨幅和相对涨幅



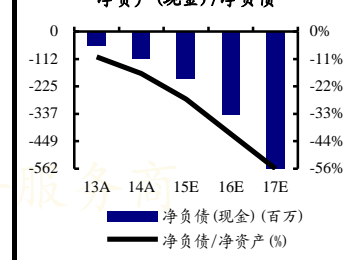
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



目 录

| | |
|--|----|
| 1. 公司主业经营稳健，战略转型大健康产业..... | 4 |
| 1.1. 传统业务面临盈利困境，公司亟待业务转型..... | 5 |
| 1.2. 战略转型挺进大健康产业..... | 5 |
| 1.2.1. 集团养老资源丰富，运营经验和国际资源助力公司转型..... | 6 |
| 1.2.2. 与延世大学合作建设医院，提升区域性健康养老产业..... | 8 |
| 1.2.3. 设立利百健青岛，分享干细胞治疗领域红利..... | 9 |
| 2. 利百健 SVF 有望打开中国细胞治疗广阔市场..... | 9 |
| 2.1. SVF 干细胞疗法应用前景广阔..... | 9 |
| 2.2. 利百健 SVF 提取法成功克服细胞污染与体外分化的瓶颈..... | 11 |
| 2.3. 利百健 SVF 的应用简单安全可靠..... | 11 |
| 2.3.1. 利百健 SVF 治疗糖尿病足..... | 12 |
| 2.3.2. 利百健 SVF 治疗关节损伤..... | 14 |
| 2.3.3. 利百健 SVF 应用于整容整形..... | 15 |
| 2.4. 利百健 SVF 产品优势显著..... | 16 |
| 2.5. 利百健 SVF 有望实现分类管理放松和本土 OEM 生产..... | 17 |
| 3. 盈利预测及估值..... | 18 |
| 4. 风险提示..... | 20 |

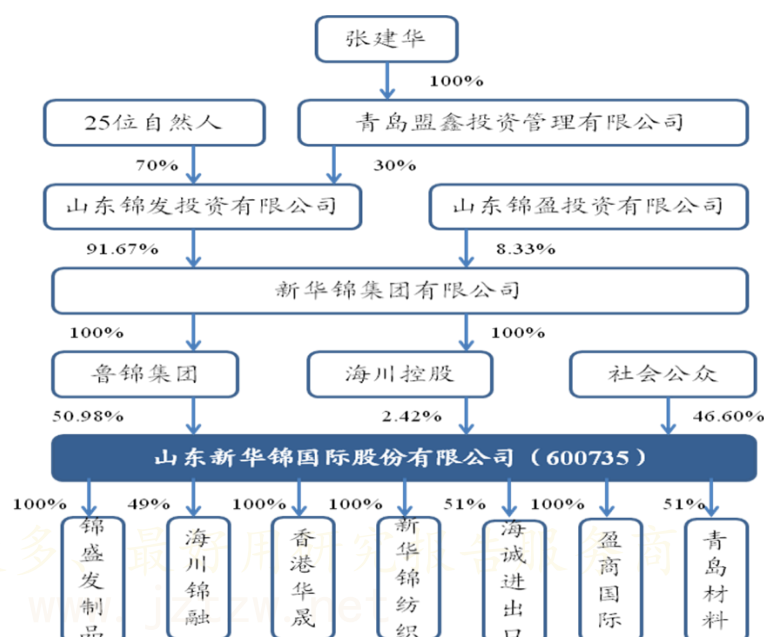
投资建议：公司战略转型大健康业务，未来重点布局细胞治疗和养老服务，直面万亿蓝海市场，发展前景看好。公司拟合资成立利百健青岛（49%）以获得利百健人体脂肪基质血管组分（SVF）装置中国独家代理权，利百健（SVF）装置凭借专利技术，可简单易行从脂肪中提取混合干细胞群体，在糖尿病足、医疗美容等方面有广泛应用，进入中国市场前景可期。同时，公司拟与日本长乐合资成立新华锦长生养老（66%），依托集团和日本长生资源，以轻资产运营方式切入万亿养老市场，行业前景和公司发展模式看好。我们预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.12 元、0.30 元和 0.52 元，参考细胞治疗行业平均 PE 值，考虑利百健 SVF 新开扩市场存在不确定性，给予一定折价，给予公司 2016 年 PE80X，目标价 24 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

1. 公司主业经营稳健，战略转型大健康产业

山东新华锦国际股份有限公司（以下简称“公司”），主要从事发制品业务、纺织品、锡材料贸易业务。公司第一大股东为山东鲁锦进出口集团有限公司（持股 50.99%），实际控制人为张建华。

2012 年 12 月，公司发布公告，完成了发行股份购买资产的注册资本变更，购买的资产交易价格合计为 4.76 亿元。公司向鲁锦集团合计非公开发行 3148.78 万股购买其持有的锦盛发制品 100.00% 的股权和香港华晟 100.00% 的股权；向海川控股非公开发行 6606.18 万股购买其持有的美国华越 38.41% 的股权（另外 61.59% 的股权包含在香港华晟中）；向鑫融发、魏伟和许小东分别非公开发行股份购买其持有的海川锦融 30.64%、9.27%、9.09% 的股权，合计购买了 49% 的海川锦融的股权（另外 51% 的股权包含在锦盛发制品中）。至此次购买资产完成，公司的业务模块新增了发制品的生产和销售业务。

图 1：公司由国企改制为山东大型贸易民企集团



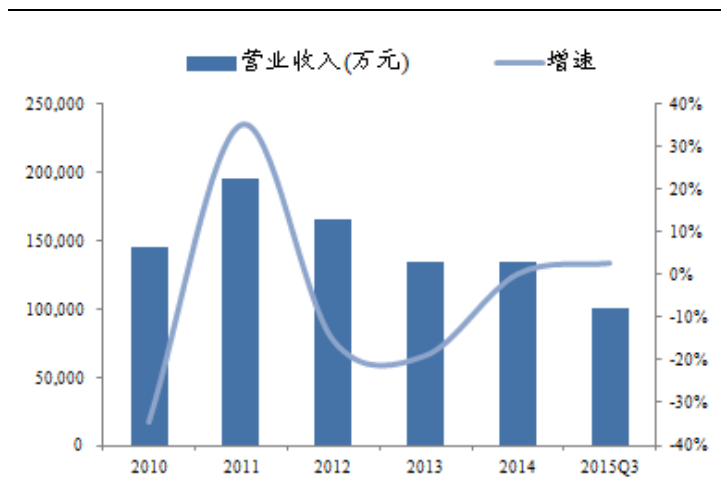
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

1.1. 传统业务面临盈利困境，公司亟待业务转型

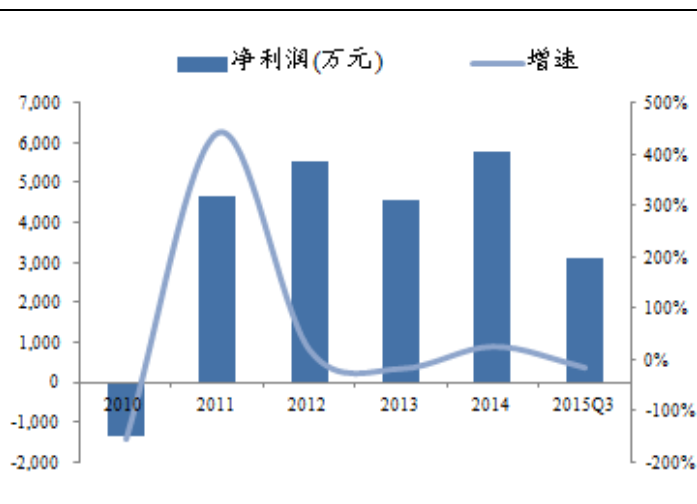
传统业务面临盈利困境，公司亟待业务转型。从营业收入结构来看，发制品业务、纺织品、锡材料的营业收入占比分别为 64.71%、22.04%、4.07%；从毛利率水平来看，三大主营业务的毛利率分别为 29.43%、9.61%、15.24%。2015 年前三季度公司实现营业收入 10.09 亿元，归属母公司净利润 0.31 亿元，同比下降 15.32%。在当前的市场环境下，公司的传统业务增长趋缓，公司面临盈利困境，亟待业务转型。

图 2：2010-2015Q3 主营业务收入增速放缓

图 3：公司净利润经历 2011-2014 增长后初现下滑



数据来源：Wind、国泰君安证券研究



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

1.2. 战略转型挺进大健康产业

在公司主营业务经营稳健的基础上，公司依托新华锦集团公司向大健康产业转型的战略布局已初步显现，其布局分为三块：

1) 公司设立利百健青岛，布局干细胞治疗

公司拟合资成立利百健青岛（49%）以获得利百健人体脂肪基质血管组分（SVF）装置中国独家代理权，利百健（SVF）装置凭借专利技术，可简单易行从脂肪中提取混合干细胞群体，在糖尿病足、医疗美容等方面有广泛应用，进入中国市场前景可期，未来有望成为公司盈利新增长点。

2) 弃重就轻专注运营，公司携手日本长乐进军养老服务。

2015 年 11 月 17 日公司终止重组方案，放弃收购集团重资产养老项目；同时拟出资 396 万美元，占比 66%，与日本长乐合资成立山东新华锦长生养老公司，以轻资产形式扩展养老服务业。中国养老市场面临近 5 亿市场需求，其中养老服务市场空间最大，公司以轻资产方式介入养老产业，在此前积累运营经验和日本长乐品牌优势下，可复制扩展性大大加

强，未来发展空间可期。

3) 集团合作建设医院，布局医疗服务

新华锦集团与韩国延世大学医疗院合作，拟在青岛崂山湾合作建设国际化三甲综合医院，规划床位 3000 个，未来运营顺利，亦有望进入上市公司助理大健康转型。

我们认为，从公司转型大健康战略来看，未来集团有望将养老服务和医疗服务运营平稳后，会陆续以轻资产运营方式注入上市公司。公司有望依托集团公司的养老服务中心和综合医院涉足养老服务和医疗服务领域，同时凭借自己设立的利百健青岛涉足干细胞治疗领域。届时公司有望实现养老服务、医疗服务和医疗器械领域的全面布局，实现其大健康的战略目标。

1.2.1. 集团养老资源丰富，运营经验和国际资源助力公司转型

集团携手日本长生涉足养老产业，由高端市场入手向大众市场发展。2010 年 6 月，新华锦集团注资 5000 万元成立养老产业投资主体——青岛新世纪爱晚投资有限公司（下简称“青岛爱晚”）。随后，青岛爱晚与日企长乐国际事业投资株式会社实现了战略合作，双方共同投资 3 亿元合资成立了新华锦（青岛）长乐颐养服务有限公司，该项目新华锦集团控股 70%，日本长乐控股株式会社占据 30% 股份，其产业发展规划是，从高端入手，逐步发展中端市场和大众市场。

图 4：新华锦国际颐养中心环境优美定位高端



数据来源：公司官网

日本长乐控股株式会社是日本一家集全方位养老产业，包括养老院、老年健身、老年食品、上门老年服务以及老年保险业等为主的综合性上市集团公司。自上世纪 80 年代开始进入养老产业以来，一直致力于发展高端养老产业，几十年一直走在日本养老产业前列。目前，集团旗下拥有遍及日本各地的 20 家高级养老院，124 个家庭访问服务中心以及餐饮、福利设备租赁等行业的 8 家下属企业。入住老年人规模达 10,000 个床位。

新华锦·长乐国际颐养中心已于 2012 年 3 月正式开业，项目总投资约 3 亿元，共 27 层，其中分 4 层公共配套设施和 23 层住宅，总建筑面积 1.4 万余平方米。住宅部分分为套二（78 平米-83 平米）和套一（59 平米-67 平米）两种户型，共 161 套，2015 年 7 月，这家颐养中心的入住率已达 80%。该颐养中心提供“医、食、住、行、游、学、乐、氧”八大功能板块的配套服务，中心内还配有专业证书的日本服务员，为入住的会员打造出集生活居住、休闲娱乐、养心进修、度假旅游等于一体的尊贵、温馨、幸福的退休颐养中心。本次开业的国际颐养中心是公司的第一个项目，该项目是引进日本先进成熟的颐养产业发展经验，致力于建成全新概念的符合中国国情的高端老年颐养中心，开辟中国高端颐养新天地。

表 1：新华锦·长乐国际颐养中心的三种入住模式

| | | | | | | | | |
|-----------------------|--------|--|--------|-------|------------|-------|--------|------|
| 会员制 | | 一次性缴纳一定金额的入住保证金和规定的会员费用后，每月无需再交费用。免费享受中心的居住、餐饮、文化娱乐、康体健身、旅游等各项服务内容。会员退住时，入住保证金全额退还。 | | | | | | |
| 户型 | 入住人数 | 保证金金额（万元） | | | | 会员费标准 | | |
| 套一户型 (59 平米-67 平米) | 1 人 | 132.8（起） | | | | 免（2） | | |
| | 2 人 | 162.8（起） | | | | 免（3） | | |
| 套二户型 (78 平米-83 平米) | 1 人 | 178（起） | | | | 免（2） | | |
| | 2 人 | 208（起） | | | | 免（3） | | |
| 复合型（非会员制） | | 长者可同时缴纳较少金额的入住保证金和服务管理费，无需缴纳会员费。享受与会员同等待遇（享受中心的居住、餐饮、文化娱乐、康体健身、旅游等各项服务内容）。长者退住时，入住保证金全额退还。 | | | | | | |
| 入住保证金（万元） | | 20 | 30 | 50 | 60 | 80 | 100 | |
| 服务管理费（万元/每月） | 1 人 | 0.5 | 0.46 | 0.39 | 0.35 | 0.27 | 0.18 | |
| | 2 人 | 0.75 | 0.69 | 0.585 | 0.525 | 0.405 | 0.32 | |
| 普通型（非会员制） | | 长者可以月住型和年住型的形式，按月或按年缴纳相关费用入住中心，无需缴纳入住保证金和会员费。享受中心内的居住、餐饮、文化娱乐、康体健身等规定的服务内容。长者退出时，费用不退还。 | | | | | | |
| 户型 | 套 A 户型 | | 套 B 户型 | | 套 C/D/E 户型 | | 套 G 户型 | |
| 入住人数 | 1 人 | 2 人 | 1 人 | 2 人 | 1 人 | 2 人 | 1 人 | 2 人 |
| 月费（万元） | 0.77 | 0.98 | 0.66 | 0.92 | 0.6 | 0.86 | 0.88 | 1.08 |

数据来源：公司官网、国泰君安证券研究

老年颐养，已经列入新华锦集团的最新产业板块。新华锦集团发展老年产业的战略主要分三步走：

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

首先，高端进入，打造品牌。新华锦集团实现了与日本长生集团的战略合作后，首要的就是要打响长乐颐养的品牌，从管理和服务的最高端进

入市场。其第一个项目无论从硬件和软件都体现了高水准，将长乐颐养中心的“医、食、住、行、游、乐、学”完美的呈现给顾客，把中心建设成一所设施现代化，服务规范化，管理科学化的符合国际标准的中国最具幸福感的老年颐养服务机构。

其次，拓展市场，高、中并举。新华锦集团在长乐颐养项目启动的同时，已经着眼于将来产业的发展和新的项目的开发建设。下一步将发挥新华锦集团和日本公司的优势，策划和实施今后的颐养项目。今后的项目，将不仅仅是面向高端市场，也逐步面向中端市场和一般市场。实现高端养老项目和一般养老项目的共同发展。

再次，延伸产业链，进入寻常百姓家。银发产业，应该是一条完整的产业链。面对老年人的多种需求，这一产业链上还存在大量的缺项。将根据老年人的基本需要和深层需求，拓展服务项目，扩大服务市场。在服务方式上，不仅要办养老机构和养老院，还要探讨和发展上门护理服务、日托管服务、小区嵌入式颐养等服务方式。同时，逐步发展相关产业，比如老年房地产、老年融资、老年护理器具、老年护理培训等。

1.2.2. 与延世大学合作建设医院，提升区域性健康养老产业

新华锦集团与延世大学合作，拟建起千张病床规模的综合医院。2014年8月25日，新华锦集团与韩国延世大学医疗院签署了合作协议备忘录，就在青岛崂山湾合作建设国际化医院达成了初步合作意向。2014年10月17日韩国延世大学附属医院世博兰斯（Severance）在中国青岛与新华锦集团达成协议，决定在2018年下半年之前建起1000张病床规模的综合医院（暂定名为SEVERANCE青岛医院）。这是韩国国内综合医院首次在中国建造同名医院。未来医院若能按照计划，将规模扩大到3000张病床，成为大型综合医院。

图 5： 新华锦集团与与延世大学医疗院签署合作备忘录



数据来源：公司官网

新华锦集团与延世大学医疗院的合作项目，通过发挥延世大学医疗院的技术、人才优势和新华锦集团的资源、经验优势，打造一个国际化、现代化的绿色生态医疗健康和老年养护基地。韩方医院不仅参与项目的运

营管理，还会派驻医疗团队来到青岛，提供高标准的专业医疗服务，为岛城市民创造国际化的健康生活。

发挥各自优势，有望提升区域性健康养老产业。延世大学医疗院成立于1885年，是韩国最先进、最国际化的医院，历史悠久，技术先进，是韩国最早通过JCI认证和再认证的大型综合性医院。在癌症诊断和治疗，特别是胃癌、前列腺癌、甲状腺癌的治疗方面世界领先，心血管病、颈椎病、骨关节病的治疗也处于世界一流水平。而新华锦集团作为国内最早进入养老产业的企业之一，有着丰富的养老养生产业运营经验，2012年3月在崂山开业的养老机构—新华锦·长乐国际颐养中心发展良好，经营模式和运营团队日趋成熟，品牌效应和社会影响力日益提升。通过与延世大学医疗院的合作，是新华锦提升区域性健康养老产业品质的又一次积极尝试。

1.2.3. 设立利百健青岛，分享干细胞治疗领域红利

公司2015年7月13日发布签署战略合作协议的公告，与利百健中国有限公司(以下简称“利百健中国”)拟共同设立一家中国境内的子公司，用于承接一项可用于医疗用途的涉及人体脂肪基质血管组分(以下简称“SVF技术”)的国外医疗器械在中国地区的独家代理权。

利百健中国拥有涉及意大利利百健公司的人体脂肪基质血管组分(SVF技术)(一组混合细胞群体)技术的医疗器械在中国地区(包含香港、澳门)的独家代理权。意大利利百健公司(LIPOGEMS INTERNATIONAL S.P.A.)拥有SVF技术的发明专利和生产技术。

考虑到利百健专利的技术优势和未来可预期的市场空间，公司拟与利百健中国在青岛市设立“青岛利百健生物科技有限公司”(以下简称“青岛利百健”)，注册资本拟为400万元，其中公司出资196万元(占49%)，利百健中国以实物出资折合204万元(占51%)，借此获得SVF技术及利百健装置在中国市场的广泛应用机会，转型进军医疗健康产业。

受到传统主业受限情况下，利百健医疗业务有望成为公司新的利润增长点，结合集团优质养老资产，打造“养老产业+大健康医疗生态圈”。

2. 利百健SVF有望打开中国细胞治疗广阔市场

2.1. SVF干细胞疗法应用前景广阔

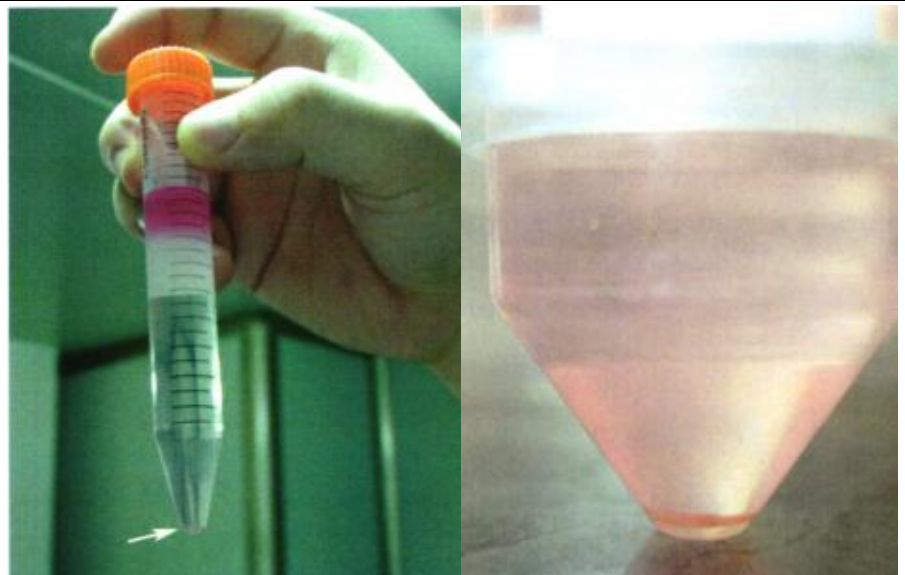
基质血管组分(Stromal Vascular Fraction, SVF)是指脂肪组织去除成熟脂肪细胞后，所获得的具有干细胞特性的基质细胞团，是一组混合干细胞群体。((谭建明,《基质血管组分的研究与应用》)它不仅包含脂肪来源亚全能干细胞、间充质干细胞(MSC)，而且还含有造血干细胞(HSC)、内皮祖细胞、血管前体干细胞、周细胞(Pericytes)、抗炎细胞、淋巴细胞、巨噬细胞等其他细胞。众所周知，干细胞强大的损伤修复能力、多向分化潜能已应用于多种疾病的治疗，并成为细胞治疗、基因治

疗中理想的工程细胞。

随着干细胞研究突飞猛进的发展，人们逐渐发现来自脂肪的 SVF 具有更加明显的优势：1）它富含间充质干细胞，具备干细胞组织修复和免疫调节的功能；2）SVF 细胞群还富含内皮足细胞、调节性 T 细胞等多种组分，相互结合，发挥协同效应，有助于移植细胞的存活和发挥生物功能；3）更重要的是，SVF 是个体化治疗的理想载体，作为个体化治疗新趋势，SVF 来源于自体组织，不需要体外特殊处理，无免疫原性和伦理学问题，安全性好。因此，SVF 成为糖尿病、肾病等重大疾病治疗研究的新焦点。

SVF 在用自体脂肪移植修复组织和器官的领域得到了很好的运用，在自体脂肪移植时加入 SVF 能够显著提高脂肪细胞的成活率，且无体外扩增，风险极低。（刘宏伟，《深入解析 SVF 在自体脂肪移植中的作用》）添加 SVF 的自体脂肪移植类似于成分输血，如同在一个人身上抽取 200ml 血液分离成红细胞和血浆，添加 SVF 的自体脂肪移植提取需要抽取两组脂肪细胞，其中一组用来分离出 SVF，添加到另外一组中，再注射到组织中去。抽取出来用于分离 SVF 的这部分脂肪，经过酶的作用将其由大颗粒变为小颗粒，再通过机械离心的方法获取 SVF。由于 SVF 的体积只有 5 微米，脂肪细胞体积大概为 100 微米，离心的过程中因为比重的差异，体积小的 SVF 细胞就会沉在下面，而脂肪细胞飘在上面，取出 SVF 将其添加在事先静置的那一组脂肪细胞中，能够显著提高脂肪细胞的成活率，增加其再生功能，再进行脂肪移植的注射。这整个过程由于并没有进行体外的扩增，在细胞的处理上风险极低。

图 6：梯度离心后，大部分红细胞及部分 SVF 被分离至离心管底部

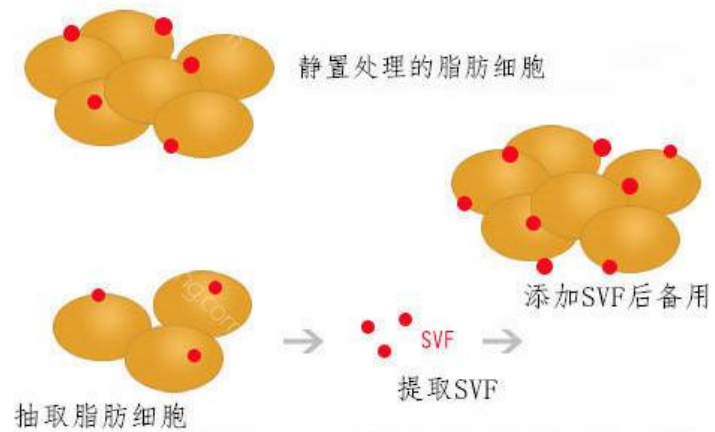


数据来源：《基质血管成分细胞(SVF)辅助自体脂肪移植的临床应用与实验研究》

图 7：向脂肪细胞中加入提取的 SVF 能显著提高脂肪细胞的成活率

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、



数据来源：搜狐网

2.2. 利百健 SVF 提取法成功克服细胞污染与体外分化的瓶颈

意大利的卡罗斯摩拉达医生(Dr. Carlo Tremolada)在 2010 年发明了一项制备组织的装置和方法，此发明于 2011 年申请并获得国际专利(WO/2011/145075)，专利权归意大利利百健公司（LIPOGEMS INTERNATIONAL S.P.A.）所有。目前利百健中国享有该专利在中国地区（含香港、澳门）的独家代理权。

SVF 的混合干细胞群体中一大重要的细胞是间充质干细胞，间充质干细胞具有体外增殖及多向分化的潜力，能运用于组织与器官的修复与再生。然而，间充质干细胞的体外扩增至少需要 2-3 周的时间，这不仅增加了细胞污染的几率，同时还增加了细胞在体外分化的可能。因为脂肪被抽吸出来后，倘若经过体外操控获得 SVF，这个过程中很容易产生污染，一个不经意的动作比如擦汗、碰水龙头，都会因为细菌而产生生物细胞的变化。利百健 SVF 成功克服了上述瓶颈。

利用利百健专利分离装置提取出来的 SVF，称之为利百健 SVF，是一种用于自体局部组织与器官的修复与再生的基质血管组分(SVF)构成的乳糜状的脂肪小粒。利百健 SVF 获取的主要原理是：通过一个一次性装置(利百健)吸取脂肪，在无菌、无消化酶存在的封闭系统中，靠机械力量除去自体脂肪中的血液、油脂，并激活周细胞形成大量间充质干细胞的脂肪的基质血管组分(SVF)。利百健 SVF 的一次性的封闭提取装置，既能保证提取出的 SVF 有间充质干细胞的功效，又不需经过体外长时间培养扩增，而能直接参与局部组织与器官的修复与再生。

2.3. 利百健 SVF 的应用简单安全可靠

意大利利百健 SVF 具有较高的成熟度、国际认可度和极低的医疗风险。意大利利百健产品在 2011 年 5 月申请并获得国际专利(WO/2011/145075) 并获得 欧洲 CE 认证、澳大利亚 TGA 认证、美国 FDA 510K 认证。利百健 SVF 目前在境外已经操作了近 3000 例，全部案例无一病人感染，远远低于中国卫生部颁发的《医院管理评价指南》中对于普外手术感染率等于或者低 1.5%的要求，且利百健 SVF 的混合

细胞群体中含有抗炎细胞，所以从医疗安全角度来看，此类手术的风险极低。

利百健 SVF 主要的临床或临床实验性的治疗应用领域是以下几方面：肛肠科、妇科、骨科、耳鼻喉科、泌尿外科、创伤科、免疫病、美容与整形等，就糖尿病足、关节炎、大小便失禁、医学整容和整形等疾病展开临床治疗。

表 2：利百健 SVF 临床治疗应用领域

| 疾病 | 发病情况 | 传统疗法 | 利百健 SVF 疗法 |
|---------|--|--|--|
| 糖尿病足 | 糖尿病足作为糖尿病患者最常见的一种并发症，在二期和三期糖尿病病人身上都多有存在。 | 目前医院大多采取消炎，清创等保守的方法进行治疗，大多糖尿病足患者的最终治疗方案就是截足。 | 利百健 SVF 治疗是通过对患者自身的脂肪抽取，分离提取其自身的 SVF，并将 SVF 对患处进行局部注射，令其溃烂的部位逐渐自愈，这种治疗方案防止了足部的进一步溃烂，从而避免了临床截足的可能性，大大提高了患者的生活质量。 |
| 关节炎 | 关节炎，是一种常见的疾病。临床表现为关节的红、肿、热、痛、功能障碍及关节畸形，严重者导致关节残疾、影响患者生活质量。 | 目前临床科学中对于关节炎的治疗非常有限，基本无法解除患者的痛苦。 | 利百健 SVF 对于关节炎，关节疼痛，股骨头坏死，网球肘等关节类疾病都有不错的疗效。 |
| 尿失禁 | 尿失禁是由于膀胱括约肌损伤或神经功能障碍而丧失排尿自控能力，使尿液不自主地流出。发生于中年以上肥胖女士，尤以曾分娩女性居多。 | 目前的治疗手段大多为手术，这类手术危险度较高，病人术后感染的可能性较高。 | 用利百健 SVF 治疗尿失禁，风险小，只需将利百健 SVF 直接注射到患者的膀胱括约肌，这群细胞的协同作用可以起到修复损伤的膀胱括约肌，解决尿失禁。 |
| 大便失禁 | 大便失禁即肛门失禁是指每天至少 2 次或 2 次以上不能随意控制的排便和排气。 | 目前的治疗手段大多为手术，这类手术危险度较高，病人术后感染的可能性较高。 | 用利百健治疗大便失禁，风险小，只需将利百健 SVF 直接注射到患者的肛门括约肌及周边，这群细胞的协同作用可以起到修复损伤的肛门括约肌，解决大便失禁。 |
| 医学整容和整形 | 整形美容在世界市场范围内已经形成为新兴的产业，尤以微整形渐成风气。 | 目前比较流行的方法是玻尿酸注射填充、肉毒素除皱瘦脸等，但具有一定副作用。 | 利百健 SVF 呈细腻或乳糜状的脂肪小粒，所含的利百健 SVF 细胞群体再生能力强，术后效果和传统方式对比有明显优势，尤其是在女性丰胸、面部填充、除皱等领域都有广泛的应用。利百健 SVF 的安全性，在细胞美容与整容界形成了其独特的优势。 |

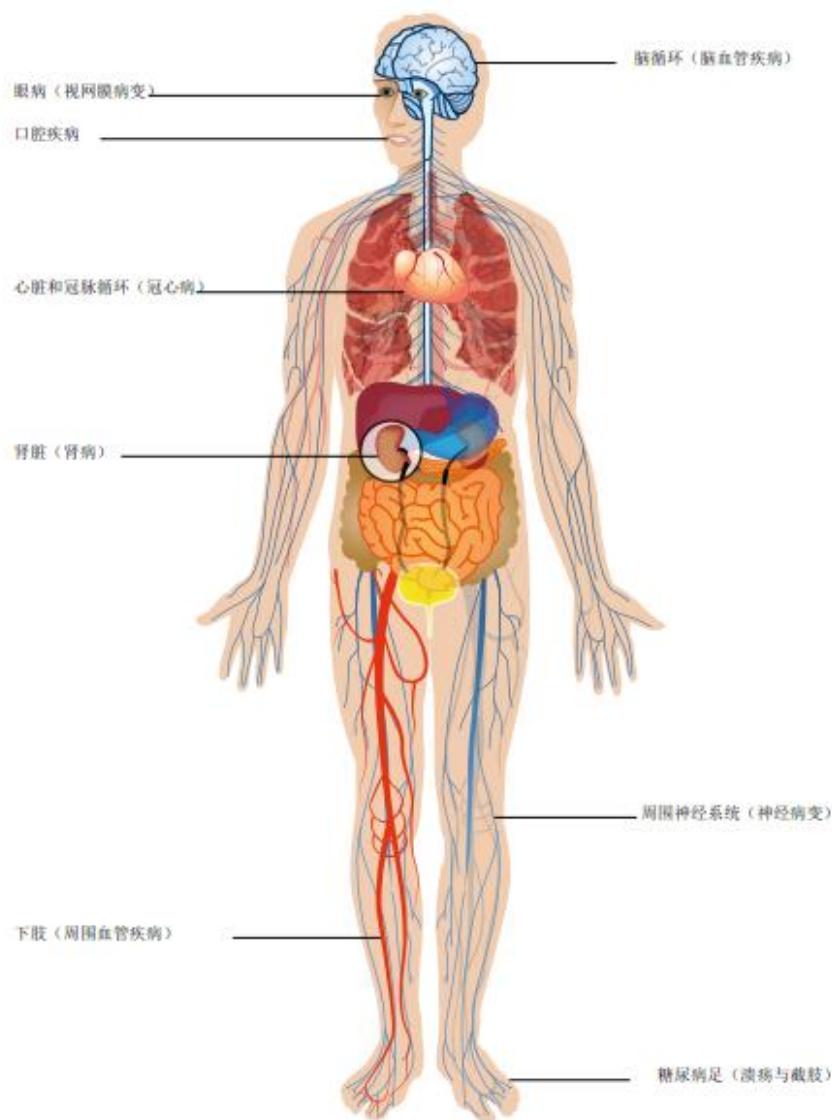
数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

中国价值投资网 2.3.1. 利百健 SVF 治疗糖尿病足 研究报告服务商

糖尿病是一种高患病率和高发病率的慢性病，全球的糖尿病患病率呈上

升趋势，目前中国糖尿病患者已居世界首位。糖尿病并发症是由糖尿病转变而来的常见的慢性并发症，严重的并发症会导致死亡。常见的糖尿病并发症有足病（足部溃疡、截肢）、肾病（肾功能衰竭、尿毒症）、眼病（视网膜病变、失明）、脑病（脑血管疾病）、心脏病（冠心病）、皮肤病、性病等。

图 8：糖尿病足是糖尿病的主要并发症



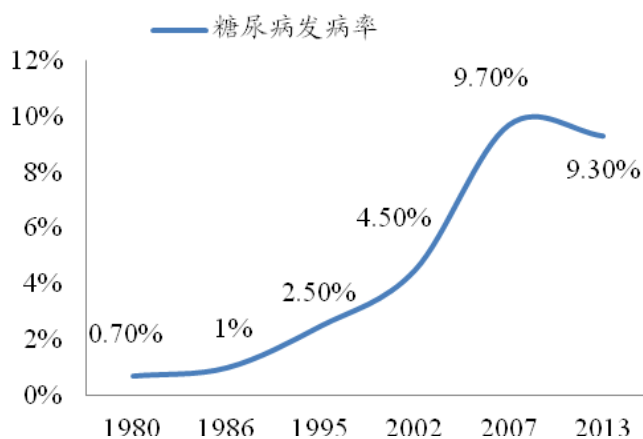
数据来源：IDF 网站

糖尿病足是糖尿病最为常见的并发症之一，目前无法完全治愈，是目前临床医学的一大难题。糖尿病患者因周围神经病变与外周血管疾病合并，引起足部软组织及骨关节系统的破坏与畸形，进而引发一系列足部问题，包括从轻度的神经症状，到严重的溃疡、感染、血管疾病、Charcot 关节病和神经病变性骨折。

据国际糖尿病联盟（IDF）发布的数据，2013 年我国糖尿病发病率已达到 9.3%，糖尿病患者已达 9840 万人，同时还约有 7000 万的糖耐量异常者（前糖尿病患者）。预计我国糖尿病患者人数每年将新增 150-200 万，到 2035 年我国糖尿病患者人数预计将达到 1.43 亿人。统计数据表明，

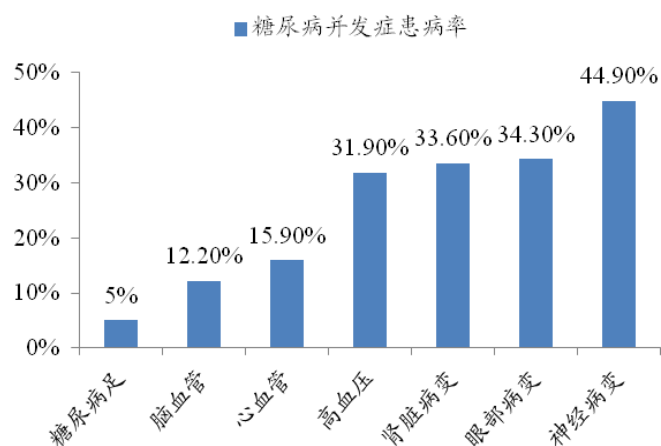
我国糖尿病足的患病率约为 5%，2014 年，我国糖尿病患者中患糖尿病足的患者人数超过 490 万人。随着我国经济水平提高，饮食结构变化与人口老龄化进程，我国潜在糖尿病患者预计增加将更为迅速。

图 9：1980 年以来我国糖尿病发病率不断上升



数据来源：《中国 2 型糖尿病指南》、国泰君安证券研究

图 10：我国糖尿病并发症患病率



数据来源：糖医网、国泰君安证券研究

利百健 SVF 对糖尿病足的临床应用避免了截肢的可能性，大大提高了患者的生活质量。将从患者自身的脂肪分离抽取出的 SVF 注射到患者的足部溃烂的患处，令其溃烂的部位逐渐自愈，防止了足部的进一步溃烂，从而避免了截肢的可能性。

2.3.2. 利百健 SVF 治疗关节损伤

骨关节炎(osteoarthritis, OA)是一种以关节软骨退行性变和继发性骨质增生为特性的慢性关节疾病，表现为缓慢发展的关节疼痛、压痛、僵硬、关节肿胀、活动受限和关节畸形等。骨关节炎的发生与年龄有着密切关系，骨关节炎患者多为运动量较大的青年人和 60 岁以上的老年人，女性多于男性。60 岁以上的人群，骨关节炎的发病率为 50%，75 岁以上的人群，发病率为 80%。

图 11：我国骨关节炎发病率随年龄增长而增加

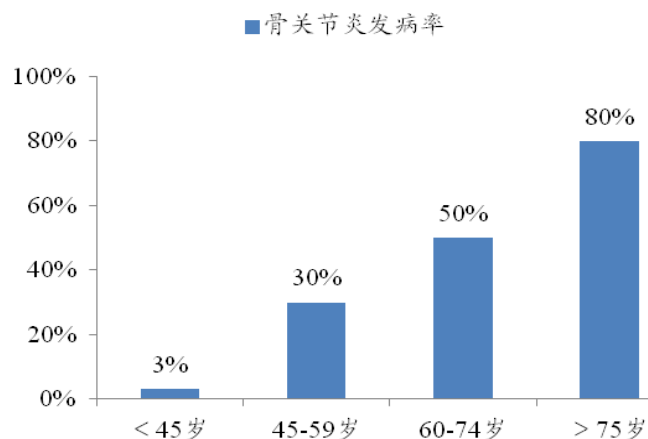
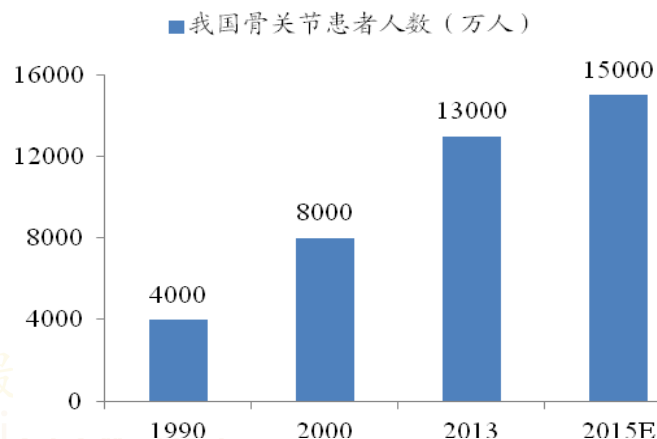


图 12：我国骨关节患者人数已超过 1 亿



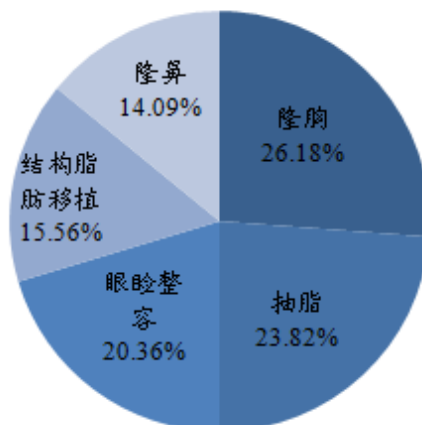
我国骨关节炎的发病率约为总人口的 10%，根据国家卫计委 2013 年统计，我国骨关节炎患者已超过 1 亿人。1990 年，我国只有 4000 多万骨关节炎患者，而 2000 年已达到 8000 万，预计到 2015 年我国骨病患者将达到 1.5 亿，成为世界骨关节炎患病人数最多的国家之一。此外，目前世界患有股骨头坏死的患者有 3000 万人，我国约有 400 万人，且股骨头坏死的发病率有明显增高的趋势。

通过将利百健 SVF 注入患者有病变的关节，能有效促进关节组织的再生和修复，对于关节炎，关节疼痛，股骨头坏死，网球肘等关节类疾病都有不错的疗效。

2.3.3. 利百健 SVF 应用于整容整形

我国已成全球第三整容大国，我国的整形手术数量占据全球整形手术总数的 12.7%。据市场调研机构弗若斯特沙利文预测，我国医疗美容服务量(包括手术及非手术)由 2009 年的 270 万例增加到 2013 年的 480 万例，预计市场将自 2014 年起按 16.7% 的复合年增长率增长，并于 2018 年达到 1020 万例。倘若按照 ISAPS 的统计数据计算，全世界手术类整容中隆胸术占比约为 26.81%，结构脂肪移植（包括注脂和干细胞增强注脂）占比约为 15.56%，预计到 2018 年，我国手术类整容中隆胸和结构脂肪移植的数量将达到 275 万例和 159 万例。

图 13：2013 年全球手术类各项整容占比



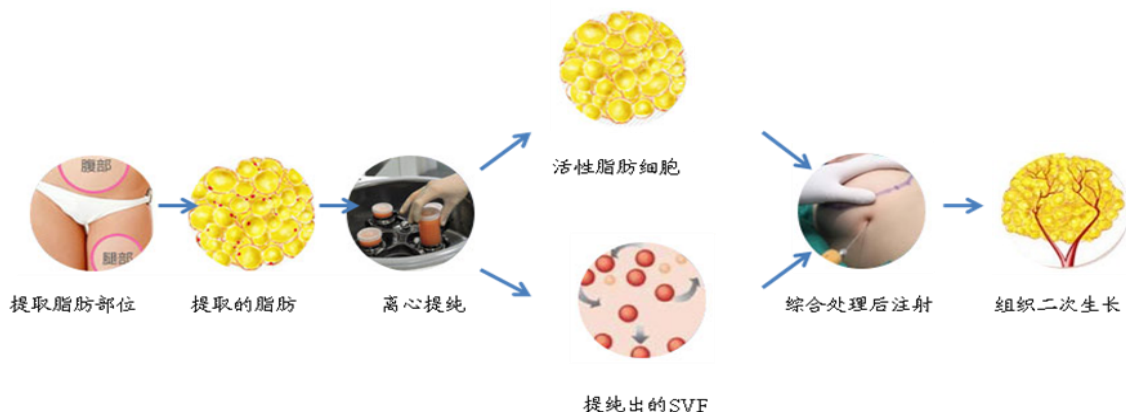
数据来源：ISAPS、国泰君安证券研究

利百健 SVF 呈细腻或乳糜状的脂肪小粒，所含的利百健 SVF 细胞群体再生能力强，术后效果和传统方式对比有明显优势，尤其是在女性丰胸、面部填充、除皱等领域都有广泛的应用。利百健 SVF 的安全性，在细胞美容与整容界形成了其独特的优势。

根据隆乳材料及手术方式的不同可分为三类，即注射隆乳术、自体组织隆乳术及假体隆乳术。前两类方法及材料术后容易出现局部硬块、脂肪

液化、坏死等严重的并发症及创伤较大现在基本上已经弃用。假体置入法隆乳术，由于效果较好，沿用至今。而自体脂肪颗粒移植隆乳术使用的是自体组织，它具有组织相容性好、不会发生排异反应、不遗留明显瘢痕等优点，是目前理想软组织填充材料，并取得了良好的临床效果。临床实验结果表明，SVF 辅助脂肪移植应用于隆胸术与单纯脂肪移植比较，能够有效地提高脂肪存活率，未发现远期并发症。

图 14：利百健 SVF 在女性隆胸术中的运用



数据来源：搜狐网

SVF 辅助自体脂肪移植在面部软组织填充中具有广泛的临床应用。对于面部皮下凹陷性缺损或畸形，如半侧颜面萎缩，面部软组织发育不良，颧、颞、额、眶区的凹陷，以往多采用人工材料填充和显微外科皮瓣的治疗，这往往会引起充填部位的异物感，或出现假体排斥、假体移位等问题。而 SVF 自体脂肪以其来源广、取材方便、无免疫性、组织相容性好、注射移植损伤小等无可比拟的优点，目前已被广泛应用于面部老化及面部轮廓的改善。

一般而言，接受面部 SVF 辅助脂肪移植的患者只需接受一次注射，在画定的注射范围内，采用多层次、多隧道、多点的注射方法，注射部位为 1-3 处，使脂肪均匀分布在充填区域。移植受区轻度加压包扎、制动三天，减少或避免移植区周围肌肉(额肌、咬肌、颞肌)活动一周，目的是防止移植脂肪移动，避免新生血管损伤。临床试验结果发现，术后 6 个月，接受 SVF 辅助移植组患者面型圆润、丰满，面部轮廓较术前明显改善，统计数据表明，SVF 辅助移植比单纯脂肪移植术后半年脂肪存活率要高 20%。

2.4. 利百健 SVF 产品优势显著

与国内众多的干细胞产品进行对比，利百健 SVF 存在三大优势：

- 1) 无“排异”问题。**利百健 SVF 为自体干细胞，而非脐带血，或其他来源。也就意味着对于患者来说，使用自体干细胞将完全没有“排异”的问题。
- 2) 完全为机械操作，没有任何化学添加。**目前市面上很多所谓的脂肪干细胞，实际上是抽脂后，通过实验室的加酶消化并进行培养后再对人体进行应用，此类技术目前无论是国际上还是国内都严格控制。而利百

健 SVF 为自体且完全机械操作，在体外仅进行去粗取精，无任何其他物质添加，整个过程耗时短，术后效果明显。

3) 利百健 SVF 三维生物支架的保留能更大程度还原细胞生长的微环境。这种微环境有利于各种细胞各自释放细胞生长因子，如 VEGF、HGF、SDF-1 等，才能够协同发挥促血管生成和促细胞再生作用，提高自体移植细胞的存活率，从而拥有其独一无二的疗效。

表 3: 利百健 SVF 的产品优势

| | 目前常用的 SVF | 利百健 SVF |
|---|-----------|---------|
| 胶原酶或胰蛋白酶消化 | 需要 | 不需要 |
| 胎牛血清等来终止消化 | 需要 | 不需要 |
| 含残留胶原酶、血清等对病人治疗不利的成分 | 有 | 没有 |
| 细胞群 | 细胞分开单一存在 | 细胞是相互连接 |
| 三维生物支架 | 破坏 | 未破坏 |
| 利于 SVF 中各种细胞各自释放细胞生长因子(VEGF、HGF、SDF-1 等) 的微环境 | 没有 | 有 |
| 促血管生成和促细胞再生效果 | 不明显 | 明显 |
| 自体移植细胞的存活率 | 低 | 高 |
| 临床效果 | 不明显 | 明显 |

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

2.5. 利百健 SVF 有望实现分类管理放松和本土 OEM 生产

医疗器械按照风险程度由低到高，管理类别依次分为第一类、第二类和第三类。国务院食品药品监督管理部门对第一类医疗器械实行产品备案管理，不需要进行临床试验，第二类、第三类医疗器械实行产品注册管理，应当进行临床试验。目前公司控股子公司青岛利百健将获得该利百健 SVF 装置在中国地区独家代理权，利百健装置在国内属于二类医疗器械，待通过省级药监部门批准，即可在全国范围应用、销售。结合利百健 SVF 装置在国外使用情况来看，利百健 SVF 装置简单、可靠、低风险，未来有望经申请为一类医疗器械，更方便生产、进口。根据推广进展，一旦打开市场，公司未来计划将由青岛利百健设立工厂或委托第三方进行意大利利百健专利产品的生产，实现 OEM 代工，实现更高的毛利率。

表 4: 我国按照风险程度不同对医疗器械实行分类管理

| 分类 | 定义 | 风险 | 生产审批 | 进口审批 | 实例 |
|----|-------------------------|----|-----------------------------|-------------------------------|---------------------------|
| 一类 | 通过常规管理足以保证其安全性、有效性的医疗器械 | 低 | 所在地市级食品药品监督管理部门，生产备案 | | 如血压计、打诊锤、氧气袋、消毒器等 |
| 二类 | 对其安全性、有效性应当加以控制的医疗器械 | 中 | 所在地省、自治区、直辖市食品药品监督管理部门，注册审批 | 向我国境内出口第二类、第三类医疗器械的境外生产企业，应当由 | 如电子体温表、脑或心电图、B 超、胃镜、牙科设备等 |

| | | | | | |
|----|--|---|-------------------|--|---|
| 三类 | 用于植入人体或支持维持生命, 对人体具有潜在危险, 对其安全性、有效性必须严格控制的医疗器械 | 高 | 国务院药品监督管理部门, 注册审批 | 其在我国境内设立的代表机构或者指定我国境内的企业法人作为代理人, 向国务院食品药品监督管理部门提交注册申请资料和注册申请人所在国(地区)主管部门准许该医疗器械上市销售的证明文件 | 1. 任何材料制成的、植入人体的, 如植入式心脏起搏器、血管支架。2. 放射性治疗设备, 如 X 线治疗设备。3. 呼吸麻醉设备。4. 体外循环设备。5. X 线、CT、超声、正电子。6. 接触在体血液、带介入治疗器具的超声显像设备。7. 高压氧舱、婴儿培养箱、视同生命支持产品。8. 心血管内镜。9. 仿真性辅助器具 |
|----|--|---|-------------------|--|---|

数据来源: 《医疗器械监督管理条例》、国泰君安证券研究

3. 盈利预测及估值

公司通过合资公司获得利百健 SVF 装置中国独家代理, 利百健 SVF 进入中国市场有望凭借专利技术和出色的治疗效果打开细胞治疗的新市场, 成为公司新利润增长点。同时, 公司出资 396 万美元与日本知名养老公司日本长乐合资成立新华锦长生养老运营有限公司(占股份 66%), 以轻资产方式切入养老服务市场, 有望对接集团和日本长生养老资源, 实现养老服务品牌化快速扩张, 打开新发展空间。我们预计公司 2015-2017 年 EPS 为 0.12 元、0.30 元和 0.52 元, 参考细胞治疗行业平均 PE 值, 考虑利百健 SVF 新开扩市场存在不确定性, 给予一定折价, 给予公司 2016 年 PE80X, 目标价 24 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

核心假设:

1. 公司合资设立利百健青岛并占股份 49%, 于年底完成销售资质申请, 2016 年正式开展独家授权经销业务。
2. 公司原有贸易业务维持平稳发展; 养老运营由于运营项目未定, 估计短期暂不贡献业绩。
3. 利百健 SVF 装置市场空间测算。目前利百健 SVF 疗法主要应用领域包括糖尿病足、关节坏死、医疗美容三方面:
 - ①糖尿病足治疗市场空间: 估算中国 2016、2017 年糖尿病患者数达到 1.1、1.16 亿人, 其中发展为糖尿病足患者占比 5%, 则糖尿病足患者将达到 550 万、577.5 万, 假设 2016、2017 年利百健 SVF 疗法渗透率为 0.8%、1.5%, 则对应需求量将达到 4.4、8.7 万套。
 - ②重症关节炎、关节坏死患者预计 2016、2017 年患者 400、420 万人,

假设 2016、2017 年利百健 SVF 疗法渗透率为 0.8%、1.5%，则对应需求量将达到 3.2、6.3 万套。

③医疗美容：利百健 SVF 主要在医疗美容的隆胸手术和脂肪移植、面部修复等方面应用。预计 2016、2017 年全国隆胸手术为 210、240 万例，假设利百健 SVF 渗透率分别达到 1%、1.80%，对应需求量为 2.1、4.32 万套；而对于脂肪移植、面部修复手术，预计 2016 年、2017 年手术例数为 122、140 万例，假设利百健 SVF 渗透率分别达到 1.50%、2.50%，对应需求量将分别为 1.83、3.5 套。综上医疗美容 2016、2017 年合计利百健 SVF 市场空间为 3.93、7.82 万套。

基于上述测算，预计 2016、2017 年利百健 SVF 装置销售规模可达 11.53、22.78 万套；暂不考虑公司在 2017 年前在国内量产，而以进口方式独家代理销售，以国内售价 8000 元、毛利率 45%、费用率 15%、所得税率 25%估算，利百健青岛 2016、2017 年实现净利润 1.87、3.70 亿元，为公司（49%股份）贡献 0.92、1.81 亿元投资收益。

估值法 1:

PE 估值：细胞治疗相关行业可比公司平均 2016PE 为 95X，公司目前利百健 SVF 在国内糖尿病足、医疗美容等方面应用空间广阔，将成为未来主要利润贡献来源。但 SVF 技术在国内推广尚存在一定不确定性，且未来引进技术实现国内生产尚需较长时间。我们参考行业平均 PE 值，给予一定折价，给予公司 2016 年 PE80X，对应 2016 年 EPS0.3 元，目标价 24 元。

估值法 2:

分部 PS 估值：公司原有贸易业务行业平均 2016 年 PS1.3 倍，考虑公司发制品贸易毛利率较高，溢价给予 1.5 倍 PS，对应市值 21.9 亿；利百健青岛预计 2016 年营收 9.2 亿，细胞治疗行业 2016 年 PS18.9 倍，仍然考虑利百健 SVF 技术在国内推广尚存在一定不确定性，且尚未引入本土生产，给予一定折价，给予 2016 年 15 倍 PS，公司占股份 49%，对应市值 67.62 亿。公司原有业务+利百健青岛（49%）市值合计 89.52 亿，合理估值 23.8 元。

综合，我们认为给予公司 2016E 年 PE80X 估值较为合理，对应目标价 24 元。

表 6：可比 A 股上市公司估值比较（2015/11/17）

| 公司代码 | 简称 | 最新价格（元） | 总市值（亿元） | EPS | | PE | | 市净率 PE（2016E） | 市销率 PS（2016E） |
|--------|------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|---------------|---------------|
| | | | | 2015E | 2016E | 2015E | 2016E | | |
| 600645 | 中源协和 | 59.43 | 230 | 0.38 | 0.81 | 156.4 | 73.4 | 73.4 | 20.8 |
| 002030 | 达安基因 | 44.25 | 292 | 0.26 | 0.3 | 170.2 | 147.5 | 147.5 | 17.0 |
| 600682 | 南京新百 | 37.53 | 269 | 0.4 | 0.58 | 93.8 | 64.7 | 64.7 | / |
| 平均 | | | | | | 204 | 95.2 | 95.2 | 18.9 |
| 600287 | 江苏舜天 | 12.15 | 53.07 | \ | \ | \ | \ | \ | 0.9 |
| 601718 | 际华集团 | 13.5 | 52.1 | \ | \ | \ | \ | \ | 2.3 |

| | | | | | | | | | |
|--------|------|-------|-------|------|------|------|------|------|-----|
| 600981 | 汇鸿集团 | 14.1 | 72.77 | \ | \ | \ | \ | \ | 0.8 |
| 平均 | | | | | | | | | 1.3 |
| 600735 | 新华锦 | 11.21 | 42.15 | 0.12 | 0.30 | 70.1 | 27.3 | 27.3 | 2.7 |

数据来源：Wind资讯、国泰君安证券研究 股价为2015/11/17收盘价

注：南京新百 EPS 为国泰君安预测，其余为 Wind 一致预期

4. 风险提示

- 1、利百健（SVF）国内推广不及预期；
- 2、利百健（SVF）疗法出现不良反应案例；
- 3、发制品贸易业务受经济下行影响大幅下滑；
- 4、养老运营业务扩展受阻；
- 5、养老运营存在政策补贴取消风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1.投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2.投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

| | 评级 | 说明 |
|--------|------|---------------------------|
| 股票投资评级 | 增持 | 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上 |
| | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15% 之间 |
| | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% |
| | 减持 | 相对沪深 300 指数下跌 5% 以上 |
| 行业投资评级 | 增持 | 明显强于沪深 300 指数 |
| | 中性 | 基本与沪深 300 指数持平 |
| | 减持 | 明显弱于沪深 300 指数 |

国泰君安证券研究

| | 上海 | 深圳 | 北京 |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址 | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编 | 200120 | 518026 | 100140 |
| 电话 | (021) 38676666 | (0755) 23976888 | (010) 59312799 |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com | | |