

2015 年 12 月 21 日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

研究所

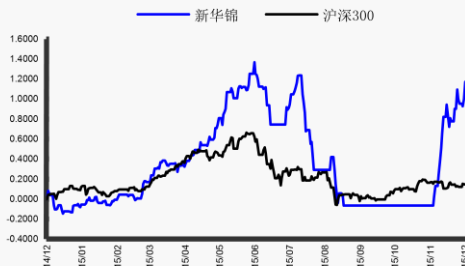
 证券分析师：谭倩
 010-88576939-808
 联系人盛丽华
 021-68591551

 S0350512090002
 tanq@ghzq.com.cn
 S0350115100004
 shenglh@ghzq.com.cn

养老具先发优势，利百健 SVF 技术应用广阔

——新华锦（600735）调研简报

■最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
新华锦	127.2	127.2	127.5
沪深 300	0.3	6.6	11.0

市场数据 2015-12-18

当前价格（元）	25.47
52 周价格区间（元）	11.13-28.98
总市值（百万）	9576.52
流通市值（百万）	9576.52
总股本（万股）	37599.23
流通股（万股）	37599.23
日均成交额（百万）	240.86
近一月换手（%）	147.26

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%

近期，我们对新华锦进行了调研，与公司管理层就公司最近经营情况和公司发展方向等方面进行了交流。

调研点评：

- 与日本长乐合作，布局轻资产模式养老服务。公司与长乐国际事业投资株式会社（以下简称“日本长乐”）签署合作意向书拟共同投资设立中日合资养老服务管理运营公司-新华锦长生投资，投资总额拟为 600 万美元，注册资本拟为 300 万美元，其中新华锦现金出资 198 万美元，占比 66%；日本长乐现金出资 102 万美元，占比 34%。养老服务管理运营公司初期盈利模式为提供咨询服务，输出管理收取技术咨询服务费用，逐渐扩展为接受民间养老机构委托，为其提供包括新建养老院设计方案、管理团队及护理人员培训、收费模式设计等在内全套管理咨询服务。依托日本长生集团 30 年积累的丰富养老经验和集团股东在国内高端日式养老项目运营中积累的中国式养老经验，公司在承接各级政府设立的养老机构，以及为地方政府刚性养老需求提供服务等方面具有先发优势。未来公司将围绕养老服务形成涵盖机构养老、居家养老、医疗机构、老年金融服务、老年社团、老年产品经营、尖端医疗技术和设备和人员教育培训机构的养老产业链全布局。老龄化程度加剧大背景下，庞大的老年群体必将催生巨大的养老服务市场需求，随着养老政策不断完善和相关保险制度的建立，强劲的养老市场需求将得以释放，依托日本长生集团丰富养老经验和集团股东积累的中国式养老经验，公司有望优先受益。

- 利百健 SVF 技术医用治疗和医学美容应用空间广阔。子公司获得意大利利百健 SVF 技术专利产品独家代理权及生产权。利百健 SVF 技术核心为通过一次性装置(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 可以作为自体生物填充剂直接参与局部组织与器官的修复与再生，不需经过体外长时间培养扩增，避免了间充质干细胞的体外扩增带来的细胞污染合体外分化的隐患。在糖尿病足治疗、关节炎治疗等医疗用领域以及美容与整形等领域具有广泛的应用。利百健 SVF 技术的操作易于掌握和无需体外扩增间充质干细胞的优势，非常有利于在美容整形医院和医疗机构推广应用。据预测，未来 5 年，医疗整形美容市场将以每年 20% 的速度增长，到 2020 年，医疗整形美容市场容量超过 700 亿元。同时弗若斯特沙利文的报告显示，非手术美容（包括激光程序及微整形美容），将在中国医疗美容服务市场占据更大份额，将由 2014 年的 360 万例增至

2018 年的 750 万例。美国整形美容外科协会(ASAPS)公布的数据也显示，微整形占据市场主导地位。2014 年美国手术和非手术整形超过 1600 万例。其中非手术的微整形占 83.5%，手术整形仅占 16.5%。利百健技术提取的 SVF 具有进行局部组织填充可再生能力强，提高微整形自体脂肪移植存活率和存续时间，不易萎缩和安全性高，将能在微整形领域得到广泛应用。整形美容市场的不断扩容和自体脂肪移植的接受度的不断提高，利百健 SVF 技术应用空间广阔。以美国自体脂肪填充占微整形比例，假设 20%渗透率，利百健仅在美容整形领域有望实现数亿元收入。目前公司拟通过代理商和直销两种模式推进利百健 SVF 技术在医疗机构和美容整形机构的应用。16 年将对公司利润产生积极的影响。

- **盈利预测和评级。**公司依托日本长生集团丰富养老经验和集团股东积累的中国式养老经验，在养老服务领域具有先发优势，看好公司未来养老服务领域的发展。利百健 SVF 技术医用治疗和医学美容应用空间广阔，16 年起将对公司业绩产生积极的影响。我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.17、0.30 和 0.45 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**政策不及预期；推广不及预期；筹建不及预期。

预测指标	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入(百万元)	1342	1187	1298	1487
增长率(%)	0.2%	-11.6%	9.4%	14.5%
净利润(百万元)	58	65	113	169
增长率(%)	25.8%	12.7%	74.4%	48.9%
摊薄每股收益(元)	0.23	0.17	0.30	0.45
ROE(%)	8.5%	8.7%	13.4%	17.0%

新华锦盈利预测

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标				
ROE	8%	9%	13%	17%	EPS	0.23	0.17	0.30	0.45
毛利率	22%	24%	29%	33%	BVPS	2.57	1.84	2.05	2.36
期间费率	14%	14%	13%	13%	估值				
销售净利率	4%	5%	9%	11%	P/E	110.6	147.1	84.3	56.6
成长能力					P/B	9.9	13.9	12.4	10.8
收入增长率	0%	-12%	9%	15%	P/S	4.8	8.1	7.4	6.4
利润增长率	26%	13%	74%	49%					
营运能力					利润表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	1.47	1.29	1.27	1.25	营业收入	1342	1187	1298	1487
应收账款周转率	8.85	8.90	8.90	8.90	营业成本	1042	897	926	993
存货周转率	3.58	3.58	3.58	3.58	营业税金及附加	3	2	3	3
偿债能力					销售费用	125	113	117	134
资产负债率	25%	19%	18%	16%	管理费用	58	51	56	64
流动比	2.95	3.96	4.47	5.09	财务费用	9	(4)	(7)	(9)
速动比	1.61	2.44	2.95	3.55	其他费用/（-收入）	5	(2)	0	0
					营业利润	112	126	204	303
资产负债表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E	营业外净收支	(0)	(1)	(1)	(1)
现金及现金等价物	178	249	335	454	利润总额	111	125	203	302
应收款项	152	133	146	167	所得税费用	35	40	61	91
存货净额	291	251	259	278	净利润	76	86	142	211
其他流动资产	23	20	21	24	少数股东损益	18	21	28	42
流动资产合计	644	653	761	923	归属于母公司净利润	58	65	113	169
固定资产	81	80	80	80					
在建工程	0	0	0	0	现金流量表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
无形资产及其他	10	9	8	8	经营活动现金流	85	149	158	225
长期股权投资	36	36	36	36	净利润	76	86	142	211
资产总计	911	919	1026	1187	少数股东权益	18	21	28	42
短期借款	66	34	34	34	折旧摊销	11	4	4	4
应付款项	88	76	79	85	公允价值变动	1	0	0	0
预收帐款	16	13	14	16	营运资金变动	(21)	39	(16)	(32)
其他流动负债	48	41	43	47	投资活动现金流	(0)	(3)	(3)	(3)
流动负债合计	218	165	170	181	资本支出	15	(3)	(3)	(3)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	3	0	0	0
其他长期负债	10	10	10	10	其他	(19)	0	0	0
长期负债合计	10	10	10	10	筹资活动现金流	(54)	(52)	(34)	(51)
负债合计	228	175	180	191	债务融资	(28)	(32)	0	0
股本	251	376	376	376	权益融资	2	0	0	0
股东权益	682	744	846	996	其它	(27)	(20)	(34)	(51)
负债和股东权益总计	911	919	1026	1187	现金净增加额	31	94	120	171

资料来源：公司数据，国海证券研究所

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。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。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。