

## 老树长新芽

## ——新华锦（600735）深度报告

2016年02月17日

强烈推荐/首次

新华锦

深度报告

## 报告摘要:

## 投资逻辑

- ◆ **大股东具先发优势、大健康资源丰富。**2010年，大股东新华锦集团与日本长乐共同投资成立国内首个高端日式养老项目——新华锦国际颐养中心（长乐居），是国内最早介入养老行业的企业之一，已经经营四年，大股东日式养老运营经验丰富、品牌优势明显。同时，2014年新华锦集团与韩国延世大学医院合作共建三甲综合医院，实现医养结合。
- ◆ **再次牵手日本长乐，走轻资产之路。**依托于大股东优良的医疗资源和成熟的养老运营经验，新华锦再次携手日本养老龙头日本长乐，布局轻资产模式的养老服务产业，以养老服务输出、养老管理输出、高标准陪护人才培养等为主要经营范围。
- ◆ **看好公司在养老产业轻重结合的商业模式，**一方面利用重资产投入的养老中心、康复医院打开品牌知名度，另一方面投资可复制的轻资产养老模式，输出养老管理和护理服务，有望实现快速扩张。未来不排除与集团养老资产、其他养老机构的有效互动，极具养老全产业链布局潜质。
- ◆ **利百健 SVF 技术有望成为新盈利点。**2015年，公司设立青岛利百健生物科技有限公司，用于承接意大利利百健 SVF 技术在中国地区（包含香港、澳门）的独家代理权和生产权。利百健 SVF 装置具有优化 SVF 提取过程，国际认可度高、医疗风险低等优势，在糖尿病足、医疗美容等具有较高的临床价值和市场推广潜力，进入中国市场前景可期。

## 投资建议

公司在保障发制品等外贸主业经营稳定的基础上，依托集团资源战略转型大健康产业，未来重点布局细胞治疗和养老服务产业，直面万亿级蓝海市场，极具养老全产业链布局潜质，看好未来发展前景。预计公司 2015-2017 年的 EPS 为 0.15 元、0.35 元和 0.45 元，对应 PE 为 92.69 倍、40.44 倍、30.14 倍，目标价 19.2 元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

## 财务指标预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,339.80	1,342.38	1,365.41	1,406.96	1,452.00
增长率(%)	-18.87%	0.19%	1.72%	3.04%	3.20%
净利润(百万元)	63.39	76.19	76.31	174.90	224.20
增长率(%)	-14.54%	20.19%	0.16%	129.19%	28.19%
净资产收益率(%)	7.81%	8.96%	7.26%	15.02%	17.32%
每股收益(元)	0.18	0.23	0.15	0.35	0.45
PE	77.10	61.35	92.69	40.44	31.14
PB	6.02	5.49	6.73	6.08	5.39

## 徐昊

010-66554017

xuhao@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480514070003

## 史琨

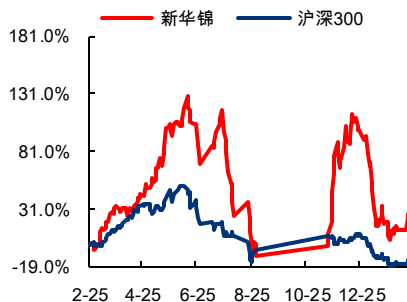
010-66554063

shikun@dxzq.net.cn

## 交易数据

52 周股价区间(元)	15.64-18.8
总市值(亿元)	58.81
流通市值(亿元)	58.81
总股本/流通 A 股(万股)	37599/37599
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	3.67

## 52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

## 相关研究报告

## 目 录

<b>1. 公司概况</b> .....	<b>5</b>
1.1 公司发展历程 .....	5
1.2 公司股东背景 .....	5
1.3 外贸砥砺前行 .....	6
<b>2. 大健康谋篇布局</b> .....	<b>7</b>
2.1 大健康产业发展潜力巨大 .....	7
2.2 大健康产业迎来发展机遇期 .....	9
2.3 “大健康” 战略开疆辟土 .....	11
<b>3. 养老夕阳红</b> .....	<b>12</b>
3.1 养老产业爆发呼之欲出 .....	12
3.2 养老产业的多元化趋势 .....	14
3.3 轻重结合打通养老全产业链 .....	18
<b>4. 民营医院转型正当时</b> .....	<b>21</b>
4.1 民营医院正值发展机遇期 .....	21
4.2 民营医院未来的发展趋势 .....	23
4.3 公司选择医疗产业是必然 .....	24
<b>5. 分享干细胞治疗领域红利</b> .....	<b>25</b>
5.1 干细胞的治疗效果优异 .....	25
5.2 细胞治疗市场空间广阔 .....	27
<b>6. 盈利预测与估值</b> .....	<b>31</b>
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>32</b>

## 表格目录

表 1: 公司的发展历程 .....	5
表 2: 公司的前五大控股股东 .....	5
表 3: 近年来健康产业的重要政策 .....	9
表 4: 近年我国养老产业政策 .....	13
表 5: 主要国家和地区的养老模式对比 .....	15
表 6: 新华锦国际颐养中心的三种入住模式 .....	19
表 7: 近年来我国主要的医疗服务政策 .....	22
表 8: 公立医院和民营医院对比 .....	23
表 9: 投资医院的主要方式对比 .....	23
表 10: 两种 SVF 提取方法对比 .....	26
表 11: 新华锦的业务预测 .....	32
表 12: 新华锦可比公司估值 .....	30
表 13: 公司盈利预测表 .....	33

## 插图目录

图 1: 公司的股权结构 .....	6
图 2: 公司近年的营业收入与增速 (单位: 亿元) .....	6
图 3: 公司近年的归属净利润与增速 (单位: 亿元) .....	6
图 4: 2014 年公司收入结构 .....	7
图 5: 2014 年公司的毛利结构 .....	7
图 6: 近年来我国卫生费用支出情况 (单位: 元) .....	8
图 7: 各国的健康产业规模占 GDP 的比重 .....	8
图 8: 大健康产业结构划分 .....	8
图 9: 2014 年美国大健康产业的结构 .....	8
图 10: 我国城镇人口占总人口的比重 .....	10
图 11: 我国城镇和农村居民卫生费用占消费支出的比重 .....	10
图 12: 近年我国老龄人口的比重 .....	10
图 13: 我国老龄人口的主要消费支出范围 .....	10
图 14: 健康、亚健康与疾病之间的关系 .....	11
图 15: 大健康产业发展趋势前移 .....	11
图 16: 公司的大健康产业布局 .....	12
图 17: 公司养老产业的发展蓝图 .....	12
图 18: 我国养老产业的市场容量 (单位: 万亿) .....	13
图 19: 我国每千名老人的床位数 (张) .....	13
图 20: 养老产业的四大领域 .....	14
图 21: 三大养老服务模式 .....	14
图 22: 我国养老机构的床位数 (单位: 万张) .....	15
图 23: 我国养老机构呈“哑铃型”布局 .....	15
图 24: 未来养老产业的参与主体多元化 .....	16
图 25: 我国养老地产的主要开发模式 .....	17
图 26: 外资养老机构主要采取轻资产模式 .....	17
图 27: 养老服务的主要类型 .....	17
图 28: 我国老年人需要上门护理服务的人数 (单位: 万) .....	17
图 29: 新华锦国际颐养中心的实景展示 .....	18
图 30: 公司轻资产模式的服务内容 .....	19
图 31: 公司养老产业的战略规划 .....	20
图 32: 公司发展养老产业的核心竞争优势 .....	20
图 33: 我国医疗卫生费用支出情况 (单位: 元) .....	21
图 34: 我国公立医院和私立医院级别情况对比 .....	21
图 35: 世界各国的医院结构对比 .....	22
图 36: 我国养老卫生服务 2020 年的发展目标 .....	22
图 37: 韩国延世大学医院的专业医疗机构 .....	25
图 38: 新华锦办医的核心竞争优势 .....	25
图 39: 利百健 SVF 装置提取过程 .....	25

图 40: 利百健 SVF 专利技术取得多项国际认证.....	27
图 41: 我国糖尿病的患病率.....	27
图 42: 糖尿病的多种并发症.....	27
图 43: 关节炎患者的关节与正常关节对比.....	28
图 44: 关节炎的传统治疗方法.....	28
图 45: 利百健 SVF 对关节炎的治疗效果图.....	29
图 46: 美容产业的主要分类.....	29
图 47: 医疗美容的主要服务类别.....	29
图 48: 医疗美容手术类的项目结构.....	30
图 49: 医疗美容非手术类的项目结构.....	30
图 50: 利百健 SVF 细胞群的再生能力强.....	31

## 1. 公司概况

### 1.1 公司发展历程

2002年,山东新华锦集团有限公司(以下简称“新华锦集团”)联合五家山东省省级外贸公司经国企改制而成,主营纺织品、锡材料、水产品等国际贸易。2007年5月,新华锦集团借壳山东兰陵陈香酒业股份有限公司上市,将经营良好的纺织品、发制品等贸易业务注入上市公司,公司名称变更为山东新华锦国际股份有限公司(以下简称“新华锦”)。2012年,新华锦通过重大资产重组而新增发制品外贸业务;2015年是公司全方位开启大健康战略的元年。

表 1: 公司的发展历程

时间	事件
2002年	新华锦集团联合五家山东省级外贸公司经国企改制而成
2007年	新华锦集团借壳山东兰陵陈香酒业股份有限公司上市
2010年	新华锦集团携手日本长生率先布局养老产业,共同建设新华锦颐养中心
2012年	新华锦通过资产重组置入优质发制品外贸业务
2015年6月	新华锦与利百健中国成立青岛利百健生物科技有限公司,承接意大利专利利百健SVF的独家代理和生产权
2015年7月	新华锦集团与韩国延世医院合作,在青岛崂山王哥庄风景区建设国际化的三甲综合性医院
2015年11月	新华锦拟通过非公开发行股份购买新华锦集团所属的养老地产,后因收购价过高和经营成本加重而终止
2016年1月	新华锦与日本长乐合资设立山东新华锦长生养老运营有限公司,拉开轻资产模式快速发展养老产业的大幕
2016年1月	新华锦与日本长乐、青岛社保局、社保协会共同筹办青岛市养老护理国际专科学校,培养养老护理人员

资料来源:公司公告,集团官网,东兴证券研究所

### 1.2 公司股东背景

上市公司的控股股东为新华锦集团,其通过鲁锦集团和海川控股来间接控股上市公司,公司董事长和实际控制人为张建华先生。截止2015年三季报数据,公司总股本为3.76亿股,其中新华锦集团合计持股53.3%(包括鲁锦集团的50.9%和海川控股的2.4%),集团拥有绝对控制权。

表 2: 公司的前五大控股股东

排名	股东名称	持股比例
1	山东鲁锦进出口集团有限公司	50.9%
2	山东海川集团控股有限公司	2.4%
3	千多鑫融发咨询管理有限公司	1.04%
4	张建华	0.97%
5	中国工商银行股份有限公司-汇添富策略回报混合型证券投资基金	0.53%

资料来源:WIND,东兴证券研究所

图 1: 公司的股权结构



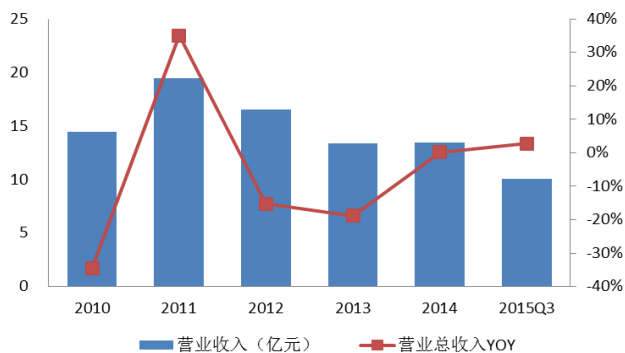
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 1.3 外贸砥砺前行

2012 年, 公司的业务由纺织品外贸为主转变为发制品外贸为主, 因此我们将公司业务以 2012 年为节点进行划分分析:

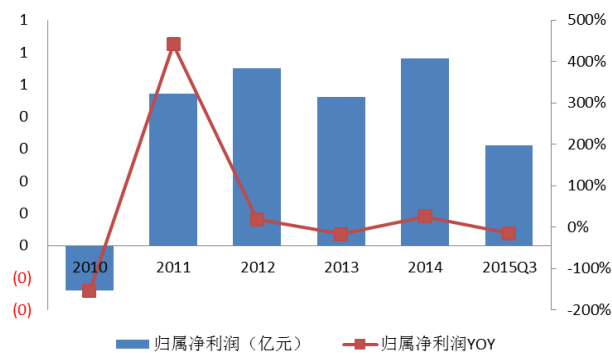
- ◆ 2012 年之前, 公司的业务是纺织品、水产品、船舶等外贸产品, 以及房地产营销策划业务。2011 年营收和净利润大幅增长的主要原因是: 公司房产营销策划收入顺利实现、以及公司出售下属青岛锦宜时装公司的股权, 但公司主营的纺织品、水产品等外贸业务均下滑超过 30%。
- ◆ 2012 年, 公司完成重大资产重组而新增发制品主营业务, 同时转让了山东新华锦水产有限公司、新华锦集团山东海舜国际有限公司的控股权 (水产品 and 船舶外贸业务)。2012 年后, 由于发制品出口受经济环境影响较小, 消费群体相对稳定, 而逐渐成为公司的外贸拳头产品, 公司收入和利润也基本保持稳健增长。

图 2: 公司近年的营业收入与增速 (单位: 亿元)



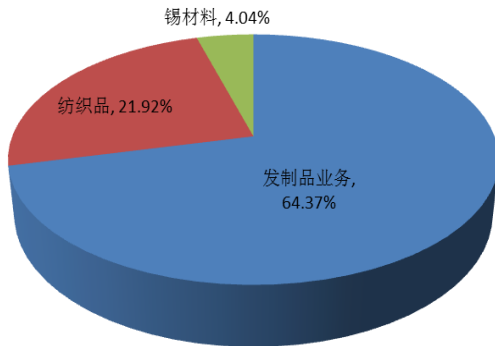
资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 3: 公司近年的归属净利润与增速 (单位: 亿元)

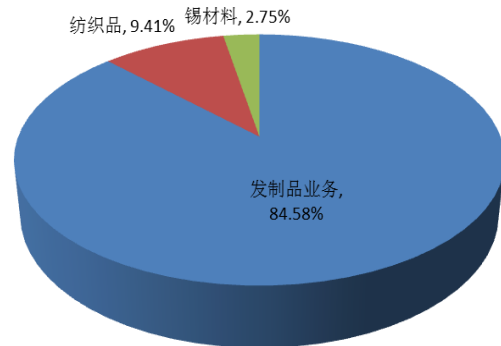


资料来源: WIND, 东兴证券研究所

从收入结构来看,2014年公司的发制品、纺织品、锡材料的营业收入占比分别为64%、22%和4%。从毛利结构来看,三大主业的毛利占比分别为85%、9.4%、和2.8%,可见发制品业务已成为公司主营业务收入和利润贡献的主要来源。但外贸出口业务受国际消费低迷影响,未来业绩增长有限,公司转型诉求强烈。

**图 4: 2014 年公司收入结构**


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

**图 5: 2014 年公司的毛利结构**


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

## 2. 大健康谋篇布局

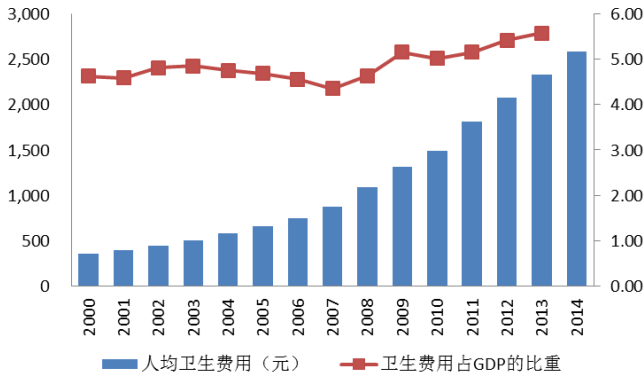
公司在外贸主营业务经营稳健的基础上,借助大股东新华锦集团的养老品牌和先发优势,涉足大健康产业转型,目前已初步形成了“健康养老+医疗服务+医疗器械”的三大战略布局,抢占大健康产业8万亿美元的广阔市场空间。

### 2.1 大健康产业发展潜力巨大

从健康支出来看,2013年我国卫生费用支出占GDP的5.57%,而美国的这一比重已超过15%;我国每年的人均支出为2582元,不足美国的5%,仅是全球水平的20%左右,存在较大差距。国务院《关于促进健康服务业发展的若干意见》明确提出,到2020年基本建立覆盖全生命周期的健康服务业体系(包括医疗服务、健康养老、保健养生等),健康服务总规模达到8万亿,产业年均增速达到18%,我国健康服务产业的发展潜力巨大。

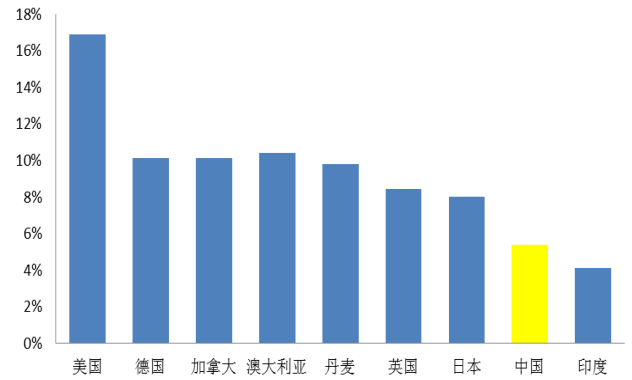


图 6: 近年来我国卫生费用支出情况 (单位: 元)



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

图 7: 各国的健康产业规模占 GDP 的比重



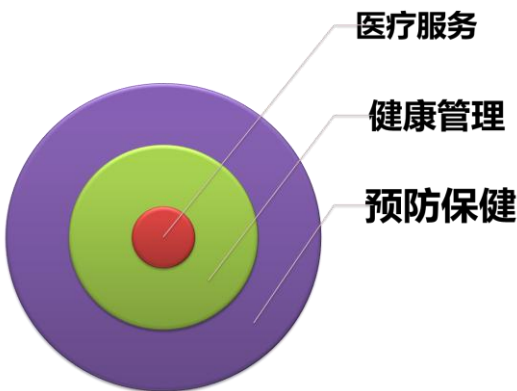
资料来源: 前瞻产业研究院, 东兴证券研究所

我们按照消费者的不同健康需求, 将大健康产业分为医疗服务、健康管理和预防保健三个层次, 覆盖的消费群体范围依次扩大, 医疗服务仅为大健康产业的细分领域。

- ◆ **医疗服务:** 满足消费者最基本的健康需求。医疗服务包括产业中最核心的部分——医院, 以及医疗器械、药品、器具等产品。
- ◆ **健康管理:** 满足消费者长期健康管理的需求, 既包括老人、慢性病患者、大病康复者等存在疾病隐患的人, 又包括健康的普通人, 可提供养老和健康咨询等服务。
- ◆ **预防保健:** 满足所有关注健康人群的消费需求, 可提供保健品、定期体检、体育健身和保健旅游等产品和服务。

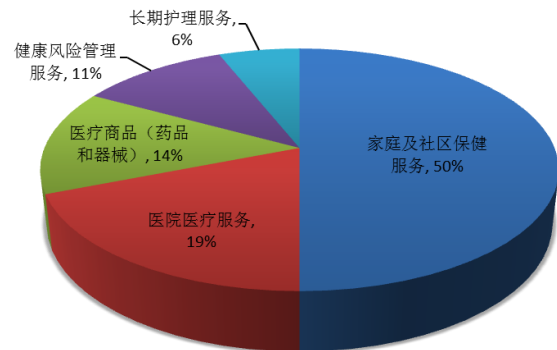
相比于大健康产业发展成熟的美国, 目前我国的大健康产业存在发展结构失衡的问题。美国的大健康产业包括医疗服务、医疗商品、健康管理、长期护理和保健服务五个方面, 而我国的大健康产业中, **医疗服务和医疗商品合计占比高达 95%**。我国的大健康产业结构亟待调整, 健康管理和预防保健的市场空间有待挖掘。

图 8: 大健康产业结构划分



资料来源: 东兴证券研究所

图 9: 2014 年美国大健康产业的结构



资料来源: 前瞻网, 东兴证券研究所



## 2.2 大健康产业迎来发展机遇期

在经济全球化背景下，以及政策红利、消费升级、人口老龄化以及亚健康问题等多重因素共振，大健康产业的发展机遇期已经来临。

### 2.2.1 政策东风助力健康产业升级

医疗健康作为民生问题一直是政府工作的重点之一，近年来相关政策密集出台，紧密围绕“结构调整+驱动消费”两个方面。

- ◆ **产业结构调整**：目前我国的大健康产业仍以医疗服务为主，在政策推动下，未来健康服务产业将呈现多元化发展的格局，养老护理和预防保健的细分行业有望诞生龙头企业或产业链整合的大型企业，从而催生投资机会。
- ◆ **政策鼓励消费**：一系列政策的推出旨在鼓励提供多元化的健康产品和服务，来满足多样化的消费需求，以消费拉动整个产业的发展。考虑目前我国健康产业的发展程度低、调整难度大，未来政府的相关支持将保持连续性。

表 3：近年来健康产业的重要政策

时间	政策	内容
2007 年 1 月	新医改方案	缓解居民“看病难、看病贵”的近期目标，建立健全覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度，提供安全、有效、方便、价廉卫生服务的长远目标。
2012 年 3 月	国务院“十二五”医改方案	提出到 2020 年，我国卫生总费用占 GDP 的比重增至 6.5-7%，提高 2% 的战略目标，并且持续增加政府对医疗健康的投入。
2012 年 11 月	党的十八大报告	推进综合医改：深化公立医院改革，鼓励社会办医，扶持中医药和民族医药发展，改革和完善食品药品安全监管体制机制，健全全名医保体系等。
2013 年 9 月	国务院《关于促进健康服务业发展的若干意见》	到 2020 年，基本建立覆盖全生命周期的健康服务业体系（包括医疗服务、健康养老、保健养生等），健康服务总规模达到 8 万亿。
2015 年 3 月	政府工作报告	首次将“健康中国”写入政府工作报告

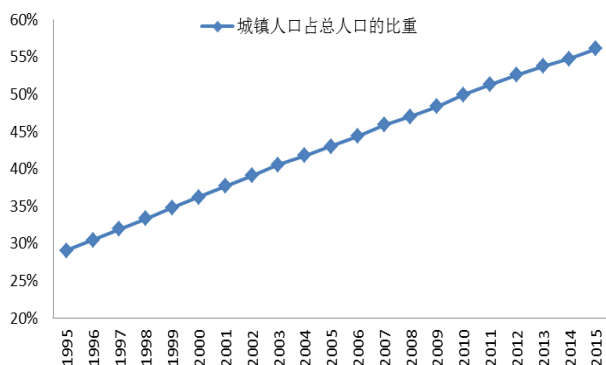
资料来源：政府官网，东兴证券研究所

### 2.2.2 消费升级促多元化健康需求

随着我国城镇化进程的加快，居民的健康服务需求更加多样化，而且城乡居民收入的增长，也会增强其健康消费的能力，进而带动健康产业向多元化发展。

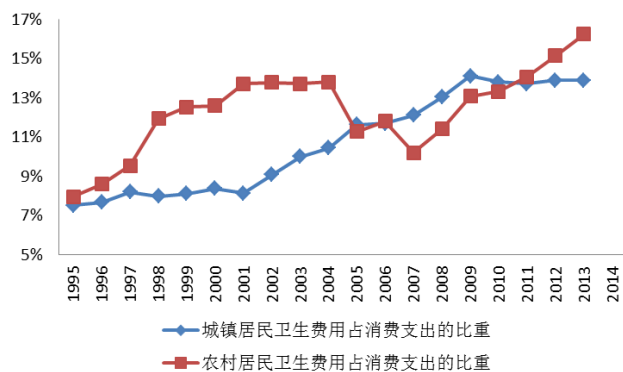
我们认为，大健康产业中的医疗服务属于强刚性消费需求，而健康管理和预防保健则属于改善性消费需求，即主要定位于具备一定消费能力和健康管理意识的中高端客群。因此，未来健康产业的拓展下限取决于人均基础卫生资源的扩张，上限则取决于满足深层次健康服务需求的成熟度。

图 10: 我国城镇人口占总人口的比重



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

图 11: 我国城镇和农村居民卫生费用占消费支出的比重



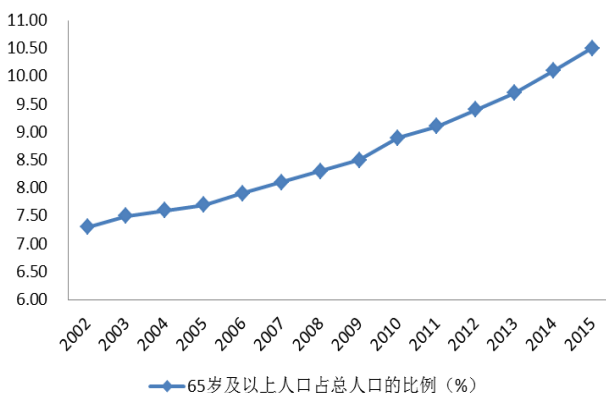
资料来源：WIND, 东兴证券研究所

### 2.2.3 老龄化加重趋势不可逆转

由于计划经济、生育意愿等各种因素，我国的老龄化问题日益严重，65岁及以上人口占总人口的比重已由2002年的7.3%增至2014年的10.5%。根据《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》预计，到2050年老龄人口将超过4亿人，老龄化水平提高至30%以上。按照老年人年均消费3000元保守估计，老年消费为万亿级市场。

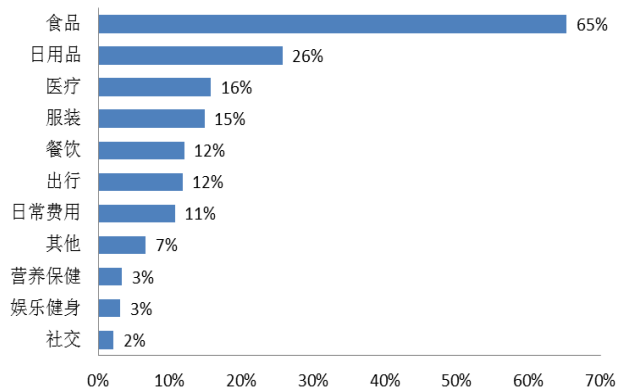
根据《中国老龄事业发展报告（2013）》数据：老年消费支出最多的依次是食品、日用品和医疗。由于老年人的平均医药卫生费用支出是正常人群的6-7倍，老龄化加剧对推升对医疗健康的需求，进而催生保健品、健康咨询、养老等多个产业的大发展。

图 12: 近年我国老龄人口的比重



资料来源：WIND, 东兴证券研究所

图 13: 我国老龄人口的主要消费支出范围



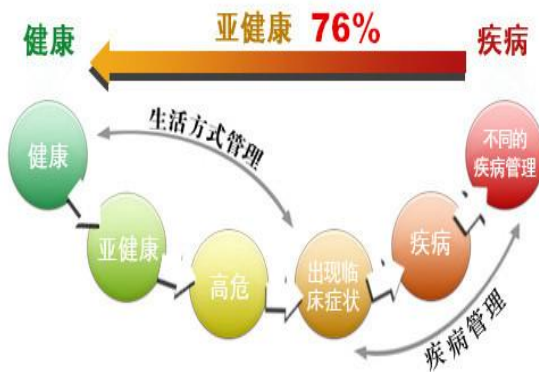
资料来源：《中国老龄事业发展报告（2013）》东兴证券研究所

### 2.2.4 亚健康刺激健康消费前移

根据《中国城市健康白皮书》数据：由于生活节奏加快、工作压力增大等因素，目前我国近 **76%的人群处于亚健康状态**（包括代谢紊乱疾病、疲劳、失眠、心理障碍等），真正意义上的“健康人”比例不到 3%。

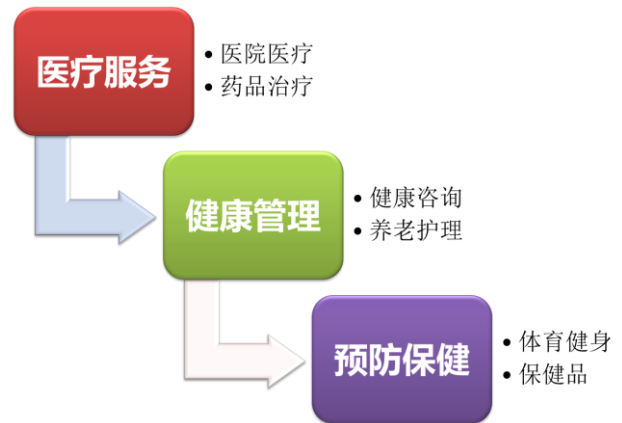
由于应对亚健康的主要方式是“防患于未然”，这将使得养生、保健品、健康旅游等新兴产业兴起，为健康产业带来新鲜的增长动力。我们认为，亚健康问题的爆发将推动居民健康消费前移，从而促进预防保健产业的蓬勃发展。

图 14: 健康、亚健康与疾病之间的关系



资料来源：亚健康服务网，东兴证券研究所

图 15: 大健康产业发展趋势前移



资料来源：东兴证券研究所

### 2.3 “大健康”战略开疆辟土

公司在主营业务经营稳健的基础上，借助新华锦集团的养老品牌和先发优势，涉足大健康产业转型，目前已初步形成“健康养老+医疗服务+细胞治疗”三大战略布局，未来有望囊括更多的健康产业分支、并且与集团养老地产项目整合探索，打造多元化健康服务生态圈。

- ◆ **健康养老(轻重模式结合)**: 2015年11月,上市公司拟出资396万美元(持股66%),与日本长乐合资成立山东新华锦长生养老运营管理公司,以轻资产形式扩展养老服务。大股东新华锦集团是国内首批以重资产模式布局养老的公司,于2010年与日本长乐合建国内首家日式颐养院——新华锦国际颐养中心,入住率达80%。
- ◆ **医疗器械(干细胞治疗)**: 公司与意大利利百健合作成立青岛利百健公司,享有专利产品——利百健SVF分离装置在中国地区的独家代理权与生产权,利百健SVF是目前唯一采用物理器械方法从脂肪组织中提取混合干细胞群体的技术,在糖尿病足、关节炎和医疗美容等领域具有广泛应用和临床疗效。
- ◆ **医疗服务(医养结合)**: 新华锦集团与韩国延世大学医院合作,拟在青岛崂山湾合作建设国际化三甲综合医院,规划床位为3000个。韩国延世大学医院被称为韩国总统的医院,这也是韩国综合医院首次在国内建设同名医院。而且中韩自贸协定允许持有韩国医师执照的医生在中国行医,提高了韩国专家入驻的可能性。

图 16: 公司的大健康产业布局



资料来源：东兴证券研究所

图 17: 公司养老产业的发展蓝图



资料来源：东兴证券研究所

### 3. 养老夕阳红

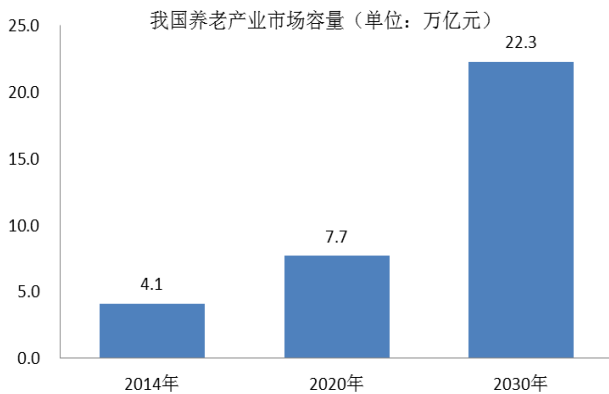
受益于需求的持续增加和政策的不断扶持，养老产业将成为未来万亿级的蓝海市场。2015 年，公司借助大股东新华锦集团的养老地产品牌和先发优势，以及丰富的养老项目和运营经验，再次牵手日本长乐，走轻资产之路，以实现快速扩张。

#### 3.1 养老产业爆发呼之欲出

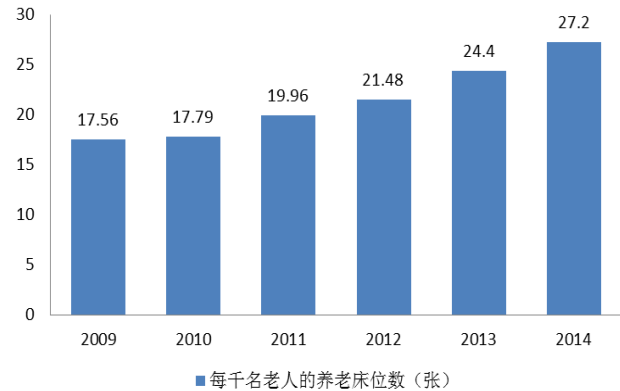
##### 3.1.1 万亿级蓝海市场静待挖掘

养老产业是指通过对老年人提供生活起居，护理医疗，精神关怀等全方位的服务以获取利润的产业。2014 年，我国养老产业的市场容量为 4.1 万亿，占 GDP 的 6.44%，但与美国 22.3%、欧洲 20.1%-36.8%的比重相比，仍有较大差距。根据《中国老龄产业发展预测研究》数据，到 2020 年我国养老产业的市场空间将达到 7.7 万亿，到 2030 年达到 22.3 万亿，万亿级蓝海市场静待挖掘。

从供给端来看，我国养老产业尚处于起步阶段，有效供给严重不足。2014 年，我国养老机构的床位数达到 550 万张，同比增长 17%，每千名老人拥有 27.2 个床位，仅为国际标准规定的一半左右，根据国务院《关于加快发展养老服务业的若干意见》，到 2020 年每千名老人的养老床位将达 35-45 张，我国养老机构的床位数的缺口巨大。

**图 18：我国养老产业的市场容量（单位：万亿）**


资料来源：《中国老龄产业发展预测研究2014》，东兴证券研究所

**图 19：我国每千名老人的床位数（张）**


资料来源：民政部，东兴证券研究所

### 3.1.2 需求迫切+政策引导 促养老产业爆发

受益于需求持续增加和政策不断扶持，养老产业将成为未来的蓝海市场。

- ◆ **从需求端看，人口老龄化趋势不可逆转，养老产业需求迫切。**随着 60 年代婴儿潮时期出生人口集体步入中老年阶段，以及新生代劳动人口的锐减，人口老龄化程度加剧。2014 年，我国老龄人口已达 2.12 亿，占总人口的 15.5%，是全球首个老龄人口突破 2 亿的国家。据联合国预测，到 2050 年我国 60 岁以上老人占比将创下 36.5% 的新高。
- ◆ 2000 年我国迈入老龄化社会时，人均 GDP 仅为 1200 美元（发达国家为 1 万美元），我国存在“未富先老”的问题，严重增加了政府财政负担。自 2000 年，养老政策频频出台，从对非营利性老年服务机构免征所得税，到将养老产业建设具体落实到各地方政府具体项目，2015 年更是鼓励民间资本参与居家和社区养老服务，引导社会力量成为养老产业建设的主角，减轻政府的财政负担。

**表 4：近年我国养老产业政策**

时间	政策	内容
2014 年 2 月	《关于加强养老服务设施规划建设工作的通知》	确定北京市西城区等 42 地区为全国养老服务综合改革试点地区
2014 年 4 月	民政部等《关于推进城镇养老服务设施建设工作的通知》	完善养老服务设施用地范围、土地用途和期限
2014 年 6 月	保监会《关于开展老年热住房反向抵押养老保险试点的指导意见》	开展老年人住房反向抵押养老保险
2014 年 9 月	《关于加快推进健康与养老服务工程	2015 年每千名老人床位数 30 张，到 2020 年达到 35-40 张

建设的通知》

2015年2月

《关于鼓励民间资本参与养老服务业 推进医养融合发展, 鼓励社会资本加入, 并对其免征营业税、以发展的指导意见》 及土地使用权转让不征收增值税、营业税

资料来源: 政府官网, 东兴证券研究所

## 3.2 养老产业的多元化趋势

### 3.2.1 我国养老产业尚处于初级阶段

按照老年人的消费需求, 养老产业可分为养老服务业、养老地产业、养老金融业和养老用品业四大领域, 其中养老服务业是养老产业的最核心部分, 主要包括医疗护理、长期看护和家政旅游等服务内容。

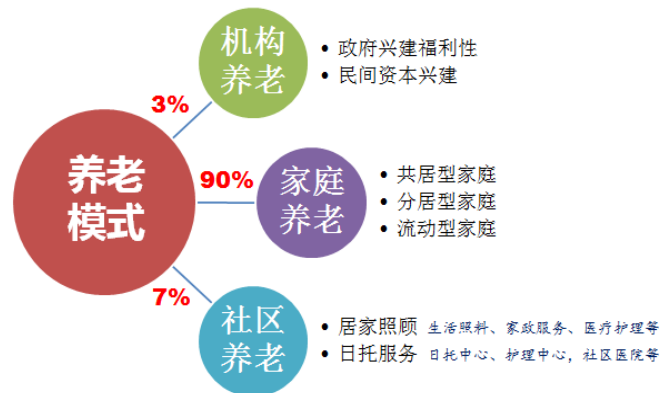
一般而言, 养老模式包括居家养老、社区养老和机构养老三种。2013年国务院《关于深化改革加快发展养老服务业的任务措施》提出, 到2020年全面建成以居家养老为基础、社区养老为依托、机构养老为支撑的覆盖城乡的多样化养老服务体系, 我国基本明确了“9073”的养老格局, 即居家养老、社区养老、机构养老人数分别占90%、7%和3%。

图 20: 养老产业的四大领域



资料来源: 《中国养老产业发展研究报告》, 东兴证券研究所

图 21: 三大养老服务模式



资料来源: 《关于深化改革加快发展养老服务业的任务措施》, 东兴证券研究所

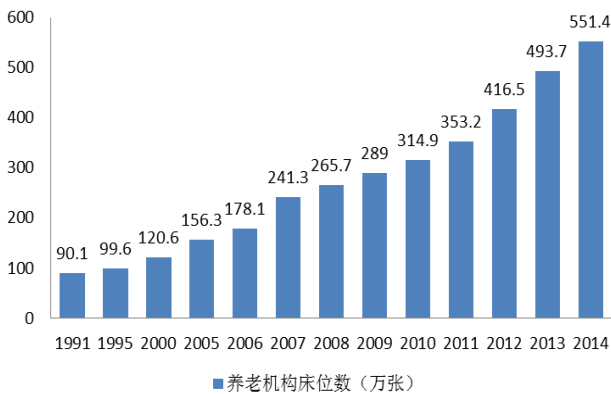
我国养老产业的建设还处于初级阶段, 绝大部分老人属于“无服务”的居家养老, 目前主流的养老服务模式为机构养老。2014年, 我国养老机构床位数达到550万张, 其中70%以上的养老床位数由公办养老机构提供, 即政府建设运营的非盈利机构, 包括福利院、敬老院、老年服务中心等。

我们认为, 我国以公办养老机构为主来提供养老服务的模式存在两大问题: 资源配置失衡、过度依靠政府补贴。



- ◆ 养老资源配置失衡，养老机构呈现“哑铃形”布局，即豪华型和简陋型养老机构所占的市场份额较多，中档养老机构的占比较低，从而导致大城市养老院一床难求，农村敬老院入驻不足的现象层出不穷。
- ◆ 目前养老机构很大程度上依靠政府财政补贴，从而加重了政府的财政负担。而随着老龄化程度会不断加深，通过增加财政补贴来发展养老产业已不具备可持续性。

图 22: 我国养老机构的床位数 (单位: 万张)



资料来源: 《中国养老机构发展研究报告》, 东兴证券研究所

图 23: 我国养老机构呈“哑铃型”布局



资料来源: Internet, 东兴证券研究所

### 3.2.2 未来我国养老产业的发展趋势

早在百年之前，欧洲多国就普遍迈入了老龄社会（老龄人口比重超过 7%），随后美国、日本、新加坡、香港等发达地区也相继进入老龄化社会，进而衍生出各具特色的养老服务产业。

日本比中国早三十年进入老龄社会，2014 年，日本 65 岁以上老年人占总人口的比重就已达到 25%，而据日本社保人口问题研究所预测，到 2020 年这一比例将达 32.3%，老龄化负担仍在不断加重。日本与我国都面临着巨大的老龄人口，以及仍在不断加剧老龄化社会困境，而且同受儒家思想影响，家庭观念相近，因此日本的养老经验在我国推行成功的可能性更高。

表 5: 主要国家和地区的养老模式对比

国家	主要特点	主要养老服务
日本	多方合作 养老全产业链	养老参与主体多元化，包括地产、保险、政府和其他等机构。日本推出“介乎保险制度”，增强老人支付压力。日本养老已形成完整产业链，养老服务极为细致，包含老年住宅、老年金融、家政服务、福利器械用品、文化生活服务，仅老年住宅就有收费型老人公寓、老人集团住宅、昼夜看护服务旅馆等模式，家政服务甚至包含登门洗澡等细致服务。
香港	政府投资+民间运营 居家养老	在香港的养老服务体系中，政府扮演着投资者的角色，而由民间机构承担约 90% 的养老服务。香港社会福利署负责推行养老服务的统一评估机制，评价老人在养老护理方面的需要，并编配合适的长期护理服务。

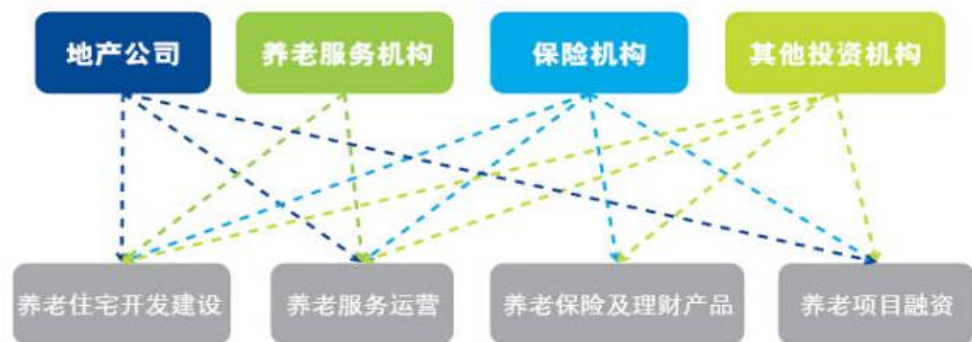


英国	政府主导 社区养老	英国经历了从传统的福利养老院到社区养老模式的转换，社区服务中心由地方政府投资建立和维护，可提供生活照料、医疗保健、物质支援、心理咨询、老年教育等全方位的养老服务，还在 Bath、Bexhill 等度假城市形成养老小城。
美国	市场化运营 居家养老	美国以居家养老为主，大多由私人机构提供日常护理、医疗照顾等服务；独立生活、协助生活和专业护理等多种养老社区发展成熟，并且实行所有者和管理者分离的运营模式；REITs 等金融工具推动私人机构介入养老产业；“家庭共享”计划将有意共享家庭的老人配对。
新加坡	政府主导 家庭养老	新加坡鼓励家庭养老，主张三代同堂的家庭模式，政府给予相应家庭未来遗产税减免优待；新加坡也是实施“以房养老”比较成功的国家；也是全球首个将“赡养父母”立法的国家；政府为低收入家庭提供养老医疗津贴，提高家庭赡养老人的积极性。

资料来源：德勤分析，东兴证券研究所

参照日本养老产业的发展历程，未来我国养老产业的重要发展趋势——参与主体多元化。随着我国关于鼓励社会力量参与养老产业建设的相关政策推出落实，多种参与主体（包括房地产公司、养老服务机构、保险公司、其他投资机构等）也将积极涉足养老产业，以提供更加全面化和细致化的养老服务，提升养老机构的运营效率，促进养老资源配置合理，减轻政府的财政负担。

图 24：未来养老产业的参与主体多元化



资料来源：德勤分析，东兴证券研究所

我们认为，社会机构参与养老服务业的方式主要有两种：**重资产模式和轻资产模式**。

- ◆ **重资产运营模式**，指依托于养老地产的服务模式，主要是地产公司开发养老住宅。虽然在养老地产模式下，提供的养老服务更加全面与体系化，但老年人退休后往往收入水平降低，养老服务费用超出了大部分老年人的支付能力。因此消费群体的特殊性使得养老地产具有**投入大、利润率低、回收期长、业绩不确定性**等特征。
- ◆ **轻资产运营模式**，即由**第三方养老服务提供商提供养老服务**，包括居家上门养老服务和社区养老服务。外资养老机构大多以轻资产模式介入，轻资产可覆盖的老年群体范围更广，提供的养老服务更具灵活性，并且能够满足不同消费水平老年群体的养老服务需求。因此我们认为，**轻资产的养老服务需求和供给会率先爆发**。

图 25: 我国养老地产的主要开发模式

代表项目	开发模式	主要特点
万科幸福汇	社区中配套老年公寓	将普通住宅楼栋中的某栋进行适老化设计，增加社区内的老年设施，提供部分服务。
万科万科良渚文化村	全龄化社区	和子女可同住在一个小区，但对资金实力的要求很高。
北京太阳城	中和性养老社区	规模大、功能多、配套设施完善，具有良好的物业管理水平，但对资金实力要求高。
北京太申祥和山庄	医养结合社区	配备完善的医疗设施和医护人员
绿城乌镇雅园	度假养生社区	自然景观好，集养生、度假和养老于一体

资料来源：中国指数研究院，东兴证券研究所

图 26: 外资养老机构主要采取轻资产模式

代表项目	合作方	主要特点
凯健华展老年护理	美国	在上海和北京提供专业养老服务，包括康复、护理院、老年公寓、失智老人中心和持续照料社区等。
慈爱嘉养老服务	美国	位于北京、吉林、等地，针对老人、病人、残疾人士及其他需要护理的人群，如手术后临危人员的特殊护理和陪伴服务。
星堡老年服务	美国	在上海运营高级老年生活社区，提供日常照料、护理和医护服务等。
维斯福祉商务咨询	日本	在大连开设高级老年公寓，配备游泳池、医疗设备等资源，面向高端客户提供护理服务。
善初会养老产品研发	日本	位于上海，针对失能、失智的中高端护理型养老服务和产品的研发。
礼爱企业管理咨询	日本	在上海开设礼爱颐养院，提供自理、半自理、全护理、老年痴呆护理、手术后康复护理、家庭别墅型度假修养等服务。

资料来源：德勤分析，东兴证券研究所

综上所述，轻资产的上门养老服务模式，更符合我国居家养老为主的现状。根据我国“9073”的政策导向，机构养老虽能解决一部分养老需求，但未来居家养老仍将是我国养老的绝对主流形态。但伴随着我国“421”家庭结构的增多，家庭面临着较大的养老压力，从而催生出对老年人日常照料、医疗、护理等上门养老服务的需求。

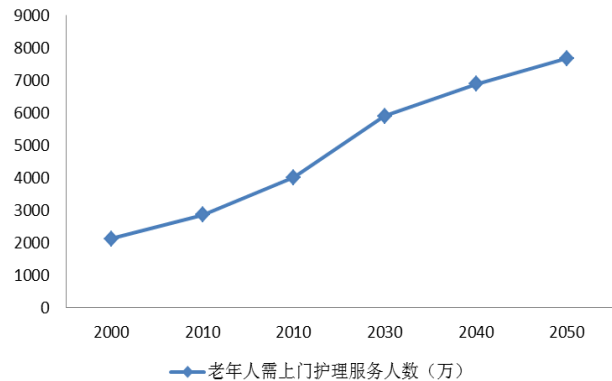
我们认为，上门养老服务最重要的资源就是“人”，但我国养老专业护理人员缺口极大。根据中国老龄科研中心数据，到 2020 年，我国老年人需要上门护理服务的人数将达 4033 万人，到 2050 年将超 7659 万人，未来对相关医疗护理专业人员的需求也会增加，而目前每 500 多名需要护理服务的老人仅有 1 名护理人员对应。我国目前还没有规模化的上门养老服务提供商，率先培养出养老服务专业的团队将会成为企业的重要竞争力。

图 27: 养老服务的主要类型

图 28: 我国老年人需要上门护理服务的人数（单位：万）



资料来源: 东兴证券研究所



资料来源: 中国老龄科研中心, 东兴证券研究所

### 3.3 轻重结合打通养老全产业链

#### 3.3.1 重资产打造品牌优势

2010年6月,新华锦集团成立养老产业投资主体——青岛新世纪爱晚投资有限公司,并与日本长乐共同投资成立新华锦长乐颐养服务有限公司,其中新华锦集团持股70%,日本长乐持股30%。2012年3月,双方合作在青岛成立国内首个高端日式养老项目——新华锦国际颐养中心(长乐居)正式开业,包含医疗护理、文化娱乐、体育休闲等完善的配套功能服务体系。

图 29: 新华锦国际颐养中心的实景展示





资料来源：公司官网，东兴证券研究所

新华锦国际颐养中心总投资 3 亿余元，其开发模式为社区中配备养老公寓，该项目共 27 层 160 套住宅（包括一居室和两居室两种户型），可提供“医、食、住、行、游、学、乐、氧”八大的配套服务，目前入住率已达 80%，主要采用“会员制+复合型+普通型”三种入住模式。

**表 6：新华锦国际颐养中心的三种入住模式**

入住模式	会员费	保证金	服务管理费	享受服务	备注
会员制	2014 年底前入住免交	133 万元起	免交	八大服务体系	全额退还保证金
复合型	免交	20 万元起	与保证金数额相对应	八大服务体系	全额退还保证金
普通型	免交	免交	6000 元起	八大服务体系	退住时费用不退还

资料来源：公司资料，东兴证券研究所

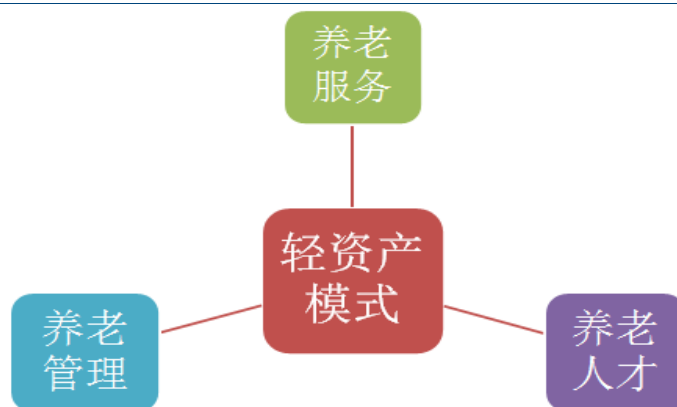
### 3.3.2 轻资产实现快速扩张

借助新华锦集团的养老品牌和先发优势，以及丰富的养老项目和运营经验，上市公司以轻资产模式涉足大健康产业转型，主要输出“养老服务+养老管理+养老人才”。

- ◆ 2015 年 11 月，新华锦与日本长乐合资成立山东新华锦长生养老运营管理公司，新华锦持股 66%，以提供养老服务输出、养老管理输出、高标准陪护人才培养等为主要经营范围，借合资公司传授日本国最先进的老年服务理念、服务方式、服务标准。
- ◆ 2016 年 1 月，新华锦再与日本长乐、青岛社保局、青岛社保协会合办养老护理国际专科学校，培养养老护理专业人才。青岛目前专业养老护理人员的需求约 1.6 万名，而养老机构在编护理员仅约 2500 人，护理人员的需求缺口大。

**图 30：公司轻资产模式的服务内容**





资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3.3.3 养老布局优势突出

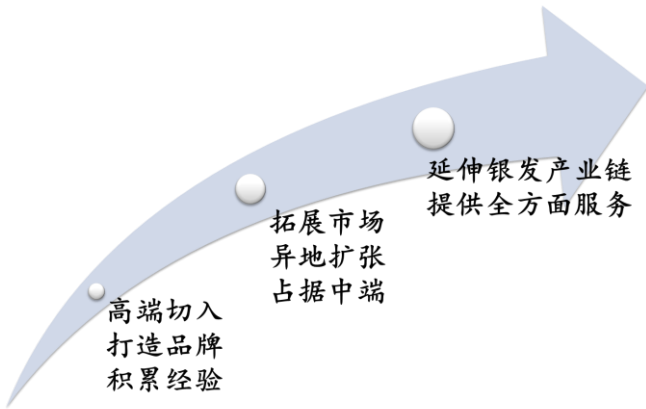
我们看好公司在养老产业轻重结合的商业模式，一方面利用重资产布局的养老中心、康复医院打开品牌知名度；另一方面投资可复制的轻养老模式，输出管理、护理服务及人才以快速扩张。未来有望与集团养老项目、其他养老机构进行有效互动，极具养老全产业链的布局潜质。

我们认为，新华锦集团的养老产业布局具备四点核心优势：

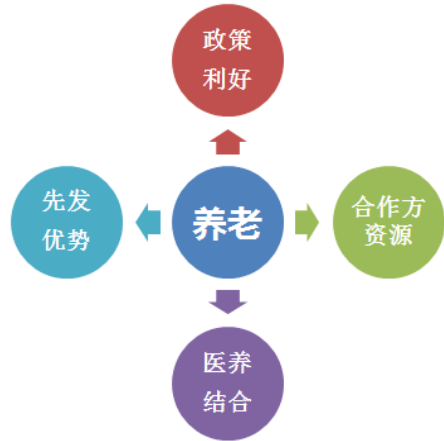
- ◆ **区域多项政策支持养老产业发展。**2012年，青岛首推“长期医疗护理保险制度”，提高护理老年人的支付能力。2014年，山东省政府规定：新建小区每百户要建20平米的养老设施，已建成小区不低于15平米。2015年，中韩自贸协定允许持韩国医师执照的医生在中国行医。
- ◆ **大股东的品牌和先发优势明显。**携手日本首家养老上市公司——日本长乐，新华锦集团以重资产模式率先涉足养老产业，是国内最早介入养老行业的企业之一。新华锦国际颐养中心已经经营四年，已成为山东省乃至华东地区最高端的老年颐养中心，大股东日式养老运营经验丰富、品牌和先发优势明显。
- ◆ **合作方资源是养老布局最核心的优势。**日本老龄化严重且仍在加剧，同受儒家思想影响，日本养老服务经验和模式导入的成功率高。日本长乐是日本首批养老上市公司，经营范围覆盖养老全产业链，经营模式和理念已走在世界前列。依托于日本长生30余年专注养老的运营经验，可输入日式最先进、最人性化的养老产品与服务。
- ◆ **医养结合是新华锦养老的重要特色。**目前长乐居拥有24小时急症室和诊所，配备专业医师满足日常医护需求。公司与韩国延世大学医院将合建国际化三甲医院，这也是韩国综合医院首次在中国建造同名医院。韩国延世大学医院被誉为韩国总统的医院，待医院建成后，将为集团和其他养老院提供更为专业化的医疗服务保障。

图 31：公司养老产业的战略规划

图 32：公司发展养老产业的核心竞争优势



资料来源: 东兴证券研究所



资料来源: 东兴证券研究所

## 4. 民营医院转型正当时

在政策支持、医疗服务需求增加、居民卫生消费支付意愿增强的背景下, 民营医院迎来发展机遇期。2014年8月, 新华锦集团与韩国延世大学医院合作, 在青岛崂山湾建设国际化三甲综合医院, 与养老产业融合发展, 实现医养结合。

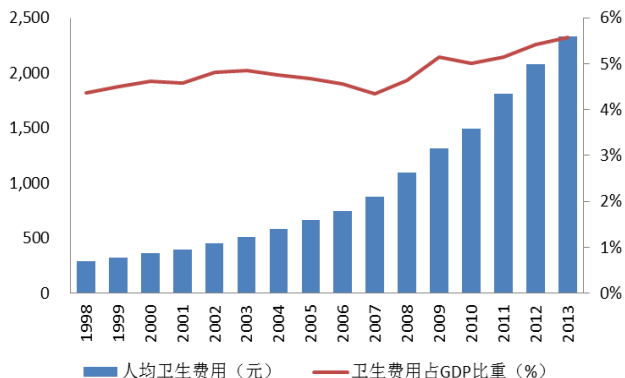
### 4.1 民营医院正值发展机遇期

从需求端看, 随着居民生活水平的提高, 自我医疗保健意识不断加强, 医疗服务需求快速增长。居民人均卫生支出额由2000年的362元增至2014年的2587元, 复合增长率15%。2014年, 中国医疗服务开支总额约3.5万亿元, 占GDP的比重为5.57%, 医疗需求旺盛, 但与美国医疗服务开支占GDP的17%相比, 仍存在较大差距。

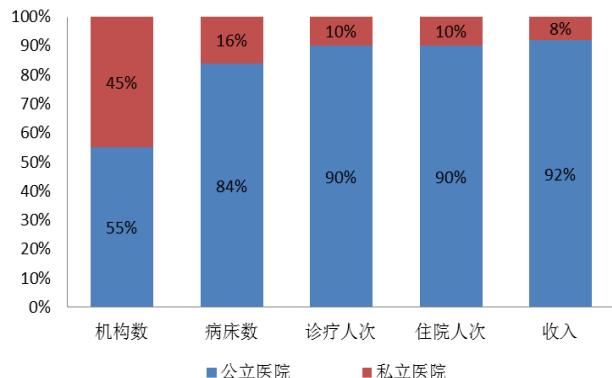
从供给端看, 我国医疗体系中, 由于具有品牌优势、规模优势以及国家在税收、人才和医保定点等相关方面的倾斜性政策, 公立医院一直以来处于医疗行业的垄断地位。2014年, 我国私立医院为1.2万家, 同比增长11%, 占全国医院总量的45%, 但私立医院床位数仅占全国医院总量的16%, 诊疗人次和住院人次仅占10%, 我国私立医院存在数量多、规模小、服务能力偏弱的问题。

图 33: 我国医疗卫生费用支出情况 (单位: 元)

图 34: 我国公立医院和私立医院级别情况对比



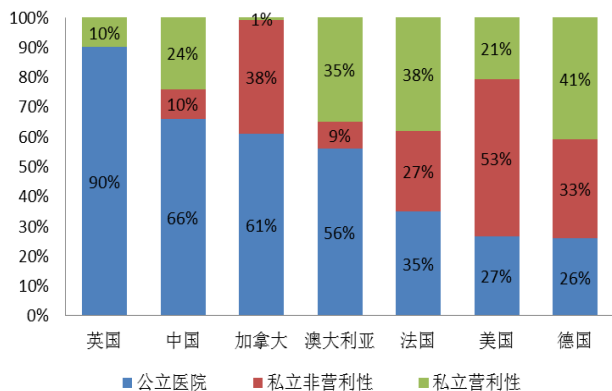
资料来源: WIND, 东兴证券研究所



资料来源: 中国卫生统计年鉴, 东兴证券研究所

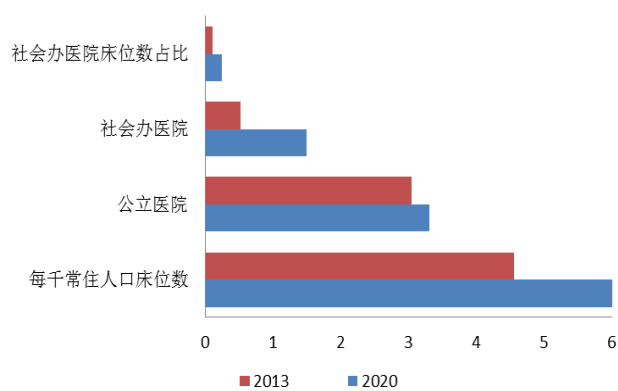
与发达国家的养老服务结构相比, 我国的私立医院占比偏低。根据国务院《全国医疗卫生服务体系规划纲要(2015-2020 年)》, 到 2020 年每千常住人口医疗卫生机构床位数达到 6 张, 其中公立医院 3.3 张, 社会办医院 1.5 张。相比于目前公立医院床位数 3.04 张, 社办医院 0.52 张, 可见未来公立医院的规模扩张有限, 而社会办医仍有近两倍的空间, 社会办医的比重将由目前的 16% 提升至 25%。

图 35: 世界各国的医院结构对比



资料来源: OECD, 东兴证券研究所

图 36: 我国养老卫生服务 2020 年的发展目标



资料来源: 《全国医疗卫生服务体系规划纲要》, 东兴证券研究所

综上所述, 民营医院作为满足人们多层次、多元化医疗服务需求的有效途径, 未来的发展空间广阔。制约民营医院发展的瓶颈主要是医生自由执业, 医保, 高端设备配置等。2013 年起, 卫计委密集出台鼓励社会办医的相关政策, 包括准入、医保定点、等级评审等多个方面, 破除民营医院的发展瓶颈。在政策支持、医疗服务需求增加、居民卫生消费支付意愿增强的背景下, 民营医院迎来发展机遇期。

表 7: 近年来我国主要的医疗服务政策

时间	政策
2013-10	《关于促进健康服务发展的若干意见》鼓励社会资本进入医疗等健康相关领域
2014-1	《关于加快发展社会办医的若干意见》优先支持社会资本举办非营利性医疗机构



2014-5	《深化医药卫生体制改革 2014 年重点工作任务》指出积极推动社会办医
2015-1	《全国医疗卫生服务体系规划纲要》继续深化改革
2015-5	《深化医药卫生体制改革 2014 工作总结和 2015 重点工作任务》
2015-6	《促进社会办医加快发展的若干政策措施》

资料来源：政府官网，东兴证券研究所

## 4.2 民营医院未来的发展趋势

相比于与公立医院，民营办医院具备体制灵活，产权明晰，利益导向明确，管理层与员工激励制度规范合理等优势，可与公立医院形成有序竞争。由于民营医院的市场定位，服务对象和内容等与公立医院不同，我们认为，**民营医院未来的发展方向在于提供高端医疗、专科医院、康复医院等稀缺服务**。《规划纲要》也鼓励社会资本介入高端医疗服务、康复/老年护理等紧缺服务领域。

**表 8：公立医院和民营医院对比**

项目	公立医院	民营医院
经营模式	根据国家政策规定经营，受政府领导，提供基本医疗服务。	自主经营、自负盈亏，按需运作、灵活性强。多提供能获得高额利润的特需或特色医疗服务，如尖端的医疗技术、先进的医疗设备、优雅的就医环境。
价格标准	实行政府指导价：按主管部门制订的基准价，在浮动范围内确定其医疗服务价格	实行市场调节价：医疗机构根据实际服务成本或市场供求情况自主制订医疗服务价格
服务对象	以普通群众为主	以中高端客群为主
税收标准	享受相应的税收减免优惠政策	缴纳所得税，目前免征营业税
分配方式	可适当盈利，但盈利只能用于自身发展，不能分红	税后利润可以分红
财政补贴	非营利性医院由同级财政给予合理补助，对大中型医院以定项补助为主，对基层医院以定额补助为主	不享受同级政府财政补助
特需服务	不超过全部医疗服务的 10%	无限制

资料来源：《关于城镇医药卫生体制改革的指导意见》，东兴证券研究所

由于上市公司的资源和禀赋差异，决定了其介入医疗服务行业的模式不同。我们认为，目前企业参与医院投资的最主要方式有两种：**收购民营医院和新建民营医院**

- ◆ **新建民营医院**：新建医院的主要优势在于没有历史遗留问题，投资者拥有绝对控制权。但新建民营医院面临较长的审批和建设流程、以及重资产投入、盈利周期长、运营风险高的问题。
- ◆ **收购民营医院**：收购的民营医院培育期短、医疗机构人员配备到位。但被收购的民营医院多存在经营管理不善等问题，而且近两年资本市场上对医院收购的热度不减，标的估值普遍偏高。

**表 9：投资医院的主要方式对比**

介入方式	投资金额	介入时长	所有权归属	风险
新建	较大	较长	投资方	较高
收 全资	较大	较快	收购方	中等
购 部分	中等	较快	股份划分	中等

资料来源：东兴证券研究所

由于医院属重资产产业，建设和运营成本高、培育周期长，无论哪种参与形式介入民营医院，都存在一定的投资风险。我们认为，民营医院可采用多种方式为增加其收入规模和盈利能力。

- ◆ **满足高端或特许医疗需求：**配置神经内科、妇产科、肿瘤等高端需求的科室占比。此外民营医院对特需服务无限制，借助特许服务可在高端医疗服务市场上提供差异化医疗。
- ◆ **提供优质专业的医疗服务：**与国际知名医院合作，入驻国际知名专家医师就诊，为患者提供成功率高的医疗服务，凭借高效优质的服务来提升医疗服务价格。

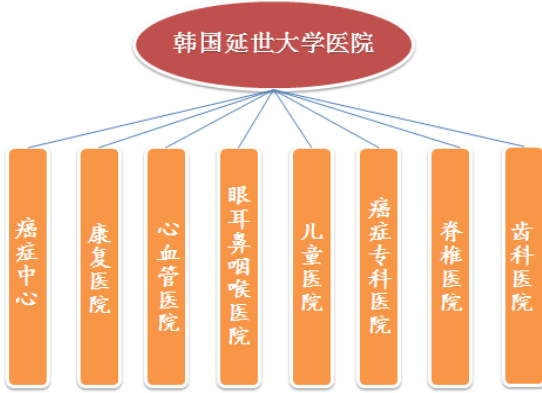
#### 4.3 公司选择医疗产业是必然

2014年，公司与韩国延世大学医疗院正式达成协议，到2018年在青岛崂山湾共同建成国际化三甲医院，建成后拥有1000张病床规模的综合医院，这也是韩国综合医院首次在中国建造同名医院。未来若项目推进顺利，有望扩至3000张病床，发展为大型综合医院。

我们认为，新华锦办医的核心竞争力主要体现在：**具备决定医院价值增长的运营管理、医疗技术和医护专家等优势。**

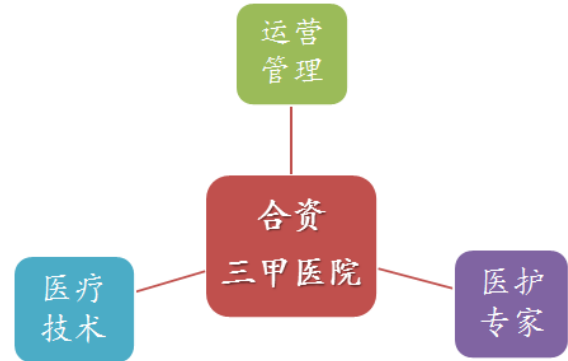
- ◆ **运营管理：**新华锦集团作为国内最早介入大健康产业的企业之一，经营模式和运营团队成熟，品牌效应和社会影响力较高，同时韩国延世医院最为亚洲最国际化、最先进的大型综合医院，也将参与合资医院的运营管理。
- ◆ **医疗技术：**韩国延世医院是最早通过JCI认证和再认证的大型综合性医院，其在癌症诊断和治疗，特别是胃癌、前列腺癌、甲状腺癌的治疗方面世界领先，以及在心血管病、脊椎病、骨关节病的治疗处于世界一流水平。
- ◆ **医护专家：**韩方主要负责提供培训医护人员，合资医院地处中韩自贸区，中韩贸易协定规定具备韩国医师执照的医生可以在中国行医，韩方将派驻专家医疗团队来到青岛，提供高标准的专业医疗服务。

图 37: 韩国延世大学医院的专业医疗机构



资料来源: 医院官网, 东兴证券研究所

图 38: 新华锦办医的核心竞争优势

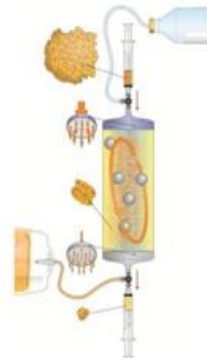


资料来源: 东兴证券研究所

## 5. 分享干细胞治疗领域红利

2015 年 7 月, 新华锦与利百健中国合资设立青岛利百健生物科技有限公司, 其中新华锦持股 49%, 用于承接了意大利利百健 SVF 技术在中国地区 (包含香港、澳门) 的独家代理权和生产权, 利百健 SVF 装置简单可靠, 采用 OEM 代工。公司抢先布局干细胞治疗领域, 利百健 SVF 凭借国际专利技术和临床治疗效果打开市场, 未来有望成为公司新的盈利增长点。

图 39: 利百健 SVF 装置提取过程



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 5.1 干细胞的治疗效果优异

脂肪组织主要由脂肪细胞, 基质干细胞 (ASCs)、内皮细胞、周细胞等细胞外基质组成。基质血管组分 (简称 SVF) 是指通过物理或生化等途径, 从脂肪组织中分离基质干细胞 (ASCs) 和其他细胞混合的干细胞群体。新鲜分离的 SVF 富含间充质干细

胞、血管内皮祖细胞等多种活性细胞,各种细胞间具有协同效应,增加组织修复能力、创面愈合能力和提高自体脂肪移植的存活率,具有很高的临床价值。

### 5.1.1 利百健装置优化 SVF 提取过程

**传统酶消化法：**通过消化、离心等步骤，即采用胶原酶或胰蛋白酶等对脂肪组织进行消化，然后加入胎牛血清等终止消化，从脂肪组织中分离 SVF。因此，提取的 SVF 中含有残留胶原酶、血清等对病人治疗不利的成分，而且体外提取 SVF 时间长，增加了细胞污染和细胞体外分化的可能性。

**利百健 SVF 法的主要原理是：**通过一种一次性医疗器械（利百健 SVF 分离装置）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，并激活血管周细胞，形成含大量间充质干细胞的脂肪基质血管组分（SVF）。

**利百健提取 SVF 的优势在于：**是唯一纯机械分离，不需消化酶，被 FDA 认证的自体移植技术；能保持细胞群三维骨架，还原细胞生长的微环境，促进血管生成和组织再生，进入人体后生存率高，临床效果好；在无菌无消化酶的封闭系统中提取，降低体外污染，整个过程耗时 30 分钟以内，大大节省时间。

表 10: 两种 SVF 提取方法对比

项目	酶解 SVF 法	利百健 SVF 法
原理	酶消化化学法提取	利百健纯物理提取
装置特点	非一次性封闭系统装置	一次性封闭系统装置
残留物	有	无
体外污染及分化	高	低
细胞群三维支架	无	有
利于生存的微环境	无	有
激活的血管周细胞	少量	大量
促血管和细胞再生功能	不明显	明显
自体移植细胞的存活率	低	高
FDA 认证	无	有
提取时间	5-6 小时	30 分钟以内
临床效果	不明显	明显

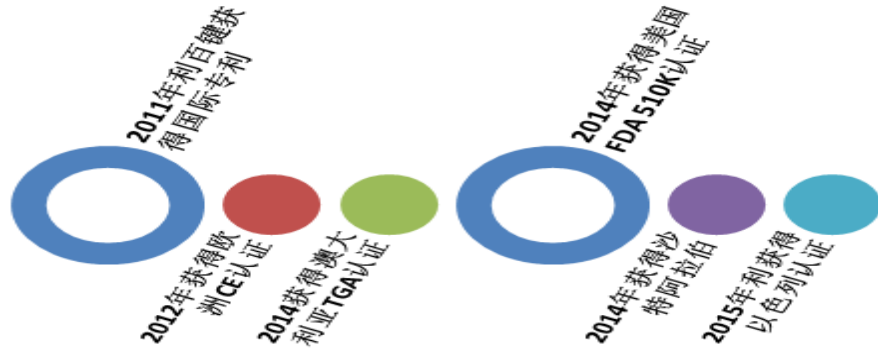
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 5.1.2 国际认可度高且医疗风险低

2011 年 5 月，利百健 SVF 技术已获得了国际专利（WO/2011/145075），以及美国 FDA 510K、欧盟 CE、澳大利亚 TGA 等发达国家认证。从医疗安全角度来看，目前利百健 SVF 的境外 3000 个临床案例中，尚无 1 人感染，符合我国卫生部《医院管

理评价指南》关于普外手术感染率低于 1.5% 的要求。而且由于利百健 SVF 细胞群体中含有抗炎细胞，手术风险低。

图 40: 利百健 SVF 专利技术取得多项国际认证



资料来源: FDA, 东兴证券研究所

## 5.2 细胞治疗市场空间广阔

基于利百健 SVF 独特的细胞群三维骨架结构，以及组织修复、创面愈合和提高移植存活率等生理功能，在骨科、内分泌科、创伤科、肛肠科、妇科、免疫科、耳鼻喉科、整形科等科室具有广泛的应用潜力。目前临床应用比较成熟的领域主要是：糖尿病足伤口愈合，关节炎治疗和整形美容。

### 5.2.1 降低糖尿病足的截肢率

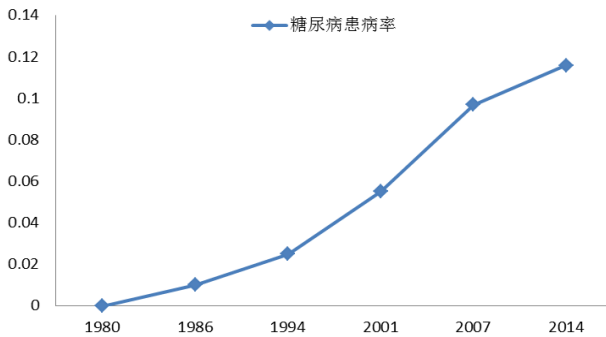
糖尿病是一种高患病率和发病率的慢性病。根据国际糖尿病联合会数据，2013 年，全球糖尿病患者确诊人数为 3.82 亿，其中中国患者 1.14 亿，占比高达 75%，中国的糖尿病患者居全球之首，且还有 1.4 亿糖耐量异常者（糖尿病前期）。随着经济水平提高，饮食结构变化与人口老龄化加剧，IDF 预计 2030 年糖尿病患者将突破 1.5 亿。

糖尿病并发症是由糖尿病转变而来的常见慢性并发症，包括足病（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）等。而糖尿病足是糖尿病最严重的和治疗费用最高的慢性并发症之一，重者会导致截肢，糖尿病患者下肢截肢的相对风险是非糖尿病患者的 40 倍。

图 41: 我国糖尿病的患病率

图 42: 糖尿病的各种并发症





资料来源:《中国2型糖尿病指南》,东兴证券研究所



资料来源:糖尿病网,东兴证券研究所

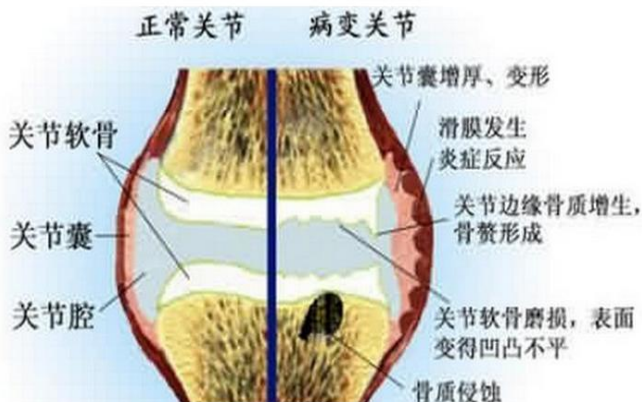
目前糖尿病足病无法完全治愈,是临床医学的一大难题。

- 医院大多采取传统治疗方法,即通过消炎,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,也有一些新技术和新方法的应用,比如 VSD,但仍未能取得确切满意的疗效。
- 目前已开展利百健 SVF 的临床应用,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,能促进糖尿病足愈合,避免截肢,具有广阔的应用前景。

### 5.2.2 治疗关节损失的良方

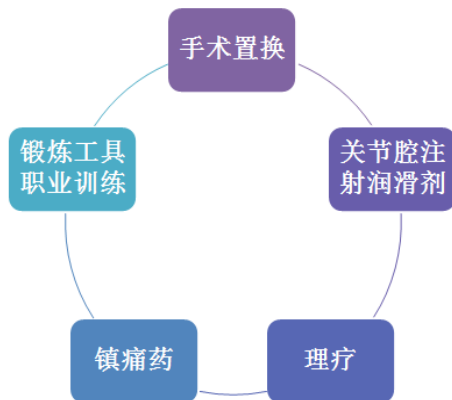
关节炎泛指发生在人体关节及其周围组织的炎性疾病,临床表现为关节的红、肿、热、痛、功能障碍及关节畸形。关节炎有一百多种类型,最常见的是骨关节炎,严重者导致关节残疾,被世界卫生组织称为“不死的癌症”,2014年,全球骨关节炎患者为3.6亿,其中我国骨关节炎患者达1.2亿,我国60岁以上老人中超过半数饱受骨关节炎困扰,70岁以上的患病率高达80%。

图 43: 关节炎患者的关节与正常关节对比



资料来源:脊梁网,东兴证券研究所

图 44: 关节炎的传统治疗方法

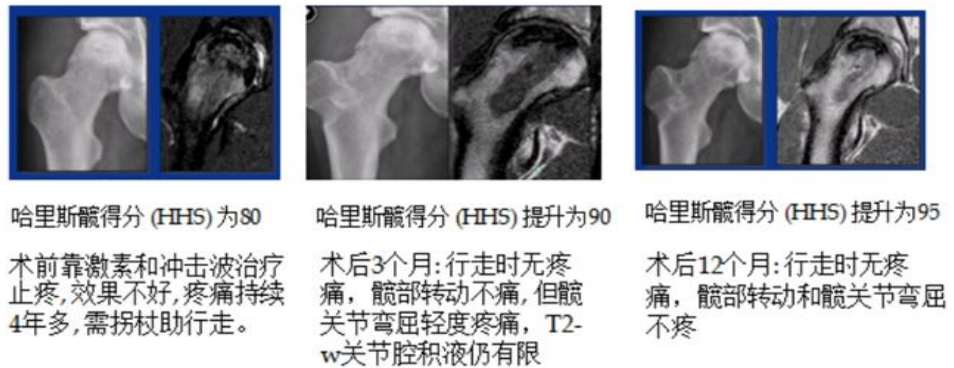


资料来源:中华康网,东兴证券研究所

目前临床医学对关节炎的治疗无法根除患者的痛苦。

- ◆ 传统治疗法如康复性治疗、药物治疗和关节手术置换治疗等,对受损关节软骨组织几乎无任何疗效,无法从根本上解决问题,而且药物治疗具有一定的副作用,置换手术则是费用高、风险大且有时效性。
- ◆ **SVF 软骨再生法成为发达国家治疗骨关节炎新的里程碑,是目前可逆转关节退化、修复软骨、取代关节置换手术的方法。**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具有较好疗效,且没有副作用和药物依赖性。

图 45: 利百健 SVF 对关节炎的治疗效果图



资料来源:公司公告,东兴证券研究所

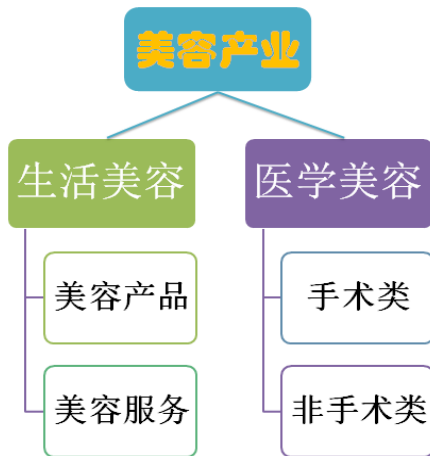
### 5.2.3 利百健 SVF 或取代玻尿酸

美容分为生活美容和医疗美容两大类,其中医疗美容是指运用手术、药物、医疗器械以及其他具有创伤性或者侵入性的医学技术方法对人的容貌和人体各部位形态进行的修复与再塑。医疗美容包括手术类美容和非手术类美容两大类。根据中国产业信息网数据,2014年中国医疗美容市场约500亿,7年复合增速30%,预计到2018年将超过1000亿。

图 46: 美容产业的主要分类

图 47: 医疗美容的主要服务类别





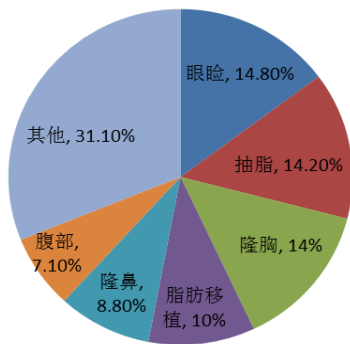
资料来源: 中国产业信息网, 东兴证券研究所

大类	小类	项目
手术类	五官	面部性质改变、隆鼻、眼部、口唇、和耳部等
	美体	隆胸、吸脂瘦身
	皮肤	祛斑美白、嫩肤美白、永久脱毛、除皱紧肤、艺术绣纹等
	口腔	明星美牙、牙齿矫正、活动义齿修复、口腔治疗等
	其他	肢端美型(脚趾、手指灯)、处女膜修复等
非手术类	填充剂注射	玻尿酸、胶原蛋白、爱贝芙、伊维兰
	无创年轻化	以光或射频为基础使老化的面部恢复年轻状态
	生化注射	肉毒杆菌、美白针、羊胎素
	激光治疗	美白祛斑、祛斑、痣、胎记等

资料来源: 中国产业信息网, 东兴证券研究所

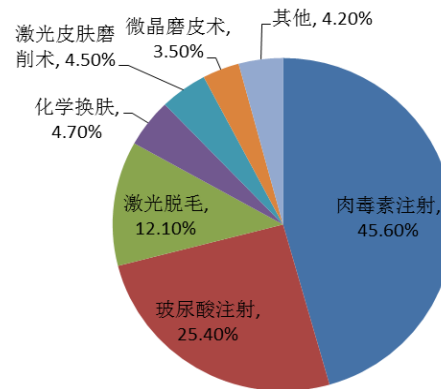
根据 ISAPS 数据, 2014 年全世界医疗美容总量约 2020 万例, 其中手术类占比 47.7%, 非手术类占比 52.3%。在具体美容项目上, 全球最受欢迎的手术项目前 5 名分别是眼睑、抽脂、隆胸、脂肪移植和隆鼻, 合计占比 62%; 最受欢迎项目的非手术项目是肉毒杆菌素注射、玻尿酸注射, 合计占比 70%。

图 48: 医疗美容手术类的项目结构



资料来源: ISAPS, 东兴证券研究所

图 49: 医疗美容非手术类的项目结构



资料来源: ISAPS, 东兴证券研究所

利百健 SVF 或将取代玻尿酸\肉毒素注射, 相比自提脂肪移植术的优势明显。

- ◆ 玻尿酸注射填充、肉毒素除皱瘦脸等方式均存在一定的副作用。自体脂肪移植法使用自体组织, 无排异问题且安全性高, 但存在移植后成活率不高、部分坏死的问题。
- ◆ 利百健 SVF 辅助移植将抽脂获得的脂肪与干细胞群混合移植, 能提高颗粒脂肪移植存活率, 所含的利百健 SVF 细胞群体再生能力强, 术后效果、安全性和传统方式对比有明显优势, 尤其在女性丰胸、面部填充、除皱等领域都有广泛的应用。

**图 50: 利百健 SVF 细胞群的再生能力强**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 6. 盈利预测与估值

**核心假设:** 公司外贸业务平稳增长, 预计 2015-2017 年外贸业务的收入增速分别为 2%、3%、3%。公司成立利百健青岛公司 (持股 49%), 利百健 SVF 技术已于 2015 年底获得国内认证, 2016 年将全面开展独家授权生产和销售业务, 预计 2016-2017 年利百健 SVF 装置在糖尿病足、关节炎和医疗美容三大业务的销售量合计为 12.9 万套和 18.1 万套, 利百健青岛公司 (49%) 可实现净利润 2.6 亿、3.8 亿, 因此 2016 年和 2017 年对上市公司贡献的投资收益分别为 1.3 亿、1.8 亿。由于公司处于大健康转型初期, 新华锦长生养老运营公司和青岛养老护理国际专科学校尚处于早期创立筹备阶段, 短期暂不贡献业绩。

**表 11: 新华锦的业务预测**

业务	项目	2015E	2016E	2017E
外 贸	营业收入 (百万)	1,365.41	1,406.96	1,452.00
	EPS	0.15	0.17	0.19
利 百 健	营业收入 (百万)	0.00	1160.32	1673.82
	(49%) 投资收益 (百万)	0	127.92	184.54
	EPS	0.00	0.18	0.26
合计 EPS		0.15	0.35	0.45

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

**相对估值:** 我们将公司业务分为外贸和医疗器械两大板块进行估值。公司主营外贸出口业务, 参考外贸行业的平均估值, 给予公司 2016 年外贸业务 30 倍估值, 对应市值约 19 亿元。公司转型利百健细胞治疗业务, 我们参同类可比公司, 给予 2016 年 80 倍估值, 对应市值约 53 亿元。预计 2016 年公司外贸和利百健的市值合计 72 亿元, 对应的股价为 19.2 元。

表 12: 新华锦可比公司估值

类型	名称	最新股价	PE: 2015E	2016E	2017E
细胞治疗	达安基因	31.50	136.60	92.67	71.59
	上海莱士	39.90	79.98	74.03	59.12
	中源协和	40.05	132.97	65.42	40.95
	天坛生物	31.01	182.41	84.04	61.48
	平均值		132.99	79.04	58.28
外贸业务	江苏国泰	16.86	23.80	18.87	17.38
	小商品城	7.2900	56.08	31.18	21.87
	兰生股份	27.5800	25.18	21.97	19.94
	物产中大	13.5900	53.82	46.37	27.29
	平均值		39.72	29.60	21.62

资料来源: WIND, 东兴证券研究所

**投资建议:** 公司在保障发制品等外贸主业经营稳定的基础上, 积极布局大健康产业。公司凭借大股东优良的医疗资源和成熟的养老运营经验, 携手日本养老龙头日本长乐, 布局轻资产模式的养老服务, 未来有望与集团养老项目有效互动, 极具养老全产业链布局潜质。利百健 SVF 专利技术在糖尿病足、医疗美容等具有较高的临床价值和市场推广潜力。将分享干细胞治疗领域红利。我们预计公司 2015-2017 年的 EPS 为 0.15 元、0.35 元和 0.45 元, 对应 PE 为 92.69 倍、40.44 倍、30.14 倍, 首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

## 7. 风险提示

养老产业发展不及预期、利百健 SVF 市场推广不达预期。

**表 13: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产合计</b>	611	644	765	914	1099	<b>营业收入</b>	1340	1342	1365	1407	1452
货币资金	154	178	289	422	589	<b>营业成本</b>	1037	1042	1057	1085	1117
应收账款	111	114	120	123	127	营业税金及附加	3	3	3	3	3
其他应收款	39	35	36	37	38	营业费用	129	125	128	131	134
预付款项	12	19	23	26	29	管理费用	66	58	57	55	51
存货	294	291	295	303	312	财务费用	16	9	9	9	9
其他流动资产	0	1	1	1	1	资产减值损失	1.07	2.38	5.00	2.00	2.00
<b>非流动资产合计</b>	285	267	253	243	232	公允价值变动收益	1.56	0.74	1.10	1.20	1.30
长期股权投资	39	36	36	36	36	投资净收益	1.21	6.74	3.00	130.93	187.54
固定资产	95.71	80.64	71.07	61.49	51.91	<b>营业利润</b>	91	112	111	254	326
无形资产	11	10	9	8	7	营业外收入	2.33	0.35	1.10	1.50	1.90
其他非流动资产	1	3	0	0	0	营业外支出	0.59	0.56	0.50	0.40	0.40
<b>资产总计</b>	896	911	1018	1157	1331	<b>利润总额</b>	93	111	111	255	327
<b>流动负债合计</b>	260	218	163	173	183	所得税	29	35	35	80	103
短期借款	94	66	0	0	0	<b>净利润</b>	63	76	76	175	224
应付账款	94	88	93	95	98	少数股东损益	18	18	19	44	54
预收款项	23	16	23	30	37	归属母公司净利润	46	58	57	131	170
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	127	141	130	274	345
<b>非流动负债合计</b>	24	10	10	10	10	<b>BPS (元)</b>	0.18	0.23	0.15	0.35	0.45
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>负债合计</b>	270	228	173	183	193	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	39	38	57	101	155	营业收入增长	-18.87%	0.19%	1.72%	3.04%	3.20%
实收资本(或股	251	251	376	376	376	营业利润增长	-14.03%	22.51%	-0.74%	129.44%	28.15%
资本公积	273	273	273	273	273	归属于母公司净利	-0.82%	129.19%	-0.82%	129.19%	29.89%
未分配利润	55	112	127	179	247	<b>获利能力</b>					
归属母公司股	587	644	788	873	984	毛利率(%)	23.01%	22.27%	22.61%	22.87%	23.10%
<b>负债和所有者</b>	896	911	1018	1157	1331	净利率(%)	4.73%	5.68%	5.59%	12.43%	15.44%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产净利润(%)	5.49%	5.12%	6.34%	5.62%	11.34%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	7.81%	8.96%	7.26%	15.02%	17.32%
<b>经营活动现金</b>	112	85	84	58	50	<b>偿债能力</b>					
净利润	63	76	76	175	224	资产负债率(%)	30%	25%	17%	16%	
折旧摊销	20.33	20.66	0.00	10.56	10.56	流动比率		2.95		5.29	6.02
财务费用	16	9	9	9	9	速动比率		1.61		3.54	4.31
应收账款减少	0	0	-5	-4	-4	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	7	7	7	总资产周转率	1.48	1.49	1.42	1.29	1.17
<b>投资活动现金</b>	-7	0	5	130	187	应收账款周转率	12	12	12	12	12
公允价值变动	2	1	1	1	1	应付账款周转率	14.64	14.69	15.09	14.99	15.04
长期股权投资	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	1	7	3	131	188	每股收益(最新摊	0.18	0.23	0.15	0.35	0.45
<b>筹资活动现金</b>	-96	-54	21	-55	-69	每股净现金流(最	0.03	0.12	0.29	0.35	0.45
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	2.34	2.57	2.10	2.32	2.62
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	125	0	0	P/E	77.10	61.35	92.69	40.44	31.14
资本公积增加	0	0	0	0	0	P/B	6.02	5.49	6.73	6.08	5.39
<b>现金净增加额</b>	9	31	110	133	168	EV/EBITDA	27.35	24.25	38.48	17.84	13.65

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 徐昊

会计学硕士，2008 年加入国都证券从事农业和食品饮料行业研究、2011 年加入安信证券从事食品饮料行业研究、2013 年加入东兴证券从事食品饮料行业研究，7 年食品饮料行业研究经验。

## 联系人简介

---

### 史琨

投资银行与金融学硕士，2015 年加入东兴证券从事商贸零售行业研究

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。