



买入

103% ↑

目标价格:人民币 20.00

原目标价格:人民币 12.00

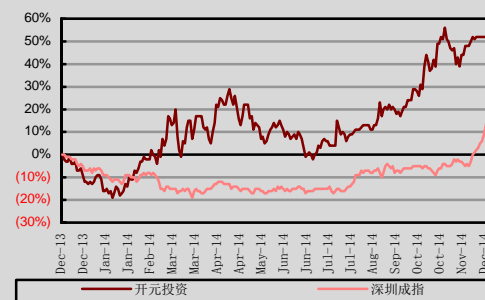
000516.CH

价格:人民币 9.85

目标价格基础:50倍 14年市盈率

板块评级:中立

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	67.5	0.8	25.8	52.5
相对深证成指	43.9	(21.4)	3.1	35.9

发行股数(百万)	713
流通股(%)	99
流通股市值(人民币 百万)	6,939
3个月日均交易额(人民币 百万)	248
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
陕西世纪新元商业管理有限公司	21

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以2014年12月4日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

商业贸易: 一般零售

唐佳睿, CFA/FRM

(8621)20328511

jiarui.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300513110001

梁江泽

(8621)20328594

jiangze.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300514010003

开元投资

进军干细胞产业领域, 培育新的利润增长点

公司公告: 1) 公司对北京汉氏联合生物技术有限公司投资2.7亿元人民币, 投资后公司将占有汉氏联合注册资本的34%。2) 公司全资子公司西安高新医院出资490万元与汉氏联合共同投资设立西安汉氏高新生物科技有限公司, 公司占49%注册资本。3) 公司全资子公司西安高新医院出资660万元与汉氏联合共同投资设立西安汉氏高新健康科技推广有限公司, 公司占66%注册资本。我们将目标价格上调至20.00元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 投资汉氏联合, 持股34%。北京汉氏联合生物技术有限公司, 成立于2007年1月, 是致力于专业干细胞技术研发与应用的产业化公司。公司投资后, 占有汉氏联合34%股权, 为第二大股东; 第一大股东为公司董事长韩忠朝教授, 持有注册资本的53.35%。
- 汉氏联合: 专注于干细胞产业领域的先锋企业。目前汉氏联合的主营业务分为三个部分, 即胎盘干细胞采集和存储服务、干细胞美容抗衰老和干细胞药物开发。目前主要收入来源是胎盘干细胞采集和存储服务。2012、13、14年1-3季度, 汉氏联合分别实现营业收入2,664、3,345、3,636万元, 分别实现净利润-1,466、-1,327、-737万元。该公司前期亏损, 主要是由于首次收入仅包含检测费和1个月的储存收入, 但干细胞分离、提取和检测成本全部一次结转, 导致首次确认收入与成本结转严重不配比所致。目前, 汉氏联合的干细胞存储业务规模仍然较小(截至目前, 汉氏联合拥有的累计储户量为10,062例), 通过建设干细胞储存库, 广泛覆盖市场, 开拓客户, 随着干细胞存储数量的增长, 该公司盈利能力将得到显著改善。
- 短期三年内, 对公司利润端无积极影响。汉氏联合实际控制人韩忠朝先生承诺, 汉氏联合2015年、16年、17年分别实现净利润1,000万元、1,600万元、2,800万元, 开元投资持有汉氏股份34%, 按目前股份, 2015、16、17年分别增厚每股收益约0.005、0.008、0.01元, 因此此次对外投资短期对公司利润端几乎没有增厚。但长期来看, 公司将进入干细胞存储、细胞再生医疗应用这一前沿领域, 充分利用公司现有及不断拓展的医疗服务资源优势, 打通干细胞产业的上游、中游以及下游的全产业链, 增强公司的盈利能力与核心竞争力。按公司投资2.7亿, 获得34%股权计算, 汉氏联合估值7.94亿, 对应其2013年市销率为23.74倍; 目前同行业细胞基因公司中源协和(600645.CH/人民币39.51, 未有评级)市值139.29亿, 对应2013年市销率38.58倍, 因此公司此次收购有估值优势。

评级面临的主要风险

- 西安商业格局竞争超预期, 未来新医院设备折旧费用影响利润释放。

估值

- 按非公开发行2.5亿股股本后的全面摊薄股本计算, 假定出售西安银行股权在2015年确认收益(约增厚净利润约8,694万元, 按全面摊薄后股本计算, 约增厚每股收益0.09元)。由于干细胞业务短期不贡献利润, 因此我们维持公司2014-16年每股收益预测分别为0.26(对应摊薄前0.35元)、0.40、0.38元, 以13年为基期的三年复合增长率为44.7%。公司今年零售主业业绩提升明显, 而医院部分的估值潜力将随着圣安医院扩张、进军干细胞业务领域, 有较高的成长性, 我们预计明年干细胞的临床应用可能会放松管制, 将大大利好业务推广。我们维持买入评级, 目标价由12.00元上调至20.00元(摊薄后16元)。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	3,403	3,566	3,893	4,242	4,625
变动(%)	n.a.	5	9	9	9
净利润(人民币 百万)	111	122	248	383	363
全面摊薄每股收益(人民币)	0.212	0.170	0.258	0.398	0.376
变动(%)	n.a.	(19.8)	51.2	54.4	(5.4)
全面摊薄市盈率(倍)	46.4	57.8	38.2	24.8	26.2
价格/每股现金流量(倍)	10.6	21.4	42.7	27.6	22.2
每股现金流量(人民币)	0.93	0.46	0.23	0.36	0.44
企业价值/息税折旧前利润(倍)	18.4	17.9	11.8	9.2	8.9
每股股息(人民币)	0.068	0.050	0.064	0.099	0.094
股息率(%)	0.7	0.5	0.6	1.0	1.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	3,403	3,566	3,893	4,242	4,625
销售成本	(2,752)	(2,849)	(3,092)	(3,361)	(3,657)
经营费用	(298)	(352)	(383)	(358)	(456)
息税折旧前利润	352	364	419	523	512
折旧及摊销	(119)	(116)	(12)	(20)	(27)
经营利润(息税前利润)	233	248	407	503	485
净利息收入/(费用)	(62)	(56)	(14)	70	71
其他收益/(损失)	(132)	(148)	(92)	(45)	(57)
税前利润	160	160	331	511	483
所得税	(49)	(39)	(83)	(128)	(121)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	111	122	248	383	363
核心净利润	120	150	258	393	373
每股收益(人民币)	0.212	0.170	0.258	0.398	0.376
核心每股收益(人民币)	0.229	0.210	0.268	0.408	0.387
每股股息(人民币)	0.068	0.050	0.064	0.099	0.094
收入增长(%)	n.a.	5	9	9	9
息税前利润增长(%)	n.a.	6	64	24	(4)
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	4	15	25	(2)
每股收益增长(%)	n.a.	(20)	51	54	(5)
核心每股收益增长(%)	n.a.	(9)	28	52	(5)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	160	160	331	511	483
折旧与摊销	119	116	12	20	27
净利息费用	71	68	47	(18)	(9)
运营资本变动	957	886	(853)	(1,232)	(1,572)
税金	49	39	83	128	121
其他经营现金流	(870)	(942)	603	934	1,377
经营活动产生的现金流	485	328	222	343	427
购买固定资产净值	0	0	(200)	(150)	(150)
投资减少/增加	282	285	(4)	(12)	(4)
其他投资现金流	(440)	(485)	49	119	40
投资活动产生的现金流	(158)	(201)	(156)	(43)	(114)
净增权益	0	0	1,515	0	0
净增债务	(72)	(16)	200	200	200
支付股息	(36)	(36)	(36)	(62)	(96)
其他融资现金流	320	(89)	(646)	(82)	9
融资活动产生的现金流	213	(140)	1,034	56	113
现金变动	540	(13)	1,100	356	426
期初现金	1,270	1,254	2,354	2,710	3,136
公司自由现金流	336	139	99	353	375
权益自由现金流	195	55	270	533	542

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1,270	1,254	2,354	2,710	3,136
应收帐款	25	37	0	0	0
库存	45	33	31	34	37
其他流动资产	1,345	1,334	2,456	2,815	3,249
流动资产总计	1,390	1,367	2,487	2,849	3,285
固定资产	1,657	1,577	1,758	1,892	2,019
无形资产	206	282	275	268	261
其他长期资产	380	386	401	416	422
长期资产总计	2,243	2,245	2,433	2,575	2,702
总资产	3,634	3,612	4,920	5,424	5,987
应付帐款	478	460	371	403	439
短期债务	622	697	0	0	0
其他流动负债	1,247	1,096	1,263	1,213	1,275
流动负债总计	2,347	2,253	1,634	1,617	1,713
长期借款	85	70	270	470	670
其他长期负债	8	6	6	6	6
股本	713	713	963	963	963
储备	480	566	2,044	2,365	2,631
股东权益	1,194	1,279	3,007	3,328	3,595
少数股东权益	(0)	(0)	0	0	0
总负债及权益	3,634	3,612	4,920	5,424	5,987
每股帐面价值(人民币)	1.67	1.79	3.12	3.45	3.73
每股有形资产(人民币)	1.35	1.37	2.81	3.15	3.44
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.46)	(0.41)	(0.89)	(0.83)	(0.79)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.3	10.2	10.8	12.3	11.1
息税前利润率(%)	6.9	7.0	10.5	11.9	10.5
税前利润率(%)	4.7	4.5	8.5	12.0	10.5
净利率(%)	3.3	3.4	6.4	9.0	7.8
流动性					
流动比率(倍)	0.6	0.6	1.5	1.8	1.9
利息覆盖率(倍)	3.4	3.7	14.1	25.4	14.6
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.6	0.6	1.5	1.7	1.9
估值					
市盈率(倍)	46.4	57.8	38.2	24.8	26.2
核心业务市盈率(倍)	43.0	47.0	36.8	24.1	25.5
目标价对应核心业务市盈					
率(倍)	87.3	95.4	74.6	49.0	51.7
市净率(倍)	4.3	5.5	3.2	2.9	2.6
价格/现金流(倍)	10.6	21.4	42.7	27.6	22.2
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	18.4	17.9	11.8	9.2	8.9
周转率					
存货周转天数	6.0	5.0	3.8	3.5	3.5
应收帐款周转天数	2.8	3.8	1.7	0.0	0.0
应付帐款周转天数	51.3	47.1	39.0	33.3	33.2
回报率					
股息支付率(%)	32.1	29.4	25.0	25.0	25.0
净资产收益率(%)	9.3	9.5	11.6	12.1	10.5
资产收益率(%)	4.5	5.2	7.2	7.4	6.4
已运用资本收益率(%)	12.8	12.7	16.5	15.7	13.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371