



**谨慎
买入**

16% ↑

目标价格:人民币 35.00

原目标价格:人民币 22.00

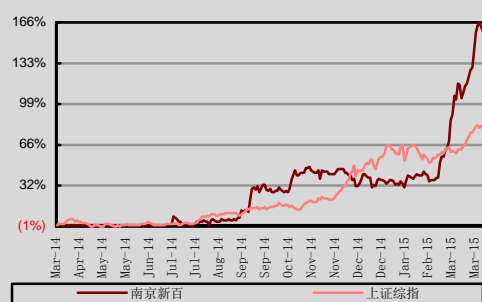
600682.CH

价格:人民币 30.12

目标价格基础:分部估值法

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	92.6	58.3	87.4	158.8
相对上证指数	82.4	46.8	70.5	78.4

发行股数(百万)	358
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	10,778
3个月日均交易额(人民币 百万)	120
净负债比率(%) (2015E)	180
主要股东(%)	
三胞集团有限公司	22

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际研究
以 2015 年 3 月 27 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/CAIA/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

南京新百

业绩超预期, HOF 并表大幅增厚利润

公司发布 2014 年度业绩, 2014 年公司实现营业收入 78.25 亿元, 同比增长 133.35%; 归属母公司净利润 40,039 万元, 折合每股收益 1.12 元, 同比增长 196.06%。公司业绩符合之前业绩快报增长 150%-200%的预告范围, 超出我们之前业绩增长 170%的预期。公司扣非后净利润为 44,792 万元, 同比增长 237.90%。我们将目标价格上调至 35.00 元, 维持谨慎买入评级。

支撑评级的要点

- **收入利润大幅增长, HOF 并表为主因:** 报告期内, 公司营业收入同比增长 133.35%, 主要是 2014 年第四季度起新增合并报表范围 Highland Group Holdings Limited, 增加收入 43.83 亿元, 如和去年同口径对比, 营业收入同比增长 2.65%。公司归属母公司净利润大幅增长 196.06%, 主要是: 1) 合并 Highland Group Holdings Limited 报表, HOF 虽然全年仍为亏损, 但第四季度通常是 HOF 公司盈利最高的季度, 为公司增厚净利润 3.18 亿元, 剔除此收益后, 净利润下滑 39%; 2) 公司租金收入较去年同期大幅提高, “南京中心”出租率达到了 99%, 全年为公司贡献收入 11,770.48 万, 实现利润同比增长 138.35%。
- **毛利率同比增长 8.88 个百分点, 期间费用率同比增加 8.39 个百分点:** 毛利率方面, 2014 年公司综合毛利率为 32.03%, 较上年同比增长 8.88 个百分点, 增幅较大的原因是本期新增 Highland Group Holdings Limited 合并报表, 公司商业业务毛利率大幅增长 11.19 个百分点。期间费用率方面, 2014 年公司期间费用率同比增加 8.39 个百分点至 24.18%, 其中销售、管理、财务费用率同比分别变化 9.49、-1.05、-0.05 百分点至 14.71%、7.25%、2.22%。期间费用率大幅增加, 主要是由于报告期内由于海外合并产生的计入当期损益的并购费用约 6,700 万元。
- **签订新百药业股权转让框架协议, 拟引入战略投资者:** 公司拟转让新百药业的 90% 股权至深圳市高特佳投资集团有限公司, 作价 5.58 亿元, 高特佳投资集团有限公司以现金形式支付。高特佳投资集团是一家专注于为客户提供投资管理业务, 以健康医疗行业为重点投资领域的资产管理公司。新百药业 2014 年净利润 3,067 万元, 交易价格对应 20 倍 14 年市盈率。目前该协议仅确定了交易的基本框架, 相关尽职调查以及审计工作尚在进行中。

评级面临的主要风险

- 宏观经济下滑抑制居民消费需求, 收购标的公司固定资产折旧费用增加影响公司经营业绩。

估值

- 我们预计公司非公开增发将于 2015 年完成, 按摊薄后股本计算 (增厚 8,108 万股本至 4.39 亿股本), 我们给予公司 2015-2017 年每股收益预测分别为 0.32、0.39、0.45 元。由分部估值法, 将目标价由 22.00 元上调至 35.00 元。公司目前估值较高, 但之前公告投资设立 Natali 中国, 进军养老服务业, 同时频繁收购兼并, 预计 2015 年完成增发收购南京国贸中心事项, 未来其它资产注入预期较强, 维持谨慎买入评级, 建议关注公司未来的经营业态转型的交易性机会。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入(人民币 百万)	3,353	7,825	12,531	12,987	13,276
变动(%)	0	133	60	4	2
净利润(人民币 百万)	135	400	141	173	199
全面摊薄每股收益(人民币)	0.377	1.117	0.322	0.394	0.453
变动(%)	0.0	196.1	(71.2)	22.4	14.9
市场预期每股收益(人民币)			0.773	1.033	n.a
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.797		
调整幅度(%)			(59.6)		
全面摊薄市盈率(倍)	79.8	27.0	93.6	76.4	66.5
价格/每股现金流量(倍)	32.1	8.1	(8.1)	14.8	14.5
每股现金流量(人民币)	0.94	3.73	(3.74)	2.03	2.08
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.1	13.4	28.3	21.0	19.4
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.097	0.118	0.136
股息率(%)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1.业绩摘要

(人民币, 百万)	2013	2014	同比变化(%)
营业收入	3,353.36	7,825.23	133.35
-营业税及附加	77.01	82.25	6.81
净营业收入	3,276.35	7,742.98	136.33
营业成本	2,576.82	5,318.42	106.39
销售费用	175.02	1,151.04	557.65
管理费用	278.52	567.70	103.83
营业利润	173.66	523.91	201.68
非经常性项目	2.68	(47.53)	(1,873.00)
经常性投资收益	0.00	0.00	
净财务费用	76.08	173.34	127.84
利润总额	175.35	523.25	198.41
所得税	45.31	89.34	97.17
少数股东损益	(5.21)	33.52	(743.85)
归属母公司股东净利润	135.24	400.39	196.06
扣除非经常性损益的净利润	132.56	447.92	237.90
每股收益(元)	0.377	1.117	196.06
扣非后每股收益(元)	0.370	1.250	237.90
盈利能力(%)			
综合业务毛利率	23.16	32.03	
经营利润率	5.18	6.70	
净利润率	4.03	5.12	
扣非后净利率	3.95	5.72	

资料来源: 中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	3,353	7,825	12,531	12,987	13,276
销售成本	(2,577)	(5,318)	(7,836)	(8,145)	(8,368)
经营费用	(428)	(1,600)	(4,148)	(4,118)	(4,132)
息税折旧前利润	348	907	546	724	777
折旧及摊销	(98)	(210)	(44)	(48)	(53)
经营利润(息税前利润)	250	697	502	676	723
净利息收入/(费用)	(62)	(159)	(304)	(445)	(458)
其他收益/(损失)	(115)	(236)	(85)	(84)	(109)
税前利润	175	523	189	231	265
所得税	(45)	(89)	(47)	(58)	(66)
少数股东权益	5	(34)	0	0	0
净利润	135	400	141	173	199
核心净利润	134	401	141	173	199
每股收益(人民币)	0.377	1.117	0.322	0.394	0.453
核心每股收益(人民币)	0.373	1.119	0.322	0.394	0.453
每股股息(人民币)	0.100	0.100	0.097	0.118	0.136
收入增长(%)	0	133	60	4	2
息税前利润增长(%)	0	179	(28)	35	7
息税折旧前利润增长(%)	0	160	(40)	33	7
每股收益增长(%)	0	196	(71)	22	15
核心每股收益增长(%)	0	200	(71)	22	15

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
税前利润	175	523	189	231	265
折旧与摊销	98	210	44	48	53
净利息费用	72	173	313	445	458
运营资本变动	665	2,336	3,308	3,330	3,329
税金	45	89	47	58	66
其他经营现金流	(719)	(1,995)	(5,544)	(3,218)	(3,256)
经营活动产生的现金流	336	1,337	(1,642)	894	916
购买固定资产净值	0	0	(100)	(200)	(200)
投资减少/增加	140	12	0	0	0
其他投资现金流	(387)	(1,201)	603	0	0
投资活动产生的现金流	(247)	(1,188)	503	(200)	(200)
净增权益	0	0	907	0	0
净增债务	132	588	0	0	0
支付股息	(36)	(36)	(36)	(42)	(52)
其他融资现金流	217	264	332	(583)	(620)
融资活动产生的现金流	314	816	1,203	(625)	(672)
现金变动	403	964	64	68	43
期初现金	882	1,816	1,880	1,948	1,991
公司自由现金流	99	163	(1,129)	694	716
权益自由现金流	164	588	(1,412)	284	313

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	882	1,816	1,880	1,948	1,991
应收帐款	13	103	46	47	48
库存	891	2,503	3,914	4,069	4,180
其他流动资产	350	303	987	898	833
流动资产总计	2,135	4,735	6,826	6,962	7,052
固定资产	1,508	3,139	3,229	3,405	3,579
无形资产	39	5,234	5,191	5,149	5,108
其他长期资产	706	4,168	3,591	3,609	3,622
长期资产总计	2,282	12,825	12,010	12,162	12,309
总资产	4,417	17,560	18,837	19,124	19,361
应付帐款	306	2,512	862	896	920
短期债务	1,496	2,417	5,817	5,680	5,517
其他流动负债	998	2,141	3,456	3,716	3,945
流动负债总计	2,800	7,071	10,135	10,292	10,382
长期借款	132	720	720	720	720
其他长期负债	73	8,196	5,396	5,396	5,396
股本	358	358	439	439	439
储备	1,033	1,392	2,323	2,454	2,601
股东权益	1,391	1,750	2,762	2,893	3,040
少数股东权益	20	(176)	(176)	(176)	(176)
总负债及权益	4,417	17,560	18,837	19,124	19,361
每股帐面价值(人民币)	3.88	4.88	6.29	6.58	6.92
每股有形资产(人民币)	3.77	(9.72)	(5.53)	(5.13)	(4.71)
每股净负债/(现金)(人民币)	2.08	3.69	10.60	10.13	9.66

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	2013	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	10.4	11.6	4.4	5.6	5.8
息税前利润率(%)	7.4	8.9	4.0	5.2	5.4
税前利润率(%)	5.2	6.7	1.5	1.8	2.0
净利率(%)	4.0	5.1	1.1	1.3	1.5
流动性					
流动比率(倍)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
利息覆盖率(倍)	3.7	4.3	1.8	1.7	1.8
净权益负债率(%)	52.8	83.9	180.1	163.8	148.2
速动比率(倍)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	79.8	27.0	93.6	76.4	66.5
核心业务市盈率(倍)	80.8	26.9	93.6	76.4	66.5
目标价对应核心业务市盈率(倍)	93.9	31.3	108.8	88.8	77.3
市净率(倍)	7.8	6.2	4.8	4.6	4.4
价格/现金流(倍)	32.1	8.1	(8.1)	14.8	14.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.1	13.4	28.3	21.0	19.4
周转率					
存货周转天数	126.2	116.5	149.4	178.9	179.9
应收帐款周转天数	1.4	4.8	2.2	1.3	1.3
应付帐款周转天数	33.3	117.2	49.1	24.7	25.0
回报率					
股息支付率(%)	26.5	8.9	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	9.7	22.9	6.3	6.1	6.7
资产收益率(%)	4.2	3.3	2.1	2.7	2.8
已运用资本收益率(%)	8.5	15.1	7.4	7.4	7.9

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