

## \*ST 百花 (600721.SH) 酒店餐饮行业

评级：增持 首次评级

公司深度研究

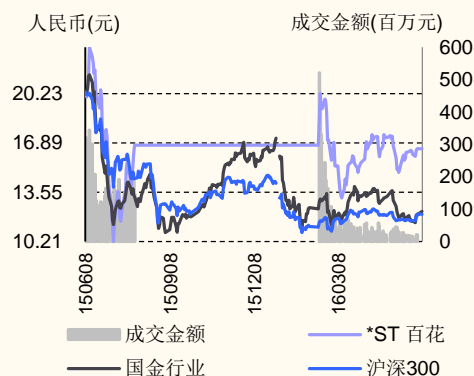
市场价格(人民币)：16.49元

## 重大资产重组过会，布局 CRO 平台化发展

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	248.52
总市值(百万元)	4,098.17
年内股价最高最低(元)	23.36/10.21
沪深 300 指数	3178.79
上证指数	2934.10



## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	-0.869	-1.634	0.243	0.290	0.343
每股净资产(元)	2.75	1.34	1.78	2.30	2.92
每股经营性现金流(元)	0.75	1.70	-8.35	0.95	1.04
市盈率(倍)	-9.98	-10.24	67.75	56.85	48.07
行业优化市盈率(倍)	52.07	112.09	80.74	80.74	80.74
净利润增长率(%)	N/A	73.78%	N/A	19.16%	18.28%
净资产收益率(%)	-31.61%	-121.78%	24.59%	22.66%	21.14%
总股本(百万股)	268.85	248.52	446.56	446.56	446.56

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **公司通过重大资产重组注入新活力**：公司重大资产重组交易过会，上市公司置出亏损资产煤炭业务，置入景气度高的 CRO 资产，公司通过重大资产重组注入新的活力。
- **置入资产华威医药是国内领先的龙头 CRO 企业**：华威医药此前专注于临床前 CRO 业务，使得公司历史业绩实现高增长；当前战略性切入临床 CRO 板块和 CMO 板块，产业链延伸拓展带来收入结构的多元化。随着产业链的布局完善，公司将有力为客户提供“一站式服务”，这符合国际龙头 CRO 公司的发展脉络。
- **仿制药一致性评价为公司带来新的发展机遇**：仿制药一致性评价为 CRO 行业带来空间翻倍的历史机遇，公司作为龙头 CRO 企业，具备承接一致性评价订单的优势。
- **战略投资者将助力公司平台化发展**：公司两大战略投资者，礼来亚洲基金和瑞东资本均是业内知名 PE 机构。战略投资者承诺未来将以市场化的方式，推动旗下基金投资的优质医药项目，优先装入上市公司，或以市场化方式，寻求海内外优质生物医药项目，择机装入上市公司。两大战略投资者对上市公司的承诺，将助力上市公司开展并购整合，实行平台化发展，也符合我们对龙头 CRO 企业发展路径的判断。
- **CRO 行业是我们重点看好的景气度向上的细分领域**：CRO 行业是我们看好的未来景气度向上的医疗服务领域中的细分行业，行业观点可参考我们此前发布的 CRO 行业深度报告《CRO 产业融合兴起，朝阳行业迎来新机遇》。

## 盈利预测

- 我们预计置入资产华威医药 2016~2018 年归属母公司净利润分别为 1.1 亿、1.3 亿、1.53 亿，如果按照新资产盈利测算，对应上市公司 EPS 0.24 元、0.29 元、0.34 元（按本次交易后、含配套融资股本计）。
- 考虑到公司重大资产重组已经过会，而公司并入 CRO 资产具有成长潜力，我们对公司覆盖，给予“增持”评级。
- 盈利预测说明：
- (1) 公司过去三年报表反映了原有资产状况而出现亏损，对未来三年预测

孙笑悦

联系人  
(8621)60230233  
sunxy@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号：S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

我们使用了置入资产作为预测基准，故前后存在较大差异。

- (2) 由于交易尚未完成，2016 年的上市公司业绩可能仍将受置出资产亏损拖累，因此 2016 年上市公司业绩不能完全用华威医药替代。我们将根据交易实际完成时间，再做加权修正。
- (3) 由于置入资产的历史财务数据尚未完整披露，对于置入资产的盈利预测我们根据行业经验做出合理假设，但实际情况可能与假设存在差异。我们将在置入资产财务数据完整披露后，再对公司的历史报表进行追溯调整，以及对未来盈利预测进行校正。

### 风险提示

- 盈利预测的相关风险；交易审批风险；化学药品注册新分类将 3.1 类药归为仿制药；资产整合进展；未来多方管理风险；CRO 平台整合进程的不确定性。

## 内容目录

老国企通过重大资产重组注入新活力 .....	5
置出亏损资产，置入 CRO 业务 .....	5
配套募集资金助力公司 CRO 业务发展 .....	5
华威医药——国内领先的龙头临床前 CRO 公司 .....	6
公司研发实力雄厚，拥有最多的三类化药临床批件 .....	7
公司历史业绩高增长，采用完工百分比法确认收入 .....	8
产业链延伸拓展后，收入结构呈现多元化 .....	9
同业对比，公司利润率最高 .....	10
CRO 行业发展趋势之“一站式服务” .....	11
CRO 行业发展趋势之行业间并购整合 .....	12
公司转型布局 CRO 未来的成长性——四大看点 .....	14
储备众多在研项目为未来业绩提供保障 .....	14
历史性机遇：仿制药一致性评价带来 CRO 行业空间扩增 .....	15
乘政策东风，公司介入 1.1 类新药的研发 .....	18
战略投资者未来将助力公司平台化发展 .....	19
置入资产(华威医药)盈利预测 .....	21
风险提示 .....	22
化学药品注册新分类将 3.1 类药归为仿制药 .....	22
管理风险及未来股权稀释的风险 .....	24

## 图表目录

图表 1: 重大资产重组前后公司股权结构变化情况 .....	5
图表 2: 募集资金投向 .....	6
图表 3: 临床前 CRO 与临床 CRO 在新药研发过程中承担的职能 .....	7
图表 4: 公司去年获批 50 个三类化药临床批件 .....	8
图表 5: 华威医药历史业绩高增长 .....	8
图表 6: 公司收入结构拆分 .....	8
图表 7: 公司收入确认方法采取完工百分比法 .....	9
图表 8: 收入前 5 的药品研发项目收费等情况 .....	9
图表 9: 公司当前业务包括临床前 CRO、CMO、临床 CRO .....	9
图表 10: 公司近三年来收入结构的变化 .....	10
图表 11: 礼华生物历史业绩情况 .....	10
图表 12: 威诺德历史业绩情况 .....	10
图表 13: 公司各项业绩与新三板的临床前 CRO 公司比较 .....	10
图表 14: 公司毛利率、净利率高 .....	11
图表 15: 龙头 CRO 企业致力于提供“一站式”服务 .....	12
图表 16: 昆泰发展路径(主要事件梳理) .....	13
图表 17: 泰格医药通过内生发展+并购+合作共建完善细分领域布局 .....	14
图表 18: 公司现有储备项目情况 .....	14
图表 19: 公司近两年的研究成果 .....	15
图表 20: 华威医药在研项目汇总 .....	15
图表 21: 仿制药一致性评价的步骤和所需时间 .....	16
图表 22: 289 个药品给 CRO 行业带来的增量 .....	17
图表 23: 仿制药一致性评价政策给 CRO 行业带来的增量 .....	18
图表 24: 公司在研 1.1 类新药介绍 .....	19
图表 25: 礼来亚洲基金投资项目介绍 .....	21
图表 26: 07 版化药注册分类 .....	23
图表 27: 07 版分类中各类药品监测期期限 .....	23
图表 28: 16 版化药注册重新分类 .....	24
图表 29: 16 版分类中各类药品监测期期限 .....	24

## 老国企通过重大资产重组注入新活力

- 上市公司 ST\*百花拟通过重大资产重组，置出亏损资产(煤炭业务)，置入华威医药(CRO)。置出资产作价 2.55 亿元，置入资产作价 19.45 亿元，差额 16.9 亿，上市公司以发行股份及支付现金的方式进行支付，发行价格为 12.28 元/股，发行 1 亿股。支付现金 4.56 亿。

### 置出亏损资产，置入 CRO 业务

- 置出亏损资产：上市公司拟置出资产为公司所拥有的鸿基焦化有限责任公司 66.08%的股权、豫新煤 51%的股权、天然物产 100%的股权以及对二零一煤矿的债权。置出资产作价 2.55 亿元。
- 置入华威医药：上述置出资产与华威医药的全部股东所持有的华威医药 100%股份的等值部分进行置换。置入资产作价 19.45 亿元。

图表 1：重大资产重组前后公司股权结构变化情况

	本次交易前		本次交易后(不含配套融资)		本次交易后(含配套融资)	
	发行前持股数量(股)	持股比例	发行后持股数(股)	持股比例	发行后持股数(股)	持股比例
六师国资公司	86,988,189	35%	86,988,189	25%	86,988,189	19%
兵团国资公司	10,374,456	4%	10,374,456	3%	10,374,456	2%
兵团投资公司	7,372,752	3%	7,372,752	2%	7,372,752	2%
兵团设计院	3,572,116	1%	3,572,116	1%	3,572,116	1%
<b>兵团合计</b>	108,307,513	44%	108,307,513	31%	108,307,513	24%
其他公众股东	100,216,794	40%	100,216,794	29%	100,216,794	22%
<b>礼颐医药基金</b>	10,326,409	4%	10,326,409	3%	10,326,409	2%
<b>瑞东资本</b>	14,836,795	6%	14,836,795	4%	14,836,795	3%
<b>瑞东医药基金</b>	14,836,796	6%	14,836,796	4%	14,836,796	3%
<b>张孝清</b>			71,604,014	21%	71,604,014	16%
高投创新			7,225,155	2%	7,225,155	2%
高投宁泰			7,225,155	2%	7,225,155	2%
南京中辉			2,735,924	1%	2,735,924	1%
南京威德			2,562,520	1%	2,562,520	1%
蒋玉伟			2,504,724	1%	2,504,724	1%
汤怀松			578,015	0%	578,015	0%
桂尚苑			289,004	0%	289,004	0%
<b>上海礼安</b>			5,734,305	2%	5,734,305	1%
<b>瑞丰医药基金</b>					37,459,283	8%
员工持股计划					8,000,000	2%
合计	248,524,307	100%	348,983,123	100%	446,559,667	100%

来源：公司公告，国金证券研究所

### 配套募集资金助力公司 CRO 业务发展

- 同时发行股份募集配套资金，发行价格确定为 12.28 元/股，拟向员工持股计划(不超过 800 万股)、新农现代、瑞丰医药基金、道康祥云、华辰领御作为普通合伙人拟设立的有限合伙企业、谢粤辉、北京拓益及苏州镛博募集配套资金不超过 119,824 万元。募集资金将用于支付现金对价、支付中介机构费用、补充流动资金及华威医药核心项目建设。

**图表 2：募集资金投向**

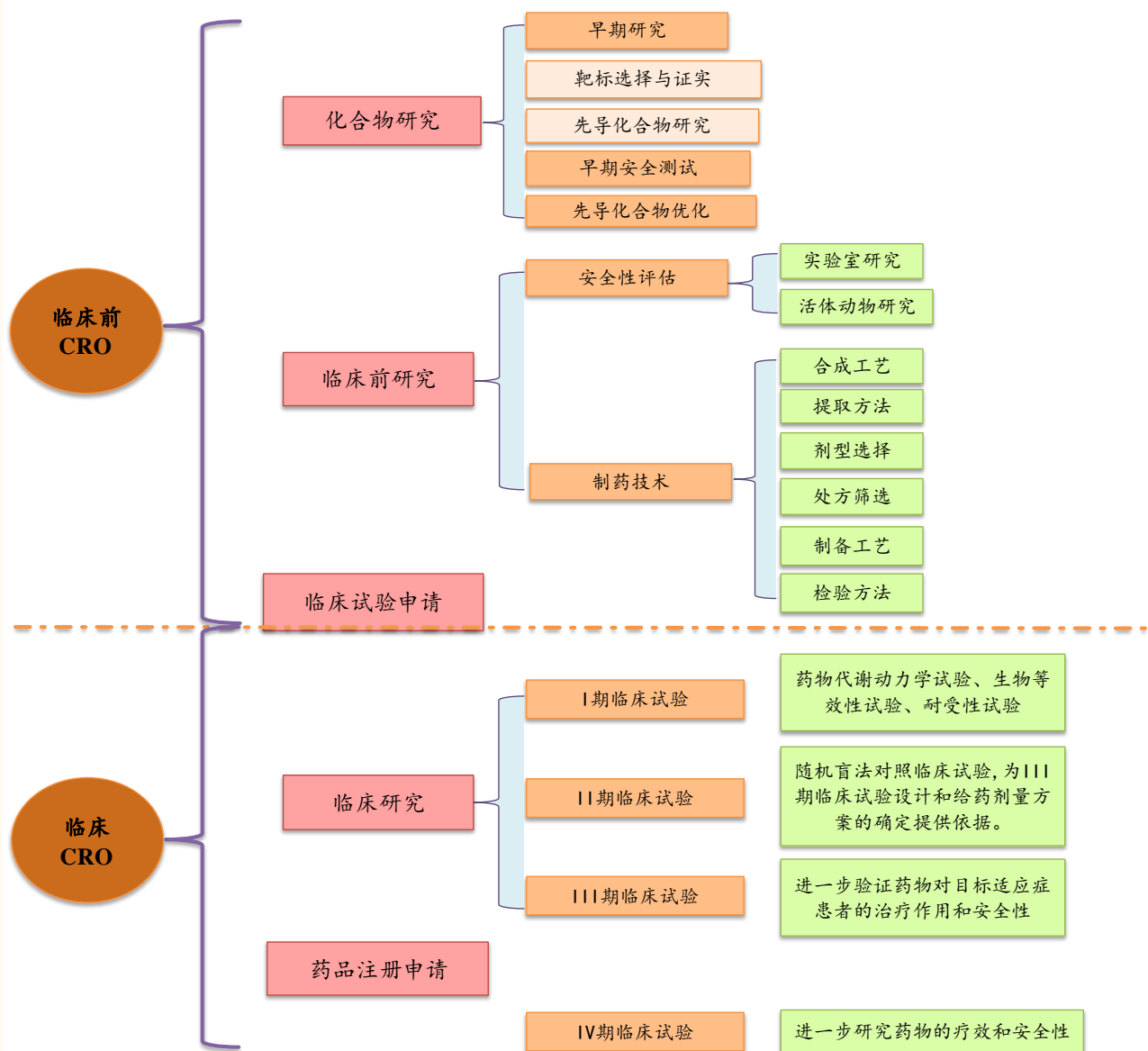
项目	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
药学研究中心扩建项目	35,000	35,000
临床研究服务网络扩建项目	10,000	9,987
上市许可药品的研发及产业化项目	20,000	20,000
现金支付对价	45,637	45,637
中介机构费用	2,500	2,500
补充流动资金	6,700	6,700
合计	119,837	119,824

来源：公司公告，国金证券研究所

### 华威医药——国内领先的龙头临床前 CRO 公司

- 公司成立于 2000 年，母公司专业从事药物发现、研究、技术服务，主要为临床前 CRO 业务；公司拥有两个全资子公司威诺德医药和礼华生物，威诺德医药主要从事定制合成、CMO、API（原料药）及相关中间体的生产销售；礼华生物主要从事药物/器械的临床 CRO、进口注册服务。
- 华威医药目前在中国南京拥有 15000 余平米的研发中心（仙林大学城）和 2500 余平米的 API 生产基地（六合化工园），拥有数千万元先进的新药研究仪器设备和完善的新药研发职能部门。公司以多名海归博士为核心的研发团队专注于手性合成、缓控释技术、靶向给药系统、新分子药物筛选等多项前沿技术的研究，已取得了 70 多项技术发明专利(PCT 专利 2 项)；公司目前拥有专业研发服务团队超过 350 人，其中博士/硕士 150 余人。
- 客户群包括“扬子江药业、哈药集团、正大天晴、国药集团、太极集团、康缘药业、齐鲁制药、鲁南制药、华源集团、广药集团、罗欣药业、科伦药业、瑞阳制药、康恩贝等知名药企和上市公司。
- 公司所处的 CRO 行业是我们看好的景气度向上的医疗服务细分领域之一，在此前我们发布的 CRO 行业深度报告《CRO 产业融合兴起，朝阳行业迎来新机遇》中，我们将 CRO 行业分为临床前 CRO 和临床 CRO 两个子行业。
  - **临床前 CRO：**主要从事化合物研究服务和临床前研究服务，其中化合物研究服务包括调研、先导化合物和活性药物中间体的合成及工艺开发、临床前研究服务服务包括药代动力学、药理毒理学、动物模型等。国内以药明康德、华威医药、尚华医药为代表。
  - **临床试验 CRO：**主要以临床研究服务为主，包括 I 至 IV 期临床试验技术服务、临床试验数据管理和统计分析、注册申报以及上市后药物安全监测等，也是全球 CRO 市场的重要组成部分。由于临床试验 CRO 对于流程管理更加严格，操作不当将使得制药企业前期投入全部付诸东流，因此新兴市场国家发展较慢。国内以泰格医药为代表。

图表 3：临床前 CRO 与临床 CRO 在新药研发过程中承担的职能



来源：国金证券研究所

### 公司研发实力雄厚，拥有最多的三类化药临床批件

#### ■ 技术层面

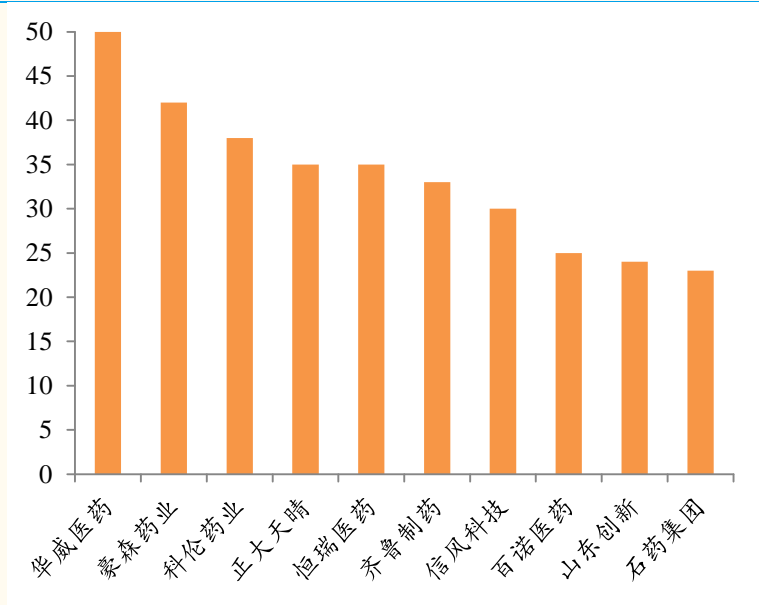
- 公司已开发项目超过 200 个，形成了多个成熟的技术平台：
- **手性合成技术平台**：目前已成功开发了数十个手性药物的产品，在定向催化合成技术在国内处于领先地位；
- **缓控释制剂技术平台**：利用该技术平台开发了骨架片、缓释微丸、控释片等控是药物制剂，已成功开发 20 多个缓控释制剂项目；
- **靶向给药系统技术平台**：华威医药正在开发的脂肪乳、脂质体等靶向给药技术具有自主知识产权。

#### ■ 产品层面

- 公司成立十五年来，专注于医药产业的技术研发，已开发成功 250 余项新药技术，国内注册取得了 50 余个新药证书和 100 余个生产批件。

- 公司去年是全国三类化药获批临床批件数量最多的公司：

图表 4：公司去年获批 50 个三类化药临床批件

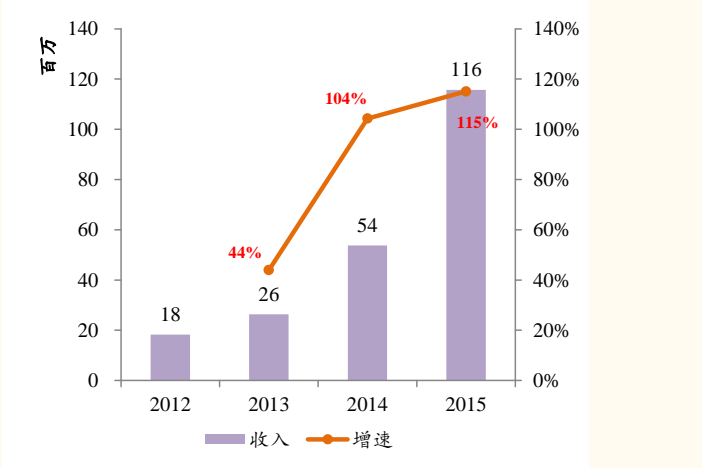


来源：公司公告，国金证券研究所

公司历史业绩高增长，采用完工百分比法确认收入

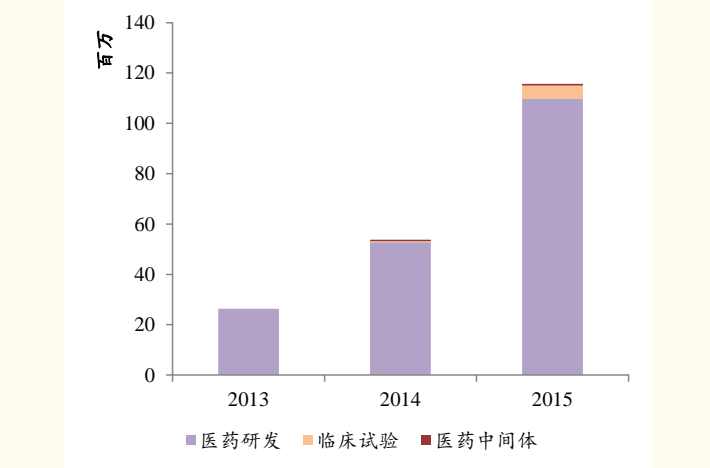
- 2015 年公司实现营业收入 1.16 亿元，同比增长 115%；2014 年实现营业收入 5.38 亿元，同比增长 104%。净利润率稳定在 60%左右。

图表 5：华威医药历史业绩高增长



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：公司收入结构拆分



来源：公司公告，国金证券研究所

- **完工百分比法确认收入：**和其他 CRO 公司收入确认方式类似，华威医药采用完工百分比方法分阶段确认公司收入。各个合同的收入确认方法不尽相同，但大致确认步骤可如下图所示：



图表 7：公司收入确认方法采用完工百分比法

序号	进度标志	当期完工百分比	累计完工百分比
Step 1	确定合成工艺、取得合格原料药、签订合同	20%	20%
Step 2	获取临床受理通知书	20%	40%
Step 3	小试交接完成	10%	50%
Step 4	中试交接完成	10%	60%
Step 5	取得临床批件	35%	95%
Step 6	客户取得生产批件	5%	100%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 截至 2015 年 12 月 31 日，华威医药收入前 5 名的药品研发项目收费等情况如下表所示：

图表 8：收入前 5 的药品研发项目收费等情况

研发内容	注册分类	项目进展	确认收入金额(万)	项目周期(年)	毛利率
阿齐沙坦	化药3.1类	获临床批件（2014年12月）	975	3.5	87.31%
替加环素	化药3.1类	技术交接完成	750	4	83.00%
奥氮平氟西汀	化药3.2类	获临床批件（2015年12月）	563	5.5	95.00%
米诺膦酸	化药3.1类	获临床批件（2012年11月）	525	6.5	96.40%
比拉斯汀	化药3.1类	获受理通知单（2013年8月）	525	4	86.29%

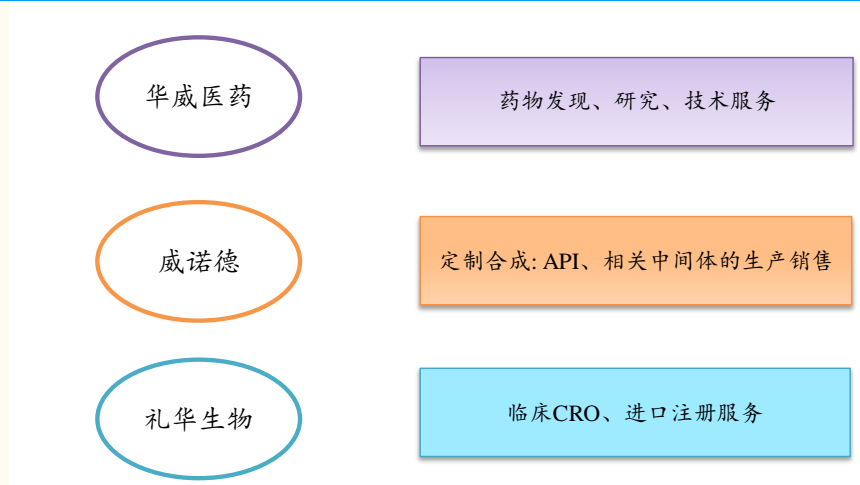
来源：公司公告，国金证券研究所

- **业绩承诺：**华威医药 2016 年、2017 年和 2018 年实现的扣非后归属母公司净利润分别不低于 1 亿、1.23 亿、1.47 亿。

**产业链延伸拓展后，收入结构呈现多元化**

- 在 2013 年以前，公司主要从事药物发现、研究、技术服务(临床前 CRO)，近年来向临床 CRO 和 CMO 业务拓展。
- 公司近年来先后成立了两个全资子公司：
  - **威诺德医药**主要从事定制合成、CMO、API(原料药)及相关中间体的生产销售。
  - **礼华生物**主要从事药物/器械的临床 CRO、进口注册服务。

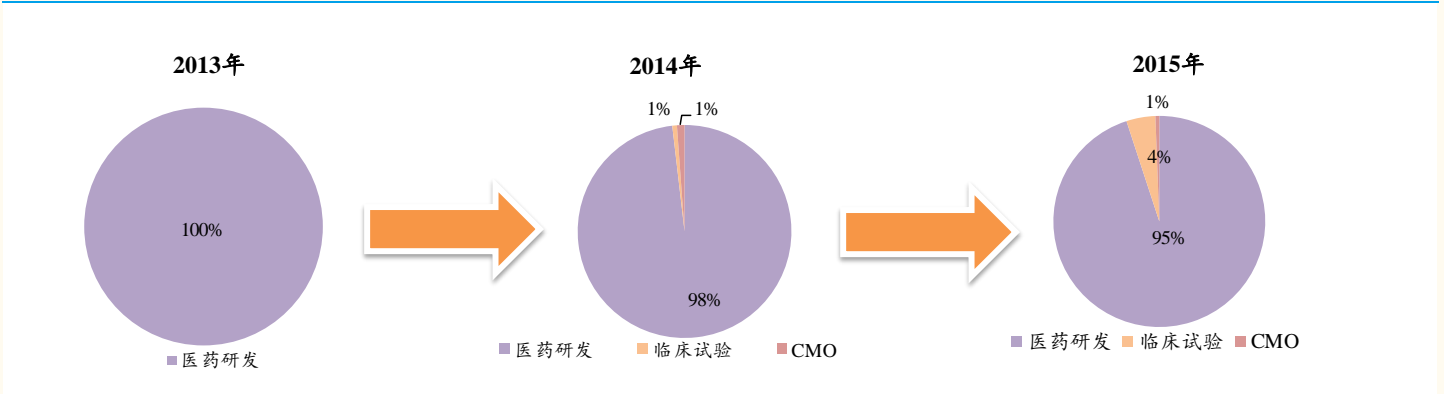
图表 9：公司当前业务包括临床前 CRO、CMO、临床 CRO



来源：国金证券研究所

■ 随着两个子公司的成立，公司从 2014 年开始，收入结构呈现多元化：

图表 10：公司近三年来收入结构的变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：礼华生物历史业绩情况

项目	2014	2015
营业收入	-	5,123,991
营业利润	-113,887	-354,072.62
利润总额	-112,687	-351,372.62
净利润	-112,687	-351,372.62

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：威诺德历史业绩情况

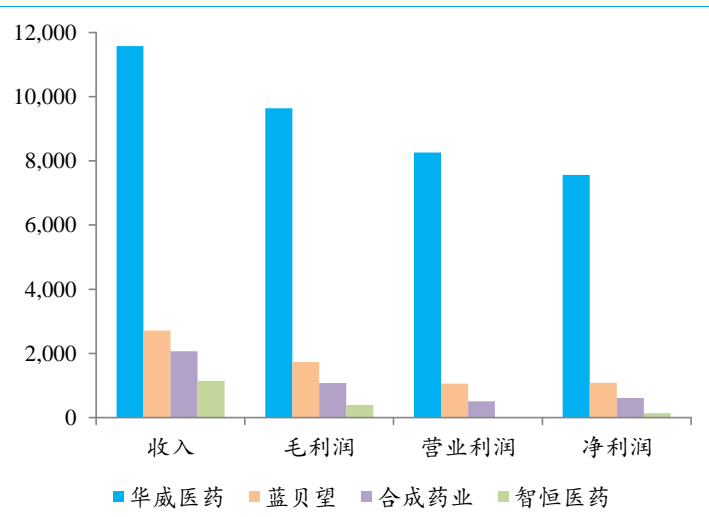
项目	2014	2015
营业收入	613,846	684,838
营业利润	-207,420	-390,471
利润总额	-207,420	-385,071
净利润	-207,420	-385,071

来源：公司公告，国金证券研究所

同业对比，公司利润率最高

■ 与新三板三家临床前 CRO 公司相比，公司在收入、毛利润、净利润方面均遥遥领先，是国内当之无愧的临床前 CRO 龙头企业。

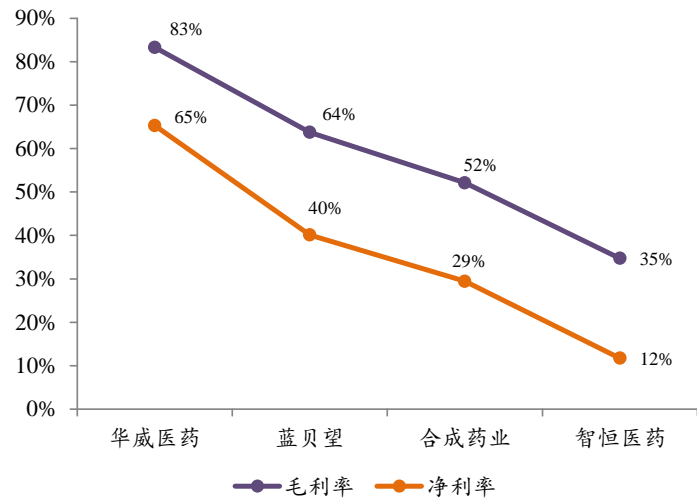
图表 13：公司各项业绩与新三板的临床前 CRO 公司比较



来源：Wind,国金证券研究所

■ 公司的利润率在竞争对手中最高，主要由于公司定价较高，研发实力得到行业认可。

图表 14：公司毛利率、净利率高

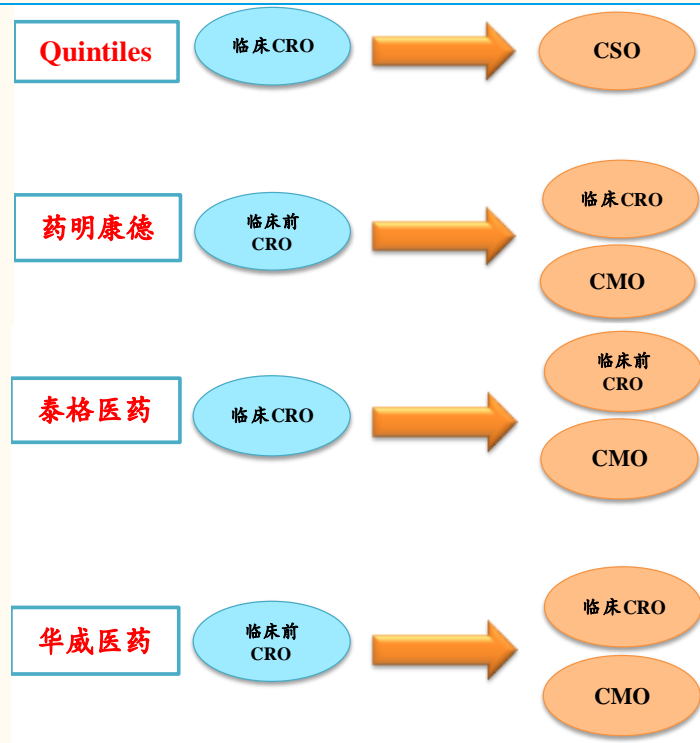


来源：Wind, 国金证券研究所

### CRO 行业发展趋势之“一站式服务”

- 国际、国内龙头 CRO 产业都在致力于实现产业链的完整发展，**临床前 CRO 领域与临床 CRO 领域互相渗透**是 CRO 企业发展的一个重要趋势。
  - 临床前 CRO 企业向下游渗透进入临床 CRO 领域的门槛并不高，因为服务的门槛要低于研发，所以，临床前 CRO 企业可以选择自己成立子公司也可以通过并购的方式实现。其中华威医药是成立礼华生物子公司、药明康德则是通过外延并购进入下游临床 CRO 领域。虽然门槛不高，但是服务非常讲究品牌和客户的认同度，新进入者需要花费较长的市场导入期。
  - 临床 CRO 企业向上游渗透进入临床前 CRO 领域门槛较高，所以通常是通过并购的方式实现，如泰格医药收购方达医药。

图表 15: 龙头 CRO 企业致力于提供“一站式”服务



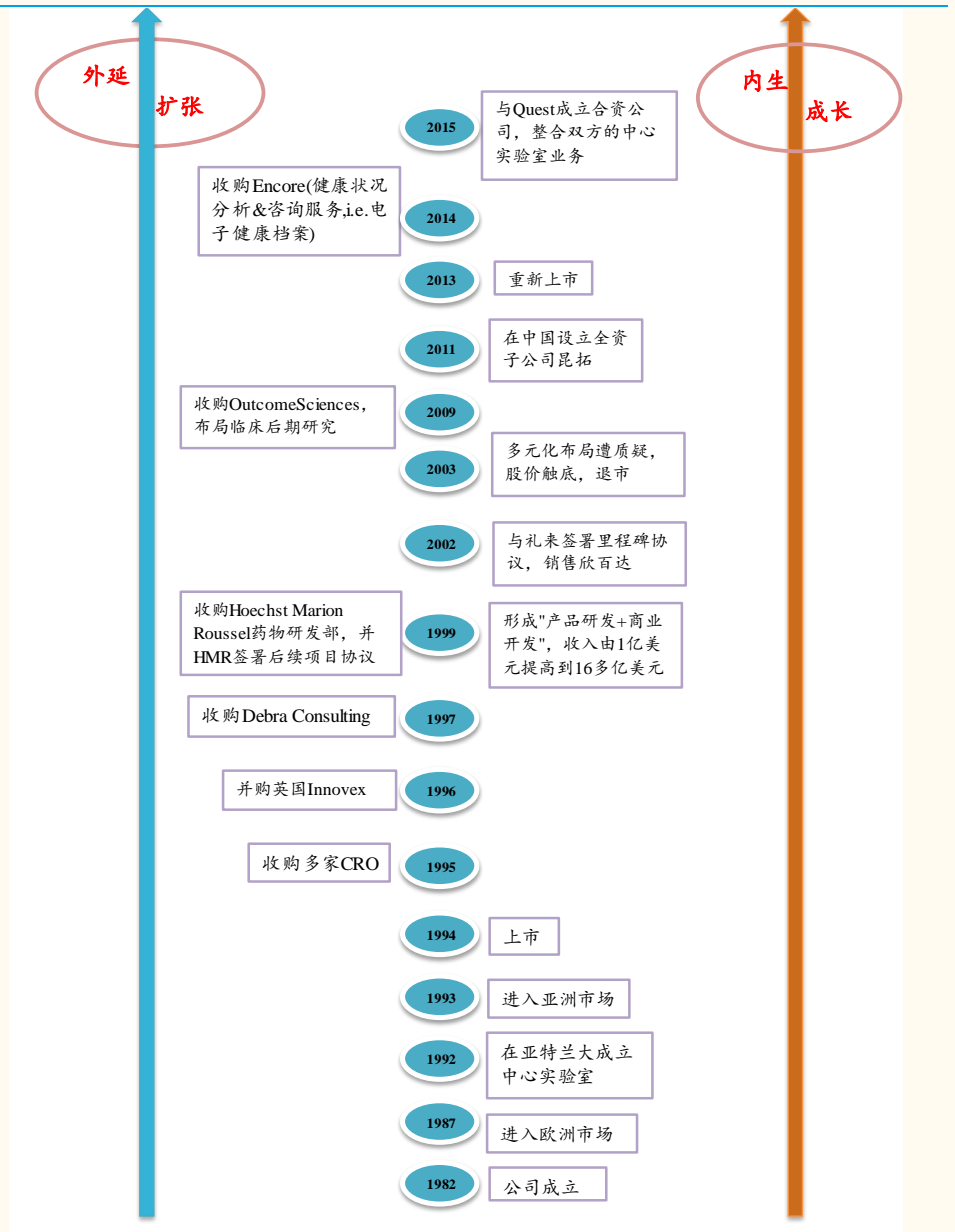
来源：国金证券研究所

- 我们认为，公司作为国内最优秀的 CRO 企业之一，已经拥有子公司礼华生物，从产业链的布局来看，已经有母公司的临床前 CRO 业务+子公司的临床 CRO 业务，产业链布局完整，有能力提供临床前+临床的外包服务，这不但符合国际龙头 CRO 公司的发展脉络，也将从仿制药一致性评价带来的政策红利中分得较多的市场份额。

#### CRO 行业发展趋势之行业间并购整合

- 无论是国际龙头 CRO 企业、还是国内的龙头 CRO 企业，并购整合都是其发展的重要路径。
- 以国际上最大的龙头 CRO 企业昆泰为例，在其近期宣布与 IMS 合并之前，已发起了 60 多起行业内的并购整合，迄今为止成为一家在全球 57 个国家/地区具有分支机构的龙头 CRO 企业。

图表 16: 昆泰发展路径(主要事件梳理)



来源: 公司公告整理, 国金证券研究所

- 国内 2012 年上市的泰格医药, 更是在上市以后加快行业的并购整合, 通过自建和收购的方式不断完善临床试验 CRO 服务产业链和在全球各地的布点, 介入临床 CRO、临床前 CRO 与 CMO 业务中。

**图表 17: 泰格医药通过内生发展+并购+合作共建完善细分领域布局**

时间	设立方式	公司	交易金额	投资比例	主营业务	注册地
2006.1	自建	上海泰格	100万	100%	技术开发、咨询	上海
2008.10	自建	湖南泰格	1000万	59%	药物分析、I期临床	湖南
2009.10	收购	美斯达	9.5万美元	51%	数据统计分析	上海
2009.11			144万	49%		
2010.4	自建	嘉兴泰格	9608万	100%	数据管理与统计分析	嘉兴
2011.8	自建	广州泰格	26万	51%	中心实验室	广州
2011.9	自建	香港泰格	1000万港币	100%	临床技术服务	香港
2011.5	自建	杭州思默	100万	100%	SMO	杭州
2013.1	自建	杭州英放	315万	75%	医学影像服务	杭州
2013.1	收购	台湾泰格	128万	50%	数据统计分析	台湾
2013.2	自建	泰格咨询	60万	60%	NIS研究、临床专家管理服务	上海
2013.8	自建	杭州泰兰	51万	51%	临床试验风险管理、第三方稽查、培训	杭州
2013.10	自建	泰格益坦	70万	70%	药物警戒、药物安全	杭州
2013.10	收购	美国BDM	212万美元	55%	数据管理、数据统计、SAS项目管理	美国
2014.5	收购	方达医药	5025万美元	67%	临床前研究、CMC	美国
2014.5	收购	康利华		51%	生产设施认证咨询	北京
2015.1	收购	北医仁智	1.5亿	100%	ACR	北京
2015.4	收购	捷通泰瑞		54%	医疗器械CRO	泰州
2015.7	收购	韩国DreamCIS	2亿	100%	临床CRO	韩国
2015.11	收购	中食安康		18%	保健品研发服务	北京
2015.12	收购	谋思医药			临床药理服务	上海
2016.1	合资设立	泰迪医学研究所	2000万	50%	中心实验室	上海
2016.1	合资设立	合资公司	98万美元	49%	CMO	美国

来源：公司公告整理，国金证券研究所

- 昆泰成立于1982年，于1994年上市；泰格医药成立于2006年，于2012年上市。两个公司均在上市后表现出频繁的并购整合，不断完善各自细分领域的布局后，开始了产业链的延伸拓展。
- 华威医药成立于2000年，公司将于今年注入上市公司\*ST百花。我们认为，公司上市后，将充分利用资本工具，沿着龙头CRO企业的发展路径，开展一系列的并购整合。(我们将在下文中的上市公司战略投资者介绍部分，阐述公司未来并购整合的可能方向)。

### 公司转型布局CRO未来的成长性——四大看点

#### 储备众多在研项目为未来业绩提供保障

- 公司预计2016年现有储备项目中将有73个项目产生收入，其中64个项目已签订合同，我们预计已签合同项目收入占预计全年收入的60%左右。公司16年的业绩承诺是1亿，我们认为大概率会超过业绩承诺。

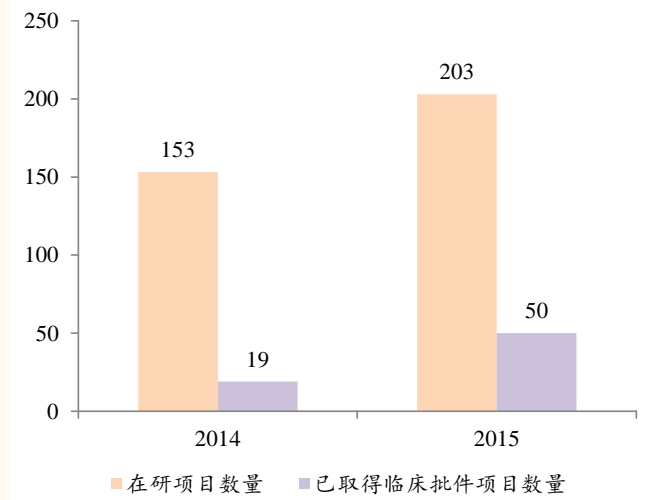
**图表 18: 公司现有储备项目情况**

立项年度	2009年及以前	2010	2011	2012	2013	2014
立项个数	19	4	5	19	16	10
签约个数	19	4	5	13	13	10

来源：公司公告，国金证券研究所

- 当前在研项目有203个，其中118个处于申报临床前研发阶段、85个获得临床批件申报受理通知单。

图表 19: 公司近两年的研究成果



来源: 国金证券研究所

图表 20: 华威医药在研项目汇总

项目所处阶段	项目数量	签署研发服务协议数量	投入金额(万元)	平均投入金额(万元)	平均在研周期(月)
申报临床前研发阶段	118	8	4,027	34	16
获得临床批件申报受理通知单	85	49	4,903	58	40
合计	203	57	8,931	44	26

来源: 公司公告, 国金证券研究所

#### 历史性机遇: 仿制药一致性评价带来 CRO 行业空间扩增

- 在当前的药审政策环境下, 仿制药一致性评价给整个药品行业短期带来的影响整体偏负面, 但给 CRO 公司带来了增量市场。
- 当前对仿制药一致性评价的规定是, 2007 年以前上市的基药口服固体制剂 (289 个药品) 需在 2018 年前做完一致性评价; 对于其他药品三家通过一致性评价后, 后续品种不再纳入招标。
- 如果执行一致性评价的仿制药需要改变处方工艺, 其过程类似于重新开发一个仿制药, 则时间对于 2018 年前需做完一致性评价的品种非常紧迫。
- 临床前 CRO 公司和临床 CRO 公司在仿制药一致性评价过程中的作用分别是临床前药理研究和工艺开发, 与生物等效性 (BE) 试验。

**图表 21：仿制药一致性评价的步骤和所需时间**

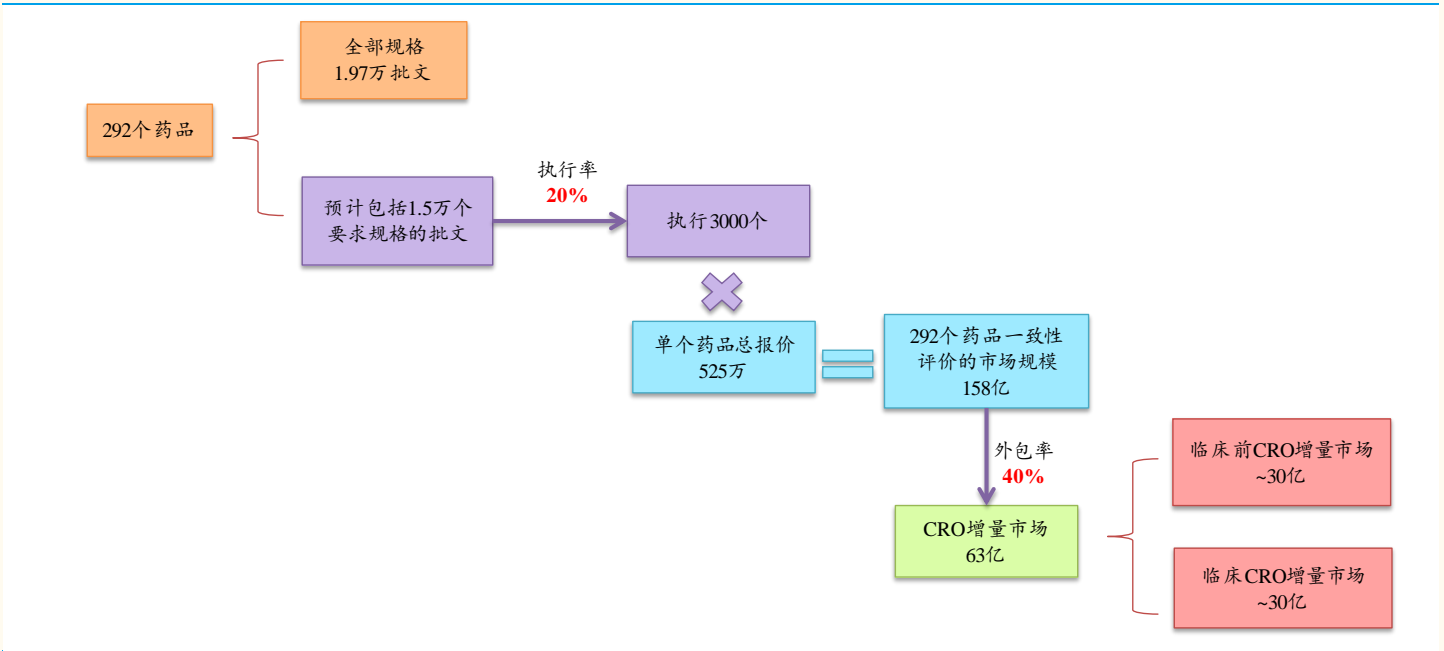
工作内容	用时(月)	时间
准备研发物资（先买一批原研药研究，后期再办理一次性进口）	1	2016.5
自制品与原研药初步一致性评价，方法验证	2	2016.6-7
一次性进口，小试工艺重复、优化，质量研究，小试影响因素试验	4	2016.7-11
中试放大，全检，曲线对比，质量研究	1	2016.11
确定中试验证方案，准备中试物料	1	2016.12
中试样品影响因素试验	1	2017.1
中试样品稳定性研究	12	2017.1-2018.1
伦理备案，获得伦理批件	2	2017.1-2
工艺验证3批（商业生产线），全检，曲线对比	1	2017.2
BE试验前30天，登陆“备案平台”进行BE备案，获“备案号”	1	2017.3
BE预实验（同时进行稳定性研究）	2	2017.4-5
BE试验（同时进行稳定性研究）	12	2017.6-2018.6
注册申报，现场考核	2	2018.7-8
省所检验，申报资料邮寄	3	2018.9-11
合计	30月	
时间安排	2016.5-2018.11	

来源：康美乐企业，国金证券研究所

- **仿制药一致性评价给 CRO 企业带来的市场空间测算**
- 关于一致性评价给 CRO 行业带来的市场空间的测算，我们分为 2018 年之前必须完成一致性评价的 292 个药品和国内所有化药口服固体制剂(总市场的两块市场空间测算。
- **(一)2018 年之前需完成一致性评价的 289 个药品给 CRO 行业带来的增量**
- 我们基于以下假设：
  - 假设 289 个基药需完成一致性评价的规格占总规格数量的 75%，即 1.5 万个批文需进行一致性评价
  - 假设仿制药一致性评价的执行率为 20% (对应 444 个规格的药品，每个规格有 6-7 家企业做一致性评价)
  - 假设单个药品总报价 525 万，临床前和临床 CRO 各占一半
  - 假设一致性评价的外包率为 40%
- 最后测算出，2018 年前需完成一致性评价的 289 个基药，带来的市场规模是 158 亿，分给 CRO 行业的市场增量是 63 亿，其中临床前和临床 CRO 差不多各占一半。



图表 22：289 个药品给 CRO 行业带来的增量



来源：国金证券研究所

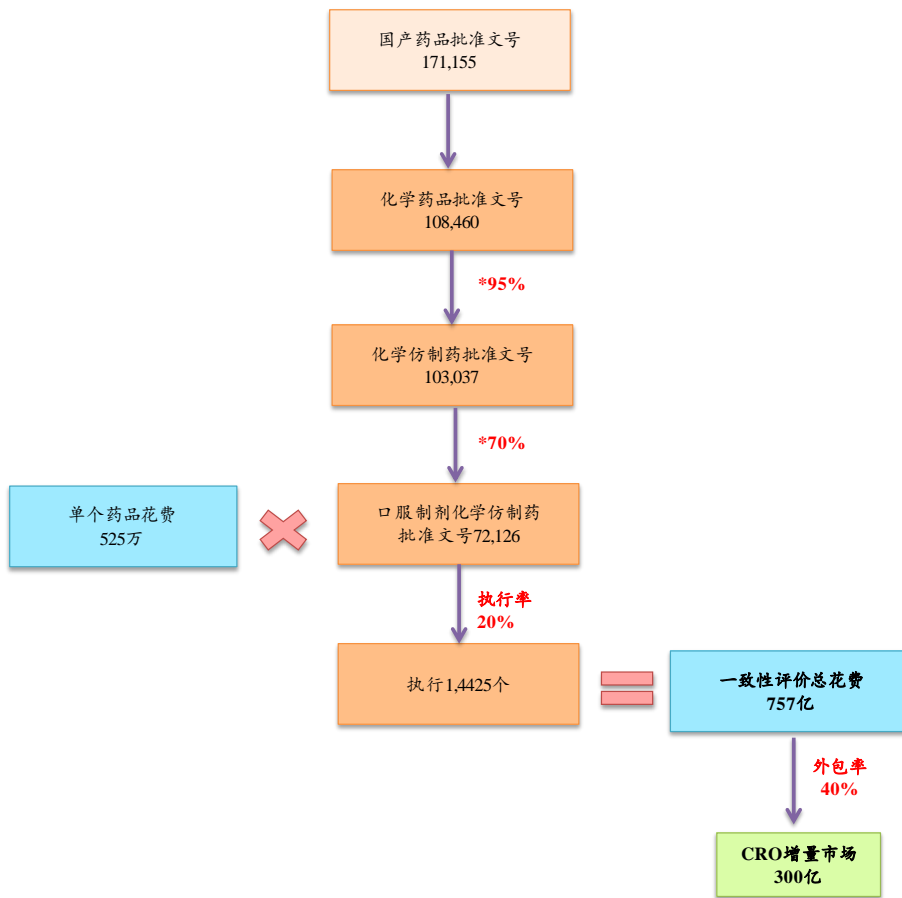
■ (二)仿制药一致性评价政策给 CRO 行业带来的增量

■ 我们基于以下假设：

- 假设国内化学药品批准文号中仿制药占比 95%
- 假设口服制剂占化学药品 70%
- 假设仿制药一致性评价的执行率为 20%
- 假设外包率为 40%

- 最后测算出，整个仿制药一致性评价政策，带来的市场规模是 757 亿，分给 CRO 行业的市场增量是 300 亿，临床前和临床 CRO 差不多各占一半。
- 由于当前国内 CRO 行业规模约为 300 亿(其中临床前 CRO 占比 60%)，单看仿制药一致性评价这项政策，未来带给 CRO 行业的空间就是翻倍的。CRO 行业是在药审政策大行业环境下，最确定受益的细分领域。

图表 23：仿制药一致性评价政策给 CRO 行业带来的增量



来源：国金证券研究所

- 公司具备承接一致性评价订单的行业优势
- 公司当前已经为仿制药一致性评价政策下临床前+临床订单做准备。我们认为临床前的药理和工艺改进和公司的主业差不多，一致性评价的推行给公司的主业带来增量市场。
- 就一致性评价的过程而言，临床前的研发十分重要。如果临床前的药学做得不标准、不一致，临床 BE 也做不出等效性来。
- 仿制药一致性评价，考验 CRO 企业提供“一站式”的从药理到临床的服务，如果同一个 CRO 公司提供全套服务，对于企业来说，做出试验结果更有保障。目前国内能完整地提供临床前+临床的 CRO 公司不多，华威医药、泰格医药、药明康德都具备一站式服务的能力。

#### 乘政策东风，公司介入 1.1 类新药的研发

- 公司之前的主业以 3 类药品研发为主，包括客户定制与公司自行研发后转让两部分收入。
- 随着公司研发技术的积累，目前公司已经介入到 1.1 类新药的研发中。当前有 8 个 1.1 类新药项目在研发，均处于早期研究阶段。临床前研究投入均预计在 800 万左右。
- 创新药研发情况 华威医药创新药物的研发主要集中在以下几个方向：
  - 抗肿瘤药

- DPP-IV 酶抑制剂
- 非黄嘌呤氧化酶抑制剂
- 抗真菌药物

图表 24: 公司在研 1.1 类新药介绍

化合物代号	适应症	至临床申报所需时间	完成临床前研究预计投入金额(万)	拟注册分类	研究进展及阶段性成果
HW5101	非小细胞肺癌, 直肠癌	2-3年	800	1.1	完成对肿瘤细胞株的初步活性; 完成老鼠给药途径及体内吸收的研究; 完成口服给药对老鼠体内肿瘤的抑制研究
HW5102	直肠癌	2-3年	800	1.1	完成对肿瘤细胞株的初步活性; 完成老鼠给药途径及体内吸收的研究 完成口服给药对老鼠体内肿瘤的抑制研究
TN-16	卵巢癌	2-3年	800	1.1	完成对肿瘤细胞株的初步活性; 完成老鼠给药途径及体内吸收的研究, 对比雌雄吸收的差异。
TN-11	非小细胞肺癌	1.5-2年	800	1.1	完成对肿瘤细胞株的初步活性; 完成老鼠给药途径及体内吸收的研究, 目前正在研究该化合物与信号通路中的靶点的作用(正在委托CRO公司在美国研究)
BQ-I	2-型糖尿病	2-3年	800	1.1	完成该化合物对DPP-IV的酶活性研究, IC50值为7.0nm, 优于西他列汀。完成药物在老鼠体内的药物代谢研究
BH-7	2-型糖尿病	2-3年	800	1.1	完成该化合物对DPP-IV的酶活性研究, IC50值为18.8nm;结构有待进一步优化。
SA-6	痛风	2-3年	800	1.1	完成该化合物对非黄嘌呤氧化酶的酶活性研究, 该化合物与非布司他活性相当, 待结构优化筛选
HW6001	抗真菌	2-3年	700	1.1	完成该化合物抗真菌活性研究, 完成药物在老鼠体内的初步药物代谢研究。完成药物在老鼠体内的初步急性毒性研究。

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 公司进入新药的研究领域, 受到当前政策的鼓励支持:
  - 优先审评审批: 2016年2月26日, CFDA发布《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》, 将重大疾病用药、创新药纳入优先审评审批范畴。**公司当前研究的 1.1 类新药符合优先审评审批, 政策将在新药临床试验申请和生产注册申请方面予以政策支持。**
  - 药品上市许可人制度(MAH): 2016年6月6日, 国务院办公厅发文, 药品上市许可人制度将在北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、四川 10 个省市开展试点。研发机构/科研人员(包括 CRO 企业)将可以拥有上市药品生产权(可委托加工)、所有权、销售权。**此后, 没有厂房设备的研发机构也可以拥有药品批文。**

#### 战略投资者未来将助力公司平台化发展

- 2016年1月2日, 六师国资公司与礼颐投资及瑞东资本签署《战略合作协议》, 协议中:

- 礼颐投资承诺：以市场化的方式，推动旗下基金投资的优质医药项目，优先装入百花村，并持续帮助百花村在全球范围内实施医药研发外包服务和生物制药行业并购(包括基因、细胞治疗、靶向药等)。
- 瑞东资本承诺：以市场化方式，寻求海内外优质生物医药项目，择机装入百花村。
- 礼颐投资为上海礼安的管理人。LAV Riches 是 Lilly Asia Venture Fund II, L.P. (礼来亚洲基金美元基金二期) 所设立的全资子公司。上海礼安与 LAV Riches 的管理团队一致，同属于礼来亚洲基金的投资主体。LAV Riches 是礼来亚洲基金的美元基金的全资子公司，上海礼安是礼来亚洲基金的人民币基金。
- 礼来亚洲基金成立于 2008 年，总部位于中国上海，目前管理总计约 6 亿美元的美元基金和人民币基金，专注于投资亚洲尤其是中国市场的高端生物医药、医疗器械、诊断以及医疗服务领域。礼来亚洲基金投资的项目包括浙江贝达药业、深圳微芯生物、苏州信达生物、方恩医药、三生制药、中美冠科、辉源生物等。

图表 25: 礼来亚洲基金投资项目介绍

投资项目	主营业务
艾森生物	生物细胞自动分析系统系列
奥翔药业	高难度原料药、仿制药
贝达药业	小分子靶向药
博瑞生物	高端中间体/原料药
中信医药	药品和医疗器械分销商
康希诺	人用疫苗
微芯生物	新药研发
中肽生化	多肽供应商
中美冠科	肿瘤和代谢类疾病临床前CRO
西维医药	罕见病领域
方恩医药	临床CRO
银杏树	创新药研发
辉源生物	生物研发CRO
翼依信息	医疗数据标准化
华威医药	CRO
英派药业	癌症新药研发
信达生物	生物大分子研发
科州制药	癌症新药研发
凯因科技	肝病领域
科太迈迪	人工关节
奕安济世	大分子生物药
迈博斯生物	生物技术
微泰医疗	糖尿病领域
迈凌医疗	血透
联亚药业	药品出口
品驰医疗	脑起搏器
兴齐眼药	眼科处方药
普适医药	呼吸科药品
美国 Veritas	基因诊断产品
三生制药	生物制药

来源: 礼来亚洲基金网站, 国金证券研究所

- 两大战略投资者, 对上市公司有推荐标的的承诺, 将助力上市公司开展并购整合, 这也符合我们上文中分析的龙头 CRO 企业的发展路径。

### 置入资产(华威医药)盈利预测

- 我们预计置入资产华威医药 2016~2018 年归属母公司净利润分别为 1.1 亿、1.3 亿、1.53 亿, 如果简单考虑新资产盈利预测, 对应上市公司 EPS 0.24 元、0.29 元、0.34 元(按本次交易后、含配套融资股本计)。
- 考虑到公司重大资产重组已经过会, 而公司并入 CRO 资产具有成长潜力, 我们对公司覆盖, 给予“增持”评级

### ■ 盈利预测假设

- 假设随着礼华生物(临床 CRO)与威诺德(CMO)占比提升, 公司综合毛利率未来有所下降
- 假设当年签订合同并在当年产生收入的金额占全年收入的 50%以上
- 假设公司期间费用率稳定

### ■ 盈利预测说明

- (1) 公司过去三年报表反映了原有资产状况而出现亏损, 对未来三年预测我们使用了置入资产作为预测基准, 故前后存在较大差异。
- (2) 由于交易尚未完成, 2016 年的上市公司业绩可能仍将受置出资产亏损拖累, 因此 2016 年上市公司业绩不能完全用华威医药替代。我们将根据交易实际完成时间, 再做加权修正。
- (3) 由于置入资产的历史财务数据尚未完整披露, 对于置入资产的盈利预测我们根据行业经验做出合理假设, 但实际情况可能与假设存在差异。我们将在置入资产财务数据完整披露后, 再对公司的历史报表进行追溯调整, 以及对未来盈利预测进行校正。

## 风险提示

### 化学药品注册新分类将 3.1 类药归为仿制药

- 与 2007 版药品注册分类相比, 2016 版的化学药品注册分类对于仿制药的分类宗旨是注重与原研药质量的一致性, 将老分类中 3.1 类的首仿药归为仿制药, 取消 4 年的新药监测期。
- 对于仿制药, 与 07 版分类相比, 16 版不再区分制剂、复方制剂、改变给药途径、增加新适应症, 而是不论对于仿制境内未上市还是境内已上市的药品, 都要求仿制药"具有与原研药品相同的活性成份、剂型、规格、适应症、给药途径和用法用量"。
- 其他行业发展不确定性的政策风险。

图表 26：07 版化药注册分类

注册分类	分类说明	分类具体说明
1	未在国内外上市销售的药品	<b>1.1</b> 通过合成或者半合成的方法制得的原料药及其制剂 <b>1.2</b> 天然物质中提取或者通过发酵提取的新的有效单体及其制剂； <b>1.3</b> 用拆分或者合成等方法制得的已知药物中的光学异构体及其制剂； <b>1.4</b> 由已上市销售的多组份药物制备为较少组份的药物 <b>1.5</b> 新的复方制剂。 <b>1.6</b> 已在国内上市的制剂增加国内外未批准的新适应症
2	改变给药途径且尚未在国内外上市销售的制剂	
3	已在国外上市销售但尚未在国内上市销售的药品	<b>3.1</b> 已在外国上市销售的原料药及其制剂，和/或改变该制剂的剂型，但不改变给药途径的制剂 <b>3.2</b> 已在外国上市销售的复方制剂，和/或改变该制剂的剂型，但不改变给药途径的制剂 <b>3.3</b> 改变给药途径并已在外国上市销售的制剂 <b>3.4</b> 国内上市销售的剂型增加已在外国批准的新适应症
4	改变已上市销售盐类药物的酸根、碱基（或者金属元素），但不改变其药理作用的原料药及其制剂。	
5	改变国内已上市销售药品的剂型，但不改变给药途径的制剂。	
6	已有国家药品标准的原料药或者制剂。	

来源：CFDA，国金证券研究所

图表 27：07 版分类中各类药品监测期期限

注册分类	监测期期限
1.1	5年
1.2	5年
1.3	5年
1.4	4年
1.5	4年
2	4年
3.1	4年
3.2	3年
3.3	3年
4	3年
5	3年

来源：CFDA，国金证券研究所

**图表 28：16 版化药注册重新分类**

注册分类	分类	分类具体说明	
		正式稿	征求意见稿
1	境内外均未上市的创新药	含有新的结构明确的、具有药理作用的化合物，且具有临床价值的原料药及其制剂。	含有新的结构明确的具有生理或药理作用的分子或离子，且具有临床价值的原料药及其制剂，包括用拆分或者合成等方法制得的已知活性成份的光学异构体及其制剂，但不包括对已知活性成份成酯、成盐（包括含有氢键或配位键的盐），或形成其他非共价键衍生物（如络合物、螯合物或包合物），或其结晶水、结晶溶剂、晶型的改变等。
2	境内外均未上市的改良型新药	2.1 含有用拆分或者合成等方法制得的已知活性成份的光学异构体，或者对已知活性成份成酯，或者对已知活性成份成盐（包括含有氢键或配位键的盐），或者改变已知盐类活性成份的酸根、碱基或金属元素，或者形成其他非共价键衍生物（如络合物、螯合物或包合物），且具有明显临床优势的原料药及其制剂。	2.1 含有对已知活性成份成酯、成盐（包括含有氢键或配位键的盐），或者形成其他非共价键衍生物（如络合物、螯合物或包合物），或者改变其结晶水、结晶溶剂、晶型的原料药及其制剂。
		2.2 含有已知活性成份的新剂型（包括新的给药系统）、新处方工艺、新给药途径，且具有明显临床优势的制剂。	2.2 含有已知活性成份的新剂型（包括新的给药系统）和/或给药途径的制剂。
		2.3 含有已知活性成份的新复方制剂，且具有明显临床优势。	2.3 含有已知活性成份的新复方制剂。
		2.4 含有已知活性成份的新适应症的制剂。	2.4 含有已知活性成份的新适应症的制剂。
3	仿制境外上市但境内未上市原研药品的药品	具有与原研药品相同的活性成份、剂型、规格、适应症、给药途径和用法用量的原料药及其制剂	具有与参比制剂相同的活性成份、剂型、规格、适应症、给药途径和用法用量的制剂及其原料。
4	仿制境内已上市原研药品的药品	具有与原研药品相同的活性成份、剂型、规格、适应症、给药途径和用法用量的原料药及其制剂	具有与参比制剂相同的活性成份、剂型、规格、适应症、给药途径和用法用量的制剂及其原料。
5	境外上市的药品申请在境内上市	5.1 境外上市的原研药品(包括原料药及其制剂)申请在境内上市。	境外上市的原料或制剂申请在境内上市。
		5.2 境外上市的非原研药品(包括原料药及其制剂)申请在境内上市。	

来源：CFDA，国金证券研究所

**图表 29：16 版分类中各类药品监测期期限**

注册分类	监测期期限
1	5年
2.1	3年
2.2	4年
2.3	4年
2.4	3年

来源：CFDA，国金证券研究所

### 管理风险及未来股权稀释的风险

- 根据六师国资公司与礼颐投资及瑞东资本签署的《战略合作协议》，本次重组交易完成后，六师国资公司向百花村提名 4 名董事，礼颐投资、瑞东资本、华威医药分别向百花村各提名 1 名董事，礼颐投资和瑞东资本各提名 1 名独立董事。礼颐投资负责推荐总经理人选。
- 由于战略投资者对上市公司有推荐整合标的的承诺，如果未来有持续的资产整合，股权的稀释与变动是伴随的趋势。
- 其他整合不确定性的风险。



**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,182</b>	<b>1,109</b>	<b>809</b>	<b>186</b>	<b>247</b>	<b>307</b>	货币资金	205	152	261	200	220	200
增长率		-6.2%	-27.1%	-77.0%	32.8%	24.4%	应收款项	245	221	301	64	85	105
主营业务成本	-867	-1,060	-872	-45	-64	-89	存货	288	226	196	15	21	29
%销售收入	73.3%	95.6%	107.9%	24.0%	26.0%	29.0%	其他流动资产	117	106	73	5	7	9
毛利	315	48	-64	141	182	218	流动资产	855	705	831	284	333	343
%销售收入	26.7%	4.4%	n.a	76.0%	74.0%	71.0%	%总资产	19.3%	16.9%	20.5%	8.8%	10.5%	11.0%
营业税金及附加	-16	-16	-15	-2	-2	-3	长期投资	185	188	168	169	168	168
%销售收入	1.4%	1.4%	1.8%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	2,773	2,581	2,488	2,382	2,274	2,216
营业费用	-13	-34	-20	-1	-2	-3	%总资产	62.5%	62.0%	61.2%	73.5%	71.5%	70.7%
%销售收入	1.1%	3.1%	2.5%	0.8%	1.0%	1.0%	无形资产	553	550	409	404	405	406
管理费用	-151	-181	-168	-22	-30	-37	非流动资产	3,584	3,461	3,232	2,957	2,849	2,793
%销售收入	12.7%	16.3%	20.8%	12.0%	12.0%	12.0%	%总资产	80.7%	83.1%	79.5%	91.2%	89.5%	89.0%
息税前利润 (EBIT)	135	-183	-267	115	148	175	<b>资产总计</b>	<b>4,439</b>	<b>4,166</b>	<b>4,063</b>	<b>3,241</b>	<b>3,182</b>	<b>3,136</b>
%销售收入	11.4%	n.a	n.a	62.2%	60.0%	57.0%	短期借款	1,037	1,050	354	2,536	2,325	2,103
财务费用	-140	-158	-154	-4	-7	-7	应付款项	1,158	1,358	2,630	60	81	102
%销售收入	11.8%	14.3%	19.0%	2.2%	3.0%	2.2%	其他流动负债	101	78	108	4	6	8
资产减值损失	-26	-30	-206	0	0	0	流动负债	2,297	2,486	3,092	2,601	2,412	2,213
公允价值变动收益	2	3	3	0	0	0	长期贷款	440	210	76	76	76	76
投资收益	6	0	10	0	0	0	其他长期负债	350	472	440	0	0	0
%税前利润	18.0%	0.0%	-1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>3,087</b>	<b>3,168</b>	<b>3,608</b>	<b>2,677</b>	<b>2,489</b>	<b>2,290</b>
营业利润	-22	-369	-614	111	141	168	<b>普通股股东权益</b>	<b>976</b>	<b>739</b>	<b>333</b>	<b>442</b>	<b>572</b>	<b>725</b>
营业利润率	n.a	n.a	n.a	60.0%	57.0%	54.8%	少数股东权益	376	258	122	122	122	122
营业外收支	56	24	38	15	10	10	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,439</b>	<b>4,166</b>	<b>4,063</b>	<b>3,241</b>	<b>3,182</b>	<b>3,136</b>
税前利润	34	-345	-576	126	151	178							
利润率	2.9%	n.a	n.a	68.1%	61.1%	58.1%	<b>比率分析</b>						
所得税	-28	-9	32	-18	-21	-25		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税率	82.7%	n.a	n.a	14.0%	14.0%	14.0%	<b>每股指标</b>						
净利润	6	-353	-544	109	130	153	每股收益	0.011	-0.869	-1.634	0.243	0.290	0.343
少数股东损益	3	-120	-138	0	0	0	每股净资产	3.630	2.749	1.341	1.779	2.300	2.916
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>3</b>	<b>-234</b>	<b>-406</b>	<b>109</b>	<b>130</b>	<b>153</b>	每股经营现金净流	0.025	0.752	1.704	-8.346	0.951	1.041
净利率	0.3%	n.a	n.a	58.6%	52.5%	49.9%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	0.31%	-31.61%	#####	24.59%	22.66%	21.14%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	0.07%	-5.61%	-9.99%	3.35%	4.07%	4.89%
净利润	6	-353	-544	109	130	153	投入资本收益率	0.82%	-7.78%	-23.94%	3.13%	4.11%	4.97%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	230	202	377	112	112	112	主营业务收入增长率	5.62%	-6.16%	-27.06%	-77.05%	32.82%	24.45%
非经营收益	125	158	106	-126	2	1	EBIT 增长率	-33.69%	-235.20%	46.15%	#####	28.12%	18.23%
营运资金变动	-354	195	484	-2,168	-7	-7	净利润增长率	-85.38%	N/A	73.78%	N/A	19.16%	18.28%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>7</b>	<b>202</b>	<b>424</b>	<b>-2,074</b>	<b>236</b>	<b>259</b>	总资产增长率	0.48%	-6.15%	-2.47%	-20.23%	-1.82%	-1.44%
资本开支	-171	-86	-80	130	6	-45	<b>资产管理能力</b>						
投资	0	-4	0	-1	0	0	应收账款周转天数	27.4	32.0	53.5	53.5	53.5	53.5
其他	-18	5	4	0	0	0	存货周转天数	127.2	88.4	88.1	120.0	120.0	120.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-190</b>	<b>-85</b>	<b>-76</b>	<b>129</b>	<b>6</b>	<b>-45</b>	应付账款周转天数	98.4	91.2	145.3	30.0	30.0	30.0
股权募资	0	0	2	0	0	0	固定资产周转天数	778.6	747.0	971.8	4,022.2	2,868.9	2,177.2
债权募资	125	-385	-752	1,911	-211	-223	<b>偿债能力</b>						
其他	-57	279	499	-27	-12	-11	净负债/股东权益	94.12%	111.10%	37.14%	427.91%	314.69%	233.81%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>68</b>	<b>-105</b>	<b>-251</b>	<b>1,884</b>	<b>-222</b>	<b>-234</b>	EBIT 利息保障倍数	1.0	-1.2	-1.7	28.3	20.2	25.8
<b>现金净流量</b>	<b>-115</b>	<b>12</b>	<b>97</b>	<b>-61</b>	<b>20</b>	<b>-20</b>	资产负债率	69.54%	76.06%	88.80%	82.60%	78.21%	73.01%

来源：公司年报、国金证券研究所

(公司历史数据为原有煤炭业务，未来三年盈利预测均针对置入资产，基于行业经验做出合理假设。后续我们将根据交易实际完成时间，再做加权修正)

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD