

ST 百花 (600721.SH)*酒店餐饮行业****评级：增持 维持评级****公司点评**

市场价格(人民币)：20.28元

重组资产交割中，看好公司 CRO 平台战略发展

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)	5,040.07
年内股价最高最低(元)	20.70/13.17
沪深 300 指数	3294.23
上证指数	3050.67

**相关报告**

1.《重大资产重组过会，布局 CRO 平台化发展》，2016.6.12

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

业绩简评

■ ST*百花上半年实现营业收入 2.87 亿，同比下降 17.5%，扣非后亏损 1.45 亿，较上年同期增加亏损 2,652 万。上半年业绩未合并华威医药，全部为原有煤炭资产的业绩情况。

经营分析

- **1.上半年重大资产重组，置出煤炭资产，置入 CRO 业务：**上市公司置出资产包括公司所拥有的鸿基焦化有限责任公司 66%的股权、豫新煤 51%的股权、天然物产 100%的股权以及对一零一煤矿的债权；置入华威医药，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。
- **2.华威医药受益于核查政策带来的行业集中度提升和仿制药一致性评价带来的增量市场机遇：**
 - (1) 从去年开始的临床试验数据自查核查风暴开始，国家 GLP(药品实验室管理规范)和 GCP(药品临床试验管理规范)日益严格，核查对 CRO 行业短期利空，但长期利好龙头 CRO 公司；
 - (2) 仿制药一致性评价给 CRO 行业带来增量市场，根据我们估算，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，有望分到 CRO 行业 63 亿；全部药品做完一致性评价，带来的市场增量是 750 多亿，CRO 行业有望获得 300 亿的增量市场。
 - (3) 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 3 月份发布的 CRO 行业深度报告《CRO 产业融合兴起，朝阳行业迎来新机遇》。华威医药作为国内优秀的 CRO 龙头企业，我们持续看好公司未来发展。
- **3.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》。

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

- (1) 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)。
- (2) 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。
- 公司重大资产重组 2016 年 6 月 8 日获中国证监会有条件通过，8 月 1 日获得中国证监会正式核准。目前尚处于资产交割时期，因而上半年业绩尚未合并华威医药。
- 华威医药具体情况可参考我们 6 月份发布的公司深度报告《重大资产重组过会，布局 CRO 平台化发展》。

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。

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风险；资产整合进展；资产注入进度。

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	1,182	1,109	809	186	247	307
增长率		-6.2%	-27.1%	-77.0%	32.8%	24.4%
主营业务成本	-867	-1,060	-872	-45	-64	-89
%销售收入	73.3%	95.6%	107.9%	24.0%	26.0%	29.0%
毛利	315	48	-64	141	182	218
%销售收入	26.7%	4.4%	n.a	76.0%	74.0%	71.0%
营业税金及附加	-16	-16	-15	-2	-2	-3
%销售收入	1.4%	1.4%	1.8%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-13	-34	-20	-1	-2	-3
%销售收入	1.1%	3.1%	2.5%	0.8%	1.0%	1.0%
管理费用	-151	-181	-168	-22	-30	-37
%销售收入	12.7%	16.3%	20.8%	12.0%	12.0%	12.0%
息税前利润 (EBIT)	135	-183	-267	115	148	175
%销售收入	11.4%	n.a	n.a	62.2%	60.0%	57.0%
财务费用	-140	-158	-154	-4	-7	-7
%销售收入	11.8%	14.3%	19.0%	2.2%	3.0%	2.2%
资产减值损失	-26	-30	-206	0	0	0
公允价值变动收益	2	3	3	0	0	0
投资收益	6	0	10	0	0	0
%税前利润	18.0%	0.0%	-1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-22	-369	-614	111	141	168
营业利润率	n.a	n.a	n.a	60.0%	57.0%	54.8%
营业外收支	56	24	38	15	10	10
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%
所得税	-28	-9	32	-18	-21	-25
所得税率	82.7%	n.a	n.a	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	6	-353	-544	109	130	153
少数股东损益	3	-120	-138	0	0	0
归属于母公司的净利润	3	-234	-406	109	130	153
净利率	0.3%	n.a	n.a	58.6%	52.5%	49.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	6	-353	-544	109	130	153
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	230	202	377	112	112	112
非经营收益	125	158	106	-126	2	1
营运资金变动	-354	195	484	-2,168	-7	-7
经营活动现金净流	7	202	424	-2,074	236	259
资本开支	-171	-86	-80	130	6	-45
投资	0	-4	0	-1	0	0
其他	-18	5	4	0	0	0
投资活动现金净流	-190	-85	-76	129	6	-45
股权募资	0	0	2	0	0	0
债权募资	125	-385	-752	1,911	-211	-223
其他	-57	279	499	-27	-12	-11
筹资活动现金净流	68	-105	-251	1,884	-222	-234
现金净流量	-115	12	97	-61	20	-20

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	205	152	261	200	220	200
应收款项	245	221	301	64	85	105
存货	288	226	196	15	21	29
其他流动资产	117	106	73	5	7	9
流动资产	855	705	831	284	333	343
%总资产	19.3%	16.9%	20.5%	8.8%	10.5%	11.0%
长期投资	185	188	168	169	168	168
固定资产	2,773	2,581	2,488	2,382	2,274	2,216
%总资产	62.5%	62.0%	61.2%	73.5%	71.5%	70.7%
无形资产	553	550	409	404	405	406
非流动资产	3,584	3,461	3,232	2,957	2,849	2,793
%总资产	80.7%	83.1%	79.5%	91.2%	89.5%	89.0%
资产总计	4,439	4,166	4,063	3,241	3,182	3,136
短期借款	1,037	1,050	354	2,536	2,325	2,103
应付款项	1,158	1,358	2,630	60	81	102
其他流动负债	101	78	108	4	6	8
流动负债	2,297	2,486	3,092	2,601	2,412	2,213
长期贷款	440	210	76	76	76	76
其他长期负债	350	472	440	0	0	0
负债	3,087	3,168	3,608	2,677	2,489	2,290
普通股股东权益	976	739	333	442	572	725
少数股东权益	376	258	122	122	122	122
负债股东权益合计	4,439	4,166	4,063	3,241	3,182	3,136

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.011	-0.869	-1.634	0.243	0.290	0.343
每股净资产	3.630	2.749	1.341	1.779	2.300	2.916
每股经营现金净流	0.025	0.752	1.704	-8.346	0.951	1.041
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	0.31%	-31.61%	-121.78%	24.59%	22.66%	21.14%
总资产收益率	0.07%	-5.61%	-9.99%	3.35%	4.07%	4.89%
投入资本收益率	0.82%	-7.78%	-23.94%	3.13%	4.11%	4.97%
增长率						
主营业务收入增长率	5.62%	-6.16%	-27.06%	-77.05%	32.82%	24.45%
EBIT增长率	-33.69%	-235.20%	46.15%	-143.23%	28.12%	18.23%
净利润增长率	-85.38%	N/A	73.78%	N/A	19.16%	18.28%
总资产增长率	0.48%	-6.15%	-2.47%	-20.23%	-1.82%	-1.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.4	32.0	53.5	53.5	53.5	53.5
存货周转天数	127.2	88.4	88.1	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	98.4	91.2	145.3	30.0	30.0	30.0
固定资产周转天数	778.6	747.0	971.8	4,022.2	2,868.9	2,177.2
偿债能力						
净负债/股东权益	94.12%	111.10%	37.14%	427.91%	314.69%	233.81%
EBIT利息保障倍数	1.0	-1.2	-1.7	28.3	20.2	25.8
资产负债率	69.54%	76.06%	88.80%	82.60%	78.21%	73.01%

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
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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