



买入 **32% ↑**
目标价格:人民币 22.40
600721.CH
价格:人民币 16.93
目标价格基础: 80 倍 16 年市盈率
板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年	1	3	12
	至今	个月	个月	个月
绝对	1.2	1.2	1.2	78.8
相对	24.6	(3.2)	21.4	91.1

发行股数(百万)	249
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	4,208
3个月日均交易额(人民币 百万)	204
净负债比率%(2015E)	392

资料来源: 公司数据, 彭博及中银证券
以2015年3月3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

采掘: 煤炭开采

王军*

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

*张威亚为本报告重要贡献者

百花村

开辟医药新航路, 重扬振兴之帆

公司是集能源开发、餐饮、信息产品展示、数码影像技术等为一体的有着几十年发展历史的著名企业。公司为了解决目前煤炭和焦化主业经营困境, 积极寻找新的转型方向。公司看好医药行业未来发展前景, 确立了转型医药的战略目标。通过重大资产重组, 置出盈利能力弱的资产, 注入了南京华威医药优质医药资产, 拉开了二次转型的帷幕。我们给予公司买入的首次评级, 目标价格 22.40 元。

支撑评级的要点

- **剥离不良资产, 甩掉亏损包袱。**本次转型后, 公司将原有盈利能力较弱、发展前景不明朗的煤炭等业务整体置出, 同时注入盈利能力较强、发展前景广阔的医疗、医药行业资产, 实现上市公司主营业务的转型, 从根本上改善经营状况, 提高公司的资产质量。
- **南京华威医药公司具备高成长性, 所处行业前景广阔。**华威医药成立于 2000 年, 专注于药物研发、临床 CRO 等技术。公司拥有中国发明专利 70 多项, PCT 国际专利 2 项, 打造了严密的知识产权堡垒。国家政策促进创新药、高品质仿制药发展、药品上市许可持有人制度的推出有利于华威医药的可持续健康发展。同时公司立足现有业务, 积极向产业链下游延伸, 通过捆绑销售临床批件的方式, 努力发展临床 CRO 服务业务, 并以此为基础大力开拓新客户和新市场。
- **引入两大战略投资者助力公司全面转型。**礼颐投资和瑞东资本在医药行业及资本市场具有较好的资源和经验, 将为公司持续推荐后续全球并购标的资产并参与管理, 协助上市公司整合并购资源, 促进上市公司向医药研发及生物制药行业转型, 从而助力上市公司开展混合所有制改革。

评级面临的主要风险

- 整合效果不达并购预期; 华威医药研发失败、研发成果不能及时转化。

估值

- 通过本次重大资产重组, 公司置出亏损资产、引入优质医药资产以及两大战略投资者在医药领域打开外延空间。根据华威医药的业绩承诺, 我们估算重组和配套融资后公司 2016-2018 年每股收益为 0.28 元、0.36 元和 0.42 元。鉴于南京华威医药业绩稳定性和高成长性, 上市公司外延空间巨大, 参考同行业上市公司市盈率, 我们给予公司 2016 年净利润 80 倍的市盈率, 对应目标价 22.40 元。首次覆盖给予买入评级。

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)	1,182	1,109	959	236	300
变动(%)	6	(6)	(14)	(75)	27
净利润(人民币 百万)	3	(234)	(291)	102	125
全面摊薄每股收益(人民币)	0.011	(0.869)	(1.082)	0.28	0.36
变动(%)	(85.4)	(7,909.1)	11.4	-	28.57
全面摊薄市盈率(倍)	1,521.4	(19.5)	(15.6)	58.25	44.8
价格/每股现金流量(倍)	686.4	22.5	(35.9)	(22.9)	9.5
每股现金流量(人民币)	0.02	0.75	(0.47)	(0.74)	1.79
企业价值/息税折旧前利润(倍)	16.6	(111.0)	(92.2)	14.9	11.3
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司数据及中银证券预测

目录

投资摘要.....	3
公司概况.....	4
盈利预测	17
研究报告中所提及的有关上市公司	19

投资摘要

- 剥离不良资产，甩掉亏损包袱。本次转型后，公司将原有盈利能力较弱、发展前景不明朗的煤炭等业务整体置出，同时注入盈利能力较强、发展前景广阔的医疗、医药行业资产，实现上市公司主营业务的转型，从根本上改善经营状况，提高公司的资产质量。
- 南京华威医药公司具备高成长性，所处行业前景广阔。华威医药成立于2000年，专注于药物研发、临床CRO等。公司拥有中国发明专利70多项，PCT国际专利2项，打造了严密的知识产权堡垒。2008年-2015年华威医药3.1类新药品种临床申请数量和速度均排在全国前三。国家政策促进创新药、高品质仿制药发展、药品上市许可持有人制度的推出有利于华威医药的可持续健康发展。同时公司立足现有业务，积极向产业链下游延伸，通过捆绑销售临床批件的方式，努力发展临床CRO服务业务，并以此为基础大力开拓新客户和新市场。
- 引入两大战略投资者助力公司全面转型。礼颐投资和瑞东资本在医药行业及资本市场具有较好的资源和经验，将为公司持续推荐后续全球并购标的资产并参与管理，协助上市公司整合并购资源，促进上市公司向医药研发及生物制药行业转型，从而助力上市公司开展混合所有制改革。

通过本次重大资产重组，公司置出亏损资产、注入优质医药资产以及引入两大战略投资者在医药领域打开外延空间。根据华威医药的业绩承诺，我们估算重组和配套融资后公司2016-2018年每股收益为0.28元、0.36元和0.42元。鉴于南京华威医药业绩的稳定性和高成长性，公司外延空间巨大，我们给予公司2016年净利润80倍的市盈率，对应目标价22.40元。首次覆盖，给予买入评级。

公司概况

百花村公司简介

新疆百花村股份有限公司由享誉全国的名店“百花村饭店”发生而来，1996年6月26日公司在上海证券交易所挂牌上市，成为新疆生产建设兵团第一家上市公司。上市初期，公司以百货零售、餐饮、贸易等小规模商贸服务业态汇集一体为经营业务内容。2002年公司以收购广州新拓公司科技发展有限公司51%的股份，尝试向IT行业转型。自2006年起，公司结合股改开始实施产业结构的重大调整和战略转型，已形成以豫新煤业公司、天然物产公司、一零一煤矿、鸿基焦化公司为主体的“三矿一厂”，初步形成集焦煤采选和煤化工于一体的产业链。历经50多年的发展，公司确定了公司目前以能源开发为主，同时餐饮、信息产品展示、数码影像技术等为一体的业务多元化格局。

图表1. 百花村发展历程

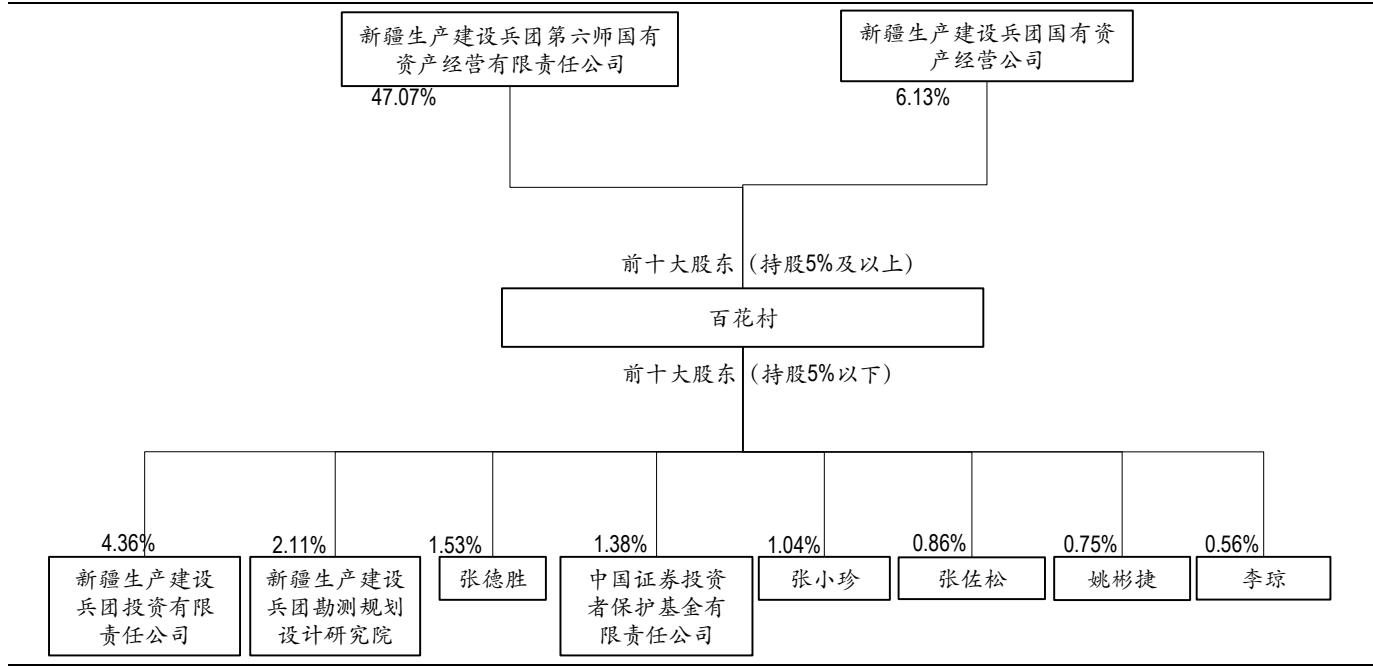


资料来源：公司网站、中银证券

公司股权结构

公司当前总股本2.49亿股，流通A股2.49亿股，占总股本的100%。根据公司2014年年报，新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司为公司第一大股东，持股比例为47.07%。新疆生产建设兵团农业建设第六师持有新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司100%股份，是百花村实际控制人。

图表 2. 百花村 2014 年年报股权结构

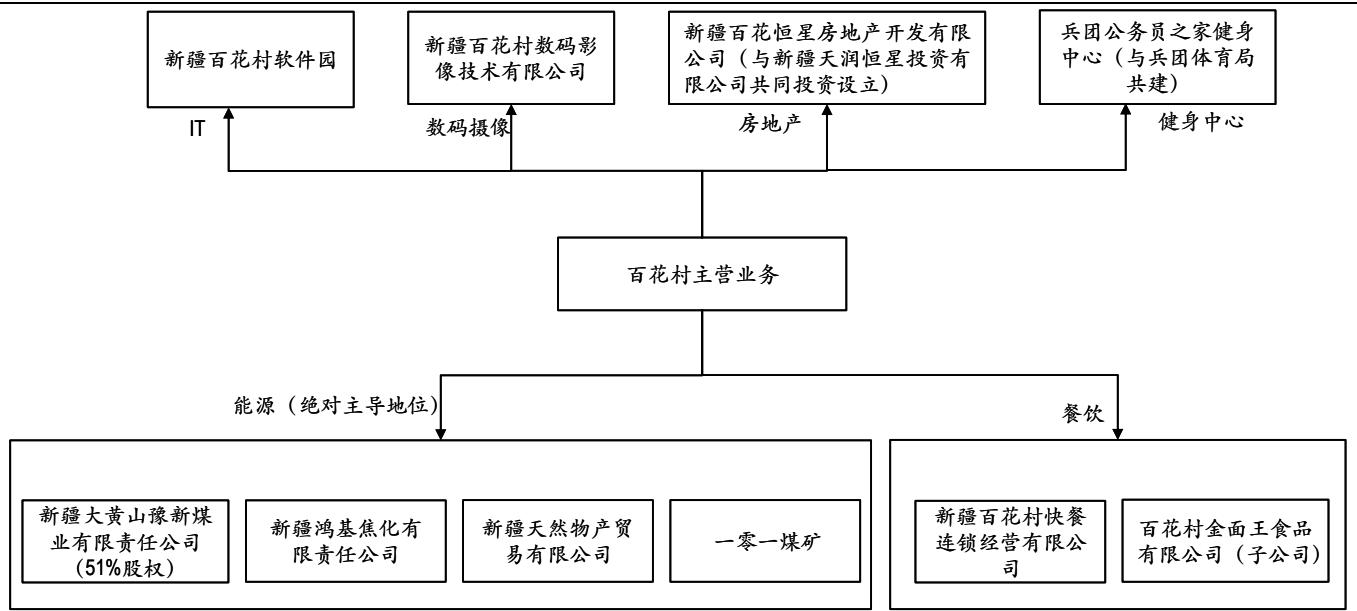


资料来源：公司网站、中银证券

内忧外患使得公司经营形式严峻，转型迫在眉睫

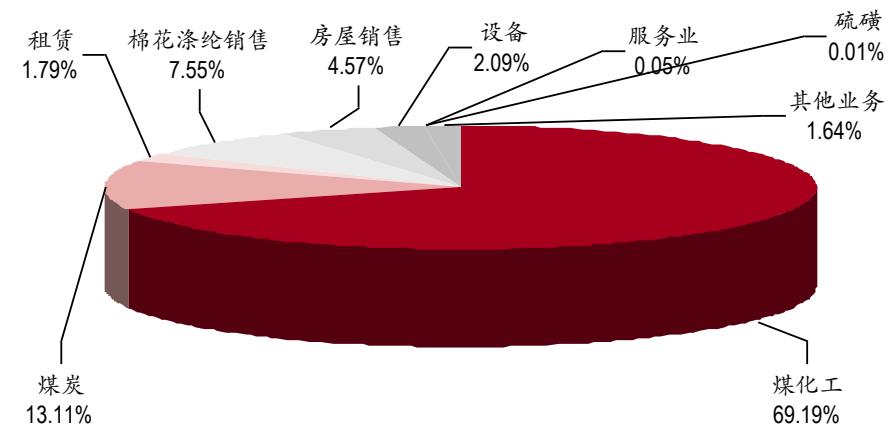
公司的主营业务为煤炭采选和煤化工，主要产品包括原煤、焦炭、尿素等。受煤炭行业持续低迷的影响，百花村自 2012 年以来营业收入总体呈下降趋势，净利润持续下降，2012 年至 2015 年 1-9 月，百花村的净利润分别为 4,196.13 万元、1,019.21 万元、-35,345.70 万元及-26,563.82 万元。2014 年是百花村发展历史上非常艰难的一年，国际、国内经济增速放缓，煤炭、焦炭、化肥等主要产品市场价格持续低迷，加之控股子公司豫新煤业发生“7.5”矿难事故，2014 年公司实现营业收入 11.09 亿元，同比下降 10.25%；营收占绝对主导地位的煤化工业和煤炭采选业分别同比下降 3.57% 和 49.40%，内忧外患使得公司生产经营形势极度严峻。煤炭行业的严峻形势预计短期内难以改变，为了维系公司的生存发展，保护股东的长远利益，公司迫切需要找到新的发展方向，实现主营业务的整体转型。

图表 3. 百花村二次转型前主营业务构成



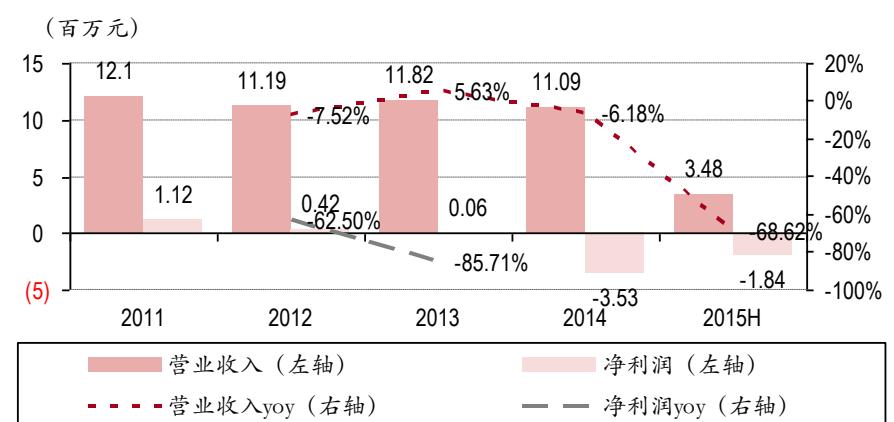
资料来源：公司网站、中银证券

图表 4. 百花村 2014 年年报主营业务构成 (单位：百万元)



资料来源：公司网站、中银证券

图表 5. 百花村近 5 年营业收入和净利润



资料来源：公司网站、中银证券

引入战投，收购华威医药，战略转型医药

公司为了解决目前煤炭和焦化主业经营困境，积极寻找新的转型方向。公司看好医药行业未来发展前景，确立了全面转型医药的战略目标。经过严格筛选和审查，公司最终确定了礼颐医药产业投资基金（礼来亚洲基金）、瑞东资本作为新的战略合作伙伴，分别获得公司4.16%和11.94%的股份。两大战略投资者为公司推荐了重组标的南京华威医药有限责任公司。

本次重大资产重组拟通过置出资产、非公开发行股份、现金支付方式收购南京华威医药有限责任公司100%的股权，具体方案是拟以原有盈利能力较弱业务（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%的股权以及对一零一煤矿的债权）作为置出资产（作价2.55亿元）与拟置入资产华威医药100%股份（作价19.45亿元）等值部分进行置换，差额部分由公司拟12.28元/股非公开发行约1亿股及现金4.56亿元支付。标的资产南京华威医药承诺2016年、2017年、2018年分别实现的净利润不低于人民币1亿元、1.23亿元、1.47亿元，2016年至2018年三年累计实现的净利润不低于人民币3.7亿。

本次交易后，六师国资公司持有上市公司股份比例由35.00%稀释至19.48%，仍为上市公司的实际控制人。

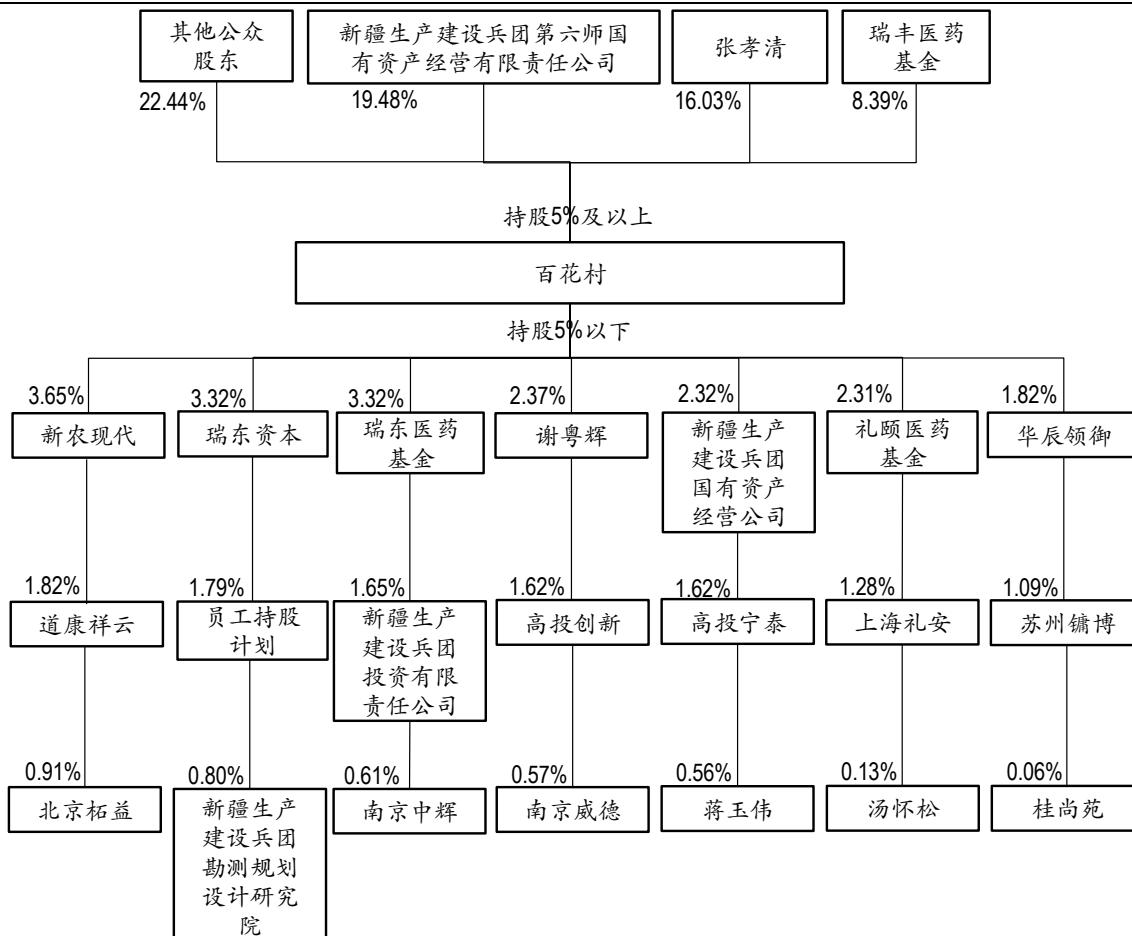
百花村借助这次并购，引进了国际顶尖的医药投资基金礼来基金和国内卓越的资本运作机构瑞东资本，通过外延式并购扩张，实现了向高端医药领域的转型和升级。

礼来亚洲基金成立于2008年，总部位于上海，目前管理总计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的优秀企业。礼来亚洲基金的人民币基金是上海礼安，其管理公司是礼颐投资。截至2015年底，礼来亚洲基金已经投资超过30家医疗行业的优秀公司，目前投资失败率为0，是医疗行业投资业绩最好的基金。

瑞东资本是国内和香港市场最活跃的并购投资机构之一，同时具备投行和股权投资能力，擅长优化交易架构，最大化投融资效率；具备国内外资本运作经验，擅长推动跨区域上市、海外并购等；同时具备一级市场和二级市场资源，擅长帮助上市公司整合产业资源，并购扩张。

我们认为本次重组对于公司具有里程碑式的意义：1) 引入礼来基金和瑞东资本两大战略投资者，帮助公司发掘新的业务增长点，布局高端医药领域，借助其资本运作和并购业务的实现快速并购扩张。2) 通过此次重组，公司盘活现有不良资产，解决历史包袱问题，收购华威医药不仅为上市公司带来超过亿元的净利润资产，还实现上市公司主营业务的转型。3) 引入员工持股计划，实现核心员工持股，充分调动管理层的工作积极性。

图表 6. 百花村重组交易后（含配套融资）股权结构



资料来源：公司公告、中银证券

图表 7. 上海礼来对外主要投资情况

投资企业名称	出资比例(%)	主营业务
上海科州药物研发有限公司	18.00	研发具有自主知识产权的治疗癌症等疾病的 1.1 类创新药物
南京英派药业有限公司	23.14	研发具有自主知识产权的治疗癌症等疾病的 1.1 类创新药物
天津康希诺生物技术有限公司	3.64	专注于人用疫苗的研发、生产和销售，是中国最具潜力的疫苗研发和生产商之一
上海翼依信息技术有限公司	23.30	连接医生、大众和数据，构建医生自由行医、大众健康管理和医学研究创新的平台
北京品驰医疗设备有限公司	5.00	专业从事脑起搏器等系列化神经调控产品研发、生产和销售
微泰医疗器械（杭州）有限公司	6.94	专注于新型贴敷式智能胰岛素泵医疗器械的研发、生产和销售
浙江奥翔药业股份有限公司	2.00	致力于研究和开发高难度原料药以及符合规范市场要求的仿制药
华威医药	4.17	中国领先的高端药物研发企业，面向医药行业提供药物发现、研究、注册等专业技术服务
方恩（天津）医药发展有限公司	5.73	提供全方位与国际标准接轨的药品临床开发外包服务公司（CRO），是中国规模最大的临床 CRO 之一
北京凯因科技股份有限公司	1.74	专注肝病领域药品的研发、生产和销售，是我国领先的肝病治疗平台型公司

资料来源：公司公告、中银证券

图表 8. 瑞东资本对外投资情况

单位名称	注册资本或出资额（万元）	出资比例(%)	主营业务
浙江芯能光伏科技股份有限公司	12,500.00	3.08	太阳能电池组件的生产、销售
上海铸翔投资中心（有限合伙）	11,500.00	80.00	投资管理、投资咨询
北京兴致科技股份有限公司	1,325.00	17.36	移动终端游戏及周边产品的开发、发行和运营

资料来源：公司公告、中银证券

南京华威医药——政策利好大背景下的高成长性公司

公司简介

南京华威医药科技开发有限公司成立于2000年，注册资本1,254.6108万元人民币，是一家面向医药行业提供药物发现、研究、注册等专业技术服务的高端药物研发机构。华威医药是国家高新技术企业，江苏省优秀民营企业，江苏省民营科技企业，江苏省企业研究生工作站，ISO9001国际质量管理体系认证企业，并荣获第八届清科“2013中国最具投资价值企业50强”，中国技术市场协会“金桥奖”，2015德勤—江苏高科技、高成长30强，且获得多项国家新药创制科技重大专项及省、市创新/发展基金立项支持。

张孝清博士是公司的创始人兼董事长，1999年8月至2000年5月任南京医科大学讲师，专注于药物研发研究领域，学术造诣深厚。2000年6月创办了南京华威医药科技开发有限公司，荣获中国技术市场金桥奖先进个人，江苏省优秀企业家等殊荣。

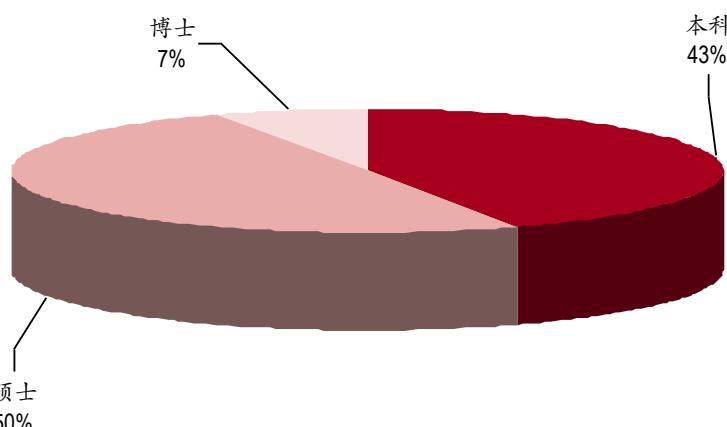
目前华威医药服务团队超过350人，95%具有大学本科以上学历，其中博士8人、硕士125人。公司总部在南京仙林大学城，拥有14,000 (C3) +9,500 (D1) 平方米的研发中心，在南京化工园拥有2,500平方米的原料药（API）生产基地，拥有原值5,000多万元各种高端研发设备。

图表 9. 南京华威医药发展历程



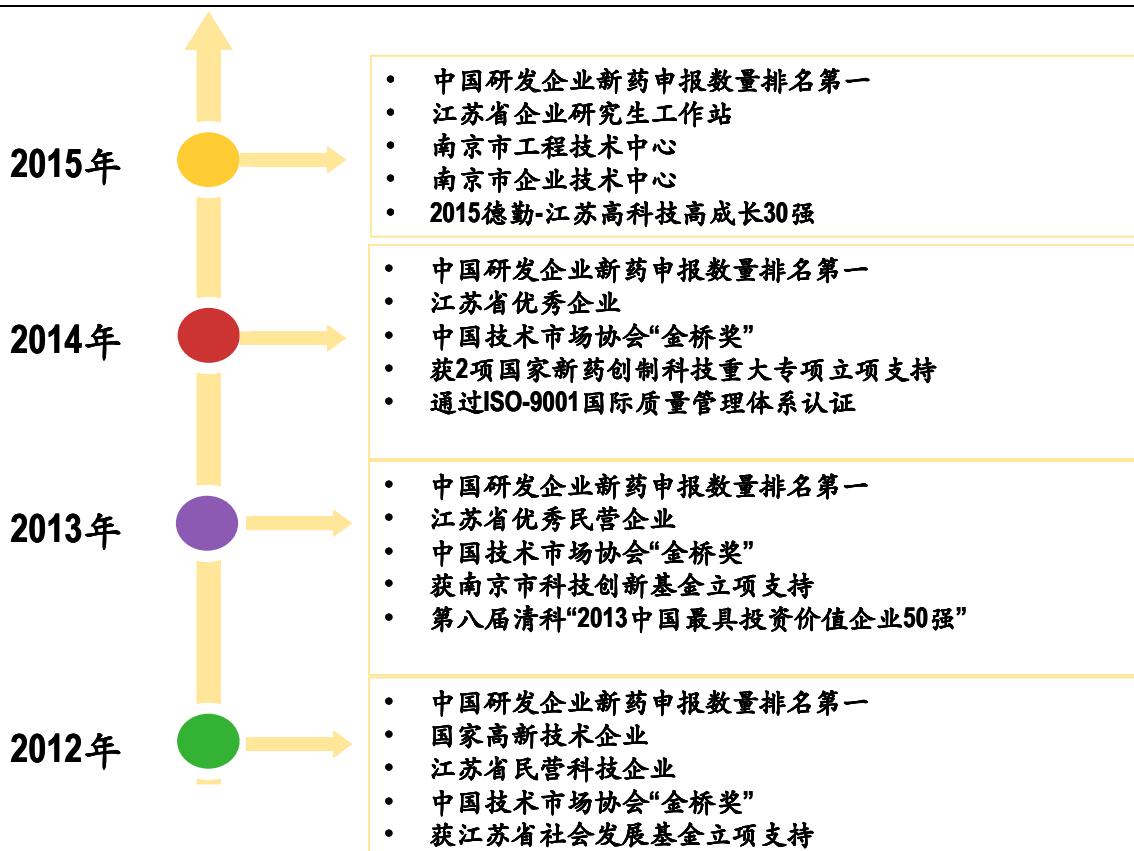
资料来源：公司网站、中银证券

图表 10. 华威医药员工学历构成



资料来源：公司网站、中银证券

图表 11. 华威医药荣誉称号



资料来源：公司网站、中银证券

公司的主营业务

公司主要从事化学药的新药研发工作，专注于新药的临床前研究，包括原料和制剂的工艺研究、质量标准研究、稳定性研究等，研发范围包括化学药 1-6 类的药品，主要从事 3.1 类和 3.6 类药品的研究。公司提供的产品和服务分为药物研发业务、临床 CRO、医药中间体 CMO 业务三大部分。其中，药物研发业务是目前公司收入的主要来源。

■ 药物研发业务

自华威医药成立以来，化学小分子药研发业务一直是公司业务的核心组成部分，主要包括技术转让、技术开发和技术服务三类

技术转让-在未接受客户委托的情况下，自主研发后将技术成果进行转让。该类业务具有非常强的市场针对性，通常供不应求，且转让价格较高。公司目前主要开展3类化学药品的技术转让服务，已经执行过253个技术立项项目，其中技术转让项目为71个。

技术开发-根据客户个性化的委托开发需求，为其提供包括化合物筛选、临床前药学研究、临床批件申请、协助客户开展临床试验及生产批件、新药证书申请等服务，并根据双方事先约定的注册审批阶段性工作的完成情况收取服务费。公司目前主要开展化学药品3类的技术开发服务，执行过39个技术开发项目。

技术服务-公司凭借丰富的人才、技术、经验储备，可以为客户提供化合物筛选、药物合成研究、药物分析研究、药物制剂研究、一致性评价等部分临床前药学研究技术支持，以获得服务回报。

■ 临床CRO业务

华威医药全资控股的子公司江苏礼华生物技术有限公司（以下简称“礼华生物”）主要经营临床CRO业务，业务内容主要包括临床试验方案和病例报告表的设计和咨询，临床试验监查工作，数据管理，统计分析以及统计分析报告的撰写等等，目标市场主要集中在医药公司对药物做医学统计和临床试验等业务。

■ 医药中间体CMO业务

华威医药全资控股的子公司南京威诺德医药技术有限公司（以下简称“南京威诺德”）主要经营医药中间体业务，可提供公司开发项目的关键中间体和高附加值的API（原料药）、杂质等化学品。

图表 12. 华威医药主营业务

药物研发	临床CRO	医药中间体CMO
<ul style="list-style-type: none"> 主要从事3.1类和3.6类药品的研究 技术开发 技术转让 技术服务 	<ul style="list-style-type: none"> 全资子公司礼华生物主要经营CRO业务 临床试验技术服务 数据管理 统计分析 注册申请 	<ul style="list-style-type: none"> 全资子公司南京威诺德主要经营医药中间体业务 提供公司开发项目的关键中间体 高附加值API

资料来源：公司网站、中银证券

公司的主营业务均直接向客户提供，无经销商，因此，均属于直销模式。企业并不直接面对普通大众，不需要投入大量广告进行营销，而是主要通过工作的严谨和质量控制满足客户需求，在行业及客户间建立信誉度和美誉度来实现营销。

在议价能力方面，由于公司拥有核心技术，具备较强的自主创新能力和服务能力，能够满足客户多样化、个性化的技术要求，因此与客户的议价能力较强，商业谈判中通常采取“一事一议”的定价方式，有利于提升项目单价及盈利空间

■ 公司的经营状况

公司成立至今开发临床前研究项目近 250 多项，涉及多个治疗领域。公司拥有中国发明专利 70 多项，PCT 国际专利 2 项，打造了严密的知识产权堡垒，有力地保护了公司的项目研发成果。

2008 年-2015 年华威医药 3.1 类新药品种临床申请数量为 77 个，排在全国第二位；华威医药 3.1 类新药申报速度排进全国前 3 的品种数量为 48 个，位列全国第三。

图表 13. 2008-2015 华威医药新药申报临床数量全国第二

排名	企业名称	申报临床数量
1	正大天晴药业集团股份有限公司	93
2	南京华威医药科技开发有限公司	77
3	江苏豪森医药集团有限公司	69
4	江苏恒瑞医药股份有限公司	62
5	齐鲁制药有限公司	57
6	罗欣医药集团有限公司	55

资料来源：Insight 数据库

图表 14. 2008-2015 年华威医药 3.1 类新药申报临床速度全国第三

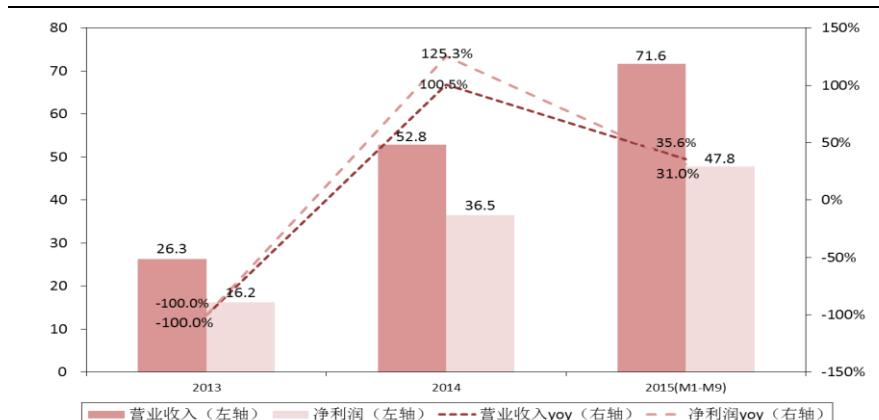
排名	企业名称	申报临床数量
1	正大天晴药业集团股份有限公司	57
2	江苏豪森医药集团有限公司	49
3	南京华威医药科技开发有限公司	48
4	江苏恒瑞医药股份有限公司	38
5	天津市汉康医药生物科技有限公司	31
	齐鲁制药有限公司	29

资料来源：Insight 数据库、中银证券

客户群包括扬子江药业集团、哈药集团、正大天晴、国药集团、太极集团、康缘股份、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、康恩贝等众多国内外知名企业和上市公司。

2014 年公司实现营收 5,282.5 万元，同比增长 100.5%；净利润 3,646.4 万元，同比增长 125.3%，实现毛利率 78.9%。2015 年 1 月-9 月公司已经实现营收 7,163.5 万元，净利润 4,776.6 万元，公司处于高速发展期。

图表 15. 华威医药 2013-2015(M1-M9)营业收入和净利润



资料来源：公司公告、中银证券

图表 16. 华威医药 2013-2015(M1-M9)毛利率和净利率



资料来源：公司公告、中银证券

华威医药所处行业前景广阔，国家政策利好

中国加快药品注册申请积压，临床数据稽查趋严

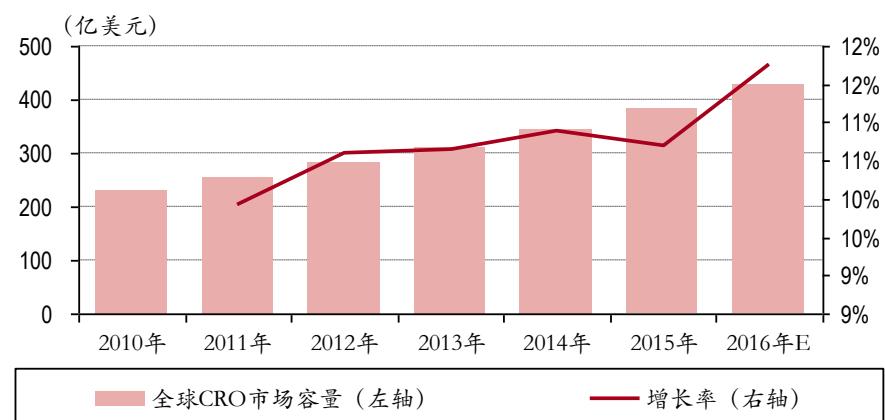
根据 Insight 数据库统计，2014 年 CFDA 共批准化药上市申请 421 个（以受理号计，未计入批准进口再注册和批准补充的数量），与 2013 年（483 个）相比，有所减少，减幅达 15%。总体来看，近 5 年来化药批准上市数量是在逐年递减，且主要集中在仿制药上。近年来食药监局对国内仿制药的审评要求和质量把控在加强，这对研发实力较强的企业是长期利好。

■ CRO 市场规模持续增长

全球医药 CRO 行业作为社会专业化分工的产物快速发展，2010 年全球 CRO 行业的市场容量为 232 亿美元，至 2016 年，全球 CRO 行业市场将保持 10% 左右，至 2016 年，全球 CRO 行业的市场容量将有望达到 426 亿美元。全球范围内，美国与西欧占据了绝大部分的市场份额，在 2010 年分别达到了 107 亿美元和 59 亿美元，占全球 CRO 行业市场规模的 46.12% 和 25.43%。

我国 CRO 服务是近十五年来发展起来的新兴行业，市场化较高，主要由临床前试验 CRO 和临床试验 CRO 两个细分行业构成，市场规模比例约为 2:3。2006 年-2013 年我国医药 CRO 行业保持 33% 的复合增长，2013 年市场规模达到 220 亿元。

图表 17. 全球 CRO 市场容量及增长率



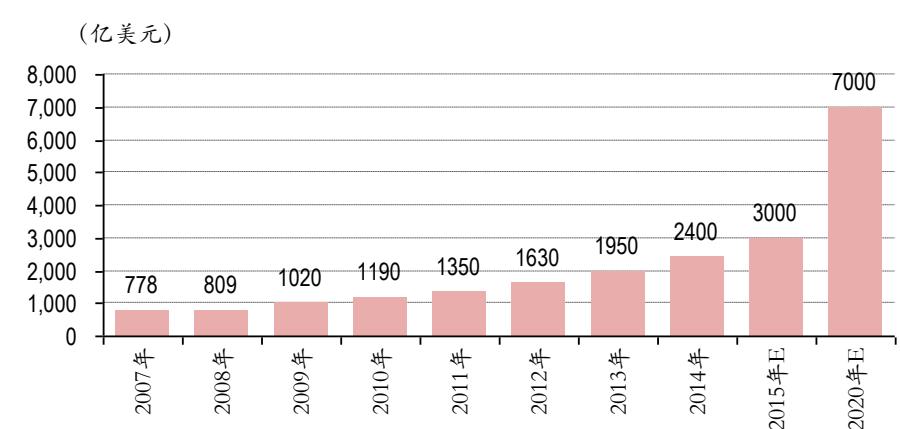
资料来源：中银证券

■ 创新药专利到期利润释放，仿制药市场空间大

未来十年，全球范围内将会有近百个专科创新药专利到期，EvaluatePharm 预测 2014-2020 年 7 年时间，将会有 2,590 亿美元的药品面临专利到期风险，预计这其中 46% 的市场份额将会贡献给仿制药，为专科仿制药整体市场注入活力。

我国作为发展中国家，仿制药是公共卫生政策的重要支撑，未来将研究鼓励高水平仿制药的政策措施，引导仿制药的研发和生产水平的提高。

图表 18. 2007-2020 年仿制药市场规模及预测



资料来源：前瞻网、中银证券

华威医药竞争优势

■ 化学制药领域的技术优势

公司在药品研发方面积累了多年经验，形成了多个成熟的技术平台：

(1) 手性合成技术平台：

公司目前掌握了手性拆分、不对称催化、定向氧化还原等手性合成领域的核心技术，利用该项技术平台，公司目前已开发成功数十个手性药物。其中目前已上市的质子泵抑制剂光学纯药物【（埃索美拉唑钠/镁（OEM/红太阳）、右旋兰索拉唑（正大天晴）、左旋泮托拉唑钠（正大天晴）、右旋雷贝拉唑钠（山东鲁南）】公司已全部开发成功，公司该定向催化合成技术在国内处于绝对领先地位。

(2) 缓控释制剂技术平台

采用先进的制备工艺，开发骨架片、缓释微丸、控释片等系列缓、控释药物制剂。公司利用该项技术已成功开发 20 多个缓控释制剂项目。

(3) 靶向给药系统技术平台

公司正在开发的脂肪乳、脂质体等靶向给药等国外专有和具有自主知识产权的先进技术，2 个在研项目已进入中试阶段。将逐步建立完善该技术平台，将国外上市的新型给药系统新药同期引入国内。

(4) 创新药物筛选

在顾宇春博士的领导下，华威医药创新中心在糖尿病治疗药物（DPP-IV）、非嘌呤类抗痛风、肿瘤、抗真菌 4 个研究方向已成功筛选多个活性分子，目前正在临床前研究和 PCT 国际专利申报。

■ 敏锐的市场洞察力及开发能力

选取品种立项需考虑市场规模，当前的销售情况和销售趋势，生产的可能性，最优合成路线，专利过期时间，研发投入，上市时间，潜在客户，治疗领域、销售情况，是否与公司业务发展匹配等各种因素。

公司有专门的立项团队负责品种立项，目前已立项品种 180 多个，已签署合同 80 个，在市场上具有竞争力及优势。

■ 成熟的商业模式

公司采取“以技术研发带动技术开发、技术转让及技术服务”的商业模式。技术研发是该模式的基础，技术委托开发、技术转让和技术服务是该模式的实现，且相互依存、相互促进。

在议价能力方面，由于公司拥有核心技术，具备较强的自主创新能力和服务能力，能够满足客户多样化、个性化的技术要求，因此与客户的议价能力较强，商业谈判中通常采取“一事一议”的定价方式，有利于提升项目单价及盈利空间。

■ 母公司和子公司的互补和协同效应

在华威医药目前与客户签订的技术转让/开发合同中，大多数都有约定：在取得转让项目的临床批件后，同等条件下该项目的临床研究应由华威医药或华威医药的子公司进行承办。

因此，子公司礼华生物利用母公司华威医药的客户资源，无缝对接华威医药客户的临床试验服务需求，在客户与华威医药签订临床批件采购合同的时候，就第一时间与客户沟通，锁定客户的临床试验服务需求。

■ 在研项目储备丰富

截至 2015 年 10 月 31 日，华威医药未完工的药品研发项目共计有 245 个，其中已经签订技术开发/转让合同的有 105 个，合同总金额为 4.9 亿元；待销售的有 140 个，按 2015 年平均 660 万元的合同金额计算，现有项目未来可以签订的合同金额高达 9.24 亿元（ $660 \text{ 万元} * 140 = 9.24 \text{ 亿元}$ ），项目储备非常丰富。

另外，截至 2015 年 10 月 31 日，在已经签订的 4.9 亿元合同中，已经确认营业收入的金额为 2.1 亿元，尚未确认的营业收入金额为 2.8 亿元，再加上未来 140 个现有项目可以签订的 9.24 亿元的合同，在未来的 5 年中，华威医药现有项目可以确认为营业收入的金额为 12.04 亿元。

参考华威医药 2013 年、2014 年和 2015 年的税后净利率 70%，我们可以估算出华威医药现有项目未来 5 年中可以确认的税后净利润为 8.43 亿元（ $12.04 \text{ 亿元} * 70\% = 8.43 \text{ 亿元}$ ），未来 5 年的业绩和成长性非常好，也是非常的有保障。

公司未来 5 年发展路径明确，发展下游产业链

■ 立足仿制药，加大生物仿制药和创新药研发

以现有主营业务化学小分子仿制药为基础，在资金到位的情况下，大力加强生物仿制药和创新药的研发投入，并最终形成以化学小分子仿制药和生物仿制药为基础，以创新药为核心竞争力的战略格局

■ 向产业链下游延伸，形成稳定盈利能力

通过捆绑销售临床批件的方式，努力发展临床 CRO 服务业务，并以此为基础大力开拓新客户和新市场，尽快发展壮大临床 CRO 服务业务，提高临床 CRO 服务业务的市场核心竞争力。

以 2015 年 12 月 1 号药品上市许可持有人制度的实施为契机，筛选出 1 批市场需求大、前景好的品种，自己申报药品的生产批件，通过委托加工生产，自己负责药品销售的形式，享受药品上市销售后的长期收益。

■ 开拓仿制药一致性评价工作

以国家政策要求的在 2018 年 12 月 31 日前完成仿制药质量和疗效的一致性评价为契机，利用现有的客户资源和信誉，抓住市场机遇，大力开拓仿制药质量和疗效的一致性评价工作，提升市场份额，并进一步提高华威医药的市场美誉度，增强核心竞争力。

盈利预测

南京华威医药正处于高速发展期，在研项目储备丰富。随着临床数据稽查趋严、药品上市许可持有人制度实施和仿制药一致性评价工作的政策利好，南京华威医药前景广阔。根据华威医药承诺业绩，2016年-2018年不低于1亿、1.23亿、1.47亿元，复合增长率达25%。考虑到置出亏损资产，不考虑后续的并购重组，此次重组完成后，预计2016-2018公司每股收益分别为0.28、0.35、0.42元。鉴于华威医药的业绩稳定性和高成长性，参考同行业标的公司估值，我们给予公司2016年净利润80倍市盈率，对应目标价22.40元/股，首次覆盖，给予买入评级。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售收入	1,182	1,109	959	236	300
销售成本	(883)	(1,076)	(1,160)	(51)	(64)
经营费用	14	(78)	136	271	361
息税折旧前利润	313	(45)	(65)	457	597
折旧及摊销	(204)	(168)	(234)	(303)	(398)
经营利润(息税前利润)	109	(213)	(299)	154	199
净利润收入/(费用)	(140)	(158)	(188)	(268)	(319)
其他收益/(损失)	64	27	58	146	179
税前利润	34	(345)	(429)	159	201
所得税	(28)	(9)	(11)	(8)	(4)
少数股东权益	3	(120)	(149)	8	19
净利润	3	(234)	(291)	102	125
核心净利润	55	(473)	(589)	100	123
核心每股收益(人民币)	0.204	(1.760)	(2.192)	0.28	0.35
息税前利润增长(%)	(47)	(295)	41	(151)	29
息税折旧前利润增长(%)	(18)	(114)	45	(801)	31
核心每股收益增长(%)	(17)	(962)	25		30

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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	34	(345)	(429)	159	201
折旧与摊销	204	168	234	303	398
净利息费用	140	158	188	268	319
运营资本变动	(324)	102	25	(1,068)	13
经营活动产生的现金流	7	202	(127)	(273)	660
购买固定资产净值	(4)	(3)	697	497	397
投资减少/增加	6	23	30	110	150
其他投资现金流	(193)	(105)	(1,379)	(997)	(798)
投资活动产生的现金流	(190)	(85)	(652)	(390)	(250)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(235)	(217)	943	740	(86)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	303	85	(238)	(279)	(536)
融资活动产生的现金流	68	(105)	758	564	(401)
现金变动	(115)	12	(21)	(99)	9
期初现金	217	205	152	132	32
公司自由现金流	(183)	117	(779)	(663)	410
权益自由现金流	(279)	58	352	344	643

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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	205	162	135	32	41
应收帐款	245	221	116	68	90
库存	288	226	347	24	6
其他流动资产	117	96	289	7	10
流动资产总计	855	705	887	131	147
固定资产	2,773	2,581	3,049	3,249	3,254
无形资产	550	548	542	537	532
其他长期资产	257	307	240	261	269
长期资产总计	3,581	3,436	3,832	4,048	4,055
总资产	4,439	4,166	4,725	4,187	4,214
应付帐款	284	350	453	16	23
短期债务	749	737	1,338	1,498	1,811
其他流动负债	1,263	1,399	1,409	448	478
流动负债总计	2,297	2,486	3,201	1,961	2,313
长期借款	440	210	589	1,153	752
其他长期负债	350	472	394	405	424
股本	269	269	269	369	369
储备	707	470	164	182	222
股东权益	976	739	433	551	591
少数股东权益	376	258	109	117	136
总负债及权益	4,439	4,166	4,725	4,187	4,214
每股帐面价值(人民币)	3.63	2.75	1.61	1.49	1.6
每股有形资产(人民币)	1.58	0.71	(0.41)	0.04	0.16
每股净负债/(现金)(人民币)	3.66	2.96	6.68	7.1	6.84

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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(%)	26.5	(4.1)	(6.8)	193.2	199.2
息税前利润率(%)	9.3	(19.2)	(31.2)	65.0	66.4
税前利润率(%)	2.9	(31.1)	(44.8)	13.5	19.7
净利率(%)	0.3	(21.1)	(30.3)	6.6	12.1
流动性					
流动比率(倍)	0.4	0.3	0.3	0.1	0.1
利息覆盖率(倍)	0.8	(1.3)	(1.6)	0.6	0.6
净权益负债率(%)	72.8	79.7	331.4	392.0	347.2
速动比率(倍)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
估值					
市盈率(倍)	1,521.4	(19.5)	(15.6)	400.1	171.6
核心业务市盈率(倍)	82.9	(9.6)	(7.7)	58.25	44.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
盈率(倍)	109.7	(12.7)	(10.2)	80	61.5
市净率(倍)	4.7	6.2	10.5	11.4	10.6
价格/现金流(倍)	686.4	22.5	(35.9)	(22.9)	9.5
企业价值/息税折旧前利润率(倍)					
16.6	(111.0)	(92.2)	14.9	11.3	
周转率					
存货周转天数	124.9	87.1	90.1	1,335.5	85.1
应收账款周转天数	59.2	76.6	64.1	141.9	96.3
应付帐款周转天数	96.4	104.4	153.0	362.0	24.0
回报率					
股息支付率(%)	0.0	n.a.	n.a.	0.0	0.0
净资产收益率(%)	0.3	(27.3)	(49.7)	3.2	6.4
资产收益率(%)	0.4	(5.0)	(6.7)	2.6	4.4
已运用资本收益率(%)	0.0	(2.6)	(3.3)	0.1	0.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

哈药股份(600664.CH/人民币 9.54, 未有评级)

国药股份(600511.CH/人民币 27.52, 未有评级)

太极集团(600129.CH/人民币 13.44, 未有评级)

康缘药业(600557.CH/人民币 17.09, 未有评级)

科伦药业(002422.CH/人民币 13.87, 未有评级)

康恩贝 (600572.CH/人民币 9.48, 未有评级)

以 2016 年 3 月 3 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

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 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 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371