



买入

24% ↑

目标价格:人民币 24.00

原目标价格:人民币 22.40

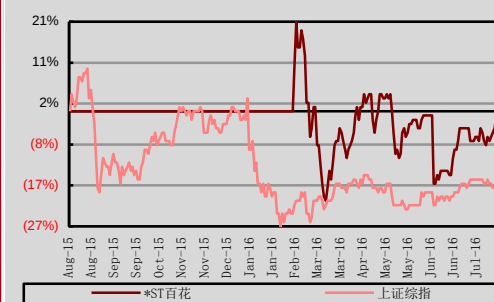
600721.CH

价格:人民币 19.37

目标价格基础:86倍 16年市盈率

板块评级:未有评级

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1.4)	5.9	(4.4)	(1.4)
相对上证指数	19.0	4.6	(5.5)	17.5

发行股数(百万)	249
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	4,814
3个月日均交易额(人民币 百万)	26
净负债比率(%) (2016E)	248
主要股东(%)	
新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司	32

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2016年8月2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

医药生物: 医疗服务

王军

(8621)20328310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

*ST 百花

重大资产重组获批, 增强市场信心

公司2016年8月1日晚发布公告, 公司收到证监会《关于核准新疆百花村股份有限公司向张孝清等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》, 核准公司向特定对象发行共计100,458,816股购买相关资产; 核准公司非公开发行不超过97,576,544股新股募集本次发行股份购买资产的配套资金。我们将目标价格上调至24.00元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **重大资产重组获批, 增强市场信心。**2016年3月份, 我们推出了市场首份公司深度报告《百花村: 开辟医药新航路, 重扬振兴之帆》, 其中提到“公司看好医药行业未来发展前景, 拟通过重大资产重组, 置出盈利能力弱的资产, 注入南京华威医药优质医药资产, 拉开了二次转型的帷幕。”市场有担忧表示在证监会对于重组核查日趋严格的环境下, 公司资产重组存在不获批风险。此次重大资产重组获批, 消除了市场顾虑, 公司置出原有盈利能力较弱、发展前景不明朗的煤炭等业务, 注入华威医药资产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, 能够从根本上改善公司经营状况。
- **CRO行业发展趋好, 看好华威医药未来发展。**我国CRO行业相比国外成熟市场, 呈现基数小、增速快的特点, 2013年市场规模达220亿元, 2006-2013年的复合增速33%。近一年来利好CRO行业规范发展的政策频出: 1) 临床试验数据自查趋严成为常态长期利好研发型企业, 利好CRO企业; 2) 优先审评审批政策激励企业研发新药以争取更大利润空间, 而CRO行业增长的根本在于新药的研发, 综合考虑研发成本攀升、风险分散等因素, CRO的渗透率将持续提高; 3) 仿制药一致性评价催生百亿市场空间, 首批292个化学口服固体制剂基药需要在2018年底前完成, 时间紧, 任务重; 4) 药企研发中心转移国内及多中心临床试验的开展推动CRO行业发展。我们长期看好CRO行业的发展。
- **华威医药专注于新药的临床前研究, 成立至今开发临床前项目近250多项, 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。**公司研发实力雄厚, 拥有多个成熟的技术平台, 包括手性合成技术平台、控缓释制剂技术平台、靶向给药技术平台等。公司和众多国内外知名企业集团和上市公司建立了稳定的合作关系, 在行业及客户认可度高。2013年度、2014年度和2015年度, 华威医药实现的扣非后净利润分别为1,640.04万元、3,613.02万元和4,679.93万元, 毛利率稳定在78%左右, 公司处于高速发展期。根据业绩承诺, 2016年至2018年实现的净利润分别不低于1亿元、1.23亿元、1.47亿元, 同时上述三年累计净利润不低于3.7亿元, 极大改善百花村的经营状况。

评级面临的主要风险

- 华威医药研发失败、研发成果不能及时转化。

估值

- 综合CRO行业趋势向好和华威医药的高成长性, 根据华威医药业绩承诺, 预计2016年每股收益0.28元, 维持买入评级, 对应目标价由22.40元上调至24.00元。

投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	1,109	809	218	277	341
变动(%)	(6)	(27)	(73)	27	23
净利润(人民币 百万)	(234)	(406)	77	164	224
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.869)	(1.634)	0.279	0.365	0.500
变动(%)	(7,909.1)	88.0	(117.1)	31.0	37.1
全面摊薄市盈率(倍)	(22.3)	(11.9)	69.5	53.1	38.7
价格/每股现金流量(倍)	25.8	11.4	(5.4)	15.3	13.3
每股现金流量(人民币)	0.75	1.70	(3.60)	1.26	1.45
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(124.4)	(15.8)	18.3	13.7	10.0

资料来源: 公司数据及中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	1,109	809	218	277	341
销售成本	(1,076)	(887)	(47)	(60)	(74)
经营费用	(78)	(225)	201	267	359
息税折旧前利润	(45)	(303)	372	485	626
折旧及摊销	(168)	(170)	(233)	(303)	(398)
经营利润(息税前利润)	(213)	(473)	140	182	228
净利息收入/(费用)	(158)	(154)	(100)	(100)	(100)
其他收益/(损失)	27	51	69	144	187
税前利润	(345)	(576)	109	226	315
所得税	(9)	32	(6)	(7)	(15)
少数股东权益	(120)	(138)	26	56	76
净利润	(234)	(406)	77	164	224
核心净利润	(473)	(682)	131	276	378
每股收益(人民币)	(0.869)	(1.634)	0.279	0.365	0.500
核心每股收益(人民币)	(1.760)	(2.742)	0.293	0.615	0.844
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	(6)	(27)	(73)	27	23
息税前利润增长(%)	(295)	122	(130)	30	25
息税折旧前利润增长(%)	(114)	572	(223)	30	29
每股收益增长(%)	(7,909)	88	(117)	31	37
核心每股收益增长(%)	(962)	56	(111)	110	37

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	(345)	(576)	109	226	315
折旧与摊销	168	170	233	303	398
净利息费用	158	154	100	100	100
运营资本变动	102	464	(2,252)	26	28
税金	(129)	(105)	42	(7)	(15)
其他经营现金流	247	317	154	(81)	(176)
经营活动产生的现金流	202	424	(1,614)	567	651
购买固定资产净值	(3)	(145)	626	391	309
投资减少/增加	23	10	30	110	150
其他投资现金流	(105)	59	(1,260)	(784)	(613)
投资活动产生的现金流	(85)	(76)	(604)	(284)	(155)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(217)	(830)	1,919	(166)	(372)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	112	553	56	(202)	(325)
融资活动产生的现金流	(105)	(251)	2,028	(264)	(476)
现金变动	12	97	(190)	19	21
期初现金	205	152	261	70	89
公司自由现金流	117	347	(2,218)	283	496
权益自由现金流	58	(329)	(199)	218	225

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	162	269	76	89	110
应收帐款	221	301	50	108	64
库存	226	196	22	6	28
其他流动资产	96	66	5	6	8
流动资产总计	705	831	153	210	210
固定资产	2,581	2,488	2,957	3,157	3,160
无形资产	548	403	328	217	124
其他长期资产	307	334	295	313	314
长期资产总计	3,436	3,226	3,580	3,687	3,598
总资产	4,166	4,063	3,745	3,908	3,814
应付帐款	350	521	17	27	31
短期债务	737	168	996	1,103	1,077
其他流动负债	1,399	2,403	407	472	439
流动负债总计	2,486	3,092	1,420	1,603	1,548
长期借款	210	76	1,090	826	500
其他长期负债	472	440	421	444	435
股本	269	249	449	449	449
储备	470	85	217	383	604
股东权益	739	333	666	832	1,052
少数股东权益	258	122	148	203	280
总负债及权益	4,166	4,063	3,745	3,908	3,814
每股帐面价值(人民币)	2.75	1.34	1.48	1.85	2.35
每股有形资产(人民币)	0.71	(0.28)	0.75	1.37	2.07
每股净负债/(现金)(人民币)	2.96	(0.07)	4.49	4.10	3.27

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	2014	2015	2016E	2017E	2018E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	(4.1)	(37.5)	170.5	174.7	183.6
息税前利润率(%)	(19.2)	(58.5)	64.0	65.6	66.9
税前利润率(%)	(31.1)	(71.2)	49.9	81.4	92.5
净利率(%)	(21.1)	(50.2)	35.2	59.0	65.8
流动性					
流动比率(倍)	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1
利息覆盖率(倍)	(1.3)	(3.1)	1.4	1.8	2.3
净权益负债率(%)	79.7	净现金	247.9	177.7	110.2
速动比率(倍)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
估值					
市盈率(倍)	(22.3)	(11.9)	69.5	53.1	38.7
核心业务市盈率(倍)	(11.0)	(7.1)	66.2	31.5	23.0
目标价对应核心业务市盈					
率(倍)	(13.6)	(8.8)	82.0	39.0	28.4
市净率(倍)	7.0	14.5	13.1	10.5	8.2
价格/现金流(倍)	25.8	11.4	(5.4)	15.3	13.3
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	(124.4)	(15.8)	18.3	13.7	10.0
周转率					
存货周转天数	87.1	86.6	843.1	84.5	84.2
应收帐款周转天数	76.6	117.8	293.3	103.6	91.7
应付帐款周转天数	104.4	196.7	449.7	28.8	31.2
回报率					
股息支付率(%)	n.a.	n.a.	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	(27.3)	(75.7)	15.4	21.9	23.8
资产收益率(%)	(5.0)	(11.5)	3.4	4.6	5.6
已运用资本收益率(%)	(2.6)	(7.7)	1.7	1.4	1.9

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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 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