

中小股票

2017年04月07日

金花股份 (600080)

——制药业务符合预期，受商业及酒店拖累，16年全年略低预期，维持“增持”评级

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年04月06日

收盘价(元)	11.29
一年内最高/最低(元)	13.82/9.52
市净率	3.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	3447
上证指数/深证成指	3286.62 / 10669.48

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016年12月31日

每股净资产(元)	3.51
资产负债率%	25.64
总股本/流通A股(百万)	305/305
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《金花股份(600080)点评：年报预告略低预期，看好公司骨科布局，维持“增持”评级》2017/01/23

《金花股份(600080)点评：三季报略低预期，看好公司骨科布局，维持“增持”评级》2016/10/24

证券分析师

孟焯勇 A0230513010001
mengyy@swsresearch.com

研究支持

任慕华 A0230115080004
renmh@swsresearch.com

联系人

任慕华
(8621)23297818x7568
renmh@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告：**2016年实现收入6.67亿元，较15年下滑8.7%，归属于上市公司股东净利润2729万元，较15年增长7.54%，略低预期（60%），同时公告利润分配方案：每10股派发现金0.3元（含税）。
- **巩固和提升核心产品的销售情况。**从业务拆分来看：1) 在不断加大市场推广及客户开发的努力下，公司制药业务（医药工业）实现销售收入4.86亿元，较上年同期增加27.61%，其中核心产品骨科类（主要是金天格胶囊及其他相关产品）实现收入4.04亿元（+29%）；2) 由于子公司总代业务15年下半年到期终止，医药商业实现销售收入1.42亿元，较上年同期下降54.01%。3) 同时由于医药工业缴纳较多所得税及酒店业务的计提较多房产税的影响，分季度净利润及扣除非经常性损益后的净利润呈现波动。**医药工业业务符合预期，但是由于子公司总代业务终止，医药商业收入低于我们预期比例较大。**未来公司仍将持续提升金天格胶囊的产品占有率，扩大生产规模，优化运营方式和投资回报，通过加大研发投入进行产品开发的同时，也在进行品类的拓展和延伸来改善其产品结构。
- **通过投资常州华森及华森三维进入市场空间更为广阔的骨科耗材领域，骨科器械市场增长快、国产化机会及空间较大。**骨科材料在全球生物材料市场中占比近40%，是生物材料大量需求的科室，我国骨科植入物市场从09年的67.4亿增长至15年近150亿，复合增速约14%占国内医疗器械市场的5%左右；目前我国骨科植入物占全球市场规模的10%左右，蕴含着巨大的发展空间。常州华森产品包括创伤类和脊柱类，与公司现有业务能够产生协同作用。我国骨科植入物市场中海外品牌占据较大的市场份额（约66%），包括强生、史塞克、美敦力、捷迈邦美等，从产品类型来看，创伤类产品国产化率60%，而脊柱类和关节类产品以进口为主。我们认为，常州华森产品质量优异，并拥有部分独家产品，如中芯髓内钉、数字化定制足踝产品、骨盆钢板等；常州华森的产品在海外市场也占有一定份额，未来必将受益于国内市场国产化率提升及海外市场扩展的双轮驱动。
- **公司坚持以品种为核心的战略，聚焦骨科中药市场及耗材领域，维持“增持”评级。**人工虎骨粉及金天格胶囊市场占有率较高，通过增发增资常州华森，公司启动围绕骨科细分领域为主的企业并购，业务拓展至骨科耗材领域。结合公司业务发展情况，我们向下微调2017-2018年盈利预测，17年下调5%，18年下调9%，预计17-19年归母净利润分别为55/68/83百万元，对应EPS为0.18/0.22/0.27元，对应PE分别为63/51/42倍。若增发在2017年上半年完成，考虑20%常州华森股权带来的投资收益及增发后股本的增加，17年全面摊薄后的EPS为0.18，对应PE分别为63倍。

财务数据及盈利预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	730	667	791	849	901
同比增长率(%)	2.43	-8.70	18.65	7.33	6.12
净利润(百万元)	25	27	55	68	83
同比增长率(%)	-18.00	7.57	101.47	23.64	22.06
每股收益(元/股)	0.08	0.09	0.18	0.22	0.27
毛利率(%)	45.4	63.1	68.4	69.2	69.9
ROE(%)	2.4	2.5	2.6	3.2	3.7
市盈率	136	126	63	51	42

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

表 1：利润表

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	713	730	667	791	849	901
二、营业总成本	685	706	627	706	752	784
其中：营业成本	356	398	246	250	262	271
营业税金及附加	9	9	13	15	16	17
销售费用	260	237	311	372	391	405
管理费用	61	61	57	72	88	93
财务费用	(5)	(5)	(0)	(3)	(5)	(2)
资产减值损失	5	7	0	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	(2)	0	0	0
投资收益	0	4	1	0	6	8
三、营业利润	28	29	39	85	103	124
加：营业外收入	9	8	5	0	0	0
减：营业外支出	5	4	1	0	0	0
四、利润总额	31	32	43	85	103	124
减：所得税	1	6	15	31	35	41
五、净利润	30	26	28	55	68	84
少数股东损益	(1)	0	1	(0)	0	0
归属于母公司所有者的净利润	31	25	27	55	68	83
六、基本每股收益	0.10	0.08	0.09	0.18	0.22	0.27
全面摊薄每股收益	0.10	0.08	0.09	0.18	0.22	0.27

资料来源：wind, 申万宏源研究

表 2：毛利拆分表

		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
骨科类	收入	341	312	404	495	560	610
	成本	29	32	39	50	56	61
	毛利	312	280	365	446	504	549
	毛利率	92%	89.8%	90.3%	90%	90%	90%
普药类	收入	28	33	39	50	55	60
	成本	19	23	27	35	38	41
	毛利	10	10	12	15	17	19
	毛利率	34%	31.4%	29.8%	30%	31%	31%
免疫类	收入	20	25	32	33	32	36
	成本	7	9	13	12	11	13
	毛利	13	16	19	21	21	23
	毛利率	64%	64.2%	60.9%	65%	65%	65%
儿童类	收入	10	11	10	14	14	15
	成本	4	4	4	5	5	5
	毛利	6	7	6	9	9	10
	毛利率	64%	67%	60%	65%	66%	66%
医药商业	收入	272	309	142	160	149	141
	成本	268	304	136	120	123	122
	毛利	5	4	6	40	26	19

	毛利率	2%	1%	4%	25%	17%	13%
酒店业务	收入	40	40	39	39	39	39
	成本	27	27	27	29	29	29
	毛利	13	13	12	10	10	10
	毛利率	32%	33%	30%	26%	26%	26%
合计	收入	711	730	666	791	849	901
	成本	353	398	246	250	262	271
	毛利	359	332	420	541	587	630
	综合毛利率	50%	45%	63%	68%	69%	70%

资料来源: wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。