

ST 金花 (600080)

增持/维持评级

股价：RMB6.96

分析师

胡骥

SAC 执业证书编号:s1000511110003

0755-83201063

huji@mail.htlhsc.com.cn

联系人

朱建华

(0755)8212 5071

zhujh@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

《业绩反转，摘帽可期》2011-10-28

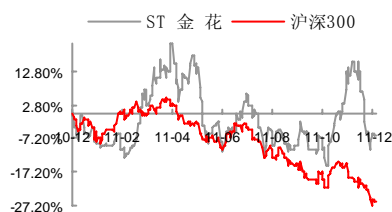
《年报点评：轻装上阵在 2011》2011-3-28

《让虎啸山林，而金花绽放》2011-3-14

基础数据

总股本 (百万股)	305
流通 A 股 (百万股)	305
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	2,137

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

债务清偿，金花待放

事件：公司发布公告，公司资产处置已收到深圳东方华鼎支付的 2 亿元价款，正在办理股权转让工商变更手续；归还西安博信 9000 万元款项后，获得 9543 万利息减免，双方债权债务关系解除。

- 债务清偿，获 9543 万利息减免：**公司按照前期协议，归还西安博信 9000 万元款项，并得到 9543 万元的债务减免，双方债权债务关系解除。至此，公司已获得 1.32 亿元的利息减免，超出我们年之前全年 7618 的预测，增厚公司今年 EPS 为 0.43 元。
- 2012 轻装上阵：**公司于 2011 年 11 月 12 日公告资产处置方案，现东方华鼎投资已支付 2 亿元款项，剩余 7800 万元尚未支付；同时公司欠东方华鼎投资 1.67 亿元债务。公司只需从 2 亿款项中使用 7633 万元归还借款，束缚公司的巨大债务负担将完全解除，2012 年将轻装上阵。资产处置方案清偿公司的所有债务后，有 3100 万的盈余，可用于公司制药主业的发展。
- 金天格胶囊打开公司增长蓝海：**金天格胶囊已成为公司的核心品种，是中药治疗骨质疏松第一品牌。首先，骨质疏松市场广阔。中老年人群的常见病，据统计，全球骨质疏松市场市场已达到 800 亿美元，而我国仅为 64 亿元，在 9000 万患者支撑下，公司发展空间广阔。其次，金天格胶囊壁垒高，既是中药保密品种，又具有专利保护，价格优势明显。最后，金天格胶囊在 2010 年完成四期临床后，产品的质量及疗效得到医师及患者认可，其市场份额持续提升，据 SFDA 南方所统计数据显示，金天格胶囊占中药治疗骨质疏松份额已达到 35%。
- 盈利预测：**公司已获得 1.32 亿元的利息减免，超出我们之前的 7618 万元的预测。我们维持 11~13 年收入 3.54、4.04 和 4.76 亿元的预测，上调 2011 年 EPS 至 0.57 元，维持 2012 年和 2013 年 EPS 0.23 和 0.31 元。2011 年剔除 1.59 亿营业外收入与支出后的 EPS 为 0.05 元，实现转正。鉴于公司业绩反转，看好人工虎骨的药用价值，维持“增持”评级。
- 风险提示：**金天格销售放缓；债务清偿进度低于预期。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	327.4	354.0	404.0	476.0
(+/-%)	-1.3	8.1	14.1	17.8
归属母公司净利润(百万元)	33.6	175.0	69.0	94.0
(+/-%)	330.1	421.4	-60.6	36.2
EPS(元)	0.11	0.57	0.23	0.31
P/E(倍)	63.3	12.2	30.3	22.4

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

债务清偿，轻装上阵	4
金天格胶囊引领医药工业高增长	5
市场空间广阔	5
高壁垒铸就人工虎骨的唯一性	6
金天格胶囊已成骨质疏松中药领军品牌	7
风险提示	8

图表目录

图表 1 医药工业收入及毛利不断攀升	5
图表 2 人口老龄化助推骨质疏松市场加速扩容	5
图表 3 金天格胶囊样本医院用药金额高增长	7
图表 4 金天格胶囊是骨质疏松用药领军品牌	8
表格 1 公司目前债务情况	4
表格 2 闲置资产处置方案	4
表格 3 公司 2011 年预计获得的债务减免	4
表格 4 金天格胶囊市场空间分析	6
表格 5 人工虎骨粉有望成为天然虎骨替代品	6

债务清偿，轻装上阵

公司按照前期协议，归还西安博信 9000 万元款项后，得到 9543 万元的债务减免，双方债权债务关系解除。至此，公司已获得 1.32 亿元的利息减免，超出我们年之前全年 7618 的预测，增厚公司今年 EPS 为 0.43 元。

公司近年通过出售非核心业务资产及债务重组，债务下降至 3.44 亿元。2011 年 11 月 12 日公告，将公司搬迁后闲置的资产及 1.045 亿负债打包处置，转让价格为 2.78 亿元，公司所有债务有望完全清偿，并会有 3100 万的盈余，可用于公司制药主业的发展。

表格 1 公司目前债务情况

借贷款单位名称	借贷款金额	发生时间	逾期时间	设定的抵押或担保
西安博信	7300.00	2006—10—11	2006—12—4	金花大酒店抵押，已由西安博信承继
深圳吉祥龙投资发展有限公司	16700.00	2010—11—30	2010—5—29	金花质检大厦、提取车间及制剂大楼在建工程
深圳吉祥龙投资发展有限公司	10450.00	2011—1—4	2011—7—3	同上
合计	34450.00			

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所整理

表格 2 闲置资产处置方案

	西安亿业置业有限公司	西安亿置置业有限公司	合计
总资产（百万元）	200.56	158.62	359.17
净资产（百万元）	200.51	54.05（置入 1.04 亿负债）	254.56
评估值（百万元）	202.36	75.21	277.58
交易价格（百万元）	278.00		

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

公司与中国银行陕西分行的 5 笔借款，债权由西安博信承继。公司欠西安博信本金 7300 万元，利息 1.12 亿元，合计金额为 1.85 亿元。本次公告，公司与西安博信达成协议，如在 2011 年 12 月 31 日前归还 9000 万元债务，将得到 9543 万元的债务减免，双方债权债务关系解除。至此，全年公司将获得 1.32 亿元的债务减免，超出之前我们预测的 7618 万元的盈利预测。

表格 3 公司 2011 年预计获得的债务减免

单位：万元	本金	利息	偿还金额	利息减免
招商银行	7541	6496	10477	3560
西安博信	7300	11243	9000	9543
合计	14841	17739	19477	13193

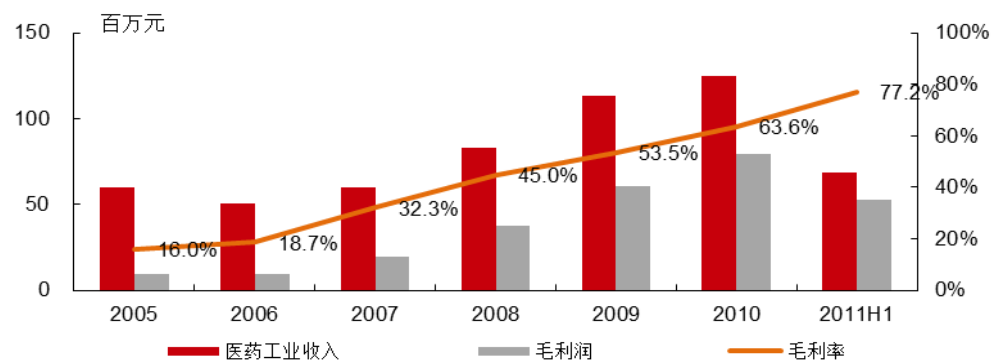
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

基于营业外收入的大幅增加，我们维持 11~13 年收入 3.54、4.04 和 4.76 亿元的预测，上调 2011 年 EPS 至 0.57 元，维持 2012 年和 2013 年 EPS 0.23 和 0.31 元。2011 年剔除 1.59 亿营业外收入与支出后的 EPS 为 0.05 元，实现转正，摘帽将是大概率事件。

金天格胶囊引领医药工业高增长

上半年医药工业实现收入 6832 万元，同比增长 24.8%，毛利率大幅提升 16.67%至 77.19%。主要原因产品结构发生变化所致，高毛利的金天格胶囊继续高增长，占比提高，而低毛利的普药业务生产及销售受到搬迁影响出现下降。在人工虎骨引领下，医药工业将保持高增长。

图表 1 医药工业收入及毛利不断攀升

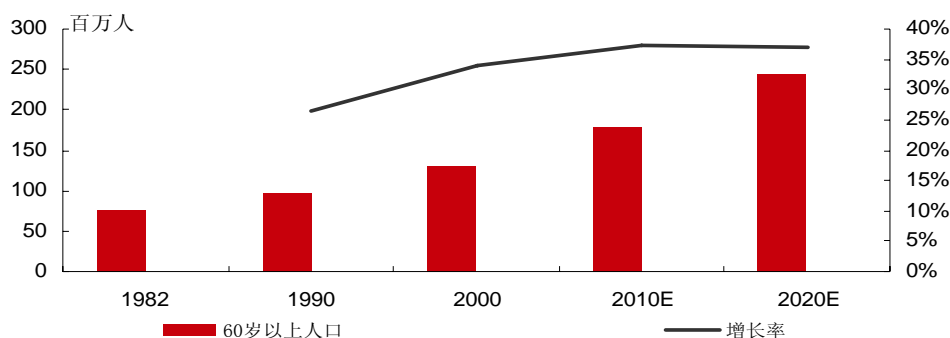


数据来源：公司年报及中报，华泰联合证券研究所

市场空间广阔

金天格胶囊主要用于骨质疏松症等骨与关节疾病的治疗。人口老龄化、久坐电脑前及缺乏运动，骨质疏松及类风湿性关节炎等骨关节系统疾病发病率显著上升。骨质疏松症是中老年最常见的骨骼疾病，被 WHO 列为中老年三大疾病之一。据统计，2006 年我国约有 9060 万骨质疏松患者，占总人口 7%。伴随着中国人口老龄化的加速，骨质疏松症患者人数也将加速上升。

图表 2 人口老龄化助推骨质疏松市场加速扩容



资料来源：2010 年中国卫生统计年鉴，华泰联合证券研究所测算

IMS 数据显示，2009 年全球抗骨质疏松症前 20 种药物销售额达到 118 亿美元，而全球抗骨质疏松和补钙市场已超过 800 亿美元。目前我国抗骨质疏松和补钙市场规模仅为 60 亿元，在人口老龄化及报销比例提升的推动下，未来市场空间广阔。

在 2006 年我国约有 9060 万骨质疏松患者的基础上，对金天格胶囊潜在的市场空间进行估算。在 10%骨质疏松患者就诊，其中有 5%使用金天格胶囊的保守预测下，其市场空间也有 8 亿元。相对我们对公司 11 年人工虎骨系列 1 亿元收入预测，有较大的发展空间。

表格 4 金天格胶囊市场空间分析

	保守	中性	乐观	备注
就诊率	10%	20%	30%	
就诊患者 (万人)	906	1812	2718	患者 9060 万
金天格胶囊使用	5%	5%	5%	
使用患者 (万人)	=906*5%=45.3	=1812*5%=90.6	=2718*5%=135.9	
人均用药金额 (元)	=68.7*1.15/36*9*30*3=1777.6 元			
	一次 3 粒，一日 3 次，3 个月一疗程。贵州最新中标价 68.7 元/36 粒			
市场测算 (亿元)	=45.3*1777.6=8.05	=90.6*1777.6=16.1	=135.9*1777.6=24.2	

资料来源：华泰联合证券研究所

高壁垒铸就人工虎骨的唯一性

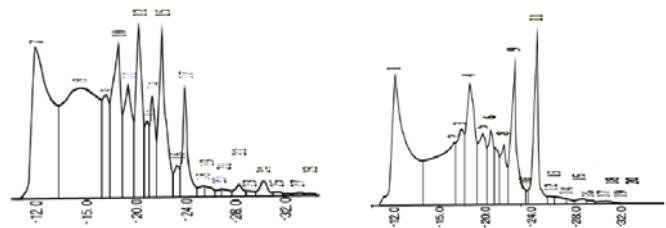
人工虎骨粉由中国药品生物制品鉴定所徐康森教授等专家，历时十余年研究，经过 30 多个药理指标、700 多个临床实验研发成功，并证实与天然虎骨具有高度相似性。金天格胶囊是珍稀药材天然虎骨的唯一仿制药物，享有国家中药一类新药、国家级绝密处方、20 年专利保护等诸多光环，是国家批准的首个用于治疗骨质疏松症的一类中药新药，市场空间广阔。

表格 5 人工虎骨粉有望成为天然虎骨替代品

指标/试验物	人工虎骨粉	天然虎骨粉
成 总氨基酸含量	16.82 克/100 克	16.06 克/100 克

分
分
析

HPLC 分析肽及蛋白
质含量



均分得 5 个峰，两者在保留时间上基本一致

无机元素与微量元素

13 种无机元素与微量元素相同

药理实验

观察 36 个药理指标的 13 项药理实验证明，同剂量的人工虎骨与天然虎骨在抗骨质疏松、抗炎、镇痛、镇静 4 方面的作用无明显差异

临床试验

人工虎骨健步虎潜丸显效 35 例 天然虎骨健步虎潜丸显效 37 例
(29.17%)，总有效率 88.34% (30.83%)，总有效率 84.16%，
金天格胶囊显效 40 例(33.33%)，天然虎骨胶囊显效 33 例(27.50%)，
总有效率 80.83%，总有效率 80.83%

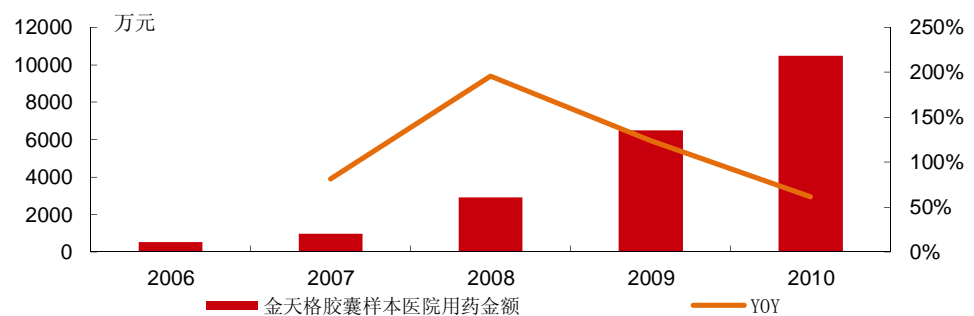
临床结论

660 例临床观察表明：人工虎骨粉在改善骨密度、缓解腰背疼痛、腰膝酸软、下肢酸痛等疗效具有非常显著性差异 ($P < 0.001$)，临床症状改善总有效率为 80.83%

资料来源：中国药品生物制品检定所、华泰联合证券研究所整理

虎骨作为传统名贵珍稀中药材，壮筋骨功效已有千年历史。《本草纲目》记载，虎骨具有健骨、追风、定痛的功效。人工虎骨是继人工麝香之后，我国在野生动物人工代用品研制上去的又一重大突破。金天格胶囊自 2005 年正式推广，现已度过市场培育期，进入高速增长阶段。据 SFDA 南方所统计，2006~2010 年金天格胶囊在样本医院的用药金额复合增长率达到 131%。

图表 3 金天格胶囊样本医院用药金额高增长

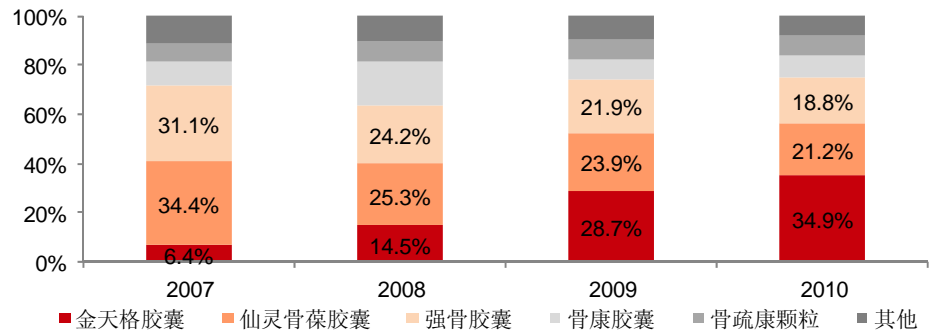


数据来源：SFDA 南方所，华泰联合证券研究所

金天格胶囊已成骨质疏松中药领军品牌

2010 年金天格胶囊完成四期临床研究，2000 多名患者进一步证实金天格胶囊能明显增加骨质疏松患者和骨折患者骨折部位骨量。金天格胶囊在改善骨密度、缓解腰膝酸软等方面疗效突出，临床用药金额迅速增长，已取代仙灵骨葆胶囊成为中药治疗骨质疏松市场的领军品牌。

图表 4 金天格胶囊是骨质疏松用药领军品牌



数据来源: SFDA 南方所, 华泰联合证券研究所

随着人们对人工虎骨疗效的认可, 公司作为人工虎骨粉及制剂的唯一生产企业, 骨质疏松市场将成为公司发展的蓝海。

风险提示

公司债务清偿进度低于预期;

金天格胶囊销售放缓。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	211	199	310	456	营业收入	327	354	404	476
现金	142	100	210	348	营业成本	225	191	192	214
应收账款	10	46	45	45	营业税金及附加	4	6	7	8
其他应收款	8	6	7	8	营业费用	21	57	61	67
预付账款	8	10	10	11	管理费用	63	65	73	83
存货	33	34	34	38	财务费用	59	18	-1	-1
其他流动资产	9	2	4	5	资产减值损失	1	1	0	0
非流动资产	1217	818	780	743	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	154	154	154	154	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	629	429	490	500	营业利润	-45	16	73	105
无形资产	52	48	50	56	营业外收入	106	163	0	0
其他非流动资产	382	186	86	32	营业外支出	28	4	0	0
资产总计	1428	1016	1090	1198	利润总额	33	175	73	105
流动负债	691	108	113	127	所得税	0	0	4	10
短期借款	420	0	0	0	净利润	33	175	69	94
应付账款	38	29	27	29	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	233	80	86	98	归属母公司净利	34	175	69	94
非流动负债	12	8	8	8	EBITDA	52	73	113	148
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.11	0.57	0.23	0.31
其他非流动负	12	8	8	8	主要财务比率				
负债合计	703	117	121	135	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	2	2	2	2	成长能力				
股本	305	305	305	305	营业收入	-1.3%	8.1%	14.1%	17.7%
资本公积	225	225	225	225	营业利润	-178.1	-63.8%	348.1	44.1%
留存收益	193	367	437	531	归属母公司净利	130.1	420.9	-60.5%	36.5%
归属母公司股	723	897	967	1061	获利能力				
负债和股东权	1428	1016	1090	1198	毛利率(%)	31.4%	46.0%	52.5%	54.9%
现金流量表					净利率(%)	10.3%	49.4%	17.1%	19.8%
单位: 百万元					ROE(%)	4.6%	19.5%	7.2%	8.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	1.4%	5.3%	11.4%	16.9%
经营活动现金	41	210	117	150	偿债能力				
净利润	33	175	69	94	资产负债率(%)	49.2%	11.5%	11.1%	11.3%
折旧摊销	39	38	41	44	净负债比率(%)	59.75	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	59	18	-1	-1	流动比率	0.30	1.84	2.75	3.60
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.26	1.52	2.45	3.29
营运资金变动	-8	-21	8	13	营运能力				
其他经营现金	-81	0	0	0	总资产周转率	0.23	0.29	0.38	0.42
投资活动现金	-15	354	-8	-13	应收账款周转率	24	12	8	10
资本支出	21	-358	0	0	应付账款周转率	6.40	5.74	6.92	7.68
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	6	-4	-8	-13	每股收益(最新)	0.11	0.57	0.23	0.31
筹资活动现金	68	-606	1	1	每股经营现金流	0.13	0.69	0.38	0.49
短期借款	79	-420	0	0	每股净资产(最	2.37	2.94	3.17	3.47
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	64.31	12.35	31.22	22.87
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	2.99	2.41	2.23	2.03
其他筹资现金	-12	-186	1	1	EV/EBITDA	44	31	20	15
现金净增加额	93	-42	109	138					

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。