

## ST 金花 (600080)

增持/维持评级

股价 : RMB8.45

## 分析师

胡骥

SAC 执业证书编号:s1000511110003

0755-83201063

huji@mail.hthsc.com.cn

## 联系人

朱建华

(0755)8212 5071

zhujh@mail.hthsc.com.cn

李航

86-21-50106409

lihang@mail.hthsc.com.cn

## 清偿债务，轻装上阵

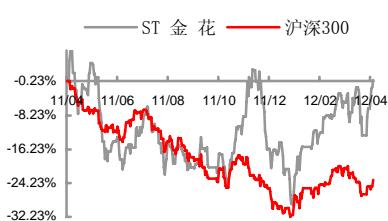
## ST 金花 (600080) 年报点评

- 债务危机不在，2011 年成长稳健。**2011 年二季度首次实现营业利润扭亏为盈，下半年延续了良好的增长态势。在金天格胶囊以及普药业务恢复生产的基础上，公司全年实现了质的飞跃。公司全年实现营业收入 3.78 亿元，同比增长 15.52%；扣非后净利润 1.66 亿元，较上年同期增长 393.26%。在公司完成搬迁后，2012 年开始将是公司主业的真实展现。
- 产品结构变化，医药工业略超预期高速增长。**医药工业实现收入 1.88 亿元，同比增长 50.67%，毛利率大幅提升至 77.07%。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。
- 金天格胶囊高速增长，已是骨质疏松中成药领军人物。**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%。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，2011 年市场占有率达 39.75%，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。
- 骨质疏松市场空间广阔。**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，其市场空间有 8 亿元。
- 虎骨保健酒是尚待开发的蓝海市场。**我们认为，仅以虎骨酒被公认的药用价值去测算需求市场（治疗疾病），则人工虎骨保健酒当前面对的市场容量应在 20 亿元左右，如果再加上部分保健养生市场需求，潜在市场规模应在 30-35 亿元。
- 盈利预测：**在金天格胶囊高增长的带动下，我们预测公司 12-14 年实现收入至 4.23、5.01 和 5.85 亿，EPS 分别为 0.23、0.34 和 0.45 元，继续维持“增持”评级。
- 风险提示：**金天格胶囊增速放缓；虎骨酒市场开拓进展不顺。

## 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)	2,580

## 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

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	378	423	501	585
(+/-%)	16%	12%	18%	17%
归属母公司净利润(百万元)	166	71	103	137
(+/-%)	393%	-57%	44%	33%
EPS(元)	0.54	0.23	0.34	0.45
P/E(倍)	15.58	36.21	25.17	18.86

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

## 目 录

业绩拐点，摘帽可期 .....	4
医药工业高速增长 .....	4
金天格胶囊势不可挡 .....	5
虎骨酒助力长期发展 .....	6
风险提示 .....	7

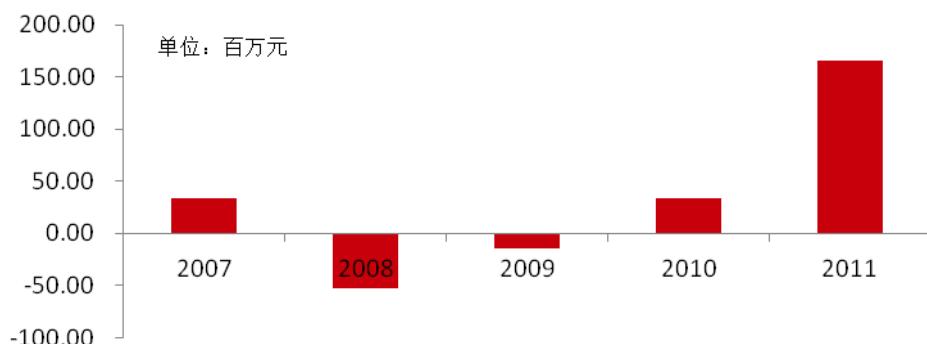
## 图表目录

图表 1: 2011 年净利润大幅提升 .....	4
图表 2 : 2011 年营业利润扭亏为盈 .....	4
图表 3: 医药工业收入增速略超预期 .....	5
图表 4 金天格胶囊样本医院用药金额高增长 .....	5
图表 6 金天格胶囊是骨质疏松用药领军品牌 .....	6
表格 1 金天格胶囊市场空间分析 .....	6
表格 2 人工虎骨酒在治疗保健方面大有可为 .....	6

## 业绩拐点，静待摘帽

在摆脱了债务拖累后，公司专注主业，2011年成长稳健。2011年二季度首次实现营业利润扭亏为盈，下半年延续了良好的增长态势。在金天格胶囊以及普药业务恢复生产的基础上，公司全年实现了质的飞跃。全年扣非后净利润1.66亿元，较上年同期增长393.26%。

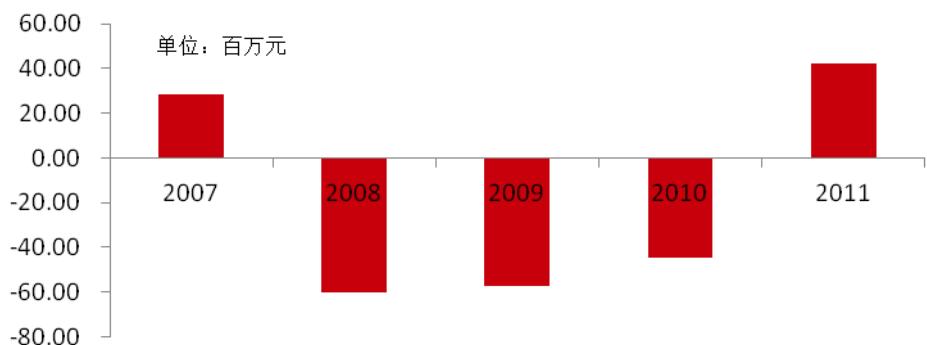
图表 1：2011年净利润大幅提升



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

2011年前全年公司实现营业收入3.78亿元，同比增长15.52%。在公司完成债务重组后，2012年开始将是公司主业的真实展现。我们认为在金天格胶囊的带动下，公司2012年主业将会有进一步的增长。

图表 2：2011年营业利润扭亏为盈

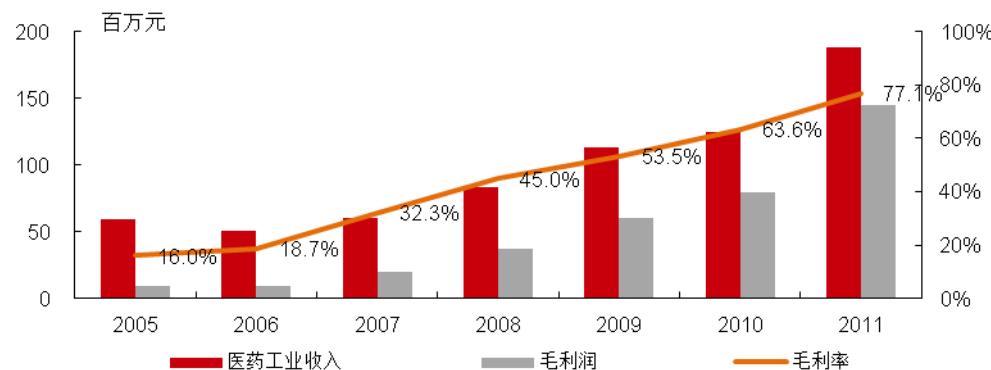


数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所

## 医药工业增长超预期

在金天格胶囊高速增长的带动下，医药工业增长略超预期。医药工业实现收入1.88亿元，同比增长50.67%，毛利率大幅提升至77.07%。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 3：医药工业收入增速略超预期

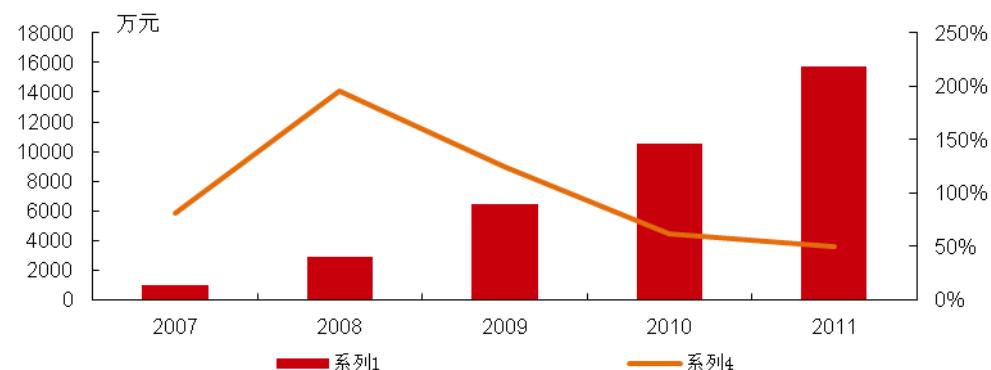


数据来源：公司年报及中报，华泰联合证券研究所

### 金天格胶囊势如猛虎

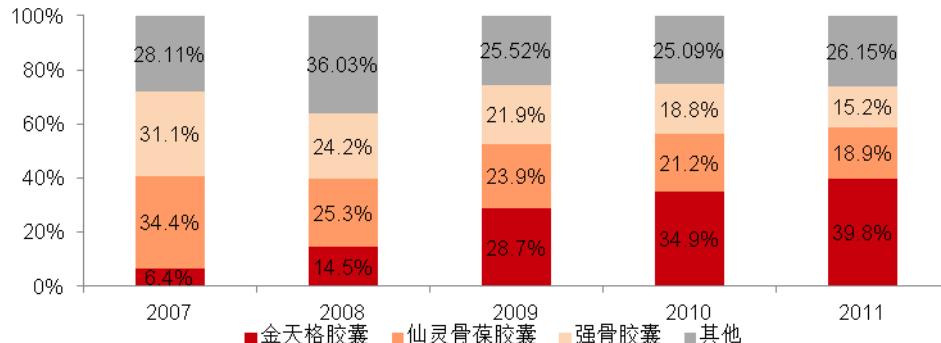
金天格胶囊高速增长，已是骨质疏松中成药领军人物。金天格胶囊是珍稀药材天然虎骨的唯一仿制药物，享有国家中药一类新药、国家级绝密处方、20 年专利保护等诸多光环。金天格胶囊自 2005 年正式推广，现已度过市场培育期，进入高增长阶段。据 SFDA 南方所统计，2007~2011 年金天格胶囊在样本医院的用药金额复合增长率达到 100.06%。

图表 4 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

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 5 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

**骨质疏松市场空间广阔。**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。公司 11 年人工虎骨系列营业收入 xxxx 亿元，有较大的发展空间。

**表格 1 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	=68.7*1.15/36*9*30*3=1777.6 元			
(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

## 虎骨酒助力长期发展

**虎骨保健酒是尚待开发的蓝海市场。**《中国保健酒业市场研究报告》认为，我国保健酒目前尚处于发展起步阶段，全国性的知名品牌只有椰岛鹿龟和劲牌等寥寥几个。《报告》中一项关于消费市场的统计结果显示：在我国 14.32% 的消费者经常饮用保健酒，另外 52.38% 消费者曾经有过饮用经历，对保健酒有所了解的消费者占比为 92.4%。

**表格 2 人工虎骨酒在治疗保健方面大有可为**

主力消费人群年龄分段	保健养生	治疗疾病	养颜美容	延年益寿	其他
20~29 岁	38.94%	12.26%	17.57%	8.22%	23.01%
30~39 岁	41.01%	15.02%	15.71%	4.25%	24.01%
40~49 岁	59.03%	15.13%	8.01%	3.83%	14.00%
50~ 岁	67.16%	20.42%	2.32%	6.95%	3.15%

数据来源：《中国保健酒业市场研究报告》、华泰联合证券研究所

我们认为，仅以虎骨酒被公认的药用价值去测算需求市场（治疗疾病），则人工虎骨保健酒当前面对的市场容量应在 20 亿元左右，如果再加上部分保健养生市场需求，潜在市场规模应在 30-35 亿元。拥有人工虎骨这一国家中药一类新药在手，这片巨大的市场值得公司去尽心尽力开拓发展。

## 风险提示

金天格胶囊增速放缓；虎骨酒市场开拓进展不顺。

## 盈利预测

资产负债表				利润表					
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	210	348	391	604	营业收入	378	423	501	585
现金	38	384	465	657	营业成本	200	197	221	242
应收账款	37	56	57	55	营业税金及附加	6	7	8	10
其他应收款	81	8	9	11	营业费用	71	68	75	82
预付账款	10	10	11	12	管理费用	60	78	90	102
存货	35	35	40	43	财务费用	33	-1	-2	-3
其他流动资产	9	-145	-191	-175	资产减值损失	6	0	0	0
非流动资产	859	471	443	420	公允价值变动收	-39	0	0	0
长期投资	154	158	158	158	投资净收益	40	0	0	0
固定资产	453	172	196	193	营业利润	42	75	108	152
无形资产	49	45	47	53	营业外收入	136	0	0	0
其他非流动资	202	96	42	15	营业外支出	4	0	0	0
资产总计	1069	819	834	1024	利润总额	175	75	108	152
流动负债	143	-31	-69	-92	所得税	9	4	5	15
短期借款	0	0	0	0	净利润	166	71	103	137
应付账款	42	30	31	33	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	101	-60	-100	-125	归属母公司净利	166	71	103	137
非流动负债	8	-140	-189	-113	EBITDA	109	104	137	182
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.54	0.23	0.34	0.45
其他非流动负	8	-140	-189	-113					
<b>负债合计</b>	<b>151</b>	<b>-170</b>	<b>-258</b>	<b>-205</b>					
少数股东权益	2	2	2	2					
股本	305	305	305	305					
资本公积	253	253	253	253					
留存收益	358	429	532	669					
归属母公司股	916	987	1090	1227					
<b>负债和股东权</b>	<b>1069</b>	<b>819</b>	<b>834</b>	<b>1024</b>					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金	91	115	87	202	<b>成长能力</b>				
净利润	166	71	103	137	营业收入	15.5%	12.0%	18.2%	16.9%
折旧摊销	33	30	31	33	营业利润	-5.5%	76.8%	43.9%	40.9%
财务费用	33	-1	-2	-3	归属母公司净利	393.3%	-57.0%	43.9%	33.5%
投资损失	-40	0	0	0	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-269	147	4	-40	毛利率(%)	47.2%	53.6%	55.8%	58.7%
其他经营现金	168	-132	-48	74	净利率(%)	0.0%	17.1%	19.8%	43.8%
<b>投资活动现金</b>	<b>190</b>	<b>555</b>	<b>-8</b>	<b>-13</b>	ROE(%)	18.1%	7.2%	9.4%	11.2%
资本支出	10	-358	0	0	ROIC(%)	8.6%	22.9%	36.5%	46.3%
长期投资	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金	199	197	-8	-13	资产负债率(%)	14.1%	-20.8%	-30.9%	-20.0%
<b>筹资活动现金</b>	<b>-385</b>	<b>-324</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	净负债比率(%)	215.78%	0.00%	0.00%	0.00%
短期借款	-420	0	0	0	流动比率	1.47	-11.31	-5.65	-6.55
长期借款	-400	0	0	0	速动比率	1.22	-10.16	-5.08	-6.08
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	28	0	0	0	总资产周转率	0.30	0.45	0.61	0.63
其他筹资现金	407	-324	2	3	应收账款周转率	15	9	8	10
现金净增加额	-104	345	82	192	应付账款周转率	5.00	5.50	7.32	7.60
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	0.54	0.2334	0.34	0.45
					每股经营现金流	0.30	0.38	0.29	0.66
					每股净资产(最	3.00	3.23	3.57	4.02
					<b>估值比率</b>				
					P/E	15.58	36.21	25.17	18.86
					P/B	2.82	2.61	2.37	2.10
					EV/EBITDA	23	24	18	14

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±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.hthsc.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.hthsc.com.cn

**免责申明**

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投资目标或财务状况；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投资建议。