



华泰联合证券
2012-05-09
医疗保健/医药

华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

华泰联合证券
证券研究报告
公司研究 / 调研报告

华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

ST 金花 (600080) 增持/维持评级

股价 : RMB7.72

分析师

胡骥

SAC 执业证书编号:s1000511110003

0755-83201063

huji@mail.hthsc.com.cn

联系人

李航

86-21-50106409

lihang@mail.hthsc.com.cn

心无旁骛，专注主业

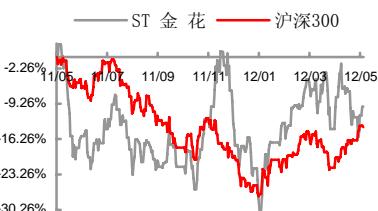
事件：我们近日走访公司，与公司高管就未来发展战略思路、金天格胶囊近况、虎骨酒等产品开发进度等情况进行了交流。

- 心无旁骛，专注主业。**公司在 2011 年清除债务之后，再无不良资产拖累，2012 年将会专注主业发展。前几年受累于多元化发展，公司高管精力相对分散，从而影响了公司制药主业的发展。在剥离大多数与制药无关的产业后，公司再次将发展思路回归到制药主业上来。我们认为该发展思路取舍明确，有助于公司“人工虎骨”最大程度发挥应有的潜力。
- 金天格虎啸山林。**金天格胶囊是目前市场上最大的使用人工虎骨粉为原材料的药品。根据南方所样本医院资料显示，金天格胶囊 2011 年已经超越仙灵骨葆胶囊，成为骨质疏松领域领军品种。公司近几年对于该品种发展以控量保质为主，严控经销商价格，在招标价格不理想的省份放弃市场保价格。虽然目前公司产品占据市场 30% 以上份额，但主要集中在北京、浙江和广东等地，全国市场并未充分开发，我们认为未来增长仍有很大可发展空间。
- 虎骨酒市场空间巨大，尚需获得相关批文。**目前公司虎骨酒尚未取得作为保健品销售的相关批号，成为制约公司虎骨酒发展的最关键因素。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。中国以及东南亚地区有非常广阔的虎骨用药基础，一旦公司取得保健品生产批文，市场推广将非常迅速。
- 考虑拓展产品线，收购是主要方式。**高管认为公司存在一定的单品种经营风险，但公司缺乏药品研发基础，若未来拓展产品线，收购将会是主要方法。
- 风险提示：单品种经营风险。**

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)	2,357

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

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					
负债合计	151	-170	-258	-205					
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					
负债和股东权	1069	819	834	1024					
现金流量表				单位:百万元					
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E					
经营活动现金	91	115	87	202					
净利润	166	71	103	137					
折旧摊销	33	30	31	33					
财务费用	33	-1	-2	-3					
投资损失	-40	0	0	0					
营运资金变动	-269	147	4	-40					
其他经营现金	168	-132	-48	74					
投资活动现金	190	555	-8	-13					
资本支出	10	-358	0	0					
长期投资	0	0	0	0					
其他投资现金	199	197	-8	-13					
筹资活动现金	-385	-324	2	3					
短期借款	-420	0	0	0					
长期借款	-400	0	0	0					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	28	0	0	0	P/E	15.58	36.21	25.17	18.86
其他筹资现金	407	-324	2	3	P/B	2.82	2.61	2.37	2.10
现金净增加额	-104	345	82	192	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。