

独家人工虎骨成长空间巨大

增持 首次

目标价格：暂无

核心观点：

- 医药工业销售快速增长，收入和利润贡献度持续提高；
- 全球独家人工虎骨粉专利，全球最大转移因子生产基地

主要观点：

- 聚焦医药工业，业绩快速增长。公司以生物药品、化学药品、中成药品、保健药品的研发、生产为主，涉及医药物流和置业投资等领域。制药板块下辖西安金花制药厂拥有口服液产能 8000 万支/年，胶囊 2 亿粒/年，是全球唯一的人工虎骨产业化基地，全球最大的转移因子生产基地。近年来医药工业收入和利润快速增长，对公司营业收入和毛利的贡献度持续提高，目前分别在 68% 和 92% 以上，毛利率达到 78.8%。
- 独家人工骨粉专利，全球唯一空间巨大。**公司是全球唯一人工虎骨产业化基地。研制成功的人工虎骨的指纹图谱与天然虎骨几乎相同；13 项实验及 36 个药理指标和双盲临床研究证明，人工虎骨与天然虎骨的药理药效指标无明显差异，完全可以替代天然虎骨，已获得国家专利，治疗骨质疏松和镇痛方面，与天然虎骨疗效一致。核心产品包括金天格胶囊、虎骨粉。金天格是天然虎骨唯一的仿制药，位居骨质疏松类用药第一，疗效和安全性突出。
- “金花”系列药物稳步发展，全球最大转移因子生产基地。**公司“金花”品牌被评为国家驰名商标。其中“金花牌”转移因子胶囊/口服液多年来在行业内销量排名第一，公司已成为世界上最大的转移因子生产基地。
- 投资建议：**看好公司在医药工业领域的实力，未来可重点关注人工虎骨粉进入药典的时间以及虎骨保健酒正式推出市场。公司骨科类产品持续快速增长，酒店业务有望剥离。预计公司 2013/2014/2015 年 EPS 分别为 0.26/0.33/0.42 元，对应 PE 分别为 33.2/26.1/20.7 倍，给予增持评级。

数据摘要	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	378.2	460.2	360.0	471.0	605.0
YoY	15.5%	21.7%	-21.8%	30.8%	28.5%
毛利率	47.2%	51.4%	60.0%	60.0%	60.0%
净利润	165.6	43.8	79.2	100.8	126.9
YoY	395.8%	-73.6%	81.0%	27.2%	25.9%
EPS(元/股)	0.54	0.15	0.26	0.33	0.42
P/E(x)	15.9	59.4	33.2	26.1	20.7
P/B(x)	2.9	2.7	2.5	2.3	2.1

中小市值公司研究组
首席分析师：

王凤华(S1180511010001)

新财富 2012 年最佳中小市值分析师

电话：010-88013568

Email：wangfenghua@hysec.com

资深分析师：

李坤阳(S1180511030001)

电话：010-88013558

Email：likunyang@hysec.com

市场表现

基本数据

当前股价 (元)	8.52
总股本 (亿股)	3.053
流通 A 股 (亿股)	3.053
总市值 (亿元)	26.29
最近 1 个月涨幅 (%)	1%

相关研究

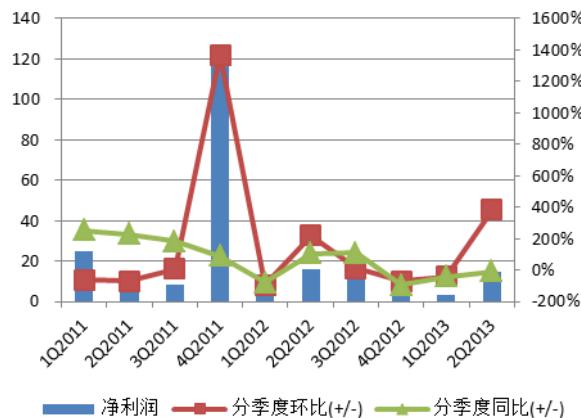
《易联众：民生信息化全产业链领导者》	2013/9/4
《蒙发利：加强品牌建设，布局健康产业》	2013/9/3
《卧龙电气：中报符合预期，业绩质量欠佳》	2013/8/26

图 1：主营业务收入季度分析



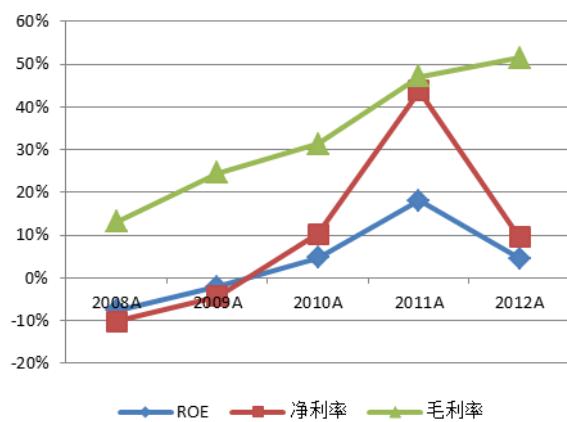
资料来源：宏源证券

图 2：净利润季度分析



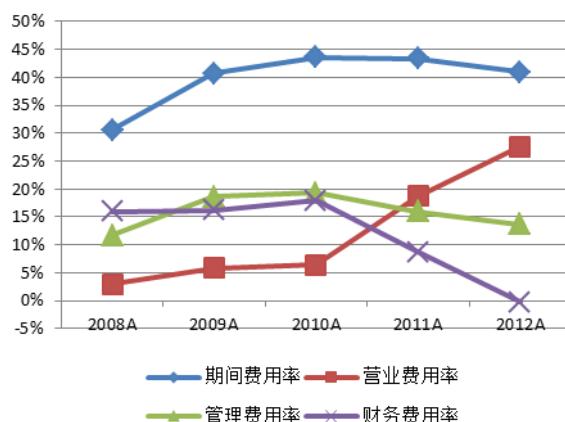
资料来源：宏源证券

图 3：公司盈利能力指标



资料来源：宏源证券

图 4：公司期间费用率指标



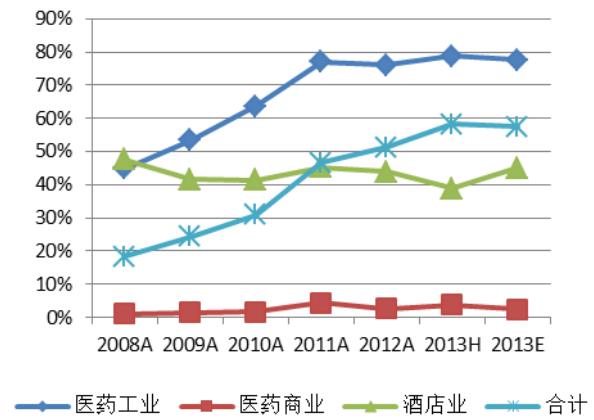
资料来源：宏源证券

图 5：主营业务收入产品结构



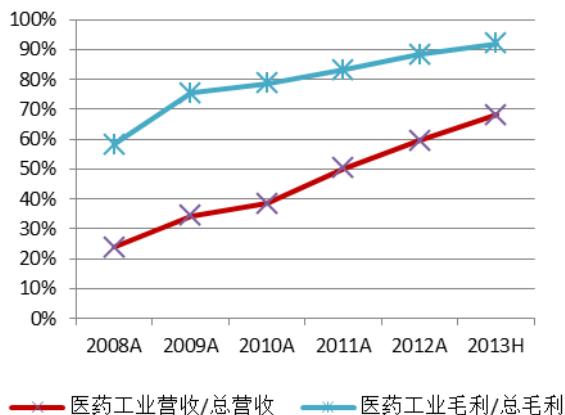
资料来源：宏源证券

图 6：主营业务收入分产品增长比例



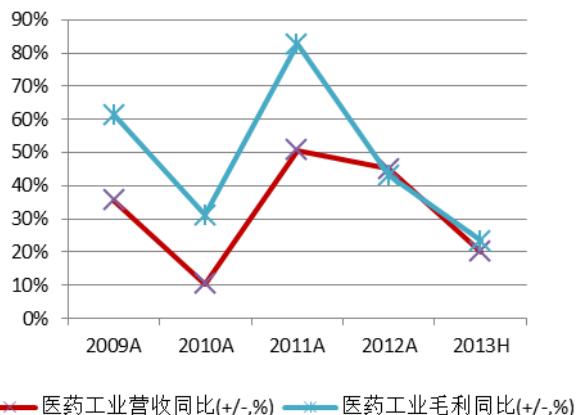
资料来源：宏源证券

图 7：医药工业营收与总营收对比



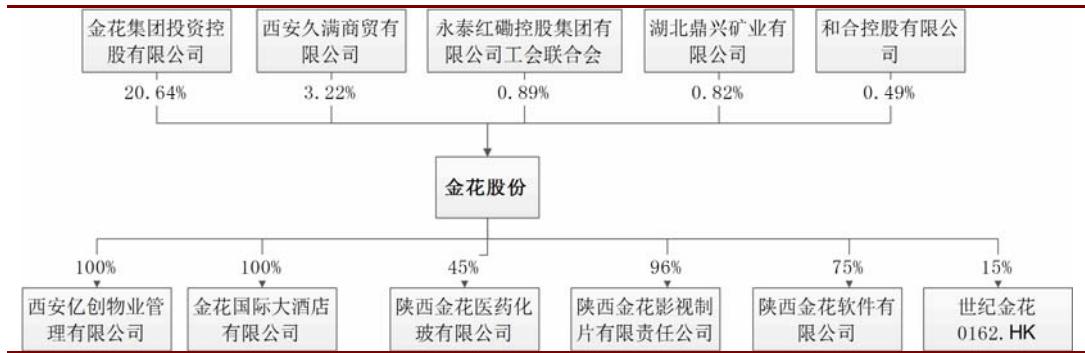
资料来源：宏源证券

图 8：医药工业营收与毛利增速分析



资料来源：宏源证券

图 9：公司股权结构示意图



资料来源：宏源证券

表 1：未来三年业绩预测及财务分析表



单位:百万元

利润表	2012A	2013E	2014E	2015E	现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	460	360	471	605	经营活动现金流				
YoY	22%	-22%	31%	28%	净利润	44	79	101	127
营业成本	224	144	188	242	折旧与摊销	29	60	82	97
营业税金及附加	8	5	7	9	财务费用	0	-1	-1	-1
销售费用	127	90	118	151	非经常性/非经营性损益	-3	-10	-10	-10
管理费用	63	43	57	73	营运资金的减少	-52	24	-19	-23
EBITDA	69	138	183	227	长期经营性负债的增加	0	1	0	0
YoY	-8%	101%	33%	24%	经营活动现金流净额	18	154	153	191
EBIT	40	77	101	130	投资活动现金流				
财务费用	(1)	(1)	(1)	(1)	固定资产购建	-8	-100	-100	-100
非经营性/经常性损益	8	10	10	10	无形资产购建	0	-10	-10	-10
利润总和	49	88	112	141	非经常性或非经营性损益	79	10	10	10
所得税费用	5	9	11	14	非核心资产的减少	0	6	0	0
净利润	44	79	101	127	投资活动现金流量净额	71	-94	-100	-100
YoY	-74%	81%	27%	26%	筹资活动现金流				
少数股东损益	(0)	0	0	0	短期借款增加	0	10	3	5
归属母公司所有者净利润	44	79	101	127	长期借款增加	0	0	0	0
YoY	-73%	79%	27%	26%	股本及资本公积增加	0	0	0	0
资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E	财务费用及红利等	0	1	1	1
资产					筹资活动现金流量净额	0	11	4	6
货币资金	127	198	254	351	现金及现金等价物净增加额	89	71	56	96
应收款项	86	72	94	121	现金及现金等价物期末余额	127	198	254	351
预付款项	22	4	5	7	主要财务指标	2012A	2013E	2014E	2015E
存货	48	21	27	36	盈利能力				
其他流动资产	4	0	0	0	ROE	4.5%	7.6%	8.8%	10.0%
流动资产合计	287	295	381	515	净利率	9.5%	22.0%	21.4%	21.0%
固定资产	433	527	576	597	毛利率	51.4%	60.0%	60.0%	60.0%
在建工程	200	150	125	113	营业费用率	27.5%	25.0%	25.0%	25.0%
无形资产	48	53	58	62	管理费用率	13.6%	12.0%	12.0%	12.0%
非核心资产	156	150	150	150	财务费用率	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
非流动资产合计	837	881	909	922	资本结构				
资产总计	1124	1176	1290	1437	资产负债率	14.4%	11.4%	11.4%	11.7%
负债					权益乘数	1.17	1.13	1.13	1.13
短期借款	0	10	13	18	流动资产/总资产	25.6%	25.1%	29.5%	35.8%
应付款项	53	25	32	43	流动负债/总负债	95.5%	94.0%	94.6%	95.2%
预收款项	13	11	14	18	偿债能力				
其他应付款	88	80	80	80	流动比率	1.86	2.33	2.73	3.23
其他流动负债	0	0	0	0	速动比率	1.54	2.17	2.54	3.00
流动负债合计	155	126	140	160	产权比率	0.17	0.13	0.13	0.13
长期借款	0	0	0	0	归属母公司股东权益/负债	5.93	7.73	7.73	7.56
长期经营性负债	0	0	0	0	营运能力				
其他非流动负债	7	8	8	8	存货周转率	5.34	4.15	7.91	7.70
非流动负债合计	7	8	8	8	应收账款周转率	4.34	4.57	5.67	5.62
负债合计	162	134	148	168	流动资产周转率	1.85	1.24	1.39	1.35
股本	305	305	305	305	固定资产周转率	1.04	0.75	0.85	1.03
资本公积金	253	253	253	253	总资产周转率	0.42	0.31	0.38	0.44
留存收益	402	482	582	709	每股和估值指标				
归属母公司股东权益	960	1040	1140	1267	EPS(元)	0.15	0.26	0.33	0.42
少数股东权益	2	2	2	2	BPS(元)	3.15	3.41	3.74	4.15
股东权益合计	962	1041	1142	1269	P/E(x)	59.40	33.18	26.08	20.71
负债和股东权益合计	1124	1176	1290	1437	P/B(x)	2.74	2.53	2.31	2.07

资料来源：宏源证券

作者简介:

王凤华: 宏源证券研究所首席分析师，分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组，《新财富》2012年最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生，本科毕业于江西财经大学。16年从业经历，曾在多家券商任职，任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职，10年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖：宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司：科力远、盛运股份、海越股份、利德曼、金字集团、德力股份、尚荣医疗、海虹控股、紫光股份、众生药业、华星化工、久立特材、佳都新太、中弘股份、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、中恒集团、煌上煌、积成电子、开尔新材、超华科技、探路者、滨江集团、永新股份、围海股份、山大华特等。

机构销售团队

公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		陈紫超	010-88085798	13811637082	chenzichao@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
机构	广深片区	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	上海保险/私募	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
	北京保险/私募	周迪	0755-33352262	15013826580	zhoudi@hysec.com
		赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	银行/信托	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	朱隼	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，宏源证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。