

公司调研报告

生物医药行业

“债务清偿型”反转！

2009 年 11 月 8 日

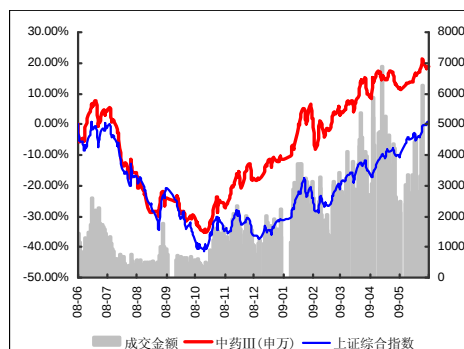
ST 金花 (600080.SH)

评级：观望（首次）

交易数据

总市值	14.58 亿
总股本/流通 A 股(亿)	3.05/3.05
流通股比率	100.00%
当前价格	4.78

52 周走势



报告作者

医药行业高级研究员

洪阳

电话：0510-82832380

Email: hongy@glsc.com.cn

相关报告

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

投资要点：

➤ 公司从 2006 年开始一直通过不断剥离非医药主业资产来清偿债务，公司的长短期债务从 2006 年中的 10.52 亿元，一直下降到 09 年 3 季度的 3 亿多，财务费用无论从绝对值还是相对比率都是呈现逐年下降的趋势。

➤ 公司的逾期贷款虽然不再增加，甚至通过出售资产大幅偿还，但是已有的逾期贷款使得公司的应付利息逐季增加，截止 2009 年三季度，已经高达 2.29 亿元，相对于半年度又增加了 1300 万元。

➤ 我们认为未来半年到一年时间里，公司将可能面临两个债务偿还契机：1、“世纪金花”股权转让：2008 年 12 月在第一大股东金花投资有限公司的支持下，拟通过三方协议的方式进行资产置换。2、出售“金花豪生国际大酒店”：由于资产规模太大，一时间尚未找到接收方，如果未来一年内可以出售将极大缓解公司的逾期贷款问题，公司的盈利能力获得恢复和提升。

➤ 公司的医药工业和商业从 2006 年开始进入快速提升的阶段，我们认为这主要是公司进行了产品结构调整，加大了对转移因子尤其是对金天格胶囊等高毛利率产品的营销力度所带来的结果。

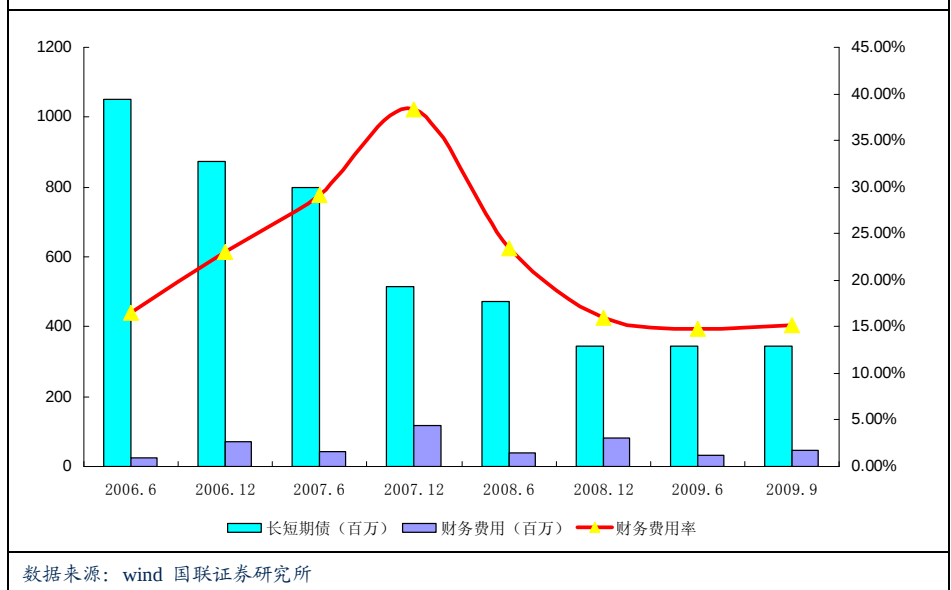
➤ 公司 2009 年的再次亏损似乎已经无法避免，我们试图对公司 2010 年的主营业务净利润进行预测，但是由于各项费用率尤其是管理费和财务费用的重大不确定，我们无法做出合理的判断。我们给予公司“观望”评级，静待非主业资产转让、债务偿还和主业增长。

第一部分：ST 金花“债务”分析

一、逾期贷款和财务费用：

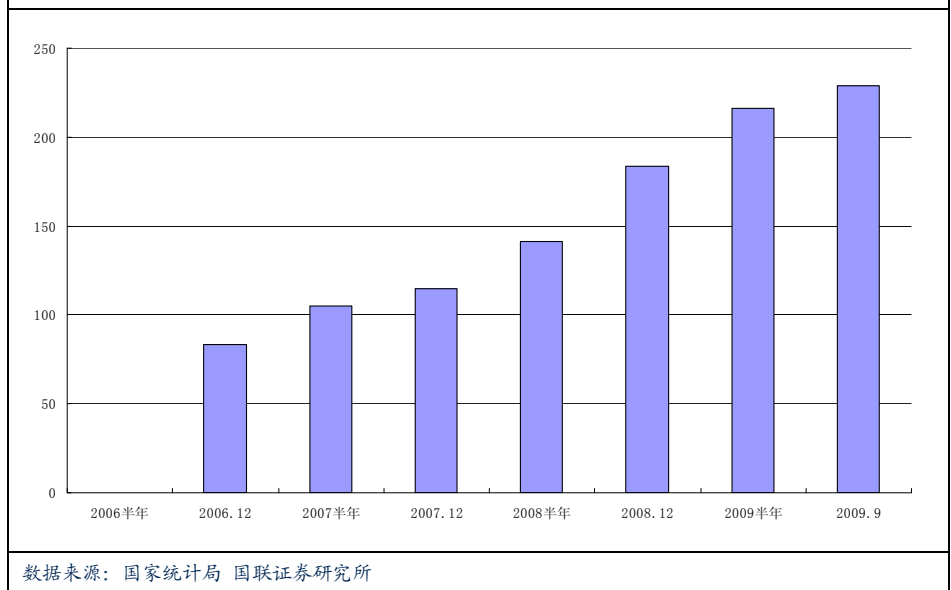
公司 2009 年三季度债务合计约 3.45 亿元，与半年度持平，因此可见在三季度并没有进行还款。财务费用 4536.87 万元，财务费用率 15.19%，略高于半年度的水平。但是我们从下图中可以看到公司的长短期债务从 2006 年中的 10.52 亿元，一直下降到目前的 3 亿多，财务费用无论从绝对值还是相对比率都是呈现逐年下降的趋势。这是因为公司从 2006 年开始一直通过不断剥离非医药主业资产来清偿债务的行动所致：公司 2007 年处置钟鼓楼广场物业 2 亿元、2008 年公司出售天幕阁景二至四层物业 1.72 亿元。但是相对于每年主业几千万的主营业务利润来说，接近一亿的财务费用显然是公司不能承受之重！而我们担心的不仅仅是现实的财务费用，还有更加沉重的逾期贷款所带来的应付利息。

图表 1：ST 金花债务和财务费用分析图



应付利息：我们从图 2 中可以看到公司的应付利息逐季增加，截止 2009 年三季度，已经高达 2.29 亿元，相对于半年度又增加了 1300 万元。实际上，公司的逾期贷款虽然不再增加，甚至通过出售资产大幅偿还，但是已有的逾期贷款带来的沉重利息（尤其是高利率的复合增长）压力并没有给公司任何喘息的机会，如果公司要寻求转变，这剩余的 5.74 亿债券就成了必须要解决的问题！

图表 2: ST金花应付利息分析图



二、巨额债务的“解决之道”

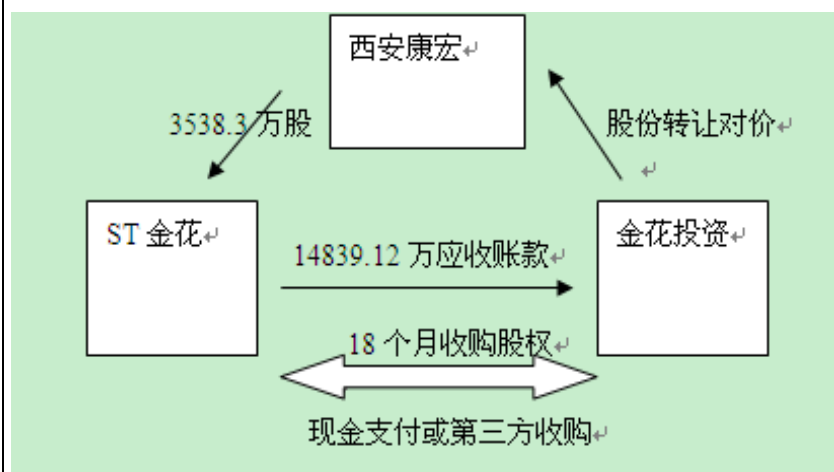
根据公告中的提示,公司强调未来将争取对已出现逾期的借款申请转贷,降低财务成本,这些努力目前已经得到了实施,也取得了一定的效果,但是远水解不了近渴。其次、通过处置非制药业务资产,增强偿债能力。从过去偿债历史来看,这是比较切实可行的办法。我们认为未来半年到一年时间里,公司将可能面临两个债务偿还契机:

1、“世纪金花”股权转让

2008年12月在第一大股东金花投资有限公司的支持下,拟通过三方协议的方式进行资产置换。置入资产为西安康宏投资顾问公司持有的世纪金花股份有限公司3538.30万股,置出公司14839.12万元人民币的应收款项,公司将支出资产转让给金花投资,由金华投资向西安康宏支付上述股份转让对价。本次交易完成后,公司以前年度计提的资产减值4235.37万元冲回,将使公司2008年度增加同等额度的损益。

同时金华投资承诺,在公司上述资产置换经股东大会批准完成后18个月内,金华投资有限公司将以付现方式或协助公司向第三方转让公司持有的世纪金花股份有限公司3538.30万股股份,受让价格不低于14839.12万元。根据我们与公司沟通的结果,如果转让的数额超过原始价格产生的溢价则可能会产生损益,但是我们认为即使没有这部分溢价,公司在2010年6月前利用这笔股权转让款偿还债务也可以大大减少公司的财务费用,同样可以带来利润的增加。

图表 3: 世纪金花股权转让图



数据来源: 国联证券研究所

2、出售“金花豪生国际大酒店”

公司计划在未来出售金花豪生国际大酒店（五星级酒店，公司 100%控股），该酒店 2004 年开业，当初放到公司时的估价是 5.72 亿元，这些年主要是折旧和摊销把利润吃掉了，本身经营情况良好，地理位置不错，位于市中心钟鼓楼附近。公司寄希望于出售该酒店来偿还剩余的大量逾期贷款和利息，但是由于资产规模太大，一时间尚未找到接收方，这是公司未来着重解决的问题。如果未来一年内可以出售将极大缓解公司的逾期贷款问题，同时也每年节省巨额的财务费用，公司的盈利能力获得恢复和提升。考虑到公司目前已经 ST，今年又是巨亏，如果明年还不能扭转，那么就会被摘牌，因此明年公司一定会尽力去解决这个问题。

图表 4: 金花豪生国际大酒店位置图



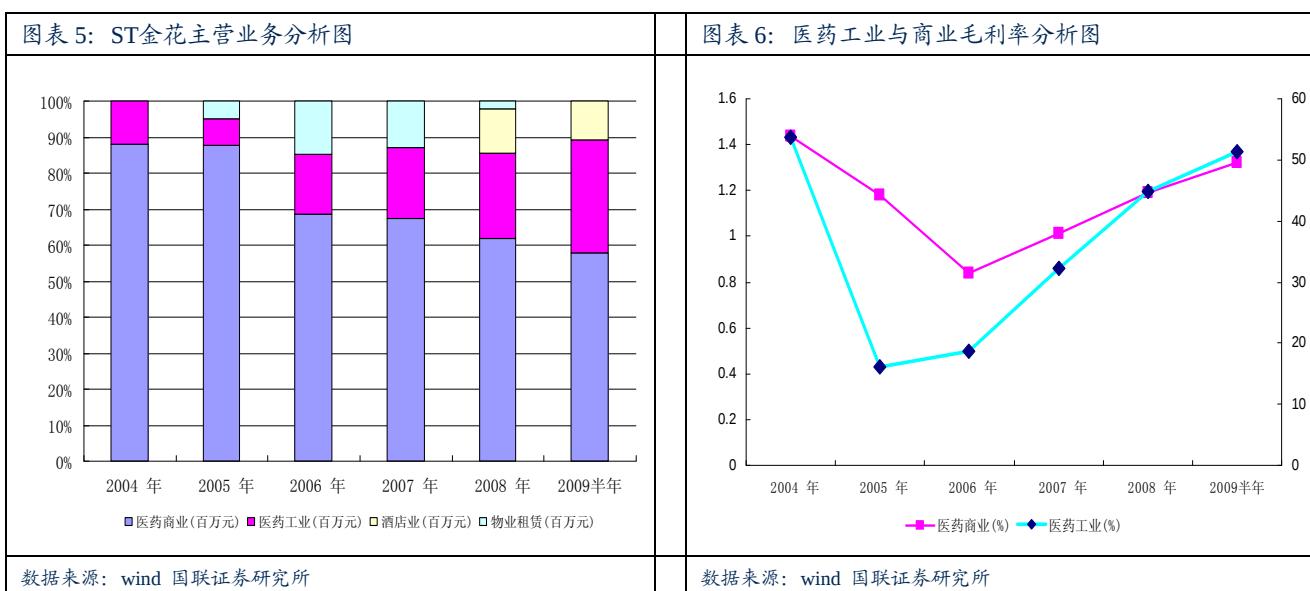
数据来源: 国联证券研究所

第二部分：ST 金花“再盈利”分析

一、主营业务分析：

公司的主业是医药工业和医药商业为主的医药产业，附带酒店业，但是金花国际大酒店目前委托给大股东管理，旱涝保收，去年大股东应付的亏损款 1774.2 万元目前还没有偿还。但因为是关联交易，因此只能计入资本公积，不会对损益造成影响。

从图 5 中，我们可以看到 ST 金花医药工业的比例逐年增加，随着非主业资产股权的转让，物业租赁已经被剥离出公司，酒店业占据很小的份额。而公司的医药工业和商业从 2006 年开始进入快速提升的阶段，我们认为这主要是公司进行了产品结构调整，加大了对转移因子尤其是对金天格胶囊等高毛利率产品营销力度所带来的结果。



二、主导产品简析

1、“金天格”——虎虎生威

金花制药是全球唯一的人工虎骨产业化基地。人工虎骨粉、金天格胶囊是经国家食品药品监督管理局批准的国家一类新药，替代天然虎骨入中药制剂。此项目由中国药品生物制品检定所等多家科研机构参与，历经 13 年攻关研制成功，

以人工虎骨为原料的国家一类新药——金天格胶囊具有显著的抗炎、镇痛、抗骨质疏松和镇定作用。WHO 预测 2050 年全球半数以上的髌部骨折将发生在亚洲；50 岁以上的女性有 40% 会因骨质疏松而可能发生 1 次骨折，因此骨质疏松症将是 21 世纪严重威胁人类健康的疾病。目前我国已是世界上拥有骨质疏松症患者最多的国家，约有

9000 万患者，约占总人口的 7%。国际骨质疏松基金会中国会员单位提供的数据显示，我国每年因骨质疏松症而并发骨折的发病率超过 9%，并有逐年增高的趋势。现阶段除补钙制剂外，骨质疏松治疗药物的全国药品市场容量约为 17.5 亿元左右。

公司从 2006 年开始对金天格的市场拓展工作有序展开。2008 年的销售额大概在 3000 万左右，预计 2009 年的销售额接近 4000 万，增长迅速，未来可保持每年 20%-30% 的增速，从工业的数据来看也有明显加速的迹象。

人工虎骨粉目前主要是供自己的企业使用，要待过去生产虎骨类药品企业恢复生产后考虑作为原料药销售。

2、转移因子—平稳增长

转移因子基本每年保持在 2000 万左右的销售额，处于一个平稳期。主要是已经销售时间较旧。2001-2003 年基本维持在 9000 万左右的销售额，但是现在下降到 2000 万，原因有三：一、公司过去多元化发展，忽视了对该产品的继续营销和改进。二、国家药品价格不断下降，公司的这个产品从过去每盒 30 多元，下降到目前十几元。三、营销模式的改变，由过去专职业务代表的销售模式改为大物流、大批发形式。

3、营销模式—“代理为主”

目前金天格和转移因子等归属于新药部销售，通过各地代理经销商的模式来推广，公司确定一个基础销售价格来激励代理商。我们认为金天格主要是产品品质好，尤其是在完成四期临床后，在推广中更具说服力，另外公司加大了学术推广的力度，聘请各地代理商和医生到医院考察等模式推动了销售。目前在浙江和北京两地做的比较突出。目前还没有到可以转 OTC 的时间，未来可能会做双跨品种。

目前销售人员 80 多人，其中大部分是负责普药的渠道维护和销售，而新药部分主要是负责管理市场，这种代理制形式是公司目前销售能力不足情况下的合理选择。

三、厂区搬迁、集中主业

公司积极推进药厂搬迁工作，以新厂区搬迁为契机，全面推动公司制药主业发展。新厂区的厂房改造预计在明年一月份完工，争取在二月底前开始认证工作。目前生产经营一切稳定，但是在设备搬迁认证期间可

能会有影响，公司目前也在做相关准备和设计工作。

图表 7: 公司厂区情况介绍表

厂区	建筑面积	主要产品
生产一部	占地面积 30037 平米 拥有厂房等建筑面 积 28622 平米	以生物制药和新药生产为主，是转移因子 和国家一类新药人工虎骨粉生产基地
生产二部	占地面积 24629 平米 拥有厂房及办公楼 等建筑物 18017 平米	具有年产片剂约 20 亿片、胶囊剂约 1.5 亿 粒、粉散颗粒剂 3000 万袋的生产能力。目 前主要产品感冒止咳药、胃肠道用药、抗 生素类药、糖尿病用药和儿童系列用药等 品种。

数据来源：公司公告 国联证券研究所

公司的生产一部和生产二部土地面积各约 30 亩，生产一部因为周边已经逐步成为商务商业区，因此不太适合再继续发展医药企业，公司搬迁后的具体使用还没有规划，但却是一个潜在的资产！而生产二部则是属于西安市的城市综合改造，获得的政府补贴款主要用于新厂房的改建费用。

第三部分：盈利预测与投资建议

公司 2009 年的再次亏损似乎已经无法避免，我们试图对公司 2010 年的主营业务净利润进行预测，但是由于各项费用率尤其是管理费和财务费用的重大不确定，我们无法做出合理的判断。而且公司在 2010 年将可能会通过出售“金花豪生国际大酒店”的资产股权，转让世纪计划股权和收回大股东所欠 2008 年的酒店亏损金，这些一方面将会带来充足的现金以偿还债务，实现企业价值的真正反转，另一方面也有可能实现利润的大幅增加。但是目前由于存在着重大的不确定性，我们给予公司“观望”评级，静待非主业资产转让、债务偿还和主业增长。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。