

# ST 金花(600080.sh)

## 主打产品有空间，能否还债是关键

**葛峰 研究员**  
 电话：020-87555888-340  
 eMail：[gz2@gf.com.cn](mailto:gz2@gf.com.cn)

**李平祝 研究助理**  
 电话：020-87555888-692  
 eMail：[lpz@gf.com.cn](mailto:lpz@gf.com.cn)

### 医药商业不容乐观

公司的医药主业包括工业和商业。医药商业的经营主体是化玻公司，其主业为药品分销，经营区域较为分散，每年的收入规模大约为两亿元，毛利率水平较低，目前处于微利状态。我们认为在目前的流通行业政策导向下，公司的医药商业业务发展前景不容乐观。

### 医药工业保持快速增长，主打产品前景看好

公司医药工业收入增速较快，毛利率也逐年提升。主要原因是 2005 年公司的新产品“金天格胶囊”和“人工虎骨粉”正式投产上市。该产品逐渐度过市场培育期，进入快速增长阶段。金天格对骨质疏松症及慢性腰腿痛有显著疗效。骨质疏松症被公认为仅次于心血管疾病的第二大健康杀手。目前治疗和防治骨质疏松症的中药品种主要有金花制药的金天格胶囊和贵州同济堂的仙灵骨葆胶囊。同济堂的仙灵骨葆胶囊 2006-2008 年销售额分别达 3.75 亿元、4.45 亿元和 3.16 亿元。我们认为随着我国人口老龄化进程的继续，金天格的市场前景较为广阔。预计 2009 年金天格胶囊销售额在四千到五千万之间，增长速度将近 50%。

### 还债有两种途径

公司亏损的主要原因是债务水平较高，且主要是逾期贷款和欠息。公司明年将主要通过对非医药资产的处置来偿还债务，一个途径是转让“世纪金花”的股权，另一个途径是出售“金花豪生国际大酒店”。

### 盈利预测与投资评级

我们乐观假设明年上半年公司完成转让“世纪金花”的股权和出售“金花豪生国际大酒店”。预测公司 2009-2011 年每股收益分别为-0.22 元、0.03 元和 0.17 元，以 12 月 18 日收盘价 5.52 元计算，对应动态市盈率分别为-25 倍、204 倍和 32 倍。考虑到公司医药主业尤其是医药工业经营状况良好，主打产品增长空间较大，公司 2010 年扭亏的可能性较大，我们给以公司“持有”的投资评级。

### 风险提示

出售“金花豪生国际大酒店”有较大不确定性；金天格胶囊的市场开拓风险。

### 公司评级

**持有**

|         |      |
|---------|------|
| 当前价格(元) | 5.52 |
| 目标价格(元) | 6.00 |
| 前次评级    | 无评级  |

### 股价走势



| 市场表现 | 1 个月  | 3 个月   | 12 个月   |
|------|-------|--------|---------|
| 股价涨幅 | 7.24% | 33.41% | 149.79% |
| 上证综指 | -8.4% | 6.37%  | 64.67%  |

### 股票数据

|            |           |
|------------|-----------|
| 总股本(万股)    | 30,529.59 |
| 流通 A 股(万股) | 30,529.59 |
| 主要股东:      |           |
| 金花投资有限公司   |           |
| 主要股东持股比例   | 30.46%    |
| 流通 A 股比例   | 100.00%   |

### 财务比率

|          |        |
|----------|--------|
| ROE      | -7.67% |
| ROA      | -3.88% |
| 资产负债率    | 49.22% |
| 每股净资产(元) | 2.27   |

2008 年报数据。

## 公司基本情况介绍

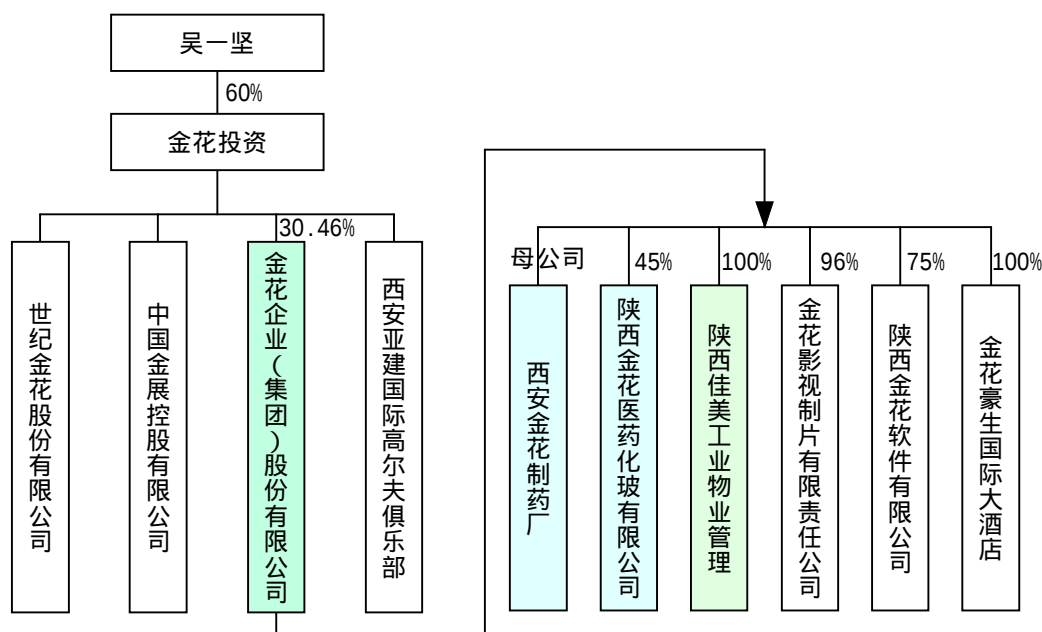
公司的控股股东是金花投资。金花投资成立于1991年，现已发展成为涉足投资、制药、商贸、房地产、酒店及高尔夫等领域，拥有两家上市公司，员工6000多名，总资产80多亿元人民币的大型民营企业集团。

金花企业（集团）股份有限公司于1997年在上交所上市。公司包函金花制药和金花置业两个业务板块，制药板块下辖西安金花制药厂、陕西金花医药化玻有限公司等；置业板块主要为商业地产租赁、酒店经营和影视制作等业务。

公司因曾经涉足领域较多而导致债务负担沉重，公司已经通过剥离非医药主业资产逐步清偿债务。公司2007年处置钟鼓楼广场物业2亿元、2008年公司出售天幕阔景二至四层物业1.72亿元。截止09年三季度末，公司尚有3.45亿元短期借款和2.29亿元应付利息，这也是公司亏损的主要原因。

公司目前战略是聚焦医药主业，确切的说聚焦医药工业。公司主要产品有“金花”牌转移因子口服液、转移因子胶囊、金天格胶囊、人工虎骨粉等。

图1：金花企业（集团）股份有限公司的股权结构和资产经营结构



数据来源：公司公告

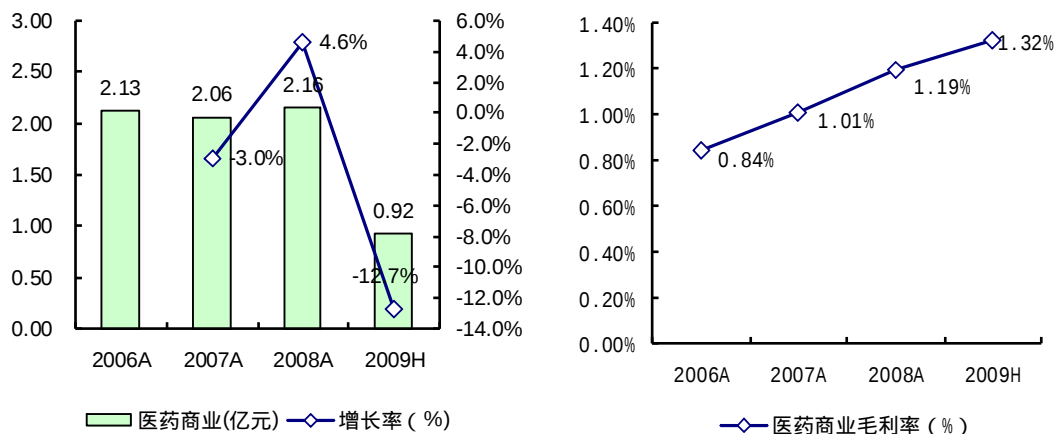
## 公司医药主业分析

### 医药商业

公司医药商业的经营主体是金花医药化玻有限公司。公司主要从事药品分销业务，每年的收入规模大约为两亿元，毛利率水平较低。公司医药商业的毛利率呈现一定的提升趋势，医药商业业务目前处于微利状态。公

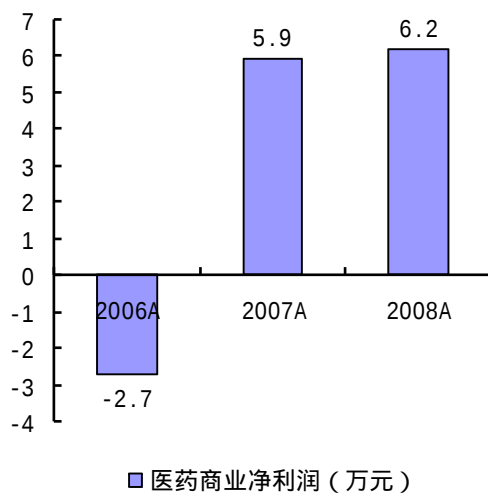
司医药商业的业务区域遍布陕西省全省,较为分散。我们认为在目前的流通行业政策导向下,公司的医药商业业务发展前景不容乐观。

图2：金花企业（集团）股份有限公司医药商业收入及利润情况



数据来源：公司公告

图3：金花企业（集团）股份有限公司医药商业净利润情况



数据来源：公司公告

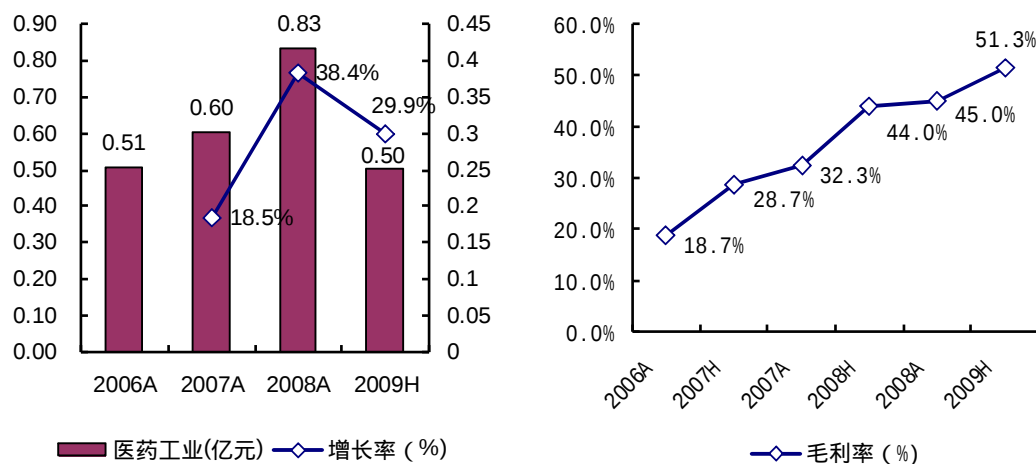
### 医药工业

公司医药工业收入增速较快,毛利率也逐年提升。主要原因是2005年公司的新产品“金天格胶囊”和“人工虎骨粉”正式投产上市。该产品逐渐度过市场培育期,进入快速增长阶段。该产品作为独家品种,毛利水平较高,因此随着销售规模的加大公司医药工业的毛利水平也得到了明显的提升。预计2009年金天格胶囊销售额在四千到五千万之间,增长速度将近50%。

金花制药是全球唯一的人工虎骨产业化基地。虎骨的药用历史悠久,

在我国古代的医学论著里已有记述，主要是追风、定痛、健骨。历经13年研发出的“金天格胶囊”，是应用仿生学技术，模仿虎骨的氨基酸和微量元素组成，其指纹图谱与天然虎骨一致。“金天格胶囊”是以人工虎骨为原料的国家一类新药，具有健骨作用，用于腰背疼痛，腰膝酸软，下肢痿弱，步履艰难等症状的改善。金天格胶囊具有5大药理作用：抗炎作用；镇痛镇静作用；促进骨折愈合作用；改善骨质作用；抗骨质疏松作用。

图4：金花企业（集团）股份有限公司医药工业收入及利润情况



数据来源：公司公告

金天格对骨质疏松症及慢性腰腿痛有显著疗效。骨质疏松症是一种低骨量和骨组织微细结构退变、破坏而导致骨脆性增加的病变，在老年人群中发病率较高，骨质疏松会导致患者发生骨折的风险增加。慢性腰腿痛或腰背痛多由于腰部长久不良体位所引起的韧带软组织牵拉而导致的局部炎症反应或局部微骨折所引起。腰腿痛病包括腰椎间盘突出早期、腰椎管狭窄早期、棘上韧带炎、脊柱小关节紊乱、腰肌劳损等。

WHO统计表明，目前世界范围内骨质疏松症（osteoporosis，OP）患者总数超过2亿人，其中仅美国、西欧和日本就有7500多万人，每年花在治疗和住院上的费用高达250亿美元，**骨质疏松症被公认为仅次于心血管疾病的第二大健康杀手**。目前治疗和防治骨质疏松症的化学药物主要有钙制剂、二膦酸盐类、雌激素、雄激素、维生素D类、降钙素及激素替代疗法等，市场竞争激烈；**中药品种主要有金花制药的金天格胶囊和贵州同济堂的仙灵骨葆胶囊**。同济堂的仙灵骨葆胶囊2006-2008年销售额分别达3.75亿元、4.45亿元和3.16亿元。

我们认为随着我国人口老龄化进程的继续，金天格的市场前景较为广阔。

### 公司厂区搬迁

西安金花制药厂位于西安高新技术产业开发区，占地面积约60亩。目前公司正在进行药厂的搬迁工作，公司的生产一部和生产二部占地面积各约30亩。生产一部是以生物制药和新药生产为主。生产二部是金花制药的普药生产基地，是在1999年兼并具有40年历史的原西安大庆制药厂的基础上发展形成。

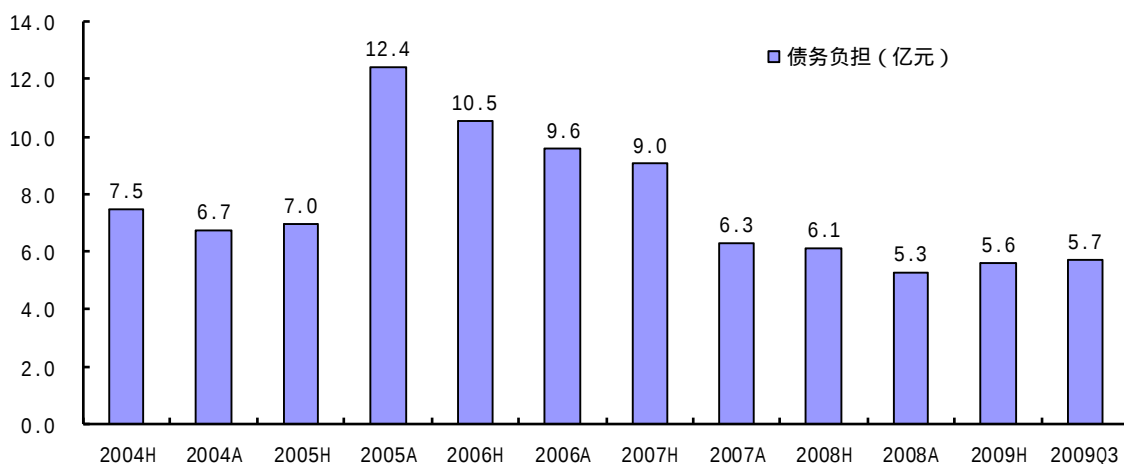
目前生产一部周边已经成为商务商业区，不适合再继续发展医药企业，公司搬迁后的土地处理方案尚未规划。生产二部属于西安市的城市综合改造项目，目前生产二部的搬迁补偿方案已经公布，土地补偿协议费及其他综合补偿费用共计为人民币4599.16万元。

目前正在对新厂区的厂房进行改造，公司将会对生产二部和生产一部分分批搬迁。先对二部进行搬迁，后对一部进行搬迁。预计在明年三四月份完成搬迁工作。目前生产经营一切稳定，预计搬迁对公司的生产经营影响不大。

## 公司债务分析

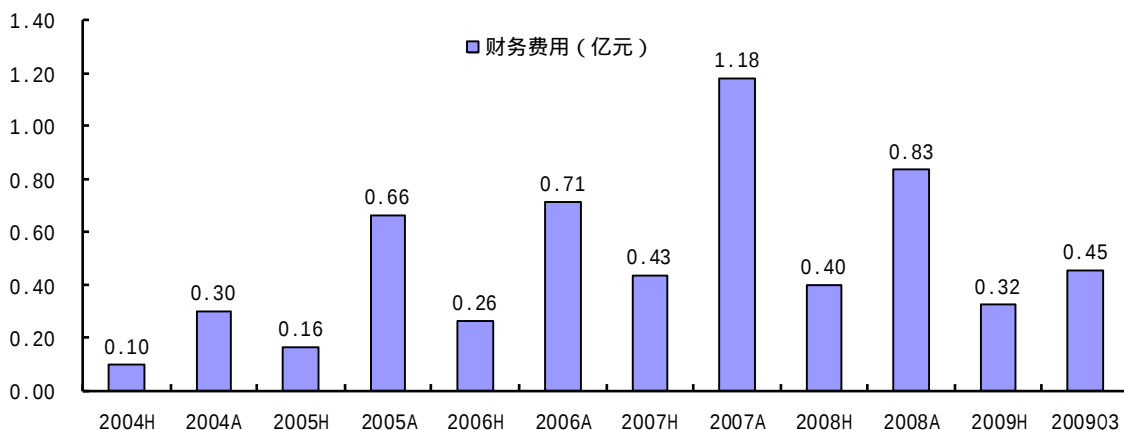
### 公司的债务负担

图5：金花企业（集团）股份有限公司的债务负担情况



数据来源：公司公告 此处的债务负担=短期借款+长期借款+应付利息

图6：金花企业（集团）股份有限公司的财务费用情况



数据来源：公司公告

截止09年三季度末，公司尚有3.45亿元逾期借款和2.29亿元应付利

息。公司前三季度平均应付利息为2.14亿。前三季度公司财务费用4536.87万元，财务费用率达15.19%。公司平均的债权成本高达8.11%。主要原因是公司的逾期贷款和欠息的利率水平较高。

### 公司债务的偿还

公司一方面将争取对已出现逾期的借款申请转贷，降低财务成本。另一方面将通过处置非制药业务资产，以偿还债务。公司非制药资产的处置包含两个方面一个是转让“世纪金花”的股权，另一个途径是出售“金花豪生国际大酒店”。

**转让“世纪金花”股权。**2008年12月27日临时股东大会批准通过了《关于资产置换的议案》。公司与西安康宏投资顾问有限公司、金花投资有限公司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有限公司持有的世纪金花股份有限公司3538.30万股股份，置出资产为公司14839.12万元人民币的应收款项，公司将置出资产转让给金花投资有限公司，由金花投资有限公司向西安康宏投资顾问有限公司支付上述股份转让对价。针对本次资产置换金花投资有限公司承诺，在公司资产置换经股东大会批准完成后18个月内，金花投资有限公司将以付现方式受让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。因此按照该约定，公司将在2010年6月前取得股权转让款从而偿还部分债务以减轻财务费用。

**出售“金花豪生国际大酒店”。**公司计划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，06年公司股东金花投资有限公司以其持有的金花大酒店股权抵偿占用公司资金，估价5.72亿元。该酒店现金流状况良好，由于折旧摊销较高而持续亏损。该酒店位于市中心钟鼓楼附近。公司计划出售该酒店来偿还逾期贷款和应付利息，但是由于资产规模太大，尚未找到接收方。如果公司明年成功将该酒店转让，将极大缓解公司的债务危机，公司的盈利能力获得恢复和提升。如果公司明年还不能扭转亏，将被摘牌，因此明年公司将尽力促成该酒店的出售。

## 盈利预测与投资评级

### 盈利预测假设

我们乐观假定公司2010年上半年顺利完成转让“世纪金花”股权和出售“金花豪生国际大酒店”。

假定3538.30万股世纪金花股权转让价为14839.12万元，假设金花豪生国际大酒店的转让价位5.72亿元，投资收益为5000万元。

公司营业收入预测如下表所示。

在上述乐观假设下，我们预测公司09-11年每股收益分别为-0.22元、0.03元和0.17元，以12月18日收盘价5.52元计算，对应动态市盈率分别为-24倍、204倍和32倍。考虑到公司医药主业尤其是医药工业经营状况良好，公司2010年扭亏的可能性较大，我们给以公司“持有”的投资评级。

表 1：金花企业（集团）股份收入假设

|      |     | 2008   | 2009H  | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|
| 医药商业 | 收入  | 21582  | 9195   | 20000  | 20000  | 20000  |
|      | 增长率 | 4.62%  |        | -7.33% | 0%     | 0%     |
|      | 毛利率 | 1.20%  | 1.30%  | 1.30%  | 1.30%  | 1.30%  |
| 医药工业 | 收入  | 8342   | 5005   | 10800  | 13545  | 16853  |
|      | 增长率 | 38.40% |        | 29%    | 25%    | 24%    |
|      | 毛利率 | 44.90% | 51.30% | 51%    | 52%    | 53%    |
| 酒店   | 收入  | 4312   | 1716   | 3881   |        |        |
|      | 增长率 |        |        | -10%   |        |        |
|      | 毛利率 | 47.50% | 82.80% | 80%    |        |        |
| 其他   | 收入  | 719    |        |        |        |        |
|      | 增长率 |        |        |        |        |        |
|      | 毛利率 | 54.10% |        |        |        |        |
| 合计   | 收入  | 34955  | 15916  | 34681  | 33545  | 36853  |
|      | 增长率 | 38.40% |        | -0.78% | -3.28% | 9.86%  |
|      | 毛利率 | 18.43% | 25.81% | 25.53% | 21.81% | 24.98% |

数据来源：广发证券发展研究中心

## 财务报表预测

表 2：金花企业（集团）股份利润表预测（百万元）

| 至 12 月 31 日       | 2007A  | 2008A  | 2009E  | 2010E  | 2011E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入              | 307.85 | 522.22 | 346.81 | 335.45 | 368.53 |
| 减：营业成本            | 257.78 | 453.71 | 258.26 | 262.29 | 276.47 |
| 营业税金及附加           | 2.66   | 3.49   | 2.32   | 2.24   | 2.47   |
| 营业费用              | 11.48  | 15.46  | 25.00  | 15.00  | 10.00  |
| 管理费用              | 49.21  | 61.19  | 65.89  | 60.38  | 36.85  |
| 财务费用              | 117.85 | 83.27  | 62.39  | 37.30  | -9.73  |
| 资产减值损失            | 35.55  | -34.94 | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 加：投资收益            | 195.33 | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 公允价值变动损益          | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 其他经营损益            | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| <b>营业利润</b>       | 28.65  | -59.96 | -67.06 | -41.77 | 52.47  |
| 加：其他非经营损益         | 12.66  | 6.83   | 0.00   | 50.00  | 0.00   |
| <b>利润总额</b>       | 41.31  | -53.13 | -67.06 | 8.23   | 52.47  |
| 减：所得税             | 8.02   | 0.02   | 0.00   | 0.00   | 0.10   |
| <b>净利润</b>        | 33.29  | -53.15 | -67.06 | 8.23   | 52.37  |
| 减：少数股东损益          | 0.09   | 0.03   | 0.04   | -0.01  | -0.03  |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | 33.21  | -53.18 | -67.10 | 8.24   | 52.40  |

数据来源：广发证券发展研究中心

表 3：金花企业（集团）股份资产负债表预测（百万元）

| 至 12 月 31 日      | 2007A          | 2008A          | 2009E          | 2010E         | 2011E         |
|------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| 货币资金             | -18.95         | -164.62        | 3.47           | 361.65        | 502.98        |
| 应收和预付款项          | 246.16         | 132.48         | 27.00          | 28.00         | 29.50         |
| 存货               | 25.19          | 31.83          | 38.00          | 41.00         | 45.00         |
| 其他流动资产           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 长期股权投资           | 577.49         | 148.39         | 148.39         | -572.00       | -572.00       |
| 投资性房地产           | 220.17         | 0.00           | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 固定资产和在建工程        | 438.47         | 978.70         | 927.50         | 872.30        | 783.09        |
| 无形资产和开发支出        | 24.72          | 24.08          | 20.32          | 16.56         | 12.80         |
| 其他非流动资产          | 10.78          | 7.61           | 3.81           | 0.00          | 0.00          |
| <b>资产总计</b>      | <b>1524.04</b> | <b>1158.48</b> | <b>1168.49</b> | <b>747.51</b> | <b>801.38</b> |
| 短期借款             | 514.87         | 345.41         | 429.71         | 0.00          | 0.00          |
| 应付和预收款项          | 94.42          | 91.24          | 84.00          | 84.50         | 86.00         |
| 长期借款             | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00          | 0.00          |
| 其他负债             | 167.62         | 25.62          | 25.62          | 25.62         | 25.62         |
| <b>负债合计</b>      | <b>776.91</b>  | <b>462.26</b>  | <b>539.33</b>  | <b>110.12</b> | <b>111.62</b> |
| 股本               | 305.30         | 305.30         | 305.30         | 305.30        | 305.30        |
| 资本公积             | 214.79         | 214.59         | 214.59         | 214.59        | 214.59        |
| 留存收益             | 224.43         | 173.69         | 106.59         | 114.82        | 167.22        |
| <b>归属母公司股东权益</b> | <b>744.52</b>  | <b>693.57</b>  | <b>626.47</b>  | <b>634.71</b> | <b>687.11</b> |
| 少数股东权益           | 2.61           | 2.65           | 2.69           | 2.68          | 2.65          |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>747.13</b>  | <b>696.22</b>  | <b>629.16</b>  | <b>637.39</b> | <b>689.76</b> |
| 负债和股东权益合计        | 1524.04        | 1158.48        | 1168.49        | 747.51        | 801.38        |

数据来源：广发证券发展研究中心

表4：金花企业（集团）股份现金流量表预测（百万元）

|          | 2007A   | 2008A   | 2009E  | 2010E   | 2011E  |
|----------|---------|---------|--------|---------|--------|
| 经营性现金净流量 | -10.20  | 124.03  | 151.17 | 64.80   | 141.61 |
| 投资性现金净流量 | 234.89  | 118.28  | -45.00 | 730.39  | -10.00 |
| 筹资性现金净流量 | -110.27 | -323.79 | 61.91  | -437.01 | 9.73   |
| 现金流量净额   | 114.41  | -81.49  | 168.08 | 358.18  | 141.33 |

数据来源：广发证券发展研究中心

## 广发证券—公司投资评级说明

|           |                                        |
|-----------|----------------------------------------|
| 买入 (Buy)  | 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。          |
| 持有 (Hold) | 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。 |
| 卖出 (Sell) | 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。          |

ST金花(600080)行情走势



## 相关研究报告

|      | 广州                     | 上海                      |
|------|------------------------|-------------------------|
| 地址   | 广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼 | 上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼 |
| 邮政编码 | 510075                 | 200120                  |
| 客服邮箱 | gfyf@gf.com.cn         |                         |
| 服务热线 | 020-87555888-390       |                         |

注：本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

## 免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。