

医药行业

2009 年 9 月 4 日

中恒集团(600252)

当前股价: 15.90

目标价: 20.50

受惠于基本药物制度的中成药企业

投资要点:

1、中恒目前已经形成以中药制造业为主导产业的发展战略,公司的医药制造业收入已经占到公司主营业务收入的 67.21%,主营利润更是占到 91.35%。公司控股 98.08%的梧州制药拥有药品批准文号 309 个,其主导产品包括注射用血栓通、中华跌打丸、妇炎净胶囊、蛇胆川贝液、结石通片、炎见宁片、坤月安颗粒等。

2、心脑血管疾病是心血管疾病和脑血管疾病的统称,全球每年有 1200 万人死于此类疾病,接近世界总死亡人数的 1/4,我国每年死于心脑血管疾病的人数达到 260 万人以上。心脑血管病已成为全球性公共卫生问题。

3、在心脑血管疾病用药中,中药注射剂作为中药的一个现代剂型,相比其它剂型具有作用快、剂量小的优点,而且由于其一般具有多靶点、多途径的作用特点,对心脑血管疾病等慢性病具有西药无法比拟的优势。

4、中恒是血栓通的原研单位,享受发改委优质优价政策,在药物有效含量等指标上明显高于竞争者。公司于 2009 年 1 月 28 日获得发明专利(20 年),独家享有血栓通冻干粉针剂型。目前血栓通已经进入国家基本药物目录,是国家医保甲类品种。依靠剂型和质量上的优势,公司在这一市场占据统治地位,市场份额超过 80%。

5、随着公司营销的逐步到位,公司现在血栓通出厂价 6 元/支在未来有较大提升的可能性。根据盈利预测,以 9 月 3 日收盘价 15.17 元计,公司未来三年预测市盈率分别为 33.13 倍、23.04 倍和 15.44 倍。给予“推荐”投资评级。

研究员: 彭海柱

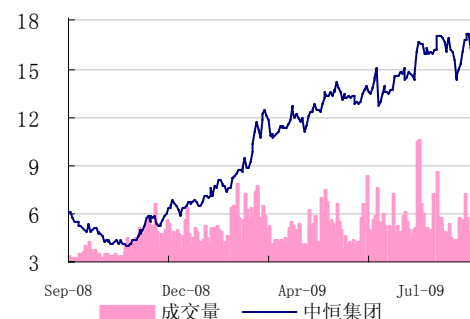
电话: 025-84457777-221

E-mail: penghaizhu@htsc.com.cn

地址: 南京市,中山东路 90 号

投资评级: 推荐

股价走势图



相关研究

公司基本资料

总股本(万)	26093.69
流通 A 股(万)	20078.41
52 周内股价区间(元)	3.28-17.19
总市值(亿)	39.58
总资产(亿)	10.48
每股净资产(元)	2.05

主要经营指标预测

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入(亿)	6.28	8.20	11.01	14.42
+/-%	119.81	30.57	34.26	30.97
净利润(亿)	0.47	1.04	1.51	2.24
+/-%	28.51	121.28	45.19	48.34
EPS(元)	0.18	0.48	0.69	1.03
P/E	84.21	33.13	23.04	15.44

一、公司概况

中恒集团是广西壮族自治区梧州市第一家上市公司，公司在 2000 年上市后，主业一度涉及到房地产业、建筑业、水电业、制药业等多个产业。但由于体制方面问题，到 2005 年时，中恒集团经营举步维艰。

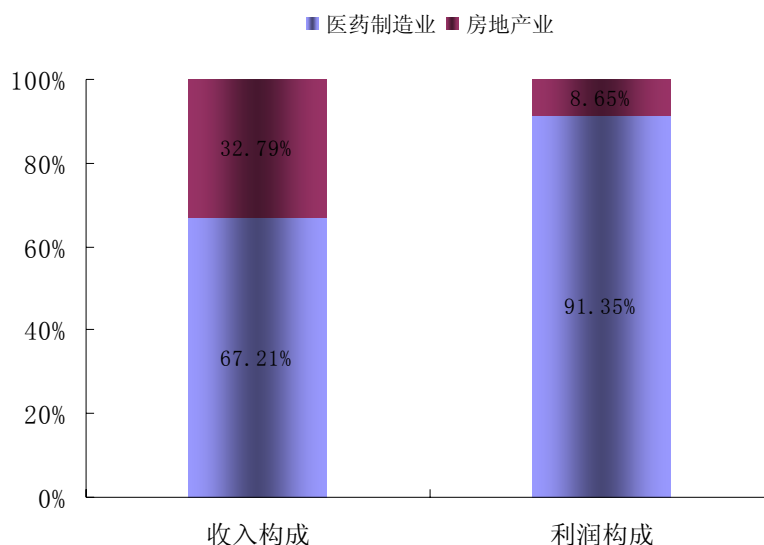
2005 年，广州的民营企业保宇实业入住梧州鸳鸯江大桥有限公司，2006 年，大桥公司以每股 1.69 元收购梧州市国资委持有的中恒集团 6500 万股并完成股改，中恒集团由此蜕变为一家民营企业。截止到 2009 年中期，大桥公司持有中恒集团 6015 万股，占公司总股本的 23.05%，公司实际控制人为广州保宇集团及徐淑清（广州保宇集团持有大桥公司 90% 股份，徐淑清持有广州保宇集团 90% 股份）。

保宇实业入住中恒后，公司已经变为民营企业，其经营机制变得更加灵活，公司加大了核心产业——医药行业的投资力度，并对企业进行了整合，及时调整企业发展战略，形成了“以中药制造业为主导产业，房地产开发为基础产业，辅以旅酒店、物业管理及自有资金投资参股等齐头并进、健康持续发展”的发展战略。

公司控股 98.08% 的梧州制药拥有近 50 年发展基础，拥有一批优质品种，梧州制药 2003 年通过资产重组进入中恒集团。目前梧州制药能够生产 11 大类剂型 217 个品种，拥有药品批准文号 309 个，产品治疗范围囊括了跌打、心脑血管、妇科、呼吸系统、泌尿系统、保健等领域，其中全国独家生产品种 21 个，收载于《中国药典》品种 92 个，国家中药保护品种 11 个。梧州制药拥有知名的“中华”商标品牌和“健”字商标品牌，其主导产品包括注射用血栓通、中华跌打丸、妇炎净胶囊、蛇胆川贝液、结石通片、炎见宁片、坤月安颗粒等。

2009 年中报显示，公司的医药制造业收入已经占到公司主营业务收入的 67.21%，主营利润更是占到 91.35%。

图 1、公司主营业务和利润构成



资料来源：公司报告，华泰证券研究所

二、心脑血管类疾病具有增长快市场大等特点

心脑血管疾病是心血管疾病和脑血管疾病的统称。泛指由于高脂血症、血液黏稠、动脉粥样硬化等所导致的心脏、大脑及全身组织发生缺血性或出血性疾病的通称。心脑血管病已成为全球性公共卫生问题。全球每年脑血栓、脑梗塞、心肌梗塞、冠心病、动脉硬化等心脑血管疾病夺走 1200 万人的生命，接近世界总死亡人数的 1/4，成为人类健康的头号大敌，我国每年死于心脑血管疾病的人数达到 260 万人以上。治疗心血管病的药物种类也呈逐年增长的趋势。

在我国，随着经济水平的发展，人民生活水平提高、饮食结构改变、以及人口迅速老龄化，心血管疾病发病率和死亡率迅速上升，成为全球上升较快的国家，超过许多发达国家。2006 年 12 月 1 日，卫生部心血管病防治研究中心发布了我国第一部心血管病报告——《中国心血管病报告 2005》，对我国心血管病的流行趋势和心血管病防治研究进展进行了综合报告和分析。

报告显示，我国心血管病的危险因素呈明显增长态势。目前全国有高血压患者 1.6 亿人（其中 1.1 亿是劳动人口）、现患血脂异常 1.6 亿人。此外，超重人群、肥胖人群、糖尿病患者及广大烟酒民成为心血管病的巨大“后备军”。

在现患心血管疾病人群中，脑卒中 700 万人；心肌梗死 200 万人，每年新发心肌梗死 50 万人；心力衰竭 400 万人；风湿性心脏病 250 万人；每年出生先天性心脏病患儿 10 万人。每年死于心脑血管病的人数达 250 万至 300 万，其中心血管病和脑血管病各占一半。每年主要心血管病的医疗费用达 1301.17 亿元人民币，其增长速度接近我国国内生产总值增长速度的 2 倍，给社会造成巨大的经济负担。

根据卫生部发布的《2008 年我国卫生事业发展统计公报》，心脑血管疾病在城市和农村均有极高的致死率，仅次于恶性肿瘤。

表 1、2008 年城乡居民前十位疾病死亡专率及死亡构成

顺序	城市			农村		
	死亡原因 (ICD-10)	死亡率 (1/10 万)	构成 (%)	死亡原因 (ICD-10)	死亡率 (1/10 万)	构成 (%)
1	恶性肿瘤	166.97	27.12	恶性肿瘤	156.73	25.39
2	心脏病	121	19.65	脑血管病	134.16	21.73
3	脑血管病	120.79	19.62	呼吸系统病	104.2	16.88
4	呼吸系统病	73.02	11.86	心脏病	87.1	14.11
5	损伤及中毒	31.26	5.08	损伤及中毒	53.02	8.59
6	内分泌营养和代谢疾病	21.09	3.43	消化系统病	16.33	2.65
7	消化系统病	17.6	2.86	内分泌营养和代谢疾病	11.05	1.79
8	泌尿生殖系病	6.97	1.13	泌尿生殖系病	5.7	0.92
9	神经系病	6.34	1.03	神经系病	4.35	0.7
10	精神障碍	3.69	0.6	精神障碍	4.27	0.69
十种死因合计		92.36		十种死因合计	93.46	

资料来源：卫生部《2008 年我国卫生事业发展统计公报》

血管病的增长体现在：一是就医率提高，未来随着人民收入水平提高，对健康生活的追求，以及医疗体制改革的深入，人们的医疗投入将不断增加，心血管疾病的就医率也将不断提高。根据卫生部的数据统计，在我国，高血压人群高达 1.6 亿，但真正得到治疗的只有 14%，就医率提高将极大地促进市场增长。二是国内人口老龄化，在过去十年里，中国社会的老年化进程十分明显，据统计 2000 年至 2010 年，中国 65 岁及以上老年人口占总人口的比例将从 7% 左右上升至超过 9%，其药品消费将达到全国医药消费总额的 45-50%，意味着典型的老年病如动脉硬化、脑卒中和脑出血等疾病的危害将进一步加重，从而带动相关市场增长。

三、中成药在心脑血管药物市场占有重要地位

中成药在心脑血管药物市场占有重要位置，这与中药的作用机理是分不开的，因为中药治疗具有多靶点、多途径的作用特点，而心脑血管疾病一般都具有复杂的病因，因此中药在预防和治疗心脑血管疾病方面优势明显。

在心脑血管疾病用药中，中药注射剂作为中药的一个现代剂型，相比其它剂型具有作用快、剂量小的优点而且由于其一般具有多靶点的作用特点，对心脑血管疾病等慢性病具有西药无法比拟的优势。目前，中药注射剂产业年销售额已经超过 200 亿元，每年有 4 亿人次使用中药注射剂。据统计，1999—2006 年，全国中药注射剂市场年平均增长率超过 30%，预计未来很长时间中药注射剂市场都将保持 20% 以上的增速。

在 SFDA 南方所统计的样本医院的心脑血管中药用药排名中，市场份额位居前列的均为中药注射剂。

表 2、部分样本医院心血管中药用药情况

心血管药物	07 年增速	08 年增速	08 年份额
银杏叶注射液	75.50%	16.60%	14.30%
丹红注射液	634.20%	94.50%	7.90%
银杏达莫注射液	85.90%	19.70%	6.05%
银杏叶片	24.60%	11.40%	5.83%
参麦注射液	24.50%	2.40%	5.45%
通心络胶囊	24.90%	11.60%	5.27%
复方丹参滴丸	11.40%	5.40%	4.42%
生脉注射液	9.00%	5.30%	3.13%
丹参酮 IIA 磺酸钠	36.40%	8.00%	2.93%
参附注射液	48.00%	26.40%	2.39%

资料来源：MENET，华泰证券研究所

表 3、部分样本医院脑血管中药用药情况

脑血管药物	07 年增速	08 年增速	08 年份额
醒脑静注射液	130.50%	68.00%	11.40%
血栓通注射液	62.50%	27.30%	10.30%
川芎嗪注射液	93.90%	55.70%	6.23%
血塞通注射液	1.90%	8.80%	6.22%
疏血通注射液	74.70%	15.50%	5.62%
灯盏花素注射液	93.60%	19.00%	5.19%
灯盏细辛注射液	17.30%	0.00%	4.82%
脑心通胶囊	187.00%	27.50%	4.82%
苦碟子注射液	325.10%	49.00%	4.46%
复方血栓通胶囊	13.00%	22.20%	4.00%

资料来源：MENET，华泰证券研究所

四、公司主打产品具有剂型和质量双重优势

三七制剂的主导剂型为血栓通和血塞通，使用的三七原料不同，主要成份配比不同，生产工艺不同。血栓通采用三七主根为原料，其人参皂甙 Rg1 达 35% 以上，且 Rg1 含量明显高于 Rb1 含量，无需专用溶剂增溶；血塞通等其它三七皂甙注射剂主要以三七的芦头（根以上部分）为原料，含人参皂甙 Rg1 达 20% 以上，且 Rg1 含量明显低于 Rb1 含量，需专用溶剂溶解；从两者区别不难看出，血栓通明显优于血塞通，未来随着三七制剂的快速增长，血栓通将更受益。

中恒血栓通于 2003 年上市，是国家医保甲类品种，享受发改委优质优价政策，而公司很有可能成为为数很少的进入国家基本药物目录的中药注射剂，这将进一步增大产品的市场需求。

公司是血栓通的原研单位，在药物有效含量等指标上明显高于竞争者。公司 2009 年 1 月 28 日获得发明专利（20 年），独家享有血栓通冻干粉针剂型。

依靠剂型和质量上的优势，公司在这一市场占据统治地位，市场份额不断提升，2008 年，梧州制药占据血栓通市场份额的 84.8%。

在销售方面，公司采取代理制，公司引进了天士力营销集团原总经理高铁成负责公司产品营销，加大公司产品的宣传和营销力度，07 年公司开始构建自己的营销队伍和营销渠道，同时加大了对药品的宣传、推广以及广告投入。公司的目标客户是全国二级及二级以上医院，我国这样的医院有两千多家，而目前公司学术推广覆盖的医院仅 4000 多家，还有极大提升空间。

产能瓶颈一直是制约中恒发展的关键性因素，从 2007 年起产品就开始出现断货，一直供不应求，公司曾在年报中表示目前最大产能仅能满足市场三成需求。公司目前血栓通最大产能仅有 3000 万支，由于不能满足市场需求，中恒通过代工方式委托重庆药友进行最后一步

冻干粉装（重庆方面已经开始扩产，最大产能可以达到 5000 万支）。公司目前正在加紧完成二期工程，二期工程设计产能 6000 万支以上，目前厂房已经封顶，预计今年年底二期工程国产设备到位，并于 10 年达产，年产能 3000 万支。2010 年上半年进口设备到位，下半年开始贡献剩余产能，而且由于血栓通市场的巨大增长前景，公司已经准备开始构建 3 期工程，届时公司血栓通最大产能将达到 15000 万支，加上重庆代工 5000 万支，公司最大产能将达到 2 亿支以上。

由于公司销售采用代理制，在发展初期为了保证销售顺利，需要给代理商留出足够的利润空间，2008 年，公司血栓通（150ml）不含税出厂价为 5.5/支，而医院招标价为 25 元/支，零售价 34.8 元/支，中间商的利润空间达到 19.5 元/支，医院终端利润空间 9.8 元/支。虽然现在出厂价已经提到 6 元/支，但相比流通环节上的价格空间，我们认为公司未来出厂价仍有提升的可能性。

在国家 8 月份公布的基本药物目录中，血栓通榜上有名，作为占据同类产品市场份额高达 80%以上的品种，我们可以近似认为公司血栓通为准独家品种。

五、盈利预测及投资评级

- 1、公司其它业务对公司业绩影响为中性；
- 2、医药业务中血栓通按达产产能销售；其它业务按 18%增长率计算；
- 3、医药类产品价格维持不变；
- 4、不考虑股本扩张因素。

表 4、公司盈利预测表

会计年度	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	628	820	1101	1442
营业成本	400	450	593	759
营业税金及附加	23	20	28	41
营业费用	84	107	143	187
管理费用	48	63	85	111
财务费用	22	63	74	67
投资净收益	6	8	13	9
营业利润	69	134	197	294
营业外收入	9	4	4	6
营业外支出	14	8	10	11
利润总额	64	129	191	289
所得税	16	24	37	60
净利润	48	105	153	228
归属母公司净利润	47	104	151	224
EPS（元）	0.22	0.48	0.69	1.03

根据盈利预测，以 9 月 3 日收盘价 15.90 元计，公司未来三年预测市盈率分别为 33.13 倍、23.04 倍和 15.44 倍。给予“推荐”投资评级。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	564	1626	1100	2039
现金	94	123	165	216
应收账款	28	132	52	177
其它应收款	29	363	92	415
预付账款	110	132	162	200
存货	283	808	526	933
其他	21	68	103	97
非流动资产	484	430	445	437
长期投资	39	37	37	38
固定资产	319	273	263	251
无形资产	61	61	81	86
其他	66	59	64	62
资产总计	1048	2056	1545	2476
流动负债	537	1999	1399	2163
短期借款	251	1490	786	1496
应付账款	42	70	67	90
其他	244	439	547	577
非流动负债	60	-56	-121	-182
长期借款	50	-74	-138	-197
其他	10	19	17	15
负债合计	596	1944	1278	1981
少数股东权益	7	9	12	17
股本	217	217	217	217
资本公积	147	147	147	147
留存收益	81	-261	-110	113
归属母公司股东权益	0	104	254	478
负债和股东权益	1048	2056	1545	2476

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	59	-1071	914	-536
净利润	48	105	153	228
折旧摊销	13	20	20	20
财务费用	22	63	74	67
投资损失	-6	-8	-13	-9
营运资金变动	-6	-898	742	-869
其它	-11	-353	-62	27
投资活动现金流	-29	15	-17	6
资本支出	128	0	0	0
长期投资	-3	1	2	-2
其他	96	16	-15	5
筹资活动现金流	-11	1085	-855	581
短期借款	35	1239	-705	710
长期借款	10	-124	-64	-59
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-11	0	0	0

利润表

单位: 百万元

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	628	820	1101	1442
营业成本	400	450	593	759
营业税金及附加	23	20	28	41
营业费用	84	107	143	187
管理费用	48	63	85	111
财务费用	22	63	74	67
资产减值损失	-12	-8	-6	-8
投资净收益	6	8	13	9
营业利润	69	134	197	294
营业外收入	9	4	4	6
营业外支出	14	8	10	11
利润总额	64	129	191	289
所得税	16	24	37	60
净利润	48	105	153	228
少数股东损益	1	2	3	5
归属母公司净利润	47	104	151	224
EBITDA	104	216	290	381
EPS (元)	0.22	0.48	0.69	1.03

主要财务比率

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	119.8%	30.6%	34.2%	31.0%
营业利润	34.5%	93.4%	46.8%	49.5%
归属于母公司净利润	28.5%	120.4%	45.4%	48.4%
获利能力				
毛利率	36.3%	45.1%	46.1%	47.4%
净利率	7.5%	12.6%	13.7%	15.5%
ROE	-	100.0%	59.2%	46.8%
ROIC	11.8%	12.1%	33.2%	19.1%
偿债能力				
资产负债率	56.9%	94.5%	82.8%	80.0%
净负债比率	57.17%	76.60%	55.36%	68.46%
流动比率	1.05	0.81	0.79	0.94
速动比率	0.52	0.40	0.41	0.51
营运能力				
总资产周转率	0.58	0.53	0.61	0.72
应收账款周转率	15	8	9	11
应付账款周转率	12.42	8.03	8.66	9.70
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.22	0.48	0.69	1.03
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.27	-4.92	4.20	-2.47
每股净资产 (最新摊薄)	0.00	0.48	1.17	2.20
估值比率				
P/E	60.32	27.37	18.82	12.69
P/B	-	27.37	11.15	5.94

其他	-45	-30	-86	-70	EV/EBITDA	34	17	12	9
现金净增加额	19	29	42	51					

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	628	820	1101	1442
同比(%)	120%	31%	34%	31%
归属母公司净利润	47	104	151	224
同比(%)	29%	120%	45%	48%
毛利率(%)	36.3%	45.1%	46.1%	47.4%
ROE(%)	-	100.0%	59.2%	46.8%
每股收益(元)	0.22	0.48	0.69	1.03
P/E	60.32	27.37	18.82	12.69
P/B	-	27.37	11.15	5.94
EV/EBITDA	34	17	12	9

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现15%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~15%;

观望：市场表现-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。