



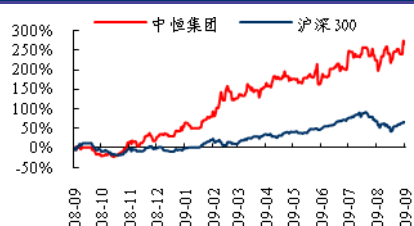
中恒集团 (600252):

深山出良药, 畅通快行道

医药-中药

评级: 增持

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
中恒集团	12.7	29.8	263.8
沪深 300	-2.6	6.6	62.9

市场数据 2009. 9. 16

当前价格 (元)	16.99
52 周价格区间 (元)	3.52/17.38
总市值 (百万)	4,433.32
流通市值 (百万)	3,411.32
总股本 (万股)	260.94
流通股 (万股)	200.78
日均成交额 (百万)	81.70
近一月换手 (%)	69.93

相关报告

《2009 年 9 月医药行业投资策略》
2009.8

分析师

张伟

电话: 0755-83707451

邮件: zhangw@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 分析师薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

■ 目前公司主营业务已经形成盈利能力相对突出的医药制造与房地产业务并驾齐驱的基本格局。医药制造业务在公司利润来源中占据首要地位, 主导了公司的总体业绩增长。公司总营业收入的 60% 以上与超过 90% 的总利润来源于公司的医药制造业务。

■ 心脑血管疾病治疗药物在国内医药市场上占有重要的地位, 其中中成药的优势更为突出, 尤其是三七制剂药物市场近年需求增长迅速, 成为推动中恒集团具有突出产品与市场优势的主导产品 - “血栓通” 销售快速成长的坚实基础。未来随着“血栓通” 产品产能的持续扩大, 拥有巨大市场空间与开发潜力的公司“血栓通” 主导产品的销售有望进一步扩大, 连同公司其它重要产品以及新增的龟苓膏等保健食品业务一起成为推动公司保持持续快速增长的主要动力。

■ 近年来, 公司的房地产业务进入了新一轮的持续收获期, 为公司总体利润增长提供了有力的支撑。随着广西东部门户与新的交通枢纽中心的梧州地区的房地产市场全面启动和快速成长, 拥有相对突出的品牌与地域优势以及在旧城改造房地产开发领域获得和建立的丰富经验与基础的中恒集团的房地产业务可望延续稳定增长的良好势头, 成为推动公司利润增长的重要因素。

■ 预测公司 2009 年、2010 年每股收益分别为 0.51 元和 0.71 元, 相应的动态市盈率分别为 33 和 24 倍。公司目前估值反映出市场对公司未来业绩增长的良好预期。基于公司主导产品拥有突出的竞争优势, 市场需求仍有巨大的空间, 随着产能的逐步增强, 未来中长期依然可望实现可持续快速增长, 从而推动公司业绩持续提升, 赋予公司长期投资价值。因此, 仍然给予中恒集团“增持” 的投资评级

预测指标	2007A	2008A	2009E	2010E
主营收入 (百万元)	285.78	628.17	848.96	1,125.00
营业利润 (百万元)	51.48	69.23	173.38	247.23
净利润 (百万元)	36.58	47.01	132.52	185.39
摊薄每股收益 (元)	0.168	0.216	0.51	0.71
摊薄每股净资产 (元)	1.88	2.05	2.20	1.20
加权平均 ROE (%)	9.63	10.86	26.03	41.86

广州保宇入主为公司治理带来新机

中恒集团即广西梧州中恒集团股份有限公司，原名广西梧州中恒股份有限公司。原系 1993 年由梧州市城建综合开发公司、梧州市地产发展公司、梧州市建筑设计院作为发起人，采用定向募集方式设立的股份制试点企业，同年更名为广西梧州市中房股份有限公司；1996 年更至现用名称；2000 年 10-11 月，成功首次发行 4500 万 A 股，并在上海证券交易所上市流通。

公司以往主要经营医药、能源、基础设施、城市公用事业、酒店旅游业、物流、贸易以及房地产开发与经营等业务。近年通过多次资产与业务清理，目前实际主营业务则主要包括医药、房地产开发与经营、基础设施以及酒店旅游等。

2005 年，广州保宇实业出资 6000 万元整体收购了梧州鸳鸯江大桥有限公司并增资 10600 万元。2006 年底，梧州市国资委将其持有的 6500 万公司国有股转让给梧州鸳鸯江大桥有限公司。自此，广州保宇实业成为控股股东，正式入主中恒集团。作为一家成功的民营企业，广州保宇实业的入主为公司治理带来新机。通过对中恒集团的经营管理进行全面调整，加大对制药业的投入力度，使其与房地产业务一起成为公司经营的两大支柱，中恒集团的总体经营正在进入一个快速发展期。

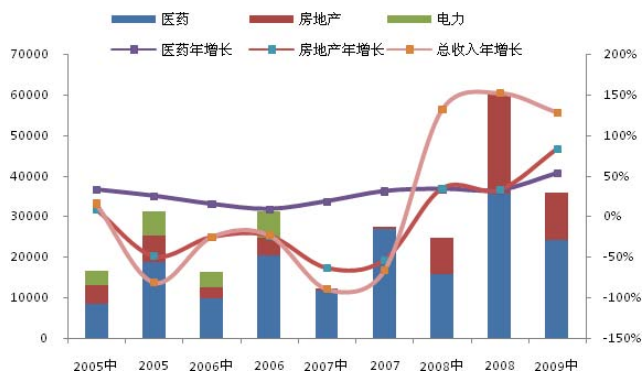
制药与房地产双轮驱动推动公司业绩快速成长

由于历史的原因，能源、城建及房地产行业在公司业务中曾占有较为突出的地位。但随着近年来广州保宇实业的入主以及公司对资产的逐步清理，目前公司主营业务已经形成盈利能力相对突出的医药制造与房地产业务并驾齐驱的基本格局。尤其是发展更为稳定的中成药制造业务凭借主导产品 - 血栓通注射液在国内三七制剂心脑血管中成药市场上突出的竞争优势，长期保持了持续快速增长势头，构成了公司的核心产业与利润增长的主要驱动力；而公司的房地产业务定位于广西二、三线城市的梧州市地区市场，在宏观经济政策与市场环境的双重影响下虽然表现起伏，但自 2007 年开始展现突破，共同推动公司营业收入从 2007 年开始呈现快速增长，盈利总体上呈现振荡向上的发展态势。

以半年度为单位，2005 年至 2009 年上半年，中恒集团的医药制造业务创造的营业收入同比增幅平均达到 28.13%，利润增幅达到 36.01%，长期维持了稳定快速增长势头；公司房地产业务在经历 2005 年至 2007 年营业收入与利润超过 80% 的负增长后，随着“升龙秀湾”和“恒祥二

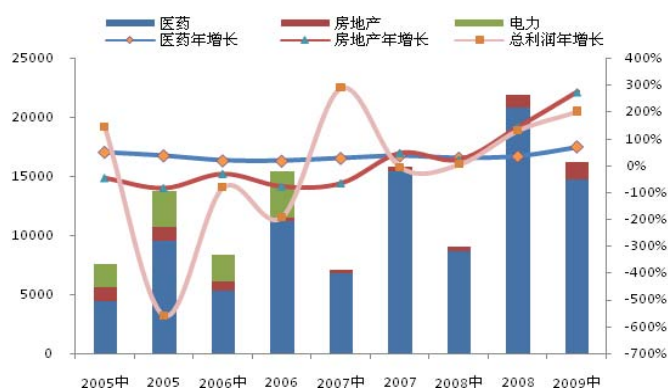
期”两大主体项目的成功发售并确认收入，一举扭转了颓势，实现增长突破，并且从此奠定了在开始全面启动的梧州房地产市场上的重要地位。

Figure 1 中恒集团近年营业收入变化



*资料来源：公司公告；国海证券研究所

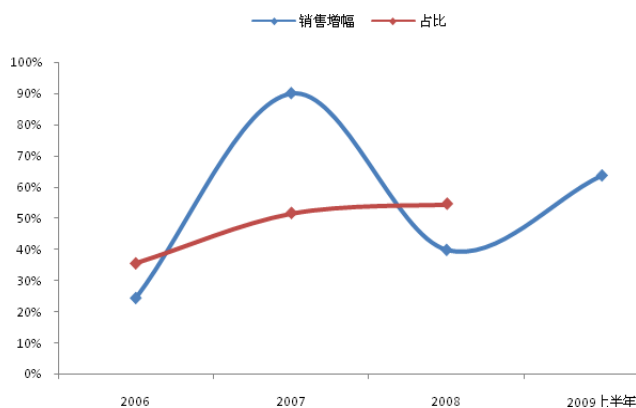
Figure 2 中恒集团近年营业利润变化



*资料来源：公司公告；国海证券研究所

从以上两张图表上可以发现，医药制造业务在公司利润来源中占据首要地位，主导了公司的总体业绩增长。其中，又以心脑血管中成药物的三七制剂主导产品－血栓通注射液构成了主要盈利来源，近年来保持了持续快速增长。

Figure 3 公司血栓通产品近年销售情况变化



*资料来源：公司公告；国海证券研究所

血栓通产品主导三七制剂市场，产能扩张驶入快车道

凭借公司所处的广西地区丰富的植物与中药材资源与公司长期的研发努力，公司目前已拥有了以中成药各种剂型为主的 11 大类剂型 217 个品种、309 个批准文号的产品，其中独家生产品种 21 个、中药保护品

种 11 个、专利产品 4 个、《中国药典》收载品种 92 个。产品治疗范围涵盖了跌打、心脑血管、妇科、呼吸系统、泌尿系统、保健等领域。公司的主导产品注射用血栓通、中华跌打丸、妇炎净胶囊等先后获得了国家发明专利，竞争优势明显，市场前景广阔。尤其是用于心脑血管疾病治疗的中成药产品－注射用血栓通具有较为突出的竞争优势，其销售长期保持持续快速增长，成为公司主要盈利来源，未来市场前景依然可期。

统计数据显示，心脑血管疾病已成为威胁人类健康的重大疾病。虽然上世纪八十年代以来，随着新型药物的广泛应用，心脑血管疾病导致的死亡率曾出现 20%幅度的下降，但仍然是全球死亡人数最高的疾病。世界卫生组织估计每年有 1750 万人死于心脑血管类疾病，占总死亡人数的 28.8%，其中一半以上死于急性心脑血管梗塞。预计到 2030 年，32.5%的疾病死亡由心脑血管疾病导致，死亡人数可能升至 2420 万。

改革开放后，我国城乡居民在膳食及营养状况方面有了明显改善，营养不良和营养缺乏患病率持续下降。但伴随人口老龄化、饮食结构改变，以及工作、生活压力加大，加上运动少和环境污染等原因，我国正进入心脑血管疾病患病人数快速上升期，同时开始呈现年轻化的趋势。据卫生部统计，我国每年死于心脑血管病的人数约 300 万，超过全部死亡人数的 50%。统计调查数据表明，近年我国脑血管病的患病率为 6.6‰，患病人群约为 852.9 万人；心血管疾病患病率为 4.6‰，患病人群约 594.4 万人；成人高血压患病率已达到 18.80%以上，估计全国患病总数为 1.6 亿；全国血脂异常患者也已达到 1.6 亿以上；糖尿病患者 4000 多万；另外还有肥胖者 6000 万，体重超重者 2 亿；吸烟者 3.5 亿，以及大量饮酒和缺乏体力活动者。这些都将作为心脑血管疾病患病人数持续高增长的基础。

心脑血管相关疾病对人类健康的巨大威胁推动了心脑血管疾病用药市场容量长期保持较快的增长速度。全球心脑血管类药物的年销售额已超过抗感染药物，并呈现出持续增长态势，在医药市场中处于领先地位。有统计显示，2008 年全球心脑血管类药物市场总规模已超过 1000 亿美元，占药物销售总额的百分比已经由上世纪 80 年代 15%上升到 16%~17%。

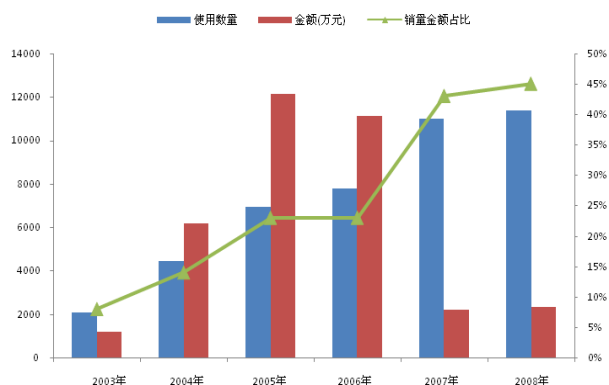
我国脑血管病的患病率高于心血管疾病－冠心病的患病率，随着老龄化进程的加速，未来心血管疾病的发病率亦将进一步升高。目前我国心脑血管用药已成为仅次于全身用抗感染药的三大用药类别之一。2005 年我国心脑血管用药市场规模突破 500 亿元，达到 528.6 亿元，同比增长 16.5%；其中化学药市场规模 354.65 亿元，占心脑血管用药 67.2%的市场份额，同比增长 15.4%；中成药虽然市场规模小于化学药，市场

规模约为 173.47 亿元，但近几年的市场增长率均明显高于化学药，在我国心脑血管用药市场的地位日显重要。根据广州标点医药信息零售市场监测数据显示，2007 年 1-3 季度，武汉、成都、南京三城市的心脑血管用药零售规模平稳增长，同比增长 6.65%-12.48%。2008 年上半年，心脑血管系统用药金额同比增幅达到 21.11%。

心脑血管药物主要集中于心脏病药、周围血管扩张药、抗凝血药/溶栓药、抗高血压药、调血脂药与抗动脉粥样硬化药、抗休克药 6 大类别。其中，比重较大的以降血脂药为主。尤其是他汀类，据统计 2008 年高居国内医药降脂药的首位。按销售额计算，2008 年，降血脂药物约占医院心脑血管药物销售总额的 25% 左右。

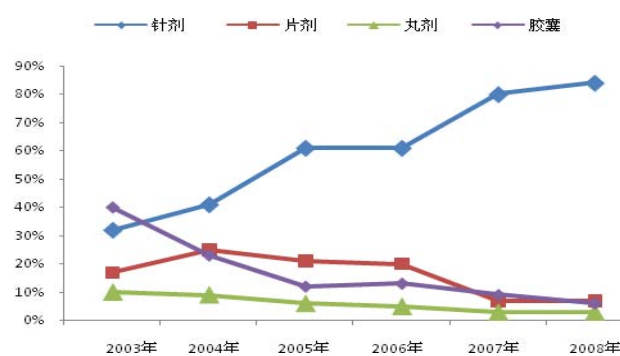
与西药制剂相比，中成药主要通过活血化瘀、芳香开窍、宽胸化痰、益气养阴活血等功效原理，对心律失常和心肌缺血所致的心绞痛、心肌梗塞等心血管系统疾病产生明显的疗效，具有“多靶点、多效应/疗效温和可持续以及副作用较小”等优势，已经成为国内心脑血管疾病用药市场上的重要组成，近年来获得稳定增长。2007 年全国中成药总销售 694 亿元，同比增 18.34%，2008 年上半年增 13.55%。心脑血管类中成药药物的市场规模约有 160 亿~180 亿元，其中医院终端市场与零售市场的比例大约为 6:4；在剂型方面，注射剂占据了心脑血管中成药市场份额的 70% 以上，而在零售及第三终端市场，口服制剂则占据了 80% 以上的份额。一项对宁夏煤炭总医院近年心脑血管中成药使用情况进行调查显示，中成药用于心脑血管疾病治疗的用量与金额近年持续增长，尤其是注射针剂产品占比最大。

Figure 4 宁夏某医院心脑血管中成药使用情况



*资料来源：海南医学；国海证券研究所

Figure 5 宁夏某医院心脑血管中成药剂型分布



*资料来源：海南医学；国海证券研究所

而在种类分布上，目前应用于心脑血管疾病治疗的中成药主要集中于丹参、银杏以及三七制剂几种主要类别。2008 年，国内市场上各种丹参类心血管制剂的销售额合计已超过 20 亿元人民币，位居植物类心血

管制剂之首；另据国内医药行业协会统计，银杏叶制剂（包括注射剂、片与胶囊）在目前我国中药类心脑血管病 300 种以上治疗剂中，占其中 30% 的份额。2005 年银杏叶制剂的销售总额估计在 18 亿~20 亿元，居中药心脑血管病治疗剂前列；品种分布上，心脑血管中成药体现了较高的集中度。据 SFDA 南方医药经济研究所发布的信息，心脑血管病中成药中，年销售额超过 5 亿元的产品至少有 8~9 种，其中成都地奥心血康、天士力复方丹参滴丸和步长脑心通三大品种年销售额均突破了 5 亿元；市场销量在 1 亿~2 亿元之间的中药心脑血管病治疗剂包括麝香保心丸、杏灵滴丸、葛根素注射剂、丹参注射剂、灯盏花素注射剂、血塞通注射剂、红花素注射剂、川芎嗪注射剂和黄芪注射剂等。另外石家庄以岭通心络、山西中远威溶栓胶囊以及速效救心丸、脉络宁、舒血宁与珍菊降压片、天保宁银杏叶等新老品种也在市场上占有举足轻重的地位。2006 年一项对零售药店市场调查结果显示：药店布货率超过 50% 的前五位心脑血管产品包括天津中新六药的速效救心丸、天津天士力的复方丹参滴丸、地奥集团的地奥心血康、步长集团的步长脑心通胶囊以及以岭药业的通心络胶囊，其药店布货率分别是 95%、91%、89%、80%、53%。其销售同样名列前茅，排在前十位的分别是天津中新六中药的速效救心丸、地奥集团的地奥心血康、天津天士力的复方丹参滴丸、步长集团的步长脑心通胶囊、上海和黄药业的庸香保心丸、以岭药业的通心络胶囊、神威药业的五福心脑血管清软胶囊、北京同仁堂的冠心苏合丸、山西瑞福莱的络欣通、康恩贝的天保宁银杏叶，总体比率分别为 73%、57%、60%、36% 与 14%。速效救心丸、复方丹参滴丸、地奥心血康市场布货率与销售情况远胜于其它品种。

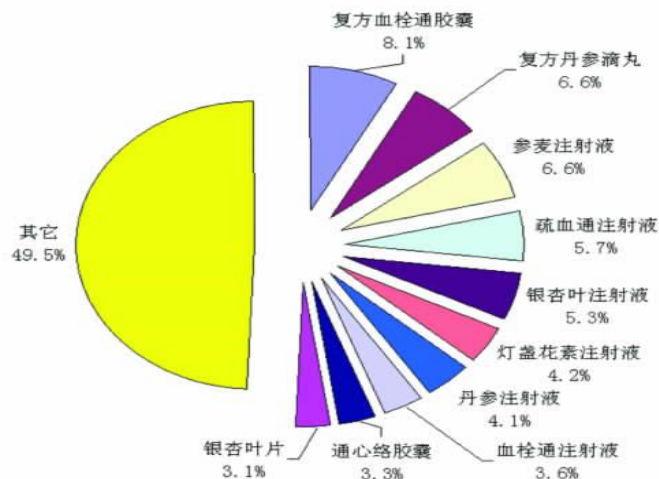
《中国实用医药》所载一项对河南洛阳第三人民医院心脑血管注射药物的 2008 年临床使用情况调查显示，该院心脑血管药物销售金额和使用频度最高的为中药祛瘀类注射剂，分别占比 63.01% 和 48.75%。其中主要提取于三七、银杏、丹参等中药材的广西梧州的“血栓通”、神威制药的“舒血宁”、贵州益佰的“银杏达莫”、以及山东步长的“丹红”等因疗效突出，临床用量最大。

一项对上海样本医院 2008 年上半年用药情况调查显示：心血管系统用药金额一直列为第二大类，仅次于抗感染类药物，近年来占全部药物总金额维持在 15% 左右。销售金额年增长率逐步上升，2007 年达 19.86%。2008 年上半年亦超过 15% 以上，近年来金额增长率维持在 15%~20%。其中增长率较快的包括灯盏花素、伊贝沙坦、硝苯地平、三七制剂以及银杏达莫等。三七制剂年增长率达到 32.52%。

另有一项对 2006 年，广州市医院心脑血管中成药月平均销售额在

4000 万元左右，其中领先前 20 位产品市场集中度在 76%~81%之间，显示出较高的市场集中度。其中，注射剂型占比最高，其他为胶囊、丸剂、片剂。而三七制剂的血栓通胶囊与注射液均占有较突出的份额。

Figure 7 广州市医院 2006 年心脑血管中成药市场构成



*资料来源：中国处方药

三七又名田七，为五加科三七属植物，主产于云南、广西等省。中药采用干燥根部，用于止血、活血、消肿定痛、祛瘀等中医药临床。现代药理学证实，三七含有多种化学成分，其中三七总皂苷为主要有效活性成分。此外，三七中还含有醇类、黄酮类、核苷类、生物碱、蛋白质、维生素 C 等，及钾、镁、钙等 18 种以上的无机元素。对心脑血管系统有强心、扩张冠状动脉、增加冠脉血流量、降低血小板表面活性、抑制血小板黏附和聚集、降低血黏度、抗血栓等作用，对脑血管缺血缺氧损伤、脑缺血、再灌注损伤有保护作用，对脑神经细胞凋亡有抑制作用。迄今，三七制剂已在临床上广泛应用于冠状动脉粥样硬化性心脏病、高血压病、高脂血症、高黏血症以及脑动脉硬化、缺血性脑损伤、脑梗死、脑出血等心脑血管疾病。

目前临床使用的三七口服剂种类繁多，有口服和注射剂型。注射剂和冻干粉剂主要是血塞通、血栓通两大品种，在三七药物市场中占据了主要份额。主要品种包括昆明制药的云南金泰得生产的“血塞通”与广西梧州中恒集团的“血栓通”产品。近年的监测数据表明，三七类制剂用药金额呈现出直线上升态势。中国医药商业协会公布的统计资料显示，2008 年，我国医院中药类心血管治疗剂中，血栓通、血塞通和三七通舒这 3 种三七皂苷制剂的销量已分别占医院中药类心血管治疗剂销量的 60%、34%和 4.8%。尤其是冻干粉剂型的花栓通注射剂更受医院的欢迎，其销售额已占医院中药类心血管制剂销量的 6 成。前 5 家生产厂商

占据了整个市场份额的 69.66%，而另外 72 家厂商瓜分剩余的 30.34% 的市场份额。

中恒集团以三七主根为原料生产的注射用血栓通，为高纯度的三七皂苷注射剂，具有适应症广、效果显著的特点。1980 年由其控股 98.08% 的广西梧州制药(集团)股份有限公司与中山医科大学联合研制成功，1983 年获得批文为原研发厂家，所修订标准已被接纳为国家标准，并成功进入新的国家基本药物目录，近年来一直维持供不应求的良好销售势头。随着新的制药生产基地建成和完成搬迁，新产能逐步释放，必将推动销售持续加快增长。

我们认为，作为一种代谢性疾病，心脑血管疾病治疗中注重整体综合调控的中成药拥有较为突出的优势，因而具有广阔的市场前景。目前心脑血管中成药主要集中于丹参、银杏与三七制剂三大产品类别，其中的三七制剂活血化瘀功效显著，同具抗血栓与损伤恢复双重功效，对于血管堵塞为主因导致的心脑血管疾病具有疗效直接的独特治疗作用，市场需求快速增长，估测相关市场规模可达到 10~20 亿元。而中恒集团三七制剂的主导产品—血栓通注射液及冻干制剂开发时间早，技术相对领先，并依托有优越的资源条件，资源与技术优势较为突出，并且已建立突出的市场优势地位，以目前公司“血栓通”产品年销售不到 3 亿元计算，未来增长空间与潜力依然十分巨大。近年获得专利授权并且进入新的国家基本药物目录有利于相关产品的优势保持与强化，未来随着二期产能扩张建设的跟进，其产品与市场优势可望得到进一步放大，从而构成和强化公司突出的核心竞争力，推动公司业绩持续加快提升。

房地产收获期延续推动公司利润增长

基于历史的原因，房地产业务一度曾构成公司的主体业务，拥有 20 多年的开发经验。作为地方性房地产市场的开拓者之一，公司房地产开发主要定位于广西二、三线城市的梧州市地区，并且更多集中于旧城改造项目。先后成功开发了恒祥花苑、升龙秀湾、梧桐新苑、恒祥二期等品牌住宅小区，建立了良好的品牌形象和较为突出的经济及社会效益。近年也分别在上海和桂林成功开发了“上海蓝堡”别墅社区和“桂林恒祥花园”高尚住宅小区。自 2007 年开始，随着“升龙秀湾”、“恒祥二期”等项目收入相继确认，公司的房地产业务进入了新一轮的持续收获期，为公司总体利润增长提供了有力的支撑。目前公司主力开发的“恒祥三期”项目随着梧州地区房地产市场的全面启动和快速增长，亦将有望延续公司房地产业务的增长势头，继续为推动公司业绩抬升发挥重要

作用。

我们认为，近年来，正在成为广西区面向广东珠三角地区的重要衔接点和广西东部门户的交通枢纽中心的梧州地区，其区域经济地位正在得到全方位确立和强化，有望迎来新一轮快速发展时期。梧州地区的房地产市场因而亦将可望进入全面启动和快速成长。中恒集团凭借其相对突出的品牌与地域优势以及在旧城改造房地产开发领域获得和建立的丰富经验与基础，可望延续其房地产业务稳定增长的良好势头，从而成为推动公司利润增长的重要力量。

产能持续扩张支撑持续快速增长

2008 年，公司完成了持续数年的新的制药生产基地建设与搬迁。并在年底通过了前处理车间和固体车间的 GMP 认证，实现了年内固体车间正式投产和整个集团办公地点搬迁的目标，初步缓解了公司产能不足的制约问题。

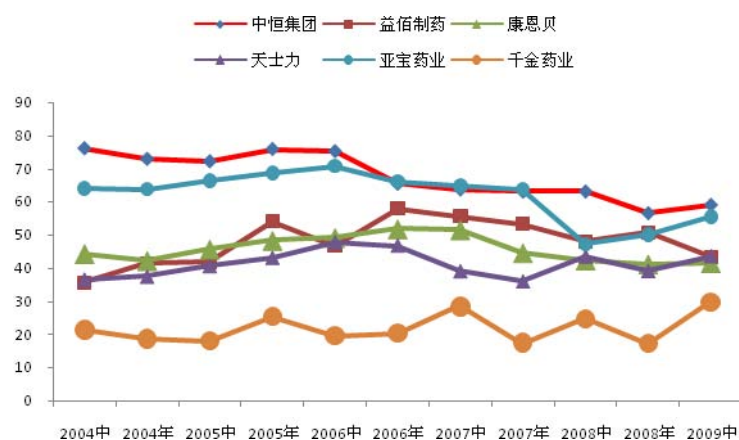
2009 年上半年，公司继续完成液体车间 GMP 认证检查，一定程度上为持续加快增长的血栓通注射液主导产品销售带来有效推动。然而，面临巨大的市场需求，血栓通主导产品的生产仍然未能摆脱产能瓶颈的限制。因此，公司一方面通过加倍增加委托加工产量，最大限度地满足近期日益扩张的市场需求；另一方面，自筹资金启动新基地二期项目建设，并拟通过定向增发方式融资投入注射用血栓通二期项目，将其产能提高至年产 9000 万支以上。建成后，预计产值超过 20 亿元，可望从根本上解决产能瓶颈的制约问题，为公司主导产品的长期可持续增长奠定良好基础。与此同时，公司自筹资金投资龟苓膏生产项目，并已取得食品 QS 认证。龟苓膏食品具有突出的地方特色和资源优势，在华南地区市场广阔，并且在开拓北方市场方面具有巨大的潜力，有望成为公司新的利润增长点。

公司财务分析

与同类中药企业比较，中恒集团的资产负债率相对偏高，与公司近年公司房地产业务前期投入较大，以及新的生产基地建设与搬迁，一定程度上导致收入确认相对滞后，资金周转相对迟缓，财务压力偏大有关。但也应该看到，公司资产负债压力近期已开始出现缓解趋势，凭借公司以医药主营业务为主的良好发展前景和利润持续增长，随着公司定向增发融资的顺利实施，公司的财务压力有望进一步缓解，从而为公司经营

营造更为宽松的环境。

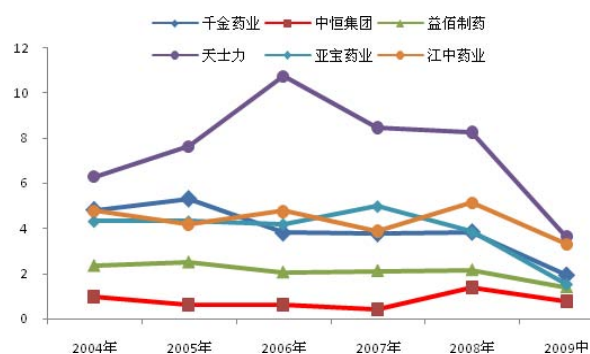
Figure 8 中恒集团近年资产负债率变化



*资料来源: WIND; 国海证券研究所

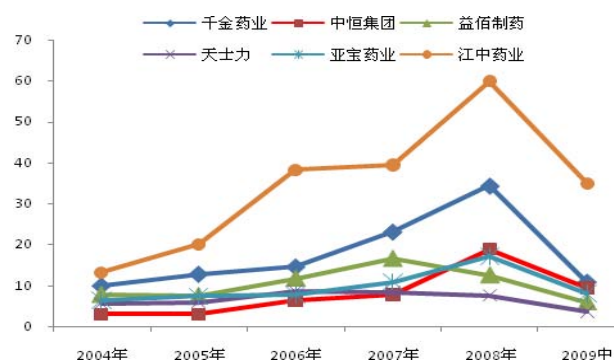
相对于其它相近的中药上市公司,中恒集团的存货周转率与应收账款周转率相对偏低,一定程度上体现出公司原有房地产业务占比较大比重的情况,同时也反映出未来公司营运能力存在更大的改善空间。

Figure 9 中恒集团近年存货周转率变化



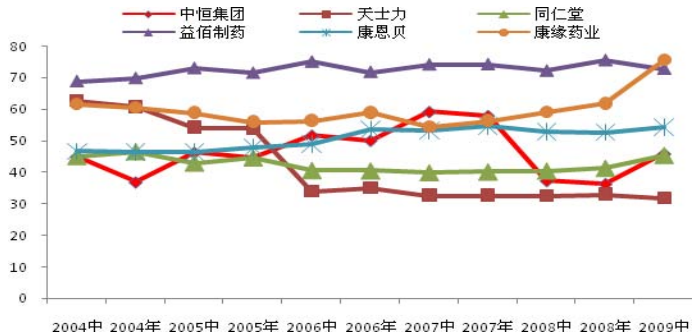
*资料来源: WIND; 国海证券研究所

Figure 10 中恒集团近年应收账款周转率变化



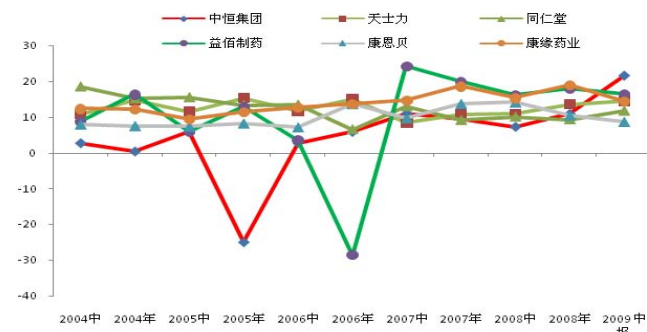
*资料来源: WIND; 国海证券研究所

Figure 11 中恒集团近年销售毛利率变化



*资料来源: WIND; 国海证券研究所

Figure 12 中恒集团近年年化净资产收益率变化



*资料来源: WIND; 国海证券研究所

受房地产业务拉低效应影响，与其它中药企业比较，中恒集团销售毛利率相对偏低，但仅以医药制造业务比较，中恒集团的毛利率则长期维持在 50%-65% 的较高水平，其年化净资产收益率在经历稍前低位起伏后，近年随着房地产业务进入收获期而呈现持续走高态势，未来有望成为公司的突出优势。

盈利预测

随着公司新生产基地液体车间 GMP 认证检查完成，新的产能逐步实现，公司血栓通产品销售有望进一步增长，推动全年销售继续快速增长；随着公司新基地二期项目建设逐步完成，假定 2010 年血栓通产品实现销售收入 5.5 亿元以上，推动公司医药制造业务实现“十一五”末达到 10 亿元的计划目标。

公司房地产项目上半年确认收入 1.2 亿元，假定全年实现收入 2 亿元，2010 年随着“恒祥三期”全面发售实现收入 1 亿元以上，同时毛利率有所改善。对公司未来盈利作出以下预测：

Figure 13 中恒集团盈利预测（百万元）

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	327.45	285.78	628.17	848.96	1,125.00
减：营业成本	163.12	119.79	399.85	415.99	517.50
营业税金及附加	6.50	4.28	23.05	29.71	39.38
营业费用	47.43	77.73	83.82	114.61	157.50
管理费用	46.76	35.49	47.81	76.41	112.50
财务费用	47.77	18.91	21.91	33.96	45.00
资产减值损失	-13.47	2.20	-11.62	5.00	6.00
加：投资收益	-4.84	24.09	5.89	0.10	0.10
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	24.50	51.48	69.23	173.38	247.23
加：其他非经营损益	0.11	-7.86	-5.45	6.00	5.00
利润总额	24.61	43.62	63.78	179.38	252.23
减：所得税	3.88	6.57	15.83	44.85	63.06
净利润	20.72	37.05	47.95	134.54	189.17
减：少数股东损益	0.42	0.59	1.16	2.02	3.78
归属母公司股东净利润	20.72	36.58	47.01	132.52	185.39
基本每股收益	0.095	0.168	0.216	0.51	0.71

*资料来源：国海证券研究所

估值及投资评级

根据公司近期的盈利状况，公司目前滚动市盈率与同行业平均值和中间值比较，估值相对偏高，反映出市场对公司未来业绩增长的良好预期。在预测公司 2009 年、2010 年每股收益分别为 0.51 元和 0.71 元基础上，公司相应的动态市盈率分别为 33 和 24 倍。尽管目前市场对公司近期未来预期已经有了较为充分的反映，但基于公司主导产品拥有突出的竞争优势，市场需求仍有巨大的空间，随着产能的逐步增强，未来中长期依然可望实现长期可持续快速增长，从而推动公司业绩持续提升，赋予公司长期投资价值。因此，仍然给予中恒集团“增持”的投资评级。

Figure 14 同行业上市公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 (9.16)	总股本 (亿股)	流通 A 股 (亿股)	滚动市盈率 (PE)	市净率 (PB)
000989	九 芝 堂	10.2	2.98	2.98	16.41	2.57
600594	益佰制药	12.93	2.35	2.35	28.98	4.82
600557	康缘药业	14.37	3.2	2.36	29.09	4.68
600535	天士力	17.92	4.88	4.88	29.60	4.72
600085	同仁堂	17.21	5.21	5.21	30.66	3.18
600993	马应龙	26.66	1.66	1.22	32.50	5.05
600436	片仔癀	32.36	1.4	0.64	33.02	6.11
002118	紫鑫药业	16.09	1.22	0.38	34.71	5.02
000919	金陵药业	10.77	5.04	1.94	34.74	3.12
600479	千金药业	20.53	2.18	1.81	36.28	5.25
600351	亚宝药业	13.18	3.16	3.16	37.26	5.04
600750	江中药业	18.09	2.96	1.96	40.09	5.94
000423	东阿阿胶	19.75	6.54	5.02	41.06	9.54
600329	中新药业	20.97	3.7	0.86	41.09	5.52
000538	云南白药	45.00	5.34	4.84	45.11	7.42
600332	广州药业	7.92	8.11	5.91	48.49	2.02
600572	康恩贝	11.71	3.24	1.68	53.65	4.16
中间值					36.28	4.82
平均值		18.07	3.46	2.57	43.45	4.92
600252	中恒集团	16.99	2.61	2.01	53.65	8.99

*资料来源：天相投顾；国海证券研究所

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的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或征价。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。本报告版权归国海证券所有。