

化学制剂

李昱

0755-82026737

liyu@cjis.cn

中恒集团

600252

推荐

受益基本药物目录，血栓通将成为重磅品种

中恒集团是我们提出的受益于基本药物目录程度最大的公司之一，注射用血栓通作为基本药物目录中两个独家品种的中药注射剂之一，未来有望成为销售达 10 亿的重磅产品。恒祥豪苑的销售情况也相当理想，公司在地产项目上的盈利可能超过市场预期，国海证券上市将给公司带来投资收益。

投资要点：

- **血栓通市场供不应求。**子公司梧州制药是公司利润的主要来源，目前公司一期生产基地配备冻干机 4 台，月冻干能力在 200 万支以上，同时公司还委托重庆药友代工 400 余万支，但仍不能满足市场需求，公司目前采用款到发货的模式。
- **血栓通受益基本药物目录，未来量价齐增。**公司注射用血栓通（冻干）进入基本药物目录，成为目录中 8 种中药注射剂之一，而冻干剂型则是唯二的独家品种之一，证明其安全可靠，而零售指导价格也高于 07 年之前的定价，仅略低于 08 年在广西上调后的价格，随着基层医疗机构和其他各级医院的逐步配备使用，产品需求还将迅速放大，为了抓住这一黄金发展机会，我们预计公司在销售上会有所调整。招标价格预计将不会有大的变化，而中间环节费用的压缩增加了产品的利润空间，我们认为：产品出厂价格有提升的空间，预计公司将会从明年开始逐步提高出厂价格。
- 母公司主营房地产业务，目前主要的项目有升龙秀湾、恒祥花园、恒祥豪苑。升龙秀湾项目是历史遗留项目，产生约 5000 万元亏损，已结算完毕，恒祥花园预计盈利 1500 万，恒祥豪苑预计盈利近 2 亿元左右，超过市场预期。公司还参股国海证券，预计年内借壳 S*ST 集琦上市。
- 假设公司 10 年增发 2500 万股，注射用血栓通（冻干）提价 20%，则我们预测制药业务 10 年贡献 EPS 0.79 元（摊薄），按 30X PE 给予 23.7 元估值，房地产业务按 2X PB 给予 1.17 元估值，国海证券股权按 09 年 30X PE 给予 5.27 元估值，则公司合理价值为 30.14 元，给予“推荐”的投资评级。

6-12 个月目标价： 30.14 元

当前股价： 23.12 元

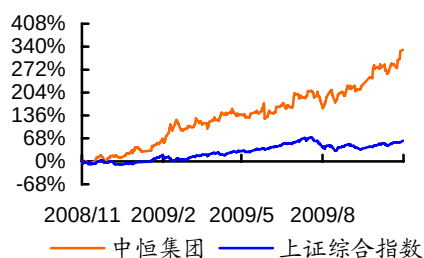
评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	3275.05
总股本(百万)	261
流通股本(百万)	201
流通市值(亿)	46
EPS (TTM)	0.42
每股净资产(元)	1.73
资产负债率	56.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中恒集团	13.72	53.42	116.5
			1
上证综合指数	10.03	7.49	23.81



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	628	740	1124	1400
同比(%)	120%	18%	52%	25%
归属母公司净利润(百万元)	47	122	272	366
同比(%)	29%	160%	123%	35%
毛利率(%)	36.3%	52.8%	63.7%	65.7%
ROE(%)	10.6%	21.6%	32.5%	30.5%
每股收益(元)	0.18	0.47	1.04	1.40
P/E	87.93	33.87	15.22	11.29
P/B	9.28	7.33	4.95	3.44
EV/EBITDA	42	25	12	9

1、血栓通受益基本药物目录，将量价齐增

子公司梧州制药是中恒集团利润的主要来源，公司三七总皂苷类产品的原研厂家，产品注射用血栓通（冻干）中三七总皂苷含量超过 80%，且无需助溶剂，主要应用于治疗心脑血管及眼科疾病，目前公司一期生产基地配备冻干机 4 台，月冻干能力在 200 万支以上，同时公司还委托重庆药友代工 400 余万支，但仍不能满足市场需求，公司目前基本采用款到发货的模式，应收账款比例很低。

公司注射用血栓通（冻干）分为三种剂型：150ml、250ml、100ml，均为代理销售，这也是血栓通近年迅速放量的原因之一。前两种规格主要针对二级以上医院，目前采取省级代理的模式，覆盖医院 4000 家左右。100ml 产品采用全国总代理的模式，主要面向基层医院。血栓通此次进入基本药物目录，成为目录中 8 种中药注射剂之一，而冻干剂型则是唯二的独家品种之一，证明其安全可靠，而零售指导价格也高于 07 年之前的定价，仅略低于 08 年在广西上调后的价格，随着基层医疗机构和其他各级医院的逐步配备使用，产品需求还将迅速放大，但市场需求能否完全转化为公司的销量，还要看招标环节与医院终端的工作，为了抓住这一黄金发展机会迅速上量，我们预计公司在销售上会有所调整。在目前的零售指导价格下，预计招标价格不会有大的变化，而中间环节费用的压缩增加了产品的利润空间，我们认为：产品出厂价格还有较大的提升空间，预计公司将会在现有基础上逐步提高出厂价格，我们预计公司在销售政策调整到位后会根据招标情况上调出厂价格。

公司目前受制于产能瓶颈，一期生产基地产能大约在 2500 万支，目前大部分产品委托重庆药友加工，而公司新建的二期生产基地预计配备 13 台冻干机，最大产能估计可达 1 亿支以上，预计明年上半年可以通过 GMP 认证，投入使用，加上重庆药友代工生产的部分，产能瓶颈可以解决。

除血栓通外，梧州制药还有多个中成药品种，主要品种包括中华跌打丸和妇炎净，均是独家品种。中华跌打丸是二级中药保护品种，对跌打损伤疗效确切，2008 年销售约 1500 万盒，销售收入 6000 余万，今年预计有 15% 左右的增长，目前该产品产能基本饱和，公司二期生产基地将新增产能。妇炎净是治疗妇科炎症的产品，年销售收入约 2000 万元。这些二线品种目前基本处于自然销售状态，对公司利润贡献较小，但从品种上具备一定成长空间，公司从 10 年开始将逐渐加强二线品种的销售。

2、地产业务盈利好转，国海股权增加安全边际

母公司主营地产业务，目前主要的项目有升龙秀湾、恒祥花园、恒祥豪苑。

升龙秀湾项目是梧州市旧城改造项目，属历史遗留问题，项目亏损 5000 余万，2009 年结算完毕。

恒祥二期（恒祥花园）目前已开发完成，尚余 3 万平米没有结算，预计能贡献 1500 万净利润。

恒祥三期（恒祥豪苑）约有 22 万平米，目前已有 60%-70% 的房屋完成销售，均价在 3700 元左右，每平方米贡献利润 800-1000 元，该项目预计将从 2010 年开始结算，估计总共贡献净利润接近 2 亿。

公司在北部湾尚有土地储备 100 余亩，由于拿地成本较低，目前地价已有超过 5000 万的涨幅，未来随着北部湾地区的开发，仍有升值潜力。

此外，公司公告与市政府达成投资意向，拟投资梧州火车站附近 4000 亩土地，开发建设梧州市火车站新城区的医药、仓储、配送、商贸、住宅、专业市场等项目，分两期开发，第一期占地 2000 亩。

公司还持有国海证券 7.5% 股权，根据 S*ST 集琦重大资产置换吸收合并国海证券的方案，如果该事项完成，中恒集团所持国海证券股权比例将变为 5.82%，再根据股改方案，持股比例变为 5.58%。S*ST 集琦的股改方案批复有效期为 2009 年 12 月 31 日，如果国海证券借壳 S*ST 集琦上市成功，将给中恒带来投资收益。

3、盈利预测和投资评级

公司主要资产包括梧州制药、地产和国海证券股权，我们分别对其进行估值。

公司拟非公开发行股票募集资金 4.5 亿元，我们假设公司以 18 元价格增发，则股本增加 2500 万股，增至 2.86 亿股。

由于没有公司旗下除了梧州制药和地产业务之外其他业务规模较小，且制药业务与地产业务不存在关联交易，所以用合并报表减去母公司报表可以近似认为是梧州制药报表。

我们的关键假设包括：

- 1、公司各规格注射用血栓通（粉针）出厂价格 2010 年提升 20%。

- 2、公司 150ml、250ml 注射用血栓通（粉针）2009 年实现销售 6000 万支，2010 年实现销售 9000 万支，2011 年增长 18%。
- 3、公司 100ml 注射用血栓通（粉针）2009 年实现销售 400 万支，2010 年实现销售 1000 万支，2011 年实现销售 2000 万支。
- 4、2010 年公司委托重庆药友代工生产 4000 万支，2011 年由于公司二期产能释放，委托代工数量减少至 1800 万支。

表 1: 梧州制药盈利预测

	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入（百万元）	359	559	917	1124
增长率		58%	64%	23%
毛利率	58.54%	61.72%	69.03%	71.97%
净利润（百万元）	59	122	226	305
EPS（现有股本）	0.23	0.47	0.87	1.17
EPS（增发后股本）			0.79	1.07
其中：血栓通				
数量（百万支）	37	64	100	126
销售收入（百万元）	204	386	708	878
毛利（百万元）		293	570	735
其他产品				
销售收入（百万元）		174	208	246
毛利（百万元）		52	63	74

资料来源：公司年报 中投证券研究所

对于制药业务，我们给予 2010 年 30X PE（增发摊薄），每股价值 23.7 元。

地产业务我们保守的按照 2X PB（增发摊薄）进行估值。09 年三季度母公司净资产为 2.97 亿元，其中长期股权投资 1.29 亿元，地产业务净资产约为 1.68 亿元，按 2X PB 估值，每股价值 1.17 元。

我们预计国海证券 09 年净利润为 9 亿元，对比招商证券发行市盈率 09 年 35X PE，我们按照 30X PE 对国海证券进行估值，对应市值 270 亿，中恒集团持股 5.58%价值 15.07 亿，每股价值 5.27 元。

公司 6-12 月目标价为 23.7+1.17+5.27=30.14 元。给予“推荐”的投资评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	564	535	779	1239	营业收入	628	740	1124	1400
现金	94	100	239	593	营业成本	400	350	408	481
应收账款	28	33	50	62	营业税金及附加	23	27	41	51
其它应收款	29	34	51	64	营业费用	84	126	214	266
预付账款	110	96	112	132	管理费用	48	81	121	158
存货	283	247	289	340	财务费用	22	20	9	-1
其他	21	25	38	47	资产减值损失	-12	3	4	5
非流动资产	484	501	490	481	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	39	40	40	40	投资净收益	6	0	0	0
固定资产	319	324	315	305	营业利润	69	133	326	440
无形资产	61	61	61	61	营业外收入	9	20	0	0
其他	66	76	75	75	营业外支出	14	6	0	0
资产总计	1048	1037	1270	1720	利润总额	64	147	326	440
流动负债	537	413	369	445	所得税	16	22	49	66
短期借款	251	144	0	0	净利润	48	125	277	374
应付账款	42	37	43	50	少数股东损益	1	3	6	8
其他	244	233	326	395	归属母公司净利润	47	122	272	366
非流动负债	60	50	50	50	EBITDA	104	172	355	459
长期借款	50	50	50	50	EPS (元)	0.22	0.47	1.04	1.40
其他	10	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	596	463	419	495	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	7	9	15	23	成长能力				
股本	217	261	261	261	营业收入	119.8	17.8%	51.8%	24.6%
资本公积	147	125	125	125	营业利润	34.5%	92.5%	144.9	34.8%
留存收益	81	178	449	815	归属于母公司净利润	28.5%	159.6%	122.6	34.8%
归属母公司股东权益	445	564	836	1202	获利能力				
负债和股东权益	1048	1037	1270	1720	毛利率	36.3%	52.8%	63.7%	65.7%
现金流量表					净利率	7.5%	16.5%	24.2%	26.1%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	10.6%	21.6%	32.5%	30.5%
经营活动现金流	59	165	302	363	ROIC	11.8%	22.0%	48.4%	61.3%
净利润	48	125	277	374	偿债能力				
折旧摊销	13	19	20	20	资产负债率	56.9%	44.7%	33.0%	28.8%
财务费用	22	20	9	-1	净负债比率	57.17	41.91%	11.94	10.10%
投资损失	-6	0	0	0	流动比率	1.05	1.30	2.11	2.79
营运资金变动	-6	49	-11	-34	速动比率	0.52	0.69	1.32	2.01
其它	-11	-48	7	4	营运能力				
投资活动现金流	-29	13	-10	-10	总资产周转率	0.58	0.71	0.97	0.94
资本支出	128	10	10	10	应收账款周转率	13	19	22	20
长期投资	-3	-32	0	0	应付账款周转率	12.42	8.93	10.31	10.35
其他	96	-10	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-11	-171	-153	1	每股收益(最新摊薄)	0.18	0.47	1.04	1.40
短期借款	35	-107	-144	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.63	1.16	1.39
长期借款	10	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.71	2.16	3.20	4.60
普通股增加	0	43	0	0	估值比率				
资本公积增加	-11	-22	0	0	P/E	87.93	33.87	15.22	11.29
其他	-45	-86	-9	1	P/B	9.28	7.33	4.95	3.44
现金净增加额	19	6	139	355	EV/EBITDA	42	25	12	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李昱, 中投证券研究所医药行业分析师, 理学硕士。2008 年度卖方分析师水晶球奖"医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

主要研究覆盖生物医药、传统中药、医疗器械: 云南白药、三九医药、康美药业、通化东宝、天坛生物、科华生物、达安基因等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434