

中恒集团 (600252.sh)

提价体现业绩弹性，价值仍然低估

葛峰 医药行业 研究员

电话: 020-87555888-340

eMail: gz2@gf.com.cn

杨挺 医药行业 研究助理

电话: 020-87555888-897

eMail: yt8@gf.com.cn

血栓通销量齐升提升公司业绩

血栓通二期工程的建成将在明年释放大量产能，考虑到目前血栓通的市场情况和基本医药目录影响，预计公司 09-11 年销量为 6700 万支、11000 万支和 15000 万支。产品放量之际公司将至少提价 20%，良好的业绩弹性将明显推高公司利润，将使明年医药贡献利润超过 3 亿元。

其他业务多点开花，颇有看点

除了血栓通的出色表现外，公司其他业务也值得投资者关注：1、公司争取使妇炎净和中华跌打丸进入医保目录；2、公司开发了自己品牌的龟苓膏和饮料，开始进入食品饮料市场；3、公司获得位于火车站附近的 4000 亩土地开发中药商贸物流园。

费用率将稳中有降

通过拆分母公司和医药公司费用，我们认为：1、公司地产部分三项费用和医药部分的财务费用将继续保持相对稳定；2、医药公司管理费用率将基本保持稳定；3、医药公司销售费用率有望下降。

盈利预测与投资评级

在以上假设的基础上我们计算得到公司 09 年至 11 年公司 EPS 为 0.55 元、1.41 元、1.92 元，对应 PE 为 50 倍、20 倍、14 倍，其中医药业务贡献了 EPS 的绝大部分。在预计公司增发完成的前提下，我们认为公司医药资产价值每股 31.77 元，地产业务计价值每股 1.71 元，每股公司股票含国海证券股权价值为 3.74 元，给予公司“买入”的投资评级，目标价为 37 元。

风险提示

1. 公司二期工程建设进程或慢于我们预期；
2. 中药注射剂品种对政策变化比较敏感，也易受医疗事故影响。

公司评级

买入

当前价格(元)	27.54
目标价格(元)	37.00
前次评级	买入

股价走势

中恒集团(600252)与上证指数(000001)



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	28.93%	80.91%	477.65%
上证综指	8.72%	18.58%	63.73%

股票数据

总股本(万股)	26,093.69
流通 A 股(万股)	20,078.41
主要股东:	

梧州鸳鸯江大桥有限公司

主要股东持股比例	23.05%
流通 A 股比例	76.95%

财务比率

ROE	10.56%
ROA	4.48%
资产负债率	56.89%
每股净资产(元)	2.05

2008 年报数据。

血栓通价量齐升提升公司业绩

血栓通冻干粉针剂是中恒集团的明星品种，也是公司业绩的主要支柱，由于产能限制，此产品一直是紧俏货。由于公司二期工程的产能扩大和公司正在酝酿的提价，血栓通的价格和销量在10年将明显突破，从而提升公司业绩。

产能提升带动销量增长

冻干粉针生产工序中的冻干分装这一步工序是目前产能的主要瓶颈。公司计划采用一期、二期工程来解决产能，并依靠合作企业重庆药友的代工来尽量解决产能不足：

一期工程：一期工程于09年开始投入生产，预计09年全年能贡献产能2700万-2800万支，在10年贡献3000万支左右产能。

二期工程：二期工程是公司解决产能瓶颈的主要部分，公司正尽一切努力使二期工程能尽快投产，主要分为国产设备部分和进口设备部分。预计今年年底二期工程的国产设备可到位安装，并于10年开始达产，贡献约4000万支/年的产能。剩余的进口设备将于明年中期到位，从10年8月左右开始贡献剩余的产能。

重庆药友代工：公司做好配方组合物后委托重庆药友做最后一步冻干分装。预计药友全年贡献4000万支左右的产能，并于10年开始每年贡献约4800万支左右的产能。

综上所述，我们认为公司未来几年的产能情况如下：

表1：产能情况预测

产能（万支）	2009 年	2010 年	2011 年
广西	2700	3000+5000	3000+8000
重庆	4000	4800	4800
总计	6700	12800	15800

数据来源：广发证券发展研究中心

由于产能限制，产品自2007年开始出现断货，一直供不应求，目前经销商需要预先付款后才能排上货源。我们预计公司产品紧俏的局面仍将持续，产销率仍将在进几年继续保持在较高的水平，理由如下：

1. 现有渠道增量：根据公司收集的情况，目前公司的产品供应量仅能满足约三成的需求；
2. 有待开发市场增量：由于招标价格偏低，再加上供货紧张，公司以前在上海等区域销售得极少，伴随产能释放，这部分市场将得到发展；
3. 新市场增量：公司以前主要目标市场是大型医院，而在小医院和基层卫生机构投放产品不到一成，伴随公司产品进入基本医药目录，公司产品在基层医疗市场将大有作为。

综合以上几点，我们认为公司产品仍将非常紧俏，保守预计公司09-11年销量为6700万支、11000万支和15000万支。

价格提升体现公司业绩弹性

血栓通冻干粉针剂主要有三个规格的产品，分别是100mg、150mg和250mg，其中150mg是主力品种，而100mg品种主要供应基层医疗市场，份额较少。

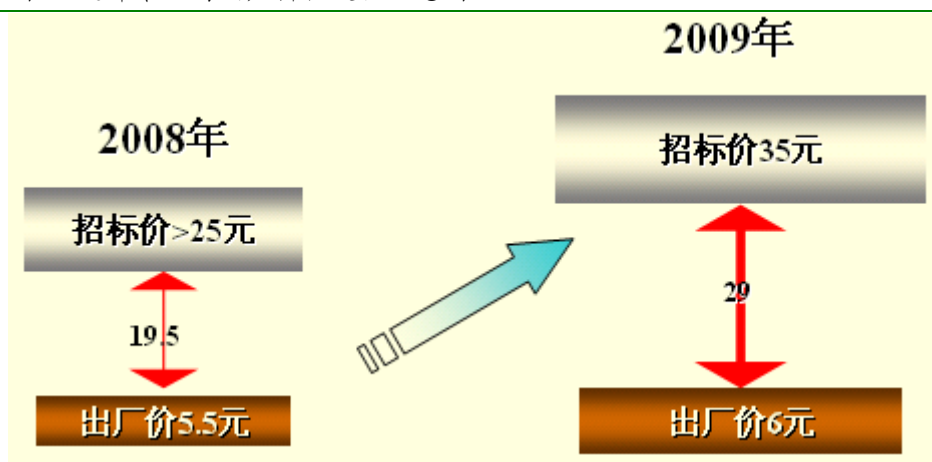
表 2：各规格产品情况

	100MG	150MG	250MG
销量占比 (%)	<10	60	30-40
含税单价 (元/支)	5	6.2	9-10
平均价格 (元/支)	6.92—7.22		

数据来源：广发证券发展研究中心

公司产品还有较大上升空间。以150mL产品为例，08年此规格产品平均出厂价格5.5元（不含税），医院招标价约25元左右。但08年，公司获得发改委优质优价的奖励，最高零售价上调28%，达到40元以上，今年大部分省招标价为35元左右，广西招标价更是达到38元。公司对出厂价格也作了相应调整，今年此规格产品出厂价为6元。中间商的空间增幅巨大，为公司提高出厂价格留下了空间。

图3：近年来公司出厂价格变化示意图



数据来源：广发证券发展研究中心

本次基本医药目录公布，公司血栓通冻干粉针剂进入目录，公司在此时机下提高出厂价格至少20%。由于10年公司产品销售量将超过1亿支，产品提价将给公司业绩体现出巨大弹性，将使明年医药贡献利润超过3亿元。

其他业务多点开花，颇有看点

公司的血栓通已经可以算是初步培育成功，可以进入收获期。公司又

开始寻找其他新的机会，进行其他尝试：

1、发展旗下普药

梧州制药是有几十年历史的老药厂，其中不乏许多优秀的中药品种。在血栓通之后公司希望能使妇炎净和中华跌打丸进入医保目录，实现老品种的二次飞跃。

2、借助龟苓膏进入食品饮料市场

广西梧州的龟苓膏是当地一大特色，而梧州最著名的双钱牌龟苓膏以前就是梧州制药的一部分。因此公司开发了自己品牌的龟苓膏和饮料，并聘用了有相关经验的人员开始进入食品饮料市场。

3、中药商贸物流园值得期待

地产开发是中恒集团的传统业务，在广西地区颇有口碑。目前政府批给公司位于火车站附近的4000亩土地开发中药商贸物流园，值得投资者关注。

费用率将稳中有降

公司主要经营业务是地产和医药，其中地产业务在母公司，而众多子公司中梧州制药占据了子公司费用和利润的绝大部分。考虑到母公司的地产业务和制药业务基本没有关联交易，所以我们将公司合并报表减去母公司报表，可以大致得到医药部分的费用情况。

表 3: 公司费用情况 (百万元)

报表类型	09 中报 (合并)	09 中报(母 公司)	09 中报 (医药)	医药费 用率	08 年报 (合并)	08 年报(母 公司)	08 年报 (医药)	医药费 用率
营业收入	362.83	119.92	242.91		628.17	247.59	380.58	
营业成本	196.18	103.44	92.74	38.18%	399.85	235.13	164.72	43.28%
销售费用	47.65	0.93	46.72	19.23%	83.82	2.61	81.21	21.34%
管理费用	30.48	8.7	21.78	8.97%	47.81	15.46	32.35	8.50%
财务费用	12.72	1.48	11.24	4.63%	21.91	-0.06	21.97	5.77%

数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

从上表可以看出，公司地产部分三项费用和医药部分的财务费用相对稳定，而医药部分的销售费用和管理费用则和医药销售额保持了较为稳定的比例。

我们认为公司费用变化情况如下：

1. 公司地产部分三项费用和医药部分的财务费用将继续保持相对稳定；
2. 考虑到公司将开发新品种及增加血栓通适应症，医药公司的管理费用将继续随销售额的增长而同步增长；
3. 公司主要医药产品销售是靠代理，销售费用率应该很低，而目前主要是广告费用占比较高，我们认为这一费用率降逐年下降。

盈利预测与投资评级

盈利预测

预测假设：

血栓通和地产业务发展情况基本符合我们的预测；

中华跌打丸等其他医药品种保持平稳的增长；

国海证券经营稳定，分红暂不记入；

暂不考虑公司新投入的食品饮料业务。

表 4：各业务情况（万元）

		2008	2009	2010	2011
血栓通	销量(万支)	3702	6700	11000	15000
	价格(元)	5.5	5.98	7.18	7.18
	收入	20363	40066	78980	107700
	增长		97%	50%	30%
其他药品	收入	15101	18121	21745	26094
	增长		20%	20%	20%
医药总计	收入	35464	58187	100725	133794
	增长		64.07%	73.11%	32.83%
房地产	收入	24574	24574	24574	24574
总计	收入	60038	82761.2	125299.4	158368.5
	增长		37.85%	51.40%	26.39%

数据来源：广发证券发展研究中心

在以上假设的基础上我们计算得到公司 09 年至 11 年公司 EPS 为 0.55 元、1.41 元、1.92 元，对应 PE 为 50 倍、20 倍、14 倍，其中医药业务贡献了 EPS 的绝大部分。若公司增发成功，假设股本规模增加到 2.93 亿股，则公司对应的业绩如下：

表 5：摊薄前后 EPS 情况（元）

		2009E	2010E	2011E
摊薄前（2.61 亿股）	公司获得 EPS	0.548	1.405	1.923
	医药贡献 PES	0.519	1.188	1.738
摊薄后（2.93 亿股）	公司获得 EPS	0.488	1.252	1.713
	医药贡献 PES	0.463	1.059	1.548

数据来源：广发证券发展研究中心

投资评级

公司价值主要包括医药、地产、券商三个部分，我们将对三个部分分别进行估值，估值过程中均以增发摊薄后的股本规模进行计算（假设增发后股本规模为 2.93 亿股）：

医药：医药资产是公司业绩的最主要支柱，拳头产品血栓通实现了快

速放量。我们认为公司医药资产价值每股31.77元，相当于摊薄后医药部分10-11年PE为30倍和20倍。

地产：地产业务为母公司的主要业务，根据公司最近披露的09年中报，以其中母公司净资产减长期股权投资可得公司地产净资产1.68亿元。我们认为公司地产业务保守估计价值每股1.71元，相当于3倍PB。

券商：公司持有国海证券7.5%的股权，共计6000万股，股改后这部分股权约为5.5%左右。国海证券上半年获得净利润4.53亿元，预计全年净利润8亿元，若按25倍PE计算国海证券市值有200亿元，则每股公司股票含国海证券股权价值为3.74元。

以上部分我们尚未考虑公司新获得的4000亩土地价值，在血栓通价值提升的基础上我们给予公司“买入”的投资评级，目标价为37元。

风险提示

1. 公司二期工程建设进程或慢于我们预期；
2. 中药注射剂品种对政策变化比较敏感，也易受医疗事故影响。

表 6：报表预测（百万元）

	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
利润表						
营业收入	327.45	285.78	628.17	865.91	1310.98	1656.98
减：营业成本	163.12	119.79	399.85	439.80	496.44	580.56
营业税金及附加	6.50	4.28	23.05	31.78	48.11	60.81
营业费用	47.43	77.73	83.82	124.80	201.45	254.21
管理费用	46.76	35.49	47.81	73.65	100.73	133.79
财务费用	47.77	18.91	21.91	23.42	22.01	22.37
资产减值损失	-13.47	2.20	-11.62	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	-4.84	24.09	5.89	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	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	0.00
营业利润	24.50	51.48	69.23	172.47	442.24	605.23
加：其他非经营损益	0.11	-7.86	-5.45	0.00	0.00	0.00
利润总额	24.61	43.62	63.78	172.47	442.24	605.23
减：所得税	3.88	6.57	15.83	25.87	66.34	90.78
净利润	20.72	37.05	47.95	146.60	375.90	514.44
减：少数股东损益	0.42	0.59	1.16	3.56	9.13	12.49
归属母公司股东净利润	20.30	36.46	46.78	143.04	366.77	501.95
EPS	0.078	0.140	0.179	0.548	1.406	1.924
资产负债表						
货币资金	132.02	101.41	102.06	8.66	447.64	243.49
应收和预付款项	369.70	380.84	187.84	850.02	507.80	1149.27
存货	259.69	286.50	282.76	776.45	419.19	979.05
其他流动资产	3.44	0.13	0.00	0.00	0.00	0.00

长期股权投资	36.79	35.60	38.60	38.60	38.60	38.60
投资性房地产	27.19	26.40	24.44	20.80	17.16	13.53
固定资产和在建工程	234.93	220.12	319.64	280.40	241.15	201.91
无形资产和开发支出	0.24	75.18	92.15	82.74	73.33	63.92
其他非流动资产	0.00	14.16	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1064.00	1140.34	1047.48	2057.67	1744.87	2689.76
短期借款	147.73	215.92	250.92	599.37	0.00	0.00
应付和预收款项	299.89	379.60	244.93	760.06	670.74	1101.19
长期借款	118.00	40.00	50.00	50.00	50.00	50.00
其他负债	132.01	90.01	49.68	49.68	49.68	49.68
负债合计	697.63	725.53	595.53	1459.12	770.42	1200.87
股本	217.45	217.45	217.45	217.45	217.45	217.45
资本公积	146.90	158.17	147.14	147.14	147.14	147.14
留存收益	-2.94	33.64	80.65	223.68	590.46	1092.41
归属母公司股东权益	361.41	409.25	445.24	588.28	955.05	1457.00
少数股东权益	4.96	5.55	6.72	10.28	19.40	31.89
股东权益合计	366.37	414.81	451.95	598.55	974.45	1488.89
负债和股东权益合计	1064.00	1140.34	1047.48	2057.67	1744.87	2689.76
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	208.40	40.77	59.85	-417.65	1052.01	-209.04
投资性现金净流量	114.29	-11.74	-29.14	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-240.91	-76.34	-11.03	324.24	-613.03	4.90
现金流量净额	81.77	-47.30	19.68	-93.40	438.98	-204.15

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。

中恒集团(600252)行情走势



相关研究报告

中恒集团(600252.sh)	杨挺	2009-07-29
中恒集团(600252.sh)	杨挺	2009-06-23

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。