

中恒集团 (600252. sh)

业绩靓丽，高成长逐步体现

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

业绩靓丽，逐步实现预期

上半年实现营业总收入 3.8 亿元, 实现归属于上市公司股东的净利润 1.35 亿元, 比去年同期增长 165.40%; 拟向全体股东每 10 股送 2 股转增 8 股, 并派发现金红利 0.25 元。

医药贡献业绩 5 毛 9, 下半年大有看点

上半年医药部分贡献业绩为 0.59 元, 如果按照血栓通目前销售量和全年目标的关系, 可以预期全年医药 1.44 元的业绩。而由于医药公司的盈利能力正在提高, 所以实际情况可能更好。

现金充裕

子公司利润计入投资收益和公司的支出增加使公司经营性现金流容易让人误解。目前公司帐上现金已经达到 3.8 亿, 非常充裕。

盈利预测与投资评级

公司医药业务在 10-12 年 EPS 为 1.47 元、2.39 元、3.44 元, 整体 EPS 为 1.64 元、2.55 元、3.59 元, 给予“买入”的投资评级。

风险提示

1、政策风险; 2、公司销售情况低于我们预期。

预测及评估

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	628.17	712.40	1667.22	2260.83	2997.05
EBITDA(百万元)	98.74	204.73	615.89	886.55	1200.03
净利润(百万元)	47.01	125.71	447.55	696.21	980.61
净利润增长率	28.51%	167.43%	249.29%	55.56%	40.85%
每股收益(元)	0.216	0.482	1.640	2.551	3.593
市盈率	27.66	55.04	20.41	13.12	9.32
市净率	2.92	12.17	15.14	8.78	5.31
EV/EBITDA	15.74	36.32	14.77	9.28	6.44
每股红利(元)	0.02	0.00	0.02	0.02	0.02
股息率(%)	0.25	0.00	0.06	0.06	0.06

来源: 广西梧州中恒集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	33.47
目标价格(元)	60.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	25.40%	-10.44%	101.99%
沪深 300	13.57%	-6.47%	-23.18%

股票数据

总股本(万股)	27,293.69
流通 A 股(万股)	21,383.09
主要股东:	

广西中恒实业有限公司

主要股东持股比例	22.04%
流通 A 股比例	78.34%

财务比率

ROE	22.14%
ROA	14.60%
资产负债率	61.65%
每股净资产(元)	2.18

2009 年报数据。

总体观点：业绩靓丽，逐步实现预期

公司公布了靓丽的中期业绩：上半年实现营业总收入3.8亿元，去年同期为3.62亿元；实现归属于上市公司股东的净利润1.35亿元，比去年同期增长165.40%；拟向全体股东每10股送2股转增8股，并派发现金红利0.25元。

公司在没有确认地产收入的前提下能得到如此业绩完全符合我们之前预期，说明公司正在逐步实现我们之前的设想，而公司在资本市场上的地位也将伴随业绩的逐步兑现而提升，从而获得应有的估值水平。因此我们仍然强烈建议投资者关注公司，给予“买入”的投资评级，后边是我们对公司中报的详细解读。

医药贡献业绩5毛9，下半年大有看点

公司中报显示受益于主导产品注射用血栓通销量增长，公司制药板块实现营业总收入3.67亿元，比去年同期增长51.81%，实现归属于母公司所有者的净利润1.63亿元，比去年同期增长200%以上。

上半年医药部分贡献业绩为0.59元，其中的利润主要由血栓通贡献，因此我们且用血栓通的销售情况来估计一下全年业绩：上半年5千万支血栓通贡献将近6毛钱业绩；下半年产能限制放开后销售量将明显好于上半年，若全年能实现1.2亿支（5千万支的2.4倍）左右的销售量，则可以实现 $0.6 \times 2.4 = 1.44$ 元的全年医药业绩。

而实际情况可能比上边的预想还乐观一些，因为我们大概还原了医药公司的报表，可以看出医药公司的盈利能力是在不断提升的：

表 1：还原医药公司报表后盈利能力情况

	09 年年报	10 年一季度	10 年中报
毛利率	64.66%	70.44%	81.73%
销售费用率	20.34%	16.55%	13.80%
管理费用率	9.97%	9.74%	11.81%
财务费用率	4.52%	4.17%	2.62%

数据来源：广发证券发展研究中心

毛利率上升主要有两个方面原因：1、高毛利率的血栓通增长远远快于其他品种的增长；2、血栓通代工部分所占的比重在下降，甚至可能很快将消失，因此血栓通本身的整体毛利率也在提高。

销售费用率如我们之前预期那样出现了明显下降，主要是因为公司采取代理销售的方式，费用率较低，伴随血栓通销售额的快速放大，摊薄了以前为OTC产品作的广告费用。

现金充裕

公司在本次中报披露中采取了与以往不同的会计策略，因此容易让人对其经营性现金流情况产生误解：医药子公司上半年为公司贡献了大量利润，但并未和往常一样以子公司利润的方式并表，而是将利润计入了母公司的投资收益，因此没能使经营性现金流的数字有明显改善，同时公司在报告期内又有明显的大宗支出，因此使经营性现金出现较大负值，容易让人产生误解。

目前公司帐上现金已经达到3.8亿，比期初时有了明显增加，资金非常充裕，经营状况稳健。

地产稳健发展，饮料快速推出

目前公司可以销售的项目主要是恒祥三期，若全部销售完成可以给公司贡献将近2亿元的利润。同时公司也披露了钦州100多亩土地的开发计划：在年底可以开始销售。我们认为公司的房地产业务将继续保持稳健经营的趋势。

公司在上半年完成了对双钱的收购，并已经开始了龟苓宝的广告宣传。今年由于生产能力的限制，龟苓宝只能基本覆盖成本，尚难贡献利润。随下半年新生产线的建成，龟苓宝在明年有望开始贡献利润。

盈利预测与投资评级

公司经营情况符合我们之前预期，因此我们没有大幅度调整模型，预测公司医药业务在10-12年贡献EPS为1.47元、2.39元、3.44元，若假设公司房地产业务稳健释放业绩，在不考虑龟苓宝的前提下预测公司整体在10-12年EPS为1.64元、2.55元、3.59元。

自从我们跟踪公司以来，公司各项业务除了国海证券上市慢于我们预期以外其他各项业务均符合预期。公司目前PE水平很低，主要是因为市场尚未充分认识到公司所具有的成长性。伴随公司逐步兑现业绩，我们认为市场也将逐渐承认公司的地位，而给予公司应有的估值水平。因此我们认为公司股价仍然有较大的上升空间，给予“买入”的投资评级，强烈建议投资者关注。

风险提示

- 1、政策风险；
- 2、公司销售情况低于我们预期。

资产负债表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
货币资金	102	170	17	538	
应收账款	49	59	305	189	
预付款项	110	395	478	585	
应收利息	0	0	0	0	
应收股利	0	0	0	0	
其他应收款	29	26	102	71	
存货	283	274	1113	576	
流动资产合计	573	925	2015	1959	
长期股权投资	39	40	40	40	
固定资产	319	365	424	371	
在建工程	1	112	0	0	
无形资产	61	60	67	59	
长期待摊费用	0	0	0	0	
递延所得税资产	153	348	1484	1488	
非流动资产合计	475	616	552	488	
资产总计	1047	1541	2567	2446	
短期借款	251	240	295	0	
应付票据	2	0	0	0	
应付账款	42	82	103	123	
预收款项	155	173	1041	605	
应付职工薪酬	47	73	73	73	
应交税费	40	0	0	0	
应付利息	0	0	0	0	
应付股利	0	0	0	0	
其他应付款	0	0	0	0	
流动负债合计	536	568	1512	801	
长期借款	50	395	59	0	
应付债券	0	0	0	0	
长期应付款	1	1	1	1	
预计负债	0	0	0	0	
递延所得税负债	0	0	0	0	
非流动负债合计	60	396	60	1	
负债合计	596	964	1572	802	
股本	217	261	261	261	
资本公积	147	125	125	125	
盈余公积	81	181	599	1249	
未分配利润	34	81	181	599	
少数股东权益	7	9	9	9	
负债股东权益总计	1047	1541	2567	2446	
每股净资产(元)	2.08	2.21	3.81	6.30	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	712	1667	2261	2997	
营业成本	355	721	877	1096	
营业税金及附加	19	44	60	79	
销售费用	110	216	288	380	
管理费用	70	134	194	267	
财务费用	29	25	23	20	
资产减值损失	(2)	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资收益	0	0	0	0	
营业利润	131	527	819	1154	
营业外收入	0	0	0	0	
营业外支出	131	0	0	0	
利润总额	157	527	819	1154	
所得税费用	157	527	819	1154	
净利润	128	448	696	981	
归属于母公司净利润	126	448	696	981	
少数股东损益	3	0	0	0	
EPS(元)	0.46	1.64	2.55	3.59	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表		单位：百万元			
报表项目	2009	2010E	2011E	2012E	
经营活动现金流量	(28)	182	925	554	
投资活动现金流量	(196)	0	0	0	
筹资活动现金流量	258	(336)	(404)	(47)	
现金及现金等价物净增加额	68	(153)	521	507	
期末现金余额	0	0	0	0	
每股经营活动现金流(元)	(0.13)	0.70	3.54	2.12	

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标					
指标项目	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入增长率	13.41%	134.03%	35.60%	32.56%	
营业利润增长率	88.69%	303.07%	55.56%	40.85%	
毛利率	50.17%	56.76%	61.19%	63.42%	
营业利润率	18.34%	31.58%	36.23%	38.49%	
净利率	17.99%	26.84%	30.79%	32.72%	
净资产收益率	22.13%	45.41%	42.57%	38.44%	
总资产收益率	12.09%	21.49%	33.61%	25.99%	
流动比率	1.07	1.63	1.33	2.45	
资产负债率	62.56%	61.24%	32.77%	41.42%	
所得税税率	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%	

数据来源：公司年报、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。

中恒集团(600252)行情走势



相关研究报告

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路183号 大都会广场36楼	深圳市民田路华融大厦 2501室	北京市月坛北街2号月坛 大厦18层1808室	上海市浦东南路528 号证券大厦北塔17楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

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。