

动态报告

医药保健

制药与生物

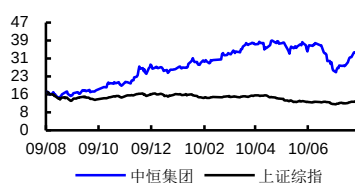
中恒集团(600252)
推荐

2010 年中报点评

(维持评级)

2010 年 8 月 3 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘(元)	33.47
总股本/流通 A 股(百万股)	272.94/213.83
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	9,135.20/7,156.92
上证综指/深圳成指	2,637.50/10,785.35
12 个月最高/最低(元)	38.81/13.83

财务数据

净资产值(百万元)	1,076.01
每股净资产(元)	3.94
市净率	8.49
资产负债率	53.66%
息率	

相关研究报告:

《中恒集团 09 年 3 季报点评: 制药业务如期高速增长》——2009-10-29

《中恒集团: 分享未来三年高成长》——2009-7-15

《中恒集团: 激发业绩释放动力, 助推飞跃式发展》——2009-6-3

分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980207050195

联系人: 陈栋

电话: 021-60933147

E-mail: chendong1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

制药业务体现高盈利能力, 提高业绩预测

●中期 EPS0.51 元拟高送转, 制药业务产生 EPS0.60 元好于预期

上半年实现收入 3.8 亿元, 同比增 5%; 净利润 1.35 亿元, 同比增 164%, 实现 EPS0.51 元; 拟 10 送 2 转 8 股派现 0.25 元。因地产业务尚未结算, 收入增速不具可比性; 制药业务如期高速增长, 盈利能力大幅提升, 贡献 EPS0.60 元远高于整体业绩。ROE12.55%, 因钦州地产业务开工和储备三七药材等因素, 存货增加, 经营现金流暂时性为负。

●上半年核心医药产品的高盈利能力获良好体现

制药业务共取得收入 3.67 亿元、净利润 1.63 亿元, 同比分别增长 52%、205%, 毛利率超过 81%, 净利润率达到了 44%, 同比环比均大幅提升。收入和利润主要来自核心产品血栓通注射液, 预期中的价量齐升态势及盈利能力获良好体现, 但普药在 2 季度销售不甚理想, 拉低了收入增速。

●下半年业绩有望超预期

下半年是血栓通销售旺季, 加之产能问题已全面解决, 其在下半年的销售和利润表现应远好于上半年, 即全年制药业务的业绩可能远超我们之前的保守预测; 普药销售是否好转则需跟踪。提高制药业务 10-11EPS 至 1.25/1.77 元。

地产业务方面, 下半年将进入结算收获期, 维持 10-11EPS0.16/0.16 元。

●风险因素

医药行业政策性风险, 有可能迫使公司提早完成营销模式转型。

●维持“推荐”评级, 目标价 50-53 元

公司的制药和地产业务均处于高速成长期, 上半年收购“双钱”之后成为国内最大的龟苓膏企业, 未来公司的快消保健饮料业务也有望做大做强成为增长点。10-11 年合计 EPS1.42/1.94 元, 其中制药业务贡献 EPS1.25/1.77 元。当前股价 33.5 元对应的 10/11PE 为 23/17x, 对应的制药业务 PE 为 26/18x。估值具有吸引力, 维持“推荐”评级, 目标价 50-53 元(制药业务 11PE28-30x)。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	628.17	712.40	1,324	1,757	2,074
(+/-%)	119.81%	13.41%	85.9%	32.7%	18.1%
净利润(百万元)	47.01	125.71	389	531	626
(+/-%)	28.51%	167.43%	209.1%	36.6%	18.0%
每股收益(元)	0.22	0.48	1.42	1.94	2.29
EBIT Margin	13.65%	26.25%	37.9%	38.5%	38.3%
净资产收益率 (ROE)	10.56%	22.14%	31.8%	33.3%	30.8%
市盈率 (PE)	154.83	69.47	23.6	17.3	14.7
EV/EBITDA	76.73	45.63	18.6	13.9	11.9
市净率 (PB)	16.35	15.38	7.52	5.76	4.52

10 年中期 EPS0.51 元拟高送转，制药业务产生 EPS0.60 元好于预期

上半年实现收入 3.8 亿元，同比增 5%；净利润 1.35 亿元，同比增 164%，实现 EPS0.51 元；拟 10 送 2 转 8 股派现 0.25 元。由于地产业务尚未结算，致整体收入增幅较小，上半年处理酒店业务也带来 1000 多万元损失；但制药业务如期高速增长，盈利能力大幅提升，贡献 EPS0.60 元远高于整体业绩。销售毛利率 81%，较 09 年的 50%和 10Q1 的 70%均有提升，ROE12.55%。

上半年经营回顾：核心医药产品的高盈利能力获 良好体现

制药业务共取得收入 3.67 亿元、净利润 1.63 亿元，同比分别增长 52%、205%，毛利率超过 81%，净利润率达到了 44%。分拆来看：上半年我们估计血栓通销量约 4500 万支，较去年同期约 2700 万支增长 67%；销售额约 3.1 亿元，较去年同期 1.6 亿元增长 94%，体现出预期中的价量齐升良好态势；但普药的 2 季度销售不甚理想，估计上半年收入近 0.6 亿元，低于去年同期的 0.8 亿元。

综合评价：血栓通一枝独秀，体现出其高成长和高盈利能力，上半年制药业务产生的净利润已超过 09 年全年，超过预期；普药销售低于预期。

下半年展望：制药业绩有望超预期

制药业务：

- 下半年是血栓通销售旺季，加之产能问题已完全解决，其在下半年的销售和利润表现理论上应远好于上半年，即全年制药业务的业绩将远超我们之前在保守净利率（28%）测算之下的 EPS1.12 元（未摊薄）；普药的销售是否好转需要跟踪，下半年公司可能加大广告费等投入，但普药尚不影响制药业务业绩。
- 行业政策方面可能存在一些不确定因素（比如新版药价管理办法是否要求执行新的流通差价率），但相信政策的影响是有限的，也符合公司目前正在行进的方向：即提高自身销售队伍建设和管理能力、提高独家产品血栓通出厂价、逐步转变营销模式，如果新政有所要求，只不过加快了这一转变的进程，对盈利能力不会构成实质影响。
- 综合考虑上半年制药业务的良好盈利能力体现，以及可能的政策影响，我们提高制药业务业绩至 EPS1.25 元（按现有股本摊薄），其中提高了血栓通的净利润率水平、降低了普药的收入和毛利预期。

地产业务：

- 上半年土地储备增加，影响了经营性现金流，下半年将进入结算收获期，维持之前预测，即贡献 EPS0.16 元（按现有股本摊薄）。

保健品业务:

- 公司总部所在地——广西梧州，是龟苓膏的正宗产地，龟苓膏兼具凉茶和滋补作用，功效优于王老吉凉茶，但产业规模尚小且分散。在当地政府大力支持下，上半年公司收购了目前最大的“双钱”牌龟苓膏（其前身实际就属于公司旗下的梧州制药厂），公司创新了“龟苓宝”饮品，市场反应不错。该保健饮品业务有望在未来做大并成为有力的业绩增长点。

提高业绩预测，维持“推荐”评级

制药业务预测假设：2010-2012 年血栓通销量分别约 1.2/1.3/1.4 亿支，价格逐年提高；净利润率 40-42%。维持地产业绩 EPS0.16 元。即：

2010-2012 年合计 EPS 提高至 1.42、1.94、2.29 元，其中制药业务贡献 EPS1.25、1.77、2.12 元。

当前股价 33.5 元对应的 10-12PE 为 23、17、15x，对应的制药业务 PE 为 26、18、15x。

公司的制药和地产业务均处于高速成长期，上半年收购“双钱”之后成为国内最大的龟苓膏企业，未来公司的快消保健饮料业务也有望做大做强成为增长点。

当前估值具有吸引力，维持“推荐”评级。目标价 50-53 元（制药业务 11PE28-30x）。

表 1：中恒集团业务预测

	2009	2010	2011	2012
制药业务				
收入	52000	95450	131823	157236
其中：血栓通	37000	80300	114400	137200
其它药品	15000	15150	17423	20036
毛利	33472	72558	101921	123463
毛利率	64.37%	76.02%	77.32%	78.52%
净利率	25.80%	35.76%	36.64%	37.67%
净利润	13414	34135	48298	59227
地产业务				
收入	18181	30000	30000	30000
毛利	1347	10500	10500	10500
毛利率	7.41%	35.00%	35.00%	35.00%
净利率		15.00%	15.00%	15.00%
净利润		4500	4500	450
保健饮品				
收入	0	5000	12000	18000
毛利	0	2500	5000	9000
合计				
收入	70181	130450	173823	205236

收入增长率	13.41%	85.88%	33.25%	18.07%
毛利	34820	85558	117421	142963
毛利率	49.61%	65.59%	67.55%	69.66%

资料来源：国信证券经济研究所

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	128	295	292	450
应收款项	85	163	217	256
存货净额	274	341	424	466
其他流动资产	395	662	878	1037
流动资产合计	883	1462	1811	2209
固定资产	477	655	797	927
无形资产及其他	60	57	55	53
投资性房地产	45	45	45	45
长期股权投资	40	41	42	43
资产总计	1505	2261	2750	3276
短期借款及交易性金融负债	240	250	250	250
应付款项	82	107	133	146
其他流动负债	209	271	356	422
流动负债合计	532	628	739	818
长期借款及应付债券	395	395	395	395
其他长期负债	1	1	1	1
长期负债合计	396	396	396	396
负债合计	928	1024	1135	1214
少数股东权益	9	15	22	31
股东权益	568	1222	1593	2032
负债和股东权益总计	1505	2261	2750	3276

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.48	1.42	1.94	2.29
每股红利	0.14	0.43	0.58	0.69
每股净资产	2.18	4.48	5.84	7.44
ROIC	13%	29%	30%	30%
ROE	22%	32%	33%	31%
毛利率	50%	66%	68%	70%
EBIT Margin	22%	38%	39%	38%
EBITDA Margin	25%	42%	42%	42%
收入增长	13%	86%	33%	18%
净利润增长率	167%	209%	37%	18%
资产负债率	62%	46%	42%	38%
息率	0.4%	1.3%	1.8%	2.1%
P/E	69.8	23.6	17.3	14.7
P/B	15.5	7.5	5.8	4.5
EV/EBITDA	55.1	18.6	13.9	11.9

利润表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	712	1324	1757	2074
营业成本	355	456	568	627
营业税金及附加	19	34	46	54
销售费用	110	203	281	359
管理费用	70	130	185	241
财务费用	29	27	25	23
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	2	3	3	3
其他收入	0	0	0	0
营业利润	131	478	655	774
营业外净收支	27	5	5	5
利润总额	157	483	660	779
所得税费用	29	87	119	140
少数股东损益	3	8	11	12
归属于母公司净利润	126	389	531	626

现金流量表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	126	389	531	626
资产减值准备	10	(1)	(1)	(1)
折旧摊销	18	48	64	76
公允价值变动损失	(2)	(3)	(3)	(3)
财务费用	29	27	25	23
营运资本变动	(217)	(326)	(242)	(161)
其它	(8)	6	8	9
经营活动现金流	(73)	113	357	547
资本开支	(186)	(220)	(200)	(200)
其它投资现金流	(0)	0	0	0
投资活动现金流	(188)	(221)	(201)	(201)
权益性融资	0	382	0	0
负债净变化	345	0	0	0
支付股利、利息	(36)	(117)	(159)	(188)
其它融资现金流	(324)	10	0	0
融资活动现金流	295	276	(159)	(188)
现金净变动	34	167	(4)	158
货币资金的期初余额	94	128	295	292
货币资金的期末余额	128	295	292	450
企业自由现金流	(256)	(87)	177	366
权益自由现金流	(235)	(99)	156	347

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	