

中恒集团 (600252.sh)

10年持续高增长，11年表现出强劲增长趋势

杨挺 分析师

电话: 020-87555888-897

eMail: yt8@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010011

公司公告 10 年年报和 11 年一季度报

公司 2010 年实现营业总收入 14.26 亿元，比去年增长 100.13%，实现净利润 3.99 亿元，同比增长 217%，公司 EPS 为 0.744 元。公司在 2011 年一季度获得净利润 2.15 亿元，同比增长 300%，实现 EPS 0.395 元，扣除非经常性损益后 EPS 为 0.181 元。

2011 年一季度体现出强劲增长趋势

去年下半年经销商担心药品降价是公司去年业绩略低于预期的主要原因，但今年一季度报超过 100% 的医药利润增长说明了公司已经和步长完成了磨合期，我们认为公司完成销售协议中 11 年血栓通销量翻倍的任务问题不大。

盈利能力进一步增强

由于公司制药业务的快速发展，我们认为公司整体毛利率还将继续上行，同时费用率仍然有下降空间。

2011 年看点颇多

制药基地三期工程的建设，将给公司血栓通带来新的产能，并且为其他新品种的产业化提供基础；去水卫矛醇和科博肽的产业化有望在年内实现；公司在年报中提出了股权激励和融资的想法。

盈利预测与投资评级

我们认为公司 11 年-13 年的 EPS 为 1.80 元、2.52 元、3.16 元，给予公司“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、中药材价格上涨风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	712.40	1425.70	2459.70	3177.67	3805.02
增长率 (%)	13.41%	100.13%	72.53%	29.19%	19.74%
EBITDA(百万元)	176	608	1212	1687	2106
净利润(百万元)	125.61	398.57	983.25	1377.62	1723.40
增长率 (%)	168.49%	217.32%	146.69%	40.11%	25.10%
每股收益 (元)	0.481	0.730	1.801	2.524	3.157
市盈率	55.09	48.55	20.10	14.34	11.47
市净率	12.19	14.52	8.53	5.35	3.65
EV/EBITDA	42.14	32.52	16.01	10.95	8.08

数据来源: 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)	36.20
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	11.45%	8.09%	96.74%
沪深 300	2.49%	11.92%	3.86%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

545.87/521.87

主要股东:

广西中恒实业有限公司

主要股东持股比例 11.02%

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

公司公告10年年报及11年一季度报

公司今日公布了2010年年报，全年实现营业总收入14.26 亿元，比去年同期增长100.13%，其中：制药板块实现营业收入9.10 亿元，比去年同期增长76.80%；公司获得利润总额4.74亿元，同比增长201%，实现净利润3.99亿元，同比增长217%，公司EPS为0.744元，每股获得经营性现金净额为0.35元。同时，公司公布了2010年的利润分配方案，每10 股送5.5 股并派发现金红利0.65 元（含税），每10 股转增4.5 股。

公司同时还公布了2011年一季度报告，报告显示公司在2011年一季度获得净利润2.15亿元，同比增长300%，实现EPS0.395元，扣除非经常性损益后EPS为0.181元。

2011年一季度体现出强劲增长趋势

从公司年报来看，公司主要的利润由医药子公司贡献，受益于主力品种血栓通的快速增长，实现了公司业绩的飞跃，增长速度超过200%。

表1：各子公司经营情况

公司名称	业务性质	资产规模	净利润
广西梧州制药（集团）股份有限公司	制造业	184,698.46	30,421.81
广西梧州双钱实业有限公司	制造业	25,121.76	4.51
广西梧州中恒集团建筑工程有限公司	建筑业	1302.10	-16.71
广西亿恒建筑工程有限公司	建筑业	1332.90	38.62
广西梧州市中恒植物药业科技有限公司	种植业	47.81	-2.00
广西梧州市中恒医药有限公司	商业	392.43	-331.53
广西梧州中恒集团钦州北部湾房地产有限公司	房地产	26,480.41	-132.67
广西梧州市美迪臣药业有限公司		1,246.81	-9.73

数据来源：公司公告

公司医药业绩增长虽然迅速，但是依然比我们预期略低，原因是去年3、4季度开始，市场普遍盛传药品降价，使药品经销商普遍降低自己库存，削弱了提货动力。这个也是今年很多医药公司年报低于预期的原因之一。但是随着时间的推移，这一影响已经逐渐消除，进入2011年后，经销商的提货意愿已经恢复到正常水平。

公司2011年和2010年的一季度报告利润扣非后都主要由医药业务贡献，通过比较不难发现公司今年年初已经体现出了明显的增长趋势。

表2：一季度利润情况

	2010年	2009年	增长情况
EPS	0.395	0.103	283%
EPS（扣除非经常性损益）	0.181	0.080	126%

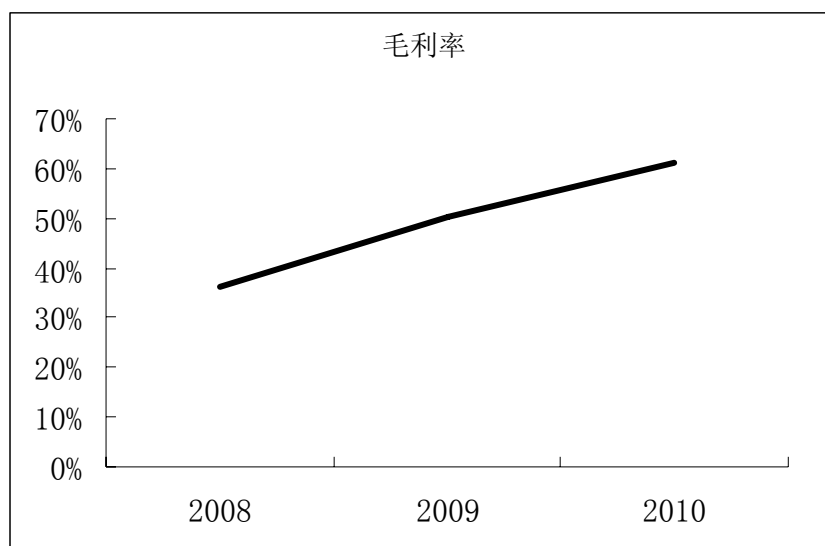
数据来源：公司公告

公司基本上是今年开始和步长集团展开合作，从一季度的增长情况来看，双方已经很快渡过了磨合期。考虑到公司血栓通近年来强劲的上升趋势和步长集团庞大的销售团队，再参考公司一季度的增长速度，我们认为公司完成销售协议中11年血栓通销量翻倍的任务问题不大。

盈利能力进一步增强

公司毛利率近年来一直快速提升，主要原因是公司高毛利率的药品在总销售额中的比例快速上升所致。伴随公司制药工业的进一步发展，毛利率上升趋势还将持续。

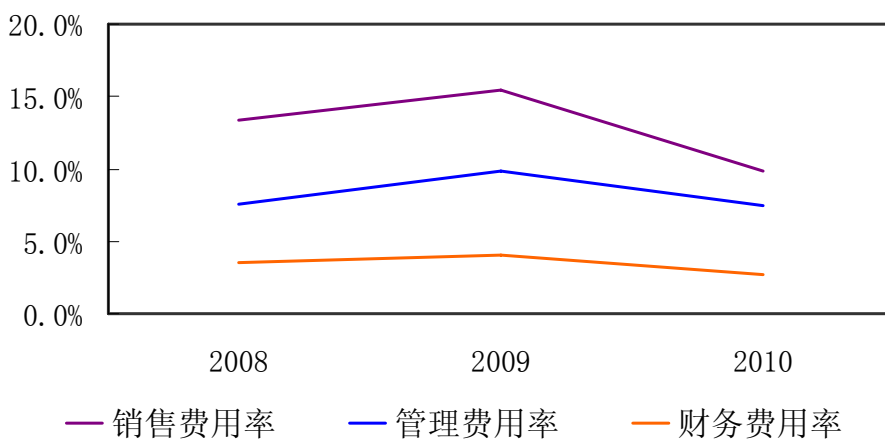
图1：公司毛利率变化情况



数据来源：Wind资讯

从公司费用率来看，近年来也是出于下降的趋势，主要原因是公司采用了代理销售模式，因此销售费用可以明显降低，而随公司销售规模的扩大，管理费用也会被摊薄。公司从今年开始和步长集团进行总代理的合作，将进一步降低销售费用和管理费用，我们认为公司的盈利能力将进一步增强。

图2：公司费用率变化情况



数据来源：Wind资讯

2010年夯实基础，2011年看点颇多

2010年，公司延续了之前的高速增长，在完成了“1833”业绩目标的同时，还为公司持续发展打下了坚实的基础：

- 1、建设了药材种植基地，为平抑药材价格波动作好了准备；
- 2、通过改进工艺，提高质量管理，使公司提取收率进一步提高，保证了公司产品质量处于国内领先水平；
- 3、公司独家产品肿瘤用药注射用去水卫矛醇的研发工作取得突破，产业化生产可期；
- 4、加大科研投入，拟定通络清脑制剂处方，并已初步完成各有效成分的提取研究及制剂研究，申报了肝得乐胶囊、复方蛤蚧口服液、龟苓宝三项发明专利。

进入2011年，公司同样有不少亮点值得我们关注：

- 1、制药基地三期工程的建设，将给公司血栓通带来新的产能，并且为其他新品种的产业化提供基础；
- 2、推进去水卫矛醇的FDA认证，有望实现去水卫矛醇和科博肽的产业化；
- 3、公司在年报中提出了股权激励和融资的想法。

当然，公司和步长集团的合作情况是我们最值得关注的亮点，我们对双方的合作非常看好。

盈利预测与投资评级

公司在10年持续了高速增长后，又在11年年初表现出了强劲的增长趋势，我们非常看好公司和步长集团的合作，经过计算我们认为公司11年-13年的EPS为1.80元、2.52元、3.16元，目前公司股价尚不足20倍。考虑到公司强劲的业绩增长趋势和后续品种储备，我们给予公司“买入”的投资评级，强烈建议投资者关注。

风险提示

- 1、公司所处行业对政策敏感，存在政策风险；
- 2、中药材价格上涨可能使公司成本发生变化。

资产负债表

单位：百万元

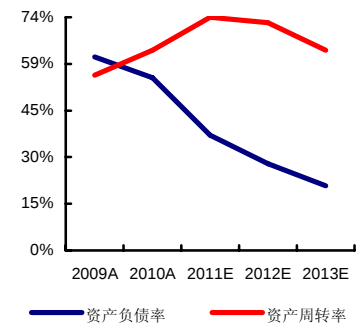
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	883	2,089	2,694	4,027	5,666
货币资金	128	703	1,062	1,990	3,453
应收及预付	480	567	844	1,115	1,175
存货	274	820	788	921	1,039
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	622	878	966	1,080	1,158
长期股权投资	40	49	49	49	49
固定资产	365	564	644	751	832
在建工程	112	77	97	106	106
无形资产	76	156	154	152	149
其他长期资产	29	32	23	23	23
资产总计	1,505	2,967	3,660	5,107	6,824
流动负债	532	878	635	704	699
短期借款	240	415	0	0	0
应付及预收	292	463	635	704	699
其他流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	396	753	705	705	705
长期借款	395	705	705	705	705
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	48	0	0	0
负债合计	928	1,631	1,340	1,409	1,404
股本	261	546	546	546	546
资本公积	125	257	257	257	257
留存收益	181	530	1,513	2,891	4,614
归属母公司股东权益	568	1,333	2,316	3,693	5,417
少数股东权益	9	4	4	4	4
负债和股东权益	1,505	2,967	3,660	5,107	6,824

利润表

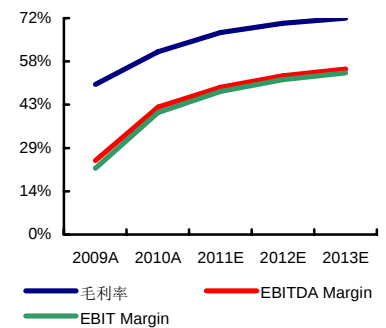
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	712	1426	2460	3178	3805
营业成本	355	554	797	932	1052
营业税金及附加	19	44	71	95	112
销售费用	110	140	220	272	302
管理费用	70	106	194	231	281
财务费用	29	39	0	0	0
资产减值损失	-2	21	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	131	522	1177	1646	2058
营业外收入	34	32	19	23	27
营业外支出	7	79	27	32	36
利润总额	157	474	1169	1638	2049
所得税	29	75	186	260	326
净利润	128	399	983	1378	1723
少数股东损益	3	0	0	0	0
归属母公司净利润	126	399	983	1378	1723
EBITDA	176	608	1212	1687	2106
EPS (元)	0.48	0.73	1.80	2.52	3.16

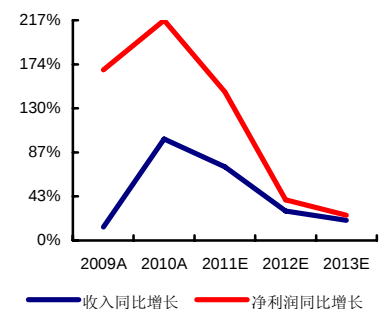
资产负债率趋势



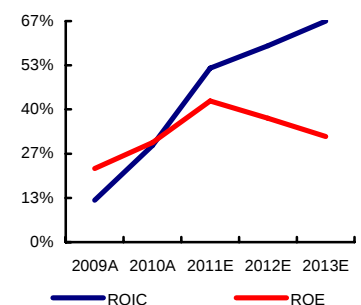
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

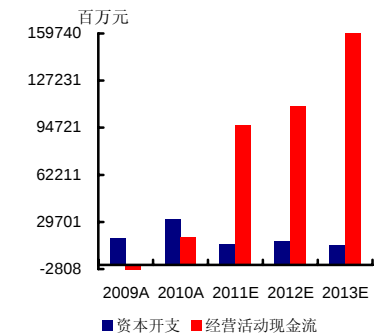
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-28	192	964	1,092	1,597
净利润	128	399	983	1,378	1,723
折旧摊销	18	26	34	40	48
营运资金变动	-196	-290	-72	-335	-183
其它	22	57	18	9	9
投资活动现金流	-196	-379	-140	-163	-135
资本支出	-183	-317	-140	-163	-135
投资变动	-2	-62	0	0	0
其他	-11	0	0	0	0
筹资活动现金流	258	762	-464	0	0
银行借款	995	1,375	-415	0	0
债券融资	-701	-905	-48	0	0
股权融资	0	360	0	0	0
其他	-36	-68	-1	0	0
现金净增加额	34	575	359	928	1,462
期初现金余额	94	128	703	1,062	1,990
期末现金余额	128	703	1,062	1,990	3,453

主要财务比率

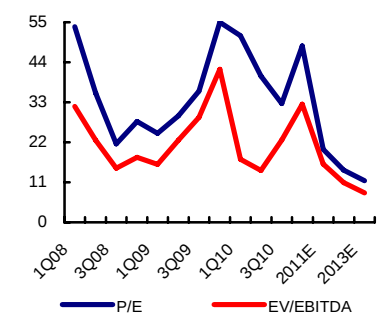
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	13.4%	100.1%	72.5%	29.2%	19.7%
营业利润	88.7%	299.2%	125.8%	39.8%	25.0%
归属于母公司净利润	168.5%	217.3%	146.7%	40.1%	25.1%
获利能力					
毛利率	50.2%	61.2%	67.6%	70.7%	72.4%
净利率	18.0%	28.0%	40.0%	43.4%	45.3%
ROE	22.1%	29.9%	42.5%	37.3%	31.8%
ROIC	12.6%	29.1%	52.4%	59.2%	66.5%
偿债能力					
资产负债率	61.7%	55.0%	36.6%	27.6%	20.6%
净负债比率	87.8%	31.2%	-15.4%	-34.8%	-50.7%
流动比率	1.66	2.38	4.24	5.72	8.11
速动比率	0.40	1.13	2.21	3.41	5.67
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.64	0.74	0.72	0.64
应收账款周转率	23.82	13.00	13.00	13.00	13.00
存货周转率	1.27	1.01	1.01	1.01	1.01
每股指标（元）					
每股收益	0.48	0.73	1.80	2.52	3.16
每股经营现金流	-0.11	0.35	1.77	2.00	2.93
每股净资产	2.18	2.44	4.24	6.77	9.92
估值比率					
P/E	55.1	48.6	20.1	14.3	11.5
P/B	12.2	14.5	8.5	5.4	3.6
EV/EBITDA	42.1	32.5	16.0	11.0	8.1

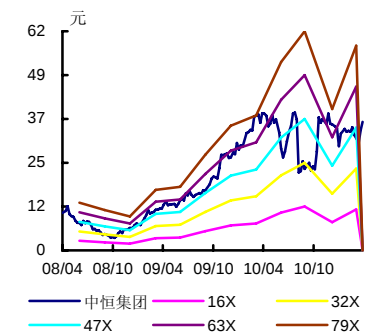
资本支出与经营活动现金流



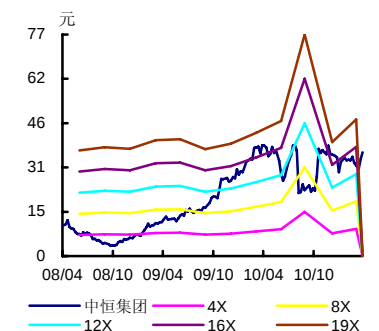
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发医药行业研究小组

葛峰，分析师，广州中医药大学方剂学硕士，2006 年进入广发证券发展研究中心。

杨挺，分析师，天津大学制药工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

吴雅春，研究助理，浙江大学内科学博士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wyc2@gf.com.cn，020-87555888-404

相关研究报告

中恒集团(600252.sh)_公告点评	杨挺	2010-11-06
中恒集团(600252.sh)_季报点评	杨挺	2010-10-26
中恒集团(600252.sh)_公司调研简报	杨挺	2010-08-23

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。

	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：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。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。