

中恒集团 (600252.sh)

业绩大幅增长，与步长分手并未影响公司经营

杨挺 分析师

电话: 020-87555888-8897

eMail: yt8@gf.com.cn

执业编号: S0260511010011

业绩实现大幅增长

公司前三季度营业收入 10.91 亿元 (+96.4%)，归属于上市公司股东的净利润 4.55 亿 (+168.7%)，扣非后净利润同比增长 136.7%，实现 EPS0.417 元。其中 3Q 单季度营业收入 3.39 亿元 (+92%)；归属于上市公司股东的净利润 1.05 亿 (+207.4%)。

制药业务是公司业绩提升的主要动力

母公司三季业绩亏损 0.019 元，且食品公司几乎没贡献业绩，子公司贡献业绩 0.129 元。我们认为子公司贡献利润几乎全为制药业务贡献，由于销售额快速增长，公司销售费用率和管理费用率出现预期中的快速回调，尽管成本压力和地产业务降低公司整体毛利率，但是公司盈利能力还是得到了提升。

血栓通继续保持快速销售趋势，并未受步长解约影响

根据我们模型测算，公司本季度内完成 3 千万-4 千万支左右血栓通销售，考虑到本季度是销售淡季，因此我们认为公司在这一品种上的销售几乎没有收到步长解约的影响，依然保持了快速增长的趋势，全年有很高的可能性完成 2 亿支以上的销量。

盈利预测与投资评级

我们维持在之前报告《核心价值不变，长期趋势不改》中所做的业绩预测，公司 2011 年-2013 年的 EPS 为 0.75 元、1.24 元、1.74 元，目前公司股票 PE 非常低，考虑到公司优秀的基本面和股价之间出现明显背离，强烈建议投资者关注这一投资机会，维持“买入”的投资评级。

风险提示

1、市场情绪有可能造成股价波动；2、公司实现销售目标存在不确定性。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	712.40	1425.70	2153.20	3189.92	4228.03
增长率(%)	13.41%	100.13%	51.03%	48.15%	32.54%
EBITDA(百万元)	176.26	607.95	1066.43	1724.61	2396.03
净利润(百万元)	125.61	398.57	823.70	1355.13	1896.44
增长率(%)	168.49%	217.32%	106.66%	64.52%	39.95%
每股收益(元)	0.48	0.73	0.75	1.24	1.74
市盈率	55.09	48.55	47.98	29.16	20.84
市净率	12.19	14.52	18.33	11.26	7.31
EV/EBITDA	42.14	32.52	36.74	22.15	15.24

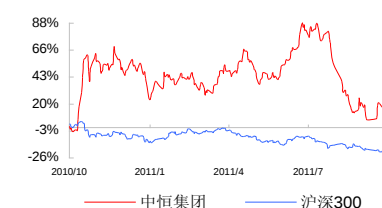
数据来源:广西梧州中恒集团股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	13.01 元
合理价值	26.00 元
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	-11.86	-39.46	-46.22
沪深 300	-9.50	-18.02	-25.69

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	1092/1092
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	100.00%

财务比率

ROE	29.91%
ROA	17.83%
资产负债率	54.96%

2010 年报数据

资产负债表

单位：百万元

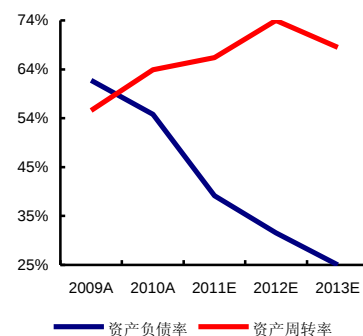
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	883	2,089	2,573	4,066	6,094
货币资金	128	703	1,047	2,024	3,701
应收及预付	480	567	777	1,119	1,280
存货	274	820	749	923	1,114
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	622	878	966	1,080	1,158
长期股权投资	40	49	49	49	49
固定资产	365	564	644	751	832
在建工程	112	77	97	106	106
无形资产	76	156	154	152	149
其他长期资产	29	32	23	23	23
资产总计	1,505	2,967	3,539	5,146	7,252
流动负债	532	878	673	925	1,136
短期借款	240	415	0	0	0
应付及预收	292	463	673	925	1,136
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	1,378	1,630	1,841
股本	261	546	1,092	1,092	1,092
资本公积	125	257	257	257	257
留存收益	181	530	808	2,163	4,059
归属母公司股东权益	568	1,333	2,156	3,511	5,408
少数股东权益	9	4	4	4	4
负债和股东权益	1,505	2,967	3,539	5,146	7,252

利润表

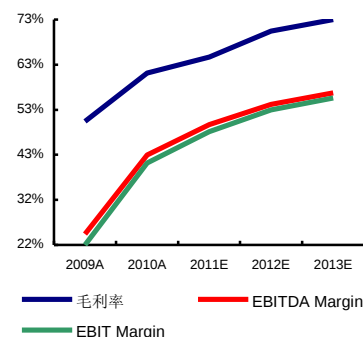
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	712	1426	2153	3190	4228
营业成本	355	554	758	935	1128
营业税金及附加	19	44	34	45	59
销售费用	110	140	197	298	377
管理费用	70	106	132	229	315
财务费用	29	39	44	64	84
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	988	1620	2264
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	979	1611	2255
所得税	29	75	156	256	358
净利润	128	399	824	1355	1896
少数股东损益	3	0	0	0	0
归属母公司净利润	126	399	824	1355	1896
EBITDA	176	608	1066	1725	2396
EPS (元)	0.48	0.73	0.75	1.24	1.74

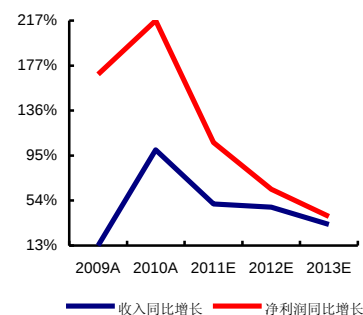
资产负债率趋势



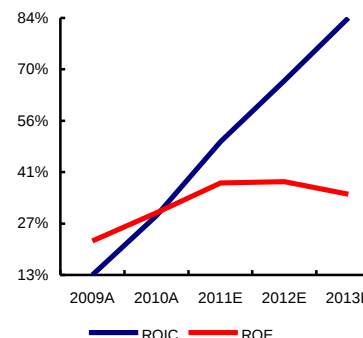
经营利润率趋势



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

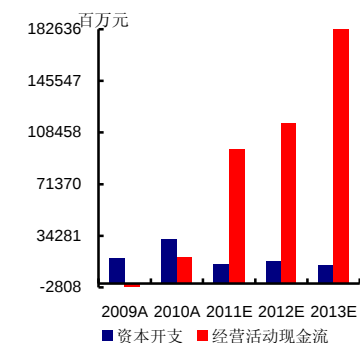
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-28	192	964	1,154	1,826
净利润	128	399	824	1,355	1,896
折旧摊销	18	26	34	40	48
营运资金变动	-196	-290	73	-265	-141
其它	22	57	32	23	24
投资活动现金流	-196	-379	-141	-164	-135
资本支出	-183	-317	-140	-163	-135
投资变动	-2	-62	0	0	0
其他	-11	0	0	0	0
筹资活动现金流	258	762	-479	-14	-14
银行借款	995	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	-15	-14	-14
现金净增加额	34	575	345	976	1,677
期初现金余额	94	128	703	1,047	2,024
期末现金余额	128	703	1,047	2,024	3,701

主要财务比率

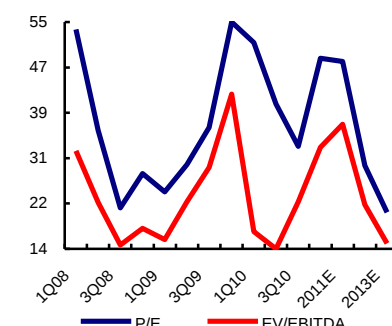
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	13.4%	100.1%	51.0%	48.1%	32.5%
营业利润	88.7%	299.2%	89.4%	64.0%	39.8%
归属于母公司净利润	168.5%	217.3%	106.7%	64.5%	39.9%
获利能力					
毛利率	50.2%	61.2%	64.8%	70.7%	73.3%
净利率	18.0%	28.0%	38.3%	42.5%	44.9%
ROE	22.1%	29.9%	38.2%	38.6%	35.1%
ROIC	12.6%	29.1%	49.7%	66.7%	84.2%
偿债能力					
资产负债率	61.7%	55.0%	39.0%	31.7%	25.4%
净负债比率	87.8%	31.2%	-15.9%	-37.5%	-55.4%
流动比率	1.66	2.38	3.82	4.39	5.37
速动比率	0.40	1.13	2.00	2.64	3.76
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.64	0.66	0.73	0.68
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	0.75	1.24	1.74
每股经营现金流	-0.11	0.35	0.88	1.06	1.67
每股净资产	2.18	2.44	1.98	3.22	4.95
估值比率					
P/E	55.1	48.6	48.0	29.2	20.8
P/B	12.2	14.5	18.3	11.3	7.3
EV/EBITDA	42.1	32.5	36.7	22.2	15.2

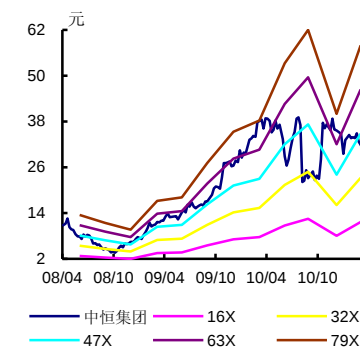
资本支出与经营活动现金流



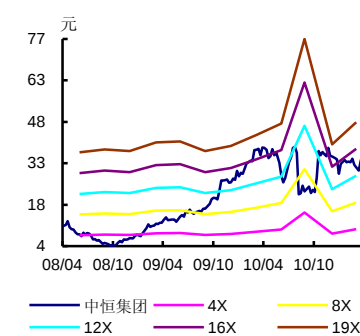
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发医药行业研究小组

贺莉颖，分析师，复旦大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。

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，020-87555888-8404。

相关研究报告

中恒集团(600252.sh): 预增公告基本符合预期，全年继续维持高速增长	杨挺	2011-07-08
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	2011-04-21
中恒集团(600252.sh): 销售协议重大利好，公司将迎来业绩和估值水平双提升	杨挺	2010-11-06

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。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

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。

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，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。