

生物医药行业 公司研究报告

中恒集团 (600594)

评级: 增持

收盘价 (元) 12.36
目标价 (元) 14.10

血栓通渠道重建, 地产剥离大幅提升业绩

市场数据

52 周内最高价 (元) 22.85
52 周内最低价 (元) 7.62
市净率 0.00
总股本 (亿股) 10.92
流通 A 股 (亿股) 10.92
流通 B 股或 H 股 (亿股) 0.00
总市值 (亿元) 137.89
流通 A 股市值 (亿元) 134.94
流通 B 股或 H 股市值 (亿元) 0.00

相对股价表现



生物医药研究小组

证书编号 S0120512050001

郑一宁

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

联系人

杨莹

8621-68761616-8565

yangying@tebon.com.cn

傅涛

8621-68761616-8682

futao@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

投资要点:

- **血栓通渠道重建, 销售恢复正常:** 2010年, 公司与山东步长医药公司签订合作协议, 希望利用步长强大的销售队伍和网络, 提高血栓通的市场占有率, 增加对空白市场的覆盖。2011年8月, 解除了原《产品总经销协议》, 并收回血栓通的销售权。由于发生了一些步长渠道经销商的退货, 去年四季度业绩发生下滑, 累计存货预计达5000万支左右。与步长解除协议之后, 公司竭力重建自身的销售渠道, 今年一季度销售已经逐渐恢复正常, 考虑到今年一季度的特殊性, 我们预计2012年全年销售1.5亿支左右。
- **地产业务剥离, 大幅提升12年业绩:** 公司在2010年就对房地产业务有剥离的想法, 以规避房地产政策带来的经营风险。2012年上半年, 分别将两个房地产的子公司出售。两个子公司的出售一共给公司贡献投资收益约4.47亿元, 合计增厚税后EPS0.35元。公司的大部分房地产业务已经剥离, 目前还剩下恒祥豪苑的楼盘尚在销售。公司2012年一季度存货有13亿, 大部分都是房地产的楼盘, 随着这些楼盘的销售, 存货会慢慢减少。
- **保健食品龟苓膏, 两广以外市场拓展是新的增长点:** 公司的保健食品主要有双钱牌龟苓膏和龟苓宝饮料, 在两广地区销售占比较大, 这和当地人的饮食和生活习惯有一定的关系。公司想学习王老吉, 期待能把龟苓膏推广到全国市场, 在上海等地使用平面广告等方式进行营销宣传。同时, 公司还推出龟苓宝饮料的产品, 方便饮用, 未来两广以外区域的拓展是新的增长点。
- **普药竞争激烈, 基数低, 有望快速增长:** 公司普药产品主要有中华跌打丸、妇炎净等产品, 普药市场品类众多, 竞争异常激烈, 中华跌打丸有一定的品牌影响力, 2011年销售收入达到4576万元, 预计2014年实现过亿收入。妇炎净2011年销售收入仅为867万, 基数较低, 具有成长空间。
- **风险提示:** 1. 洛铂的临床四期进展不顺利的风险; 2. 中药注射剂安全性的风险; 3. 基础市场拓展不顺利的风险。
- **盈利预测及估值分析:** 按照上述假设, 预计2012-2014年的营业收入分别为15.97, 20.80和26.18亿元; 归属于母公司净利润分别为9.01, 7.46和9.34亿元; 每股收益分别为0.82, 0.68和0.86元。剔除2012年房地产剥离带来的非经常性投资收益之后的EPS为0.47元, 给予2012年30倍PE, 目标价为14.10元, 增持评级。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1425.70	1150.55	1597.41	2079.59	2617.90
收入增幅 (%)	100.13%	-19.30%	38.84%	30.19%	25.89%
净利润	370.84	374.93	901.05	745.56	934.47
净利增幅 (%)	195.24%	1.10%	140.32%	-17.26%	25.34%
毛利率 (%)	58.88%	68.66%	70.83%	70.37%	70.05%
ROE (%)	28.44%	18.77%	35.76%	25.25%	26.74%
摊薄 EPS (元)	0.340	0.343	0.825	0.683	0.856

1. 血栓通渠道重建，销售恢复正常

2010 年，公司与山东步长医药公司签订合作协议，希望利用步长强大的销售队伍和网络，提高血栓通的市场占有率，增加对空白市场的覆盖。11 月 5 日，梧州制药与山东步长医药公司签订了《产品总经销协议》，由山东步长医药公司作为梧州制药的产品在中国大陆地区的、独家排他的总经销商。公司过去的产品销售主要集中在三级以上医院，对于低端的基础医疗市场营销网络和渠道缺乏，步长在全国范围内的基药市场具有强大的网络体系，因此公司希望能够达到互补的效果。双方约定 2011 年销售血栓通 23 亿元，但是 2011 年上半年只销售了 5.8 亿元，远远低于预期。在各方因素考虑下，公司于 2011 年 8 月 26 日，与步长公司签订《协议书》，解除了原《产品总经销协议》，并收回血栓通的销售权。由于发生了一些步长渠道经销商的退货，去年四季度业绩发生下滑，累计存货预计达 5000 万支左右。与步长解除协议之后，公司竭力重建自身的销售渠道，将影响降到最低。今年一季度销售已经逐渐恢复正常，2 季度初即把去年销售退回的存货全部销售。预计上半年销售血栓通 6000 万支。血栓通属于心脑血管用药，具有一定的季节性，根据公司过去的经验，一般下半年比上半年销售增加 20%左右，考虑到今年一季度的特殊性，我们预计 2012 年全年销售 1.5 亿支左右。

公司血栓通产品一直采用底价销售的方式，出厂价偏低，交由代理商完成后续的销售工作。今年 3 月，国家出台了《药品流通环节价格管理暂行办法》，对流通环节的药品差价率作了新的规定，大大压缩了流通环节的利润，也对底价销售模式的产品和企业造成了一定的冲击。因此，公司也相应地做了调整，由过去的低开票转为高开票，因此销售收入可能会出现与销量不匹配的增长。但这只是形式上的高开，所增加的销售收入要在销售费用上弥补给代理商，反而增加了增值税的成本，总体来看，对利润影响不大。

血栓通是国家基本药物目录，销售受到各地招标情况的影响，目前来看，全国各省市基本都已经中标，只有福建省尚未中标。各地政府的公关工作是影响公司业绩的重要因素，公司董事长也在亲自主管这部分事务，需要密切关注各地中标情况。今年上半年，四川省实现突破，销售已经实现过亿。

2. 地产业务剥离，大幅提升 12 年业绩

公司在 2010 年就对房地产业务有剥离的想法，以规避房地产政策带来的经营风险。2012 年上半年，分别将两个房地产的子公司出售。3 月 10 日，公司通过协议方式将全资子公司广西梧州中恒房地产开发有限公司的 100% 股权以 54,600 万元的价格转让予公司控股股东广西中恒实业有限公司和梧州市华凯房地产开发有限公司。6 月份，公司与柳州市市政工程集团有限公司在广西梧州签署了《股权转让合同》，中恒集团以协议转让方式将公司所持有的广西梧州中恒集团钦州北部湾房地产有限公司的 100% 股权以 85,000 万元的价格转让予柳州市市政工程集团。两个子公司的出售一共给公司贡献投资收益约 4.47 亿元，合计增厚税后 EPS0.35 元。

公司的大部分房地产业务已经剥离，后续的地产资源已经比较少了，很难再像今年这样有大规模的投资收益。目前还剩下恒祥豪苑的楼盘尚在销售，由于楼盘处于部分销售状态，所以尚未剥离。公司 2012 年一季度存货有 13 亿，大部分都是房地产的楼盘，随着这些楼盘的销售，存货会慢慢减少。

3. 保健食品龟苓膏，增长还看两广以外地区的拓展

公司的保健食品主要有双钱牌龟苓膏和龟苓宝饮料，龟苓膏属于快速消费品，而梧州地区是龟苓膏的发源地，因此龟苓膏在两广地区销售占比较大，这和当地人的饮食和生活习惯有一定的关系。王老吉凉茶是这一行业的榜样，将凉茶推向全国市场，通过成功的营销策略将王老吉降火的功能深入人心。公司也想学习王老吉，期待能把龟苓膏推广到全国市场，在上海等地使用平面广告等方式进行营销宣传。同时，公司还推出龟苓宝饮料的产品，一改过去龟苓膏胶体状的形态，饮料方便饮用，便于携带。但是，龟苓宝饮料和传统的龟苓膏形态不一样，在消费者认可方面也会存在一定的风险。目前龟苓膏和龟苓宝饮料销售收入基数较低，2011 年合计销售 6900 多万。通过对两广以外市场的拓展，有望实现快速增长。

4. 普药竞争激烈，基数低，有望快速增长

公司普药产品主要有中华跌打丸、妇炎净等产品，普药市场品类众多，竞争异常激烈，中华跌打丸有一定的品牌影响力，是国内为数不多的以“中华”命名的产品之一。2011 年销售收入达到 4576 万元，预计 2014 年实现过亿收入。妇炎净 2011 年销售收入仅为 867 万，基数较低，具有成长空间。其他普药系列 2011 年销售收入达 6453 万元，品种较多，单个品种的收入都不高，有望实现快速增长。

5. 风险提示和盈利预测

风险提示

- 1、血栓通渠道重建不顺利，基层市场开拓受阻的风险；
- 2、中药注射剂安全性的风险；
- 3、保健品和普药销售低于预期的风险。

图表 1: 公司分产品收入预测

项目	2011H	2011A	2012E	2013E	2014E
血栓通系列(百万元)	578.25	820.66	1189.96	1546.94	1933.68
增长率(%)		-58.08%	45.00%	30.00%	25.00%
毛利率(%)	81.47%	82.97%	83.00%	83.00%	83.00%
龟苓膏系列(百万元)	27.09	65.76	105.22	168.35	252.52
增长率(%)		42.75%	60.00%	60.00%	50.00%
毛利率(%)	31.54%	27.02%	30.00%	30.00%	30.00%
龟苓保饮料系列(百万元)	1.26	4.06	7.31	11.69	15.20
增长率(%)		122.22%	80.00%	60.00%	30.00%
毛利率(%)	34.31%	22.19%	23.00%	25.00%	27.00%
其他普药系列(百万元)	31.73	64.53	80.66	100.83	126.04
增长率(%)		3.37%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率(%)	0.51%	11.93%	12.00%	13.00%	13.00%
中华跌打丸(百万元)	17.58	45.76	68.64	89.23	111.54
增长率(%)		60.30%	50.00%	30.00%	25.00%
毛利率(%)	59.62%	63.64%	63.00%	63.00%	63.00%
妇炎净系列(百万元)	2.97	8.67	13.01	18.21	23.67
增长率(%)		91.92%	50.00%	40.00%	30.00%
毛利率(%)	50.59%	55.56%	55.00%	53.00%	53.00%
其他食品系列(百万元)	1.54	5.44	9.25	14.80	19.24
增长率(%)		153.25%	70.00%	60.00%	30.00%
毛利率(%)	19.68%	12.75%	12.00%	12.00%	12.00%
房地产销售(百万元)	83.67	117.50	123.38	129.54	136.02
增长率(%)		-59.57%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率(%)	46.19%	34.51%	40.00%	35.00%	35.00%
营业收入合计(百万元)	752.03	1,150.55	1,597.41	2,079.59	2,617.90
增长率(%)		-47.01%	38.84%	30.19%	25.89%
毛利率(%)	71.14%	68.66%	70.83%	70.37%	70.05%

资料来源: 德邦证券研究所

估值和投资建议

按照上述假设, 预计 2012-2014 年的营业收入分别为 15.97, 20.80 和 26.18 亿元; 归属于母公司净利润分别为 9.01, 7.46 和 9.34 亿元; 每股收益分别为 0.82, 0.68 和

0.86 元。剔除 2012 年房地产剥离带来的非经常性投资收益之后的 EPS 为 0.47 元，给予 2012 年 30 倍 PE，目标价为 14.10 元，增持评级。

图表 2：公司未来三年预测财务数据摘要

财务和估值数据摘要						
单位: 百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	712.40	1425.70	1150.55	1597.41	2079.59	2617.90
增长率 (%)	13.41%	100.13%	-19.30%	38.84%	30.19%	25.89%
归属母公司股东净利润	125.61	370.84	374.93	901.05	745.56	934.47
增长率 (%)	168.49%	195.24%	1.10%	140.32%	-17.26%	25.34%
每股收益 (EPS)	0.115	0.340	0.343	0.825	0.683	0.856
每股股利 (DPS)	0.023	0.056	0.308	0.347	0.287	0.360
每股经营现金流	-0.026	0.176	-0.343	2.031	-1.091	2.292
销售毛利率	50.17%	58.88%	68.66%	70.83%	70.37%	70.05%
销售净利率	17.99%	26.04%	32.52%	56.30%	35.78%	35.62%
净资产收益率 (ROE)	22.13%	28.44%	18.77%	35.76%	25.25%	26.74%
投入资本回报率 (ROIC)	19.76%	42.39%	21.87%	26.16%	145.94%	37.83%

图表 3：公司未来三年财务报表预测

报表预测						
利润表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	712.40	1425.70	1150.55	1597.41	2079.59	2617.90
减：营业成本	355.02	586.27	360.55	465.97	616.11	783.97
营业税金及附加	18.87	44.39	28.34	39.34	51.22	64.48
营业费用	110.25	139.80	218.33	266.03	353.53	458.13
管理费用	70.34	105.92	122.28	179.73	207.96	235.61
财务费用	28.96	38.86	63.29	0.65	-24.62	-21.50
资产减值损失	-1.61	21.09	-0.63	-0.21	0.00	0.00
加：投资收益	0.03	-0.44	1.78	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.02	-0.02	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	130.63	488.91	360.18	645.91	875.39	1097.21
加：其他非经营损益	26.81	-47.22	94.11	417.02	0.00	0.00
利润总额	157.44	441.69	454.29	1062.92	875.39	1097.21
减：所得税	29.31	70.47	80.10	163.65	131.31	164.58
净利润	128.13	371.22	374.19	899.27	744.09	932.63
减：少数股东损益	2.52	0.37	-0.74	-1.78	-1.47	-1.85
归属母公司股东净利润	125.61	370.84	374.93	901.05	745.56	934.47
资产负债表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	170.17	858.25	787.23	2123.09	618.53	2734.28
应收和预付款项	479.97	593.30	332.04	800.21	686.36	1196.08
存货	274.41	819.62	1507.82	-455.16	1847.01	-75.95

其他流动资产	0.32	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	40.10	47.60	24.66	24.66	24.66	24.66
投资性房地产	23.87	22.85	22.11	18.53	14.95	11.37
固定资产和在建工程	476.71	614.84	845.40	752.28	658.94	565.61
无形资产和开发支出	75.54	155.80	159.30	142.18	125.07	107.96
其他非流动资产	0.00	0.00	468.98	457.51	446.03	446.03
资产总计	1541.09	3112.26	4147.55	3863.29	4421.55	5010.04
短期借款	240.00	415.00	835.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	328.19	636.45	427.09	457.03	584.36	632.73
长期借款	395.00	705.00	542.00	542.00	542.00	542.00
其他负债	0.98	48.10	343.03	343.03	343.03	343.03
负债合计	964.16	1804.55	2147.12	1342.06	1469.39	1517.76
股本	260.94	545.87	1091.75	1091.75	1091.75	1091.75
资本公积	125.40	256.71	365.08	365.08	365.08	365.08
留存收益	181.35	501.16	540.38	1062.96	1495.37	2037.33
归属母公司股东权益	567.68	1303.74	1997.20	2519.79	2952.19	3494.16
少数股东权益	9.24	3.97	3.23	1.45	-0.03	-1.87
股东权益合计	576.93	1307.71	2000.43	2521.24	2952.16	3492.29
负债和股东权益合计	1541.09	3112.26	4147.55	3863.29	4421.55	5010.04
现金流量表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	-27.95	191.64	-373.96	2217.16	-1191.03	2501.76
投资性现金净流量	-195.94	-379.22	-229.17	352.81	0.00	0.00
筹资性现金净流量	258.26	762.07	427.34	-1234.11	-313.53	-386.01
现金流量净额	34.37	574.53	-175.80	1335.86	-1504.56	2115.75

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
 中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
 回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
 增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
 中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$

减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅>10%

特别声明

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。