

2014 年 10 月 21 日

证券研究报告·公司研究·医药生物

买入(维持)

当前价: 14.31 元



中恒集团(600252) 2014 年三季报点评

前三季度净利润快速增长, 超市场预期

投资要点

- **事件:** 2014 年前三季度公司营业收入、扣非后净利润分别为 26.2 亿元、7.4 亿元, 同比增长-12.8%、43.2%; 第三季度公司营业收入、扣非后净利润分别为 8.3 亿元、2.4 亿元, 同比上升-42.9%、68.6%; 14 年前三季度扣非后基本每股收益为 0.67 元, 同比增长 31.6%。
- **财务状况:** 前三季度营业收入出现了负增长(-12.8%), 主要是公司调整销售模式, 该现象在第二季度起就有所体现, 第二、三单季度的营业收入增速均为负。公司的核心产品注射用血栓通在基层市场的推广顺利, 单品销量约 2 亿支, 销售收入增长 30%左右, 对营业收入及利润增长贡献很大。而扣非后净利润增速远高于营业收入增速, 主要是受到原材料三七价格下降的影响, 其次是对期间费用率的良好控制。由于公司当前正在对营销模式进行调整, 使得销售费用下降 39.3%; 而管理费用则是受研发费用及土地费用摊销增加影响, 增长约 34.6%, 由于基数较小对整体利润影响有限。
- **注射用血栓通增长仍将持续, 利润增长仍将受益于三七降价。** 1) “老龄化+基层市场”保证产品增长空间。我国人口老龄化使得心脑血管疾病市场扩大, 而该品种属于基药独家剂型, 推广优势明显。上半年 PDB 数据显示样本医院增长 10%左右, 可见其增长点主要在基层市场, 全年增速约 30%。目前在新开发的基层市场推广初期主要销售小剂量产品(100mg 规格), 后期 150mg 及 250mg 的销量可能会逐渐上升。故而我们预计该产品的销量或持续增长; 2) **公司利润增长仍将持续受益于三七降价。** 三七(云南 120 头春七)价格已从最高每公斤 700 多元下降到 130 元左右, 且 2014 年以来三七单价均在 500 元/公斤以下运行, 低于 2013 年的平均价格水平, 这使得注射用血栓通利润空间大幅上升。且随着今年三七的产新上市, 或将持续改善公司成本。
- **解决产品线问题成为当前的战略重点。** 产品单一是公司目前最希望迫切解决的问题, 所以将并购作为战略重点来抓, 希望能通过并购来改善产品结构。1) 继续通过**设立并购基金来降低并购风险**。据公告, 目前已经与中恒实业、北京盛世景等达成框架协议, 将按照 29%、20%、51%的份额出资来设立并购基金; 2) 与云南特安呐签订了补充协议, 将特安呐公司的业务剥离期限延长到今年的 12 月底。如剥离工作能顺利完成, 届时仍按照原合同约定的价款及条件对特安呐完成收购; 3) 与北大合作单细胞测序, 主要涉及癌症早期诊断和生育检测, 也体现了公司长远的战略眼光; 4) **参股全球领先口服胰岛素公司**, 前景值得期待。口服胰岛素研发成功后不仅享受糖尿病市场容量增长, 更重要的是对注射胰岛素的替代, 市场容量难以想象。如研发及上市顺利, 中恒将独享国内口服胰岛素市场。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3996.70	4636.17	5331.59	6131.33
增长率	105.41%	16.00%	15.00%	15.00%
归属母公司净利润(百万元)	742.52	967.54	1125.54	1315.25
增长率	8.57%	30.31%	16.33%	16.86%
每股收益 EPS(元)	0.68	0.89	1.03	1.21
净资产收益率 ROE	20.15%	22.66%	22.75%	22.91%
PE	21	16	14	12
PB	4.24	3.66	3.16	2.72

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 023-63812537

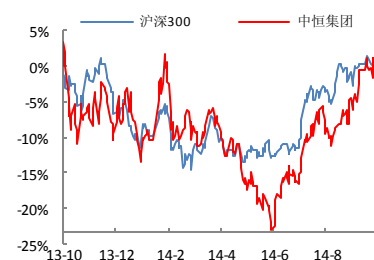
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

研究助理: 何治力

电话: 023-67898264

邮箱: hzl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	10.92
流通 A 股(亿股)	10.92
52 周内股价区间(元)	10.84-15.16
总市值(亿元)	156.23
总资产(亿元)	60.47
每股净资产(元)	3.45

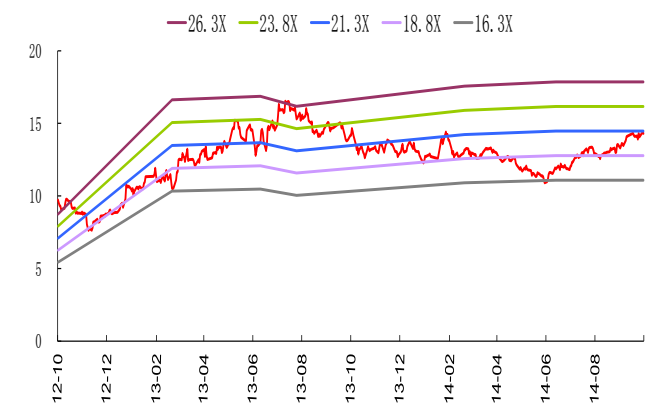
相关研究

1. 中恒集团(600252): 参股全球领先口服胰岛素公司, 改善产品结构 (2014-08-14)
2. 中恒集团(600252): 业绩增长稳定, 并购值得期待 (2014-07-25)
3. 中恒集团(600252): 注射用血栓通持续高增长, 降价影响或有限 (2014-03-14)
4. 中恒集团(600252): 血栓通在高端医院放量及盈利能力提升, 迎来双重利好 (2013-11-15)

请务必阅读正文后的免责声明部分

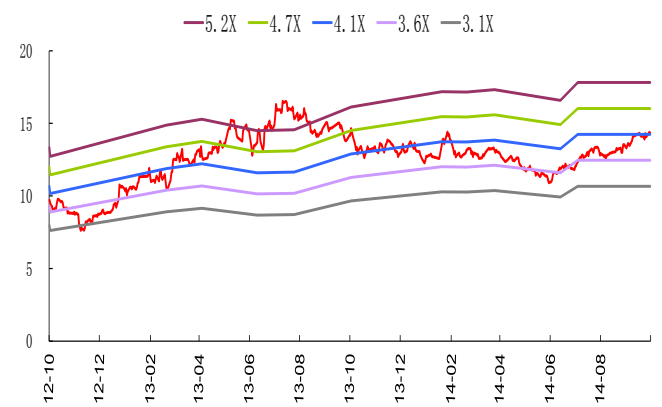
- **估值分析与投资策略。**我们认为注射用血栓通市场仍有增长的空间，特别是受原材料三七价格下降影响，利润空间逐渐增大，能有效地应对降价风险。此外，并购也是公司值得期待的亮点。我们预计14年、15年、16年EPS为0.89元、1.03元、1.21元，对应的市盈率为16倍、14倍、12倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**1）产品单一风险；2）并购进展或低于预期。

图 1：公司 PE-Band 分布



数据来源：Wind,西南证券

图 2：PB-Band 分布



数据来源：Wind,西南证券

附：财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	536.67	46.36	690.48	636.26	营业收入	3996.7	4636.17	5331.59	6131.33
应收和预付款项	868.81	925.33	1148.93	1249.11	减：营业成本	769.54	774.24	917.03	1085.25
存货	879.49	1801.73	1373.99	2384.26	营业税金及附加	86.52	100.36	115.42	132.73
其他流动资产	302.00	302.00	302.00	302.00	营业费用	2148.3	2217.02	2452.53	2771.36
长期股权投资	6.70	6.70	6.70	6.70	管理费用	194.37	278.17	373.21	429.19
投资性房地产	2.23	1.87	1.52	1.17	财务费用	61.58	39.49	10.84	-14.62
固定资产和在建工程	1555.05	1382.43	1209.82	1037.21	资产减值损失	1.54	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	16.81	-31.93	-80.66	-129.39	加：投资收益	7.89	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1505.44	1496.37	1487.30	1487.30	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	5673.19	5930.88	6140.09	6974.63	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	1014.00	709.07	0.00	0.00	营业利润	742.71	1226.89	1462.56	1727.42
应付和预收款项	703.87	637.67	806.34	755.53	加：其他非经营损益	136.36	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	879.07	1226.89	1462.56	1727.42
其他负债	262.42	262.42	262.42	262.42	减：所得税	137.56	184.03	219.38	259.11
负债合计	1980.29	1609.16	1068.76	1017.95	净利润	741.51	1042.85	1243.17	1468.31
股本	1091.75	1091.75	1091.75	1091.75	减：少数股东损益	-1.00	-1.41	-1.68	-1.98
资本公积	954.02	954.02	954.02	954.02	归属母公司股东净利润	742.52	1044.26	1244.85	1470.29
留存收益	1639.29	2269.52	3020.80	3908.13	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	3685.06	4315.28	5066.56	5953.90	经营性现金净流量	945.40	267.85	1857.29	513.81
少数股东权益	4.03	2.62	0.94	-1.04	投资性现金净流量	-946.4	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	3689.09	4317.90	5067.50	5952.86	筹资性现金净流量	-19.05	-758.16	-1213.17	-568.03
负债和股东权益合计	5669.37	5927.06	6136.27	6970.81	现金流量净额	-20.09	-490.31	644.12	-54.21

数据来源：西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
邮箱：research@swsc.com.cn