

中恒集团(600252)
强烈推荐
行业：中药

业绩高增长有保障，等待估值修复

近期，受国海证券股价上涨和市场重新关注低估值大股票的影响，公司股价持续上涨。我们重申坚定看好公司的逻辑：血栓通基层放量+三七成本下降保障业绩高增长，低估值终将得到修复。扣除国海证券股权价值，当前公司仅180亿左右的市值，对应15年15倍PE，仍处于中药股中最低估值区域，未来依然有很大的修复空间。自我们深度报告发布以来，公司股价已经上涨超50%，我们认为目前股价依然低估，维持强烈推荐！

投资要点：

- ✧ **基层放量驱动血栓通成长。** 市场一直担心血栓通受医控费的影响增速将会大幅下滑，但我们认为医控费的影响更多在二、三级医院，而基层渠道的快速放量将推动未来血栓通的成长。我们看好在基层药品市场扩容的背景下，血栓通大力做强基层的发展战略，预计血栓通未来两年仍能维持15-20%左右的增速。
- ✧ **三七价格继续走低，提升未来毛利水平。** 受前期农户大面积扩种的三七大量上市的影响，三七价格从2013年底以来持续下行。三七(60头)的价格从最高的870元/公斤已跌至150元/公斤。预计公司去年的三七使用成本大约650元/公斤，今年降至430元/公斤左右，而未来两年的有望继续下降250元/公斤左右。三七成本的下降，将提升未来毛利水平。
- ✧ **口服胰岛素并不遥远。** 市场上认为口服胰岛素离在中国上市销售的时间很遥远，但我们认为Oramed的口服胰岛素临床实验招募志愿者较容易，且临床观察期短，临床实验速度会较快。未来只要口服胰岛素FDA临床IIb的结果良好，并顺利进入FDA临床III期，口服胰岛素的巨大市场空间将会给公司的估值带来极大的弹性。

风险提示：药品降价的风险，医控费趋严的风险

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3997	3319	4026	4374
收入同比(%)	105%	-17%	21%	9%
归属母公司净利润	743	942	1222	1562
净利润同比(%)	9%	27%	30%	28%
毛利率(%)	80.7%	77.6%	80.2%	86.9%
ROE(%)	20.1%	17.6%	19.5%	20.9%
每股收益(元)	0.64	0.81	1.06	1.35
P/E	25.52	20.12	15.51	12.13
P/B	5.14	3.54	3.02	2.53
EV/EBITDA	20	16	12	9

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：张雷

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：池陈森

S0960114060018

0755-82026729

chichensen@china-invs.cn

6 - 12个月目标价： 19.00

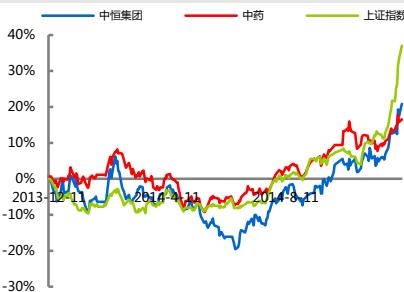
当前股价： 17.00

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	1,158
流通股本(百万股)	1,092
总市值(亿元)	182
流通市值(亿元)	172
成交量(百万股)	60.14
成交额(百万元)	978.98

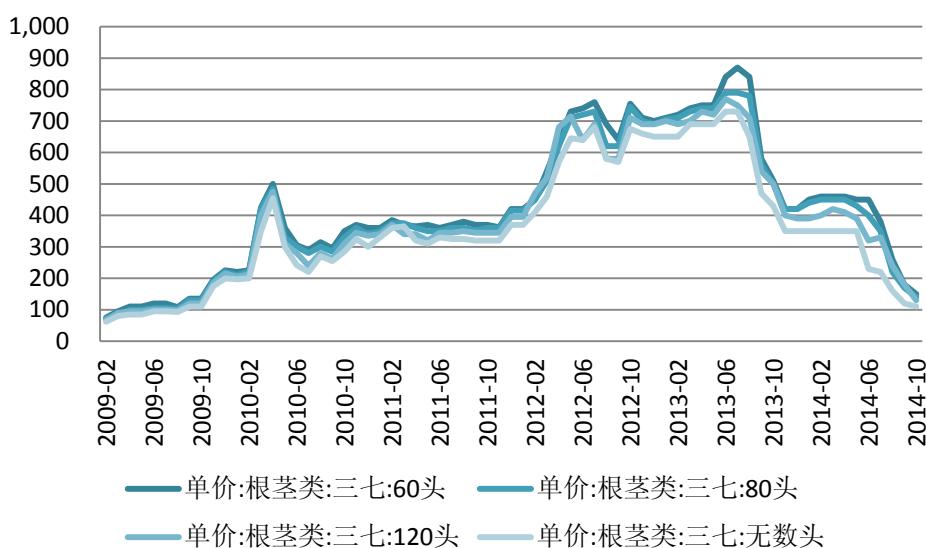
股价表现



相关报告

- 《中恒集团-血栓通高增长持续，扣非净利润增长超预期》2014-10-22
- 《中恒集团-布局糖尿病治疗领域，外延战略踏出坚实一步》2014-08-14
- 《中恒集团-血栓通高增长持续，降价影响或小于预期》2014-06-25

- ✧ **公司有较强的并购预期。**公司目前有充裕的现金储备，也有寻找大品种破解单一品种瓶颈的强烈动机，并且公司已经参与设立了 20 亿元的并购基金，有较强的并购预期。
- ✧ **减持国海证券股份将大幅增厚今明两年净利润。**公司原持有国海证券股份 1.3 亿股，持有成本仅 3.6 亿元，按目前国海证券股价计溢价近 20 亿元，预计于 2015 年 9 月份前减持完毕。目前已减持 5648 万股，税前投资收益达 8.88 亿元，若减持完毕将有望增厚公司净利润 12 亿元左右。
- ✧ **上调目标价至 19.00 元，维持强烈推荐评级。**我们预测公司 14-16 年归属母公司净利润（不考虑国海证券减持的投资收益）分别为 9.42 亿元、12.22 亿元和 15.62 亿元，对应 EPS 分别为 0.81、1.06 和 1.35 元，对应当前股价 PE 分别为 21/16/13 倍。扣除国海证券股权价值，当前公司仅 180 亿左右的市值，对应 15 年仅 15 倍 PE，仍处于中药股中最低估值区域。我们认为公司估值未来依然有很大的修复空间，上调目标价至 19.00 元，维持强烈推荐评级。

图 1 2013 年底以来三七价格持续暴跌


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

表 2 三七成本下降对公司成本的影响

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
三七使用成本（元/公斤）	650	430	250	180
每公斤三七成本下降（元）		220	180	70
三七用量（吨）	600	750	900	1,062
较上年成本节省（百万元）		165.00	162.00	74.34

资料来源：中国中投证券研究总部

表 3 公司分业务收入及毛利预测

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
血栓通系列					
收入	1490.51	3480.36	2958.856	3550.627	4083.221
销量增速	36%	40%	25%	20%	15%
收入增速	81.62%	133.50%	-14.98%	20.00%	15.00%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

成本	264.98	430.07	480.8141	414.9769	402.8834
毛利	1225.53	3050.29	2478.042	3135.65	3680.338
毛利率	82.22%	87.64%	83.75%	88.31%	90.13%
其他制药业务					
收入	180.86	158.77	142.893	150.0377	157.5395
增速	52.04%	-12.22%	-10.00%	5.00%	5.00%
成本	100.13	87.68	79.01983	82.97082	87.11936
毛利	80.74	71.09	63.87317	67.06683	70.42017
毛利率	44.64%	44.78%	44.70%	44.70%	44.70%
保健食品					
收入	61.48	68.58	75.44	82.984	91.2824
增速	-18.30%	11.55%	10.00%	10.00%	10.00%
成本	45.34	46.29	54.17	59.58	65.54
毛利	16.15	22.3	21.27	23.4	25.74
毛利率	26.26%	32.51%	28.20%	28.20%	28.20%
地产业务及其他					
收入	212.77	288.99	141.92	241.92	41.92
增速	56.81%	35.82%	18.32%	0.00%	-82.67%
成本	128.05	205.51	127.99	237.99	17.99
毛利	84.72	83.48	13.93	3.93	23.93
毛利率	39.82%	28.89%	9.82%	1.62%	57.08%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

附：财务预测表**资产负债表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2932	2597	3252	4458
现金	881	843	1333	2736
应收账款	203	142	184	195
其它应收款	113	152	160	183
预付账款	89	95	98	72
存货	879	910	953	692
其他	765	456	524	580
非流动资产	3126	3952	4240	4365
长期投资	7	4	4	4
固定资产	818	888	1933	2342
无形资产	465	461	458	454
其他	1837	2598	1845	1565
资产总计	6058	6549	7492	8823
流动负债	1876	723	723	864
短期借款	1014	200	200	200
应付账款	83	76	83	59
其他	779	448	440	605
非流动负债	492	477	485	481
长期借款	0	0	0	0
其他	492	477	485	481
负债合计	2369	1201	1208	1345
少数股东权益	4	3	1	-1
股本	1092	1158	1158	1158
资本公积	954	1825	1825	1825
留存收益	1639	2363	3300	4496
归属母公司股东权益	3685	5346	6283	7479
负债和股东权益	6058	6549	7492	8823

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	945	945	1125	1978
净利润	742	941	1220	1560
折旧摊销	54	60	92	134
财务费用	62	27	-8	-29
投资损失	-8	-21	-21	-21
营运资金变动	117	-47	-172	333
其它	-21	-14	14	0
投资活动现金流	-946	-862	-358	-237
资本支出	446	875	370	246
长期投资	-191	-4	-2	0
其他	-692	9	9	9
筹资活动现金流	-19	-122	-277	-338
短期借款	544	-814	0	0
长期借款	-206	0	0	0
普通股增加	0	67	0	0
资本公积增加	63	871	0	0
其他	-420	-245	-277	-338
现金净增加额	-20	-38	490	1403

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3997	3319	4026	4374
营业成本	770	742	796	574
营业税金及附加	87	65	87	94
营业费用	2148	1308	1587	1724
管理费用	194	190	234	263
财务费用	62	27	-8	-29
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	8	21	21	21
营业利润	743	1006	1350	1767
营业外收入	171	169	169	169
营业外支出	35	60	72	86
利润总额	879	1115	1447	1849
所得税	138	174	226	289
净利润	742	941	1220	1560
少数股东损益	-1	-1	-2	-2
归属母公司净利润	743	942	1222	1562
EBITDA	858	1093	1434	1872
EPS (元)	0.68	0.81	1.06	1.35
主要财务比率				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	105.4%	-17.0%	21.3%	8.7%
营业利润	-12.7%	35.5%	34.2%	30.9%
归属于母公司净利润	8.6%	26.9%	29.7%	27.8%
获利能力				
毛利率	80.7%	77.6%	80.2%	86.9%
净利率	18.6%	28.4%	30.4%	35.7%
ROE	20.1%	17.6%	19.5%	20.9%
ROIC	24.3%	23.8%	27.5%	37.5%
偿债能力				
资产负债率	39.1%	18.3%	16.1%	15.2%
净负债比率	42.81%	16.66%	16.56%	14.87%
流动比率	1.56	3.59	4.50	5.16
速动比率	1.09	2.33	3.17	4.35
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.53	0.57	0.54
应收账款周转率	29	18	23	21
应付账款周转率	11.69	9.35	10.05	8.08
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.81	1.06	1.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	0.82	0.97	1.71
每股净资产(最新摊薄)	3.18	4.62	5.42	6.46
估值比率				
P/E	25.52	20.12	15.51	12.13
P/B	5.14	3.54	3.02	2.53
EV/EBITDA	20	16	12	9

相关报告

报告日期	报告标题
2014-10-22	《中恒集团-血栓通高增长持续，扣非净利润增长超预期》
2014-08-25	《中恒集团-浙江药品集中采购实施方案（征求意见稿）点评》
2014-08-14	《中恒集团-布局糖尿病治疗领域，外延战略踏出坚实一步》
2014-07-25	《中恒集团-业绩增长符合预期，外延扩张有望加快》
2014-07-10	《中恒集团-合作研发单细胞测序癌症早期诊断，充实后续研发梯队》
2014-06-25	《中恒集团-血栓通高增长持续，降价影响或小于预期》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

池陈森,中投证券研究总部医药行业研究员,上海交通大学生物技术、会计学双学士,经济学硕士,2年医药相关行业从业经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司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头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务
中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际
大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大
厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434