

**中恒集团 (600252)**
**强烈推荐**
**行业：中药**

## 血栓通增长符合预期，减持国海提升净利润

2015 年 1 月 13 日晚，公司发布了 2014 年年度业绩预增公告，预计 2014 年年度归属于上市公司股东的净利润同比增长 110% 左右，达 15.6 亿左右。

### 投资要点：

✧ **血栓通保持高速增长。**预计血栓通系列销量比去年同期增长 25% 左右，全年销量超过 2.6 亿支，符合我们预期。我们认为医保控费对血栓通的影响更多在二、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。

✧ **减持国海证券股权，预计贡献净利润 6.66 亿元左右，扣除国海证券的投资收益，公司净利润约 9 亿元，基本符合预期。**目前公司仍持有 7353 万股国海证券，市值大约 12 亿元，预计 15 年减持完毕，可以贡献净利润 7 亿元左右。

✧ **三七价格走低提升业绩。**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 13 年底以来持续下行。预计公司 13 年的三七使用成本大约 650 元/公斤，14 年降至 430 元/公斤左右，15、16 年的有望继续下降 250 元/公斤左右。三七价格走势短期内不会扭转，三七成本的下降，将提升未来盈利水平。

✧ **有较强的外延并购预期。**公司通过增发和国海证券减持，获得约 20 亿元现金，现金储备充足。公司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。

✧ **维持强烈推荐评级。**考虑国海证券减持的影响，我们预测公司 14-16 年归属母公司净利润分别为 15.75 亿元、19.81 亿元和 15.10 亿元，对应 EPS 分别为 1.36、1.71 和 1.30 元，对应当前股价 PE 分别为 12/10/13 倍。当前股价对应 16 年仅 13 倍 PE，处于中药股中最低估值区域。我们认为公司未来内生增长稳健，且有外延并购预期，未来依然有很大的估值修复空间，维持强烈推荐评级，目标价 19.00 元。

✧ **风险提示：**药品降价的风险，医保控费趋严的风险

### 主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3997	3319	4006	4374
收入同比(%)	105%	-17%	21%	9%
归属母公司净利润	743	1575	1981	1510
净利润同比(%)	9%	112%	26%	-24%
毛利率(%)	80.7%	76.4%	80.6%	86.9%
ROE(%)	20.1%	26.3%	26.5%	18.0%
每股收益(元)	0.64	1.36	1.71	1.30
P/E	25.52	12.04	9.57	12.55
P/B	5.14	3.17	2.53	2.26
EV/EBITDA	20	9	7	9

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

### 作者

署名人：张镭

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

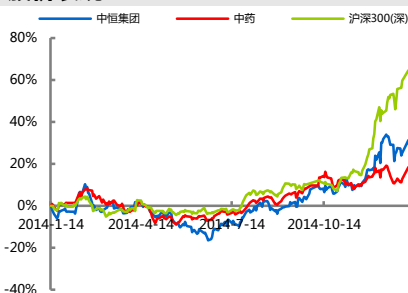
当前股价： 16.82

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)	195
流通市值(亿元)	184
成交量(百万股)	26.00
成交额(百万元)	432.07

### 股价表现



### 相关报告

《中恒集团-业绩高增长有保障，等待估值修复》2014-12-10

《中恒集团-血栓通高速增长持续，扣非净利润增长超预期》2014-10-22

《中恒集团-血栓通高速增长持续，降价影响或小于预期》2014-06-25

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	2932	3241	4466	5403
现金	881	1433	2577	3681
应收账款	203	142	183	195
其它应收款	113	152	159	183
预付账款	89	100	96	72
存货	879	959	929	692
其他	765	456	522	580
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	6058	7193	8706	9768
<b>流动负债</b>	1876	727	721	864
短期借款	1014	200	200	200
应付账款	83	80	81	59
其他	779	448	440	605
<b>非流动负债</b>	492	477	485	481
长期借款	0	0	0	0
其他	492	477	485	481
<b>负债合计</b>	2369	1205	1206	1345
少数股东权益	4	10	17	23
股本	1092	1158	1158	1158
资本公积	954	1825	1825	1825
留存收益	1639	2996	4500	5417
归属母公司股东权益	3685	5979	7483	8400
<b>负债和股东权益</b>	6058	7193	8706	9768

**现金流量表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	945	641	971	1882
净利润	742	1581	1988	1516
折旧摊销	54	60	92	134
财务费用	62	21	-28	-52
投资损失	-8	-909	-1001	-21
营运资金变动	117	-98	-93	304
其它	-21	-14	13	1
<b>投资活动现金流</b>	-946	26	622	-237
资本支出	446	875	370	246
长期投资	-191	-4	-2	0
其他	-692	898	989	9
<b>筹资活动现金流</b>	-19	-116	-448	-542
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	-239	-448	-542
<b>现金净增加额</b>	-20	552	1144	1103

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
<b>营业收入</b>	3997	3319	4006	4374
营业成本	770	782	776	574
营业税金及附加	87	65	87	94
营业费用	2148	1308	1579	1724
管理费用	194	190	233	263
财务费用	62	21	-28	-52
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	909	1001	21
<b>营业利润</b>	743	1861	2359	1790
营业外收入	171	169	169	169
营业外支出	35	60	72	86
<b>利润总额</b>	879	1970	2456	1873
所得税	138	389	468	357
<b>净利润</b>	742	1581	1988	1516
少数股东损益	-1	6	7	6
<b>归属母公司净利润</b>	743	1575	1981	1510
EBITDA	858	1941	2423	1872
EPS (元)	0.68	1.36	1.71	1.30

**主要财务比率**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	105.4%	-17.0%	20.7%	9.2%
营业利润	-12.7%	150.5%	26.8%	-24.1%
归属于母公司净利润	8.6%	112.1%	25.8%	-23.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率	80.7%	76.4%	80.6%	86.9%
净利率	18.6%	47.4%	49.4%	34.5%
ROE	20.1%	26.3%	26.5%	18.0%
ROIC	24.3%	40.7%	46.1%	36.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	39.1%	16.7%	13.8%	13.8%
净负债比率	42.81%	16.60%	16.59%	14.87%
流动比率	1.56	4.46	6.20	6.25
速动比率	1.09	3.13	4.90	5.45
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.75	0.50	0.50	0.47
应收账款周转率	29	18	23	22
应付账款周转率	11.69	9.61	9.67	8.20
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.64	1.36	1.71	1.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	0.55	0.84	1.62
每股净资产(最新摊薄)	3.18	5.16	6.46	7.25
<b>估值比率</b>				
P/E	25.52	12.04	9.57	12.55
P/B	5.14	3.17	2.53	2.26
EV/EBITDA	20	9	7	9

## 相关报告

报告日期	报告标题
2014-12-10	《中恒集团-业绩高增长有保障，等待估值修复》
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,中国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,中国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，旨在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