

中恒集团 (600252)

强烈推荐

行业：中药

湖南省药品招标结果点评

2 月 3 日，湖南省公示了新一轮药品集中采购的拟中标结果，公司的注射用血栓通 100mg、250mg 规格，中标价格分别为 23.21 元和 46.06 元。

投资要点：

✧ **血栓通粉针降价约 5%，幅度小于预期，体现较强的价格维护能力。**血栓通粉针 100mg、250mg 较 14 年平均中标价分别下降约 4%、6%，较上一轮湖南招标中标价下降约 5%、8%；小于药价的平均降幅。主要竞争对手血塞通粉针的两个厂家，昆明制药选择了弃标，珍宝岛以约 15% 的降幅中标。血栓通价格维护较好，且有望填补部分昆药血塞通放弃的市场。

✧ **中药注射剂降价压力属于行业性风险，血栓通的价格维护能力较优。**血栓通属于独家品种，优质优价品种，医生认可度较高，具有较好的价格维护能力。从本轮招标已中标的省份来看，血栓通的价格维护良好，较行业内其他竞争对手表现更为优秀。

✧ **三七价格走势短期内不会扭转，公司未来将受益三七降价带来的毛利上升。**15 年三七成本的下降有望贡献毛利近 2 亿元。

✧ **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 15.66 亿元、19.64 亿元和 14.94 亿元，对应 EPS 分别为 1.43、1.80 和 1.37 元，对应当前股价 PE 分别为 11.0/8.8/11.5 倍。当前股价对应 16 年仅 11.5 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，目前股价有很高安全边际，维持强烈推荐。

✧ **风险提示：**医保控费的风险，中药注射剂行业风险

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	1566	1964	1494
净利润同比(%)	9%	111%	25%	-24%
毛利率(%)	80.7%	76.4%	80.6%	86.9%
ROE(%)	20.1%	31.1%	30.1%	20.1%
每股收益(元)	0.68	1.43	1.80	1.37
P/E	23.19	10.99	8.77	11.53
P/B	4.67	3.42	2.64	2.32
EV/EBITDA	20	9	7	9

资料来源：中国中投证券研究总部

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

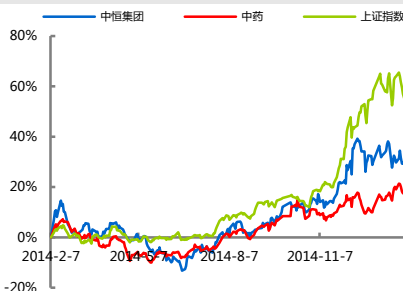
当前股价： 15.77

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)	183
流通市值(亿元)	172
成交量(百万股)	29.92
成交额(百万元)	478.76

股价表现



相关报告

《中恒集团-血栓通增长符合预期，减持国海提升净利润》2015-01-14

《中恒集团-浙江药品集中采购实施方案（征求意见稿）点评》2014-08-25

《中恒集团-血栓通高增长持续，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
流动资产	2932	2309	3506	4431
现金	881	500	1617	2709
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
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	6260	7746	8796
流动负债	1876	740	721	864
短期借款	1014	213	200	200
应付账款	83	80	81	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	1217	1206	1345
少数股东权益	4	10	17	23
股本	1092	1092	1092	1092
资本公积	954	954	954	954
留存收益	1639	2987	4477	5382
归属母公司股东权益	3685	5033	6523	7428
负债和股东权益	6058	6260	7746	8796

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	945	643	975	1886
净利润	742	1572	1971	1499
折旧摊销	54	60	92	134
财务费用	62	31	-7	-31
投资损失	-8	-909	-1001	-21
营运资金变动	117	-98	-93	304
其它	-21	-14	13	1
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-19	-1051	-479	-557
短期借款	544	-801	-13	0
长期借款	-206	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	63	0	0	0
其他	-420	-249	-466	-557
现金净增加额	-20	-381	1117	1092

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	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	31	-7	-31
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
营业利润	743	1850	2338	1769
营业外收入	171	169	169	169
营业外支出	35	60	72	86
利润总额	879	1959	2435	1852
所得税	138	387	464	353
净利润	742	1572	1971	1499
少数股东损益	-1	6	7	6
归属母公司净利润	743	1566	1964	1494
EBITDA	858	1941	2423	1872
EPS (元)	0.68	1.43	1.80	1.37

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%	20.7%	9.2%
营业利润	-12.7%	149.1	26.4%	-24.3%
归属于母公司净利润	8.6%	110.9	25.4%	-24.0%
获利能力				
毛利率	80.7%	76.4%	80.6%	86.9%
净利率	18.6%	47.2%	49.0%	34.1%
ROE	20.1%	31.1%	30.1%	20.1%
ROIC	24.3%	40.7%	46.1%	36.0%
偿债能力				
资产负债率	39.1%	19.4%	15.6%	15.3%
净负债比率	42.81	17.47	16.59	14.87
流动比率	1.56	3.12	4.86	5.13
速动比率	1.09	1.82	3.57	4.32
营运能力				
总资产周转率	0.75	0.54	0.57	0.53
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
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.68	1.43	1.80	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	0.59	0.89	1.73
每股净资产(最新摊薄)	3.38	4.61	5.97	6.80
估值比率				
P/E	23.19	10.99	8.77	11.53
P/B	4.67	3.42	2.64	2.32
EV/EBITDA	20	9	7	9

相关报告

报告日期	报告标题
2015-01-14	《中恒集团-血栓通增长符合预期，减持国海提升净利润》
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

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434