

注射用血栓通销量稳定，净利润高增长

- 事件:** 2014年全年实现营业收入、扣非净利润分别为32.1亿元、8.6亿元，同比增长-19.6%、37.4%。2014Q4营业收入、扣非后净利润分别为5.9亿元、1.9亿元，同比增长-40.2%、57.0%。
- 注射用血栓通销量稳定，扣非净利润高增长。**注射用血栓通仍是公司的核心产品，营业收入占比约为90%。2014年公司营业收入增速为-19.6%，同比下降约125个百分点，主要是因为血栓通销售模式调整，其按终端直销价开票的销量同比减少50.2%所致。但从产品销量上来看，血栓通全年增长25%，符合市场预期。2014年扣非净利润增速高于收入增速约57个百分点，除销售模式调整拉低收入增速外，原材料三七价格下降使得血栓通毛利率上升，使得净利润增速加快。我们估算公司对三七的采购成本已经从600多元/公斤下降到400元左右/公斤，且采购成本下降趋势还将继续。
- 三七成本有望继续下降，2015年净利润增长继续。**1)注射用血栓通增长持续。该药属于基药独家剂型，将受益于全国范围的基药使用比例提升，以及基层医保报销提升。随着血栓通产能建设完成，销量增速仍将维持在15%以上；2)注射用血栓通在湖南、浙江省的药品招标过程中中标顺利，分别降价为6%、10%，我们认为降价影响不会全部传导到企业，对净利润影响有限；3)三七市场仍处于供大于求趋势，预计今年仍将维持在200元以下。三七每公斤成本从历史最高700多元已经跌到当前的单价200元以下，公司采购成本有望在2014年的基础上再次下降，将提升血栓通的利润空间。
- 持续改善产品线结构，外延值得期待。**1)2014年已经参股以色列企业三家药品研发和医疗器械设计型企业，如Oramed口服胰岛素已进入2期临床，市场空间广阔；Integra公司在研品种包括治疗帕金森、抗感染等领域的药物；Inovytac公司产品涉及医院外急救护理的非创伤性器械，如呼吸道及心脏重症护理设备；2)设立香港子公司，加速引进海外优质药品；3)与北大合作单细胞测序，涉及癌症筛查与生育检查，战略眼光长远。
- 盈利预测与投资建议:**如考虑公司减持国海证券股票带来的投资收益，预测2015年、2016年、2017年EPS分别为1.69元、1.21元、1.43元，对应动态市盈率分别为11倍、16倍、13倍。我们认为：公司核心品种血栓通增长稳定，且公司极力改善产线结构问题，外延式扩展预期强烈，维持“买入”评级。
- 风险提示:**招标降价风险、产能建设或慢于预期风险、国海证券股价波动风险。

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	3214.41	3628.19	4189.50	4839.46
增长率	-19.57%	12.87%	15.47%	15.51%
归属母公司净利润(百万元)	1594.54	1959.62	1399.96	1652.73
增长率	114.75%	22.90%	-28.56%	18.06%
每股收益EPS(元)	1.38	1.69	1.21	1.43
净资产收益率ROE	26.96%	24.89%	15.10%	15.13%
PE	14	11	16	13
PB	3.72	2.79	2.37	2.01

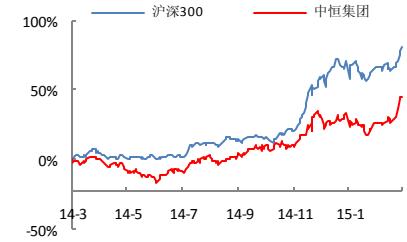
数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
执业证号：S1250513070001
电话：021-50755297
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

联系人：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

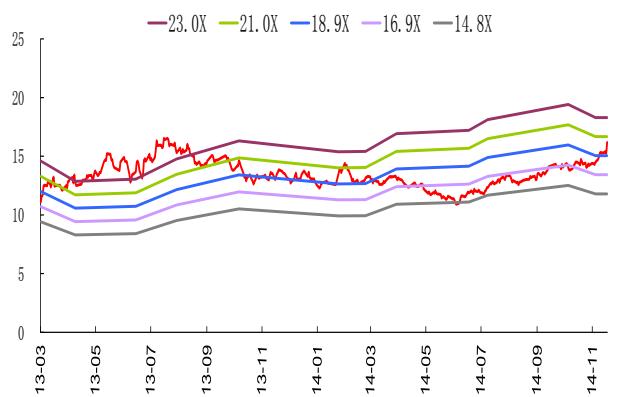
基础数据

总股本(亿股)	11.58
流通A股(亿股)	10.92
52周内股价区间(元)	10.84-19.07
总市值(亿元)	219.86
总资产(亿元)	60.97
每股净资产(元)	3.73

相关研究

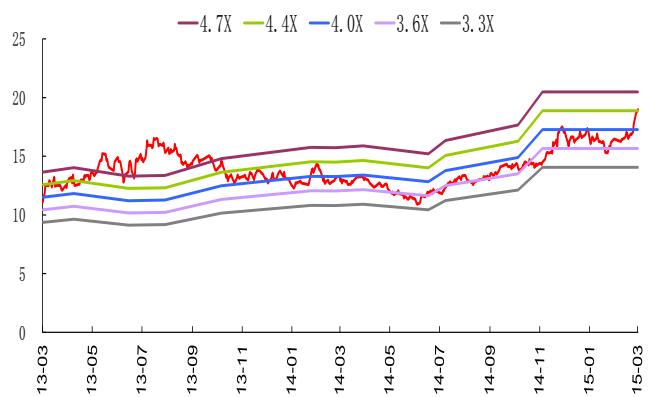
- 中恒集团(600252): 前三季度净利润快速增长，超市场预期 (2014-10-22)
- 中恒集团(600252): 参股全球领先口服胰岛素公司，改善产品结构 (2014-08-14)
- 中恒集团(600252): 业绩增长稳定，并购值得期待 (2014-07-25)
- 中恒集团(600252): 注射用血栓通持续高增长，降价影响或有限 (2014-03-14)
- 中恒集团(600252): 血栓通在高端医院放量及盈利能力提升，迎来双重利好 (2013-11-15)

图 1: 公司 PE-Band



数据来源: wind, 西南证券

图 2: 公司 PB-Band



数据来源: wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	3214.41	3628.19	4189.50	4839.46	净利润	1594.48	1959.55	1399.91	1652.67
营业成本	707.64	856.49	980.88	1124.52	折旧与摊销	69.77	1.59	1.59	1.59
营业税金及附加	61.36	69.26	79.98	92.38	财务费用	46.87	15.99	-12.96	-17.34
销售费用	1186.61	1269.87	1466.33	1693.81	资产减值损失	3.06	3.06	3.06	3.06
管理费用	208.45	253.97	272.32	290.37	经营营运资本变动	57.16	-17.57	-487.87	-100.43
财务费用	46.87	15.99	-12.96	-17.34	其他	-1201.12	-779.62	27.71	32.09
资产减值损失	3.06	3.06	3.06	3.06	经营活动现金流净额	570.22	1183.00	931.43	1571.64
投资收益	859.61	800.00	0.00	0.00	资本支出	-560.62	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1508.46	800.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	947.84	800.00	0.00	0.00
营业利润	1860.01	1959.55	1399.91	1652.67	短期借款	-50.00	-964.00	0.00	0.00
其他非经营损益	121.29	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1981.31	1959.55	1399.91	1652.67	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	386.83	0.00	0.00	0.00	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1594.48	1959.55	1399.91	1652.67	其他	671.98	-15.69	13.32	17.75
少数股东损益	-0.06	-0.07	-0.05	-0.06	筹资活动现金流净额	621.98	-979.69	13.32	17.75
归属母公司股东净利润	1594.54	1959.62	1399.96	1652.73	现金流量净额	2140.03	1003.31	944.75	1589.39
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E					
货币资金	2329.32	3332.64	4277.38	5866.77	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
应收和预付款项	862.00	714.87	1103.43	994.30	成长能力				
存货	786.70	1474.99	1115.16	1854.29	销售收入增长率	-19.57%	12.87%	15.47%	15.51%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润增长率	150.44%	5.35%	-28.56%	18.06%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	115.03%	22.90%	-28.56%	18.06%
投资性房地产	2.14	2.14	2.14	2.14	EBITDA 增长率	110.95%	-5.76%	-29.78%	17.89%
固定资产和在建工程	1506.73	1503.67	1500.61	1497.56	获利能力				
无形资产和开发支出	459.92	459.92	459.92	459.92	毛利率	77.99%	76.39%	76.59%	76.76%
其他非流动资产	1339.34	1337.74	1336.15	1334.56	三费率	44.86%	42.44%	41.19%	40.64%
资产总计	7286.14	8825.97	9794.80	12009.53	净利率	49.60%	54.01%	33.41%	34.15%
短期借款	964.00	0.00	0.00	0.00	ROE	26.96%	24.89%	15.10%	15.13%
应付和预收款项	399.68	943.96	512.88	1074.95	ROA	27.83%	22.38%	14.16%	13.61%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	52.79%	58.27%	40.75%	42.07%
其他负债	4.63	4.63	4.63	4.63	EBITDA/销售收入	65.26%	54.49%	33.13%	33.82%
负债合计	1368.32	948.59	517.51	1079.58	营运能力				
股本	1158.37	1158.37	1158.37	1158.37	总资产周转率	0.44	0.41	0.43	0.40
资本公积	896.05	896.05	896.05	896.05	固定资产周转率	4.04	4.58	5.30	6.15
留存收益	3859.45	5819.07	7219.03	8871.77	应收账款周转率	4.61	9.59	4.85	8.47
归属母公司股东权益	5913.87	7873.49	9273.45	10926.18	存货周转率	0.90	0.58	0.88	0.61
少数股东权益	3.96	3.88	3.83	3.77	销商品提供劳务现金营业收入	0.94	—	—	—
股东权益合计	5917.83	7877.37	9277.28	10929.95	资本结构				
负债和股东权益合计	7286.14	8825.97	9794.80	12009.53	资产负债率	18.78%	10.75%	5.28%	8.99%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	带息债务/总负债	70.45%	0.00%	0.00%	0.00%
EBITDA	2097.68	1976.83	1388.18	1636.51	流动比率	2.91	5.82	12.55	8.07
PE	13.79	11.22	15.70	13.30	速动比率	2.33	4.27	10.40	6.36
PB	3.72	2.79	2.37	2.01	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PS	6.84	6.06	5.25	4.54	每股指标				
EV/EBITDA	9.28	8.86	11.96	9.19	每股收益	1.38	1.69	1.21	1.43
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股净资产	5.11	6.80	8.01	9.43
					每股经营现金	0.49	1.02	0.80	1.36
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

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

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

北京

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

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠
010-57631295
13716334008
wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡
010-57631175
13520109430
lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江
021-50755210
13632421656
lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟 (地区销售总监)
0755-83288793
18665815531
liuj@swsc.com.cn

张婷
0755-88286971
13530267171
zhangt@swsc.com.cn

易芳
0755-88285458
18610942879
yifang@swsc.com.cn

罗聪
0755-88286972
15219509150
luoc@swsc.com.cn