

中恒集团 (600252)
强烈推荐
行业：中药

血栓通稳健增长，外延战略持续推进

中恒集团于 4 月 16 日晚公告了 2015 年一季报，收入 6.93 亿元，同比减少 21.26%；净利润 2.2 亿元，同比增长 10.21%；扣非净利润 2.21 亿元，同比增长 36.25%。

投资要点：

- ◆ **血栓通销量稳健增长，三七降价增厚利润。** 营收下降主要是由于销售政策变化，高开比例下降所致。实际上一季度血栓通销量同比增长 11% 左右，达到约 6700 万支。受 14 年三七价格进一步下跌影响，今年公司生产成本继续下降，预计全年增厚利润 1 亿元以上。
- ◆ **血栓通受招标降价影响，但价格维护能力较强。** 近期进行招标的各省降价势头凶猛，但市场对于血栓通降价风险已经预期比较充分。在降价严厉的湖南、浙江两省的招标中，公司受影响较小，体现了公司较强的价格维护能力。在未来招标中，血栓通降价幅度有望好于市场平均水平。如果未来血栓通能够维持较小的降价幅度，渠道将承担更多的降价影响，降价对公司利润的影响将很小。
- ◆ **外延战略将继续推进，引入海外新药将是重要方向。** 公司自 2014 年以来实施外延并购战略，希望能够丰富品种，破解单一品种瓶颈。2014 年同以色列三家公司达成战略合作，未来有望引入口服胰岛素等新药。今年 3 月公司在香港设立子公司，预计未来将继续实施引入海外新药的战略。预计未来公司也将推进寻找国内相关并购标的，引入优质品种。
- ◆ **维持强烈推荐评级。** 目前公司持有国海证券股权市值约 13 亿元，若考虑国海证券减持影响，我们预测公司 15-17 年归属母公司净利润分别为 20.71 亿元、14.43 亿元和 16.70 亿元，对应 EPS 分别为 1.79、1.25 和 1.44 元，对应当前股价 PE 分别为 12/18/15 倍。当前股价处于医药股中最低估值区域；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。提高目标价至 25.00 元，对应 16 年 20 倍 PE，维持强烈推荐评级。
- ◆ **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	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3214	3720	4184	4647
收入同比(%)	-20%	16%	12%	11%
归属母公司净利润	1595	2071	1443	1670
净利润同比(%)	115%	30%	-30%	16%
毛利率(%)	78.0%	79.3%	81.9%	83.5%
ROE(%)	27.0%	26.7%	17.0%	17.2%
每股收益(元)	1.38	1.79	1.25	1.44
P/E	15.86	12.21	17.53	15.15
P/B	4.28	3.26	2.97	2.60
EV/EBITDA	11	9	14	12

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

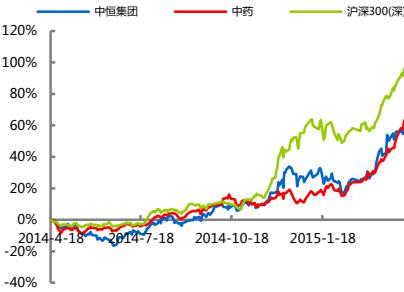
6 - 12 个月目标价： 25.00

当前股价： 21.83

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)	253
流通市值(亿元)	238
成交量(百万股)	33.33
成交额(百万元)	720.13

股价表现

相关报告

《中恒集团-业绩符合预期，实施海外新药引入战略》 2015-03-19

《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

附：财务预测表**资产负债表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	4670	6943	7650	8802
现金	3021	5150	5760	6806
应收账款	328	315	378	411
其它应收款	24	53	47	58
预付账款	140	131	136	135
存货	787	864	846	856
其他	370	429	482	536
非流动资产	3357	2346	2420	2481
长期投资	0	0	0	0
固定资产	796	1386	1600	1733
无形资产	444	441	437	433
其他	2116	519	383	314
资产总计	8026	9288	10070	11283
流动负债	1643	1112	1113	1124
短期借款	964	600	600	600
应付账款	51	65	60	62
其他	628	447	452	461
非流动负债	465	420	453	449
长期借款	0	0	0	0
其他	465	420	453	449
负债合计	2108	1531	1565	1573
少数股东权益	4	3	3	3
股本	1158	1158	1158	1158
资本公积	896	896	896	896
留存收益	3015	5699	6447	7653
归属母公司股东权益	5914	7753	8501	9707
负债和股东权益	8026	9288	10070	11283

现金流量表

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金流	570	577	1392	1580
净利润	1594	2071	1442	1669
折旧摊销	70	77	104	119
财务费用	47	-29	-72	-90
投资损失	-860	-1193	-21	-21
营运资金变动	-263	-317	-102	-98
其它	-19	-32	42	1
投资活动现金流	948	2118	-159	-161
资本支出	383	375	170	170
长期投资	107	-1310	-2	0
其他	1438	1184	9	9
筹资活动现金流	622	-567	-623	-374
短期借款	-50	-364	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	67	0	0	0
资本公积增加	871	0	0	0
其他	-266	-203	-623	-374
现金净增加额	2140	2129	611	1045

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	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	3214	3720	4184	4647
营业成本	708	771	756	765
营业税金及附加	61	73	90	100
营业费用	1187	1373	1545	1716
管理费用	208	275	330	371
财务费用	47	-29	-72	-90
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	860	1193	21	21
营业利润	1860	2446	1553	1802
营业外收入	172	198	228	258
营业外支出	51	61	70	81
利润总额	1981	2583	1710	1979
所得税	387	513	268	310
净利润	1594	2071	1442	1669
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	1595	2071	1443	1670
EBITDA	1977	2495	1584	1831
EPS (元)	1.38	1.79	1.25	1.44

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	-19.6%	15.7%	12.5%	11.1%
营业利润	150.4	31.5%	-36.5%	16.1%
归属于母公司净利润	114.7	29.9%	-30.3%	15.7%
获利能力				
毛利率	78.0%	79.3%	81.9%	83.5%
净利率	49.6%	55.7%	34.5%	35.9%
ROE	27.0%	26.7%	17.0%	17.2%
ROIC	51.7%	54.1%	33.3%	37.0%
偿债能力				
资产负债率	26.3%	16.5%	15.5%	13.9%
净负债比率	45.72	39.18	38.33	38.15
流动比率	2.84	6.25	6.88	7.83
速动比率	2.36	5.47	6.11	7.07
营运能力				
总资产周转率	0.46	0.43	0.43	0.44
应收账款周转率	12	11	12	11
应付账款周转率	10.57	13.32	12.08	12.47
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	1.38	1.79	1.25	1.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.49	0.50	1.20	1.36
每股净资产(最新摊薄)	5.11	6.69	7.34	8.38
估值比率				
P/E	15.86	12.21	17.53	15.15
P/B	4.28	3.26	2.97	2.60
EV/EBITDA	11	9	14	12

相关报告

报告日期	报告标题
2015-03-19	《中恒集团-业绩符合预期，实施海外新药引入战略》
2015-02-06	《中恒集团-湖南省药品招标结果点评》
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	北京市	上海市
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434