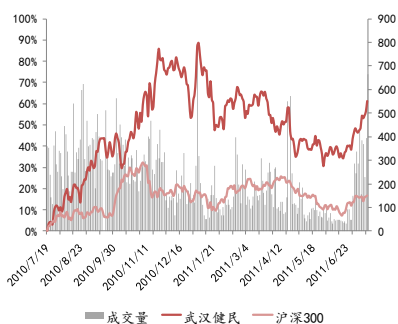


投资评级

谨慎推荐（首次评级）

近一年股价走势图



公司基本情况

总股本(万股)	15,340
流通股本(万股)	15,330
每股净资产(元)	5.27
资产负债率(%)	29.46

研发部

邵明慧¹

SAC 执业证书编号: S1340510120001

联系电话: 010-68858138

Email: songkai@cnpsec.com

净利润增长 20%，未来成本压力或减轻

——武汉健民（600976）半年报点评

事件：

公司发布了 2011 年中报，报告期公司实现营业收入 7.42 亿元，同比下降了 8.28%；营业利润 4382 万元，同比增长了 21.03%；利润总额 4383 万元，同比增长了 23.28%；归属于母公司净利润为 3620 万元，同比增长了 20.43%；扣除非经常性损益后母公司净利润增速为 1.02%。基本每股收益 0.24 元。

点评：

- **合并报表范围变化导致收入规模下降。**公司上半年出售了旗下从事药品经销业务的两家子公司：华立正源和蓉锦医药，导致报告期内公司医药商业收入为 4.68 亿元，同比下降了 18.27%。该项业务在公司的收入占比约为 63%，对公司收入影响较大，但是其毛利率较低，在 3%左右，对公司净利润影响较小。
- **医药工业收入增速下滑，盈利能力下降。**报告期内，公司医药工业实现报告期内公司医药工业营业收入为 2.69 亿元，同比增长了 9.08%，去年同期医药工业收入增速为 37%，增速同比减少了 28 个百分点。由于中药材价格大幅上升，公司医药工业毛利率为 55.08%，同比减少了 5.81 个百分点。
- **发改委治理中药材囤积炒作，未来公司成本压力或有减轻。**发改委于 2011 年 7 月 18 日公布了对党参囤积者限期限价对象销售的通知，今年年底内将有超过 100 万公斤（1000 吨）的党参以每公斤 60 元的价格出售给以党参为原料并取得 GMP 认证的中成药制药企业。同时各地物价部门将加强对中药材经销商的监督管理，我们认为这传递出一个积极的信号，未来中药材囤积炒作行为或将有所收敛。公司主要工业产品为龙牡壮骨颗粒，该药物 2010 年销售额约为 2.55 亿元左右，占公司医药工业收入比例约为 56%，该药物由包括党参在内的 16 味中药材组成。发改委打击囤积党参行为对公司构成一定利好，可在一定程度上减轻公司的成本上升压力。
- **龙牡壮骨颗粒稳定增长，人工牛黄尚需时日。**我们预计 2011 年上半年公司龙牡壮骨颗粒收入在 1.5 亿元左右，预计该产品全年的增速在 12.5% 左右，对应收入在 3 亿元左右，同时产品毛利率会有所提升。报告期内公司对联营合营企业的投资收益为 168 万元，同比下降了 21%，这主要反映了大鹏药业的业绩下滑，该公司当期净利润为 432 万元，同比下降了 39.5%。我们认为市场对人工牛黄的接受将是一个长期渐进的过程，短期爆发式增

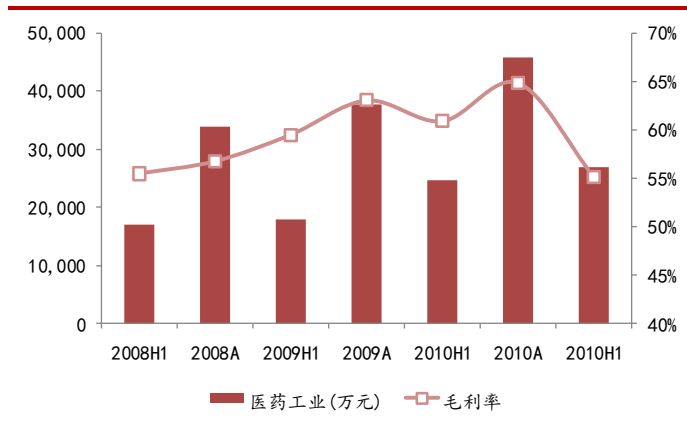
¹ 报告贡献人：宋凯

长的可能性较小。

● **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.59 元、0.72 元和 0.86 元，对应前一交易日收盘价 21.20 元的动态市盈率分别为 36 倍、30 倍和 25 倍。目前公司估值比较合理，考虑到未来公司成本压力下降的预期，以及人工牛黄的前景，我们给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

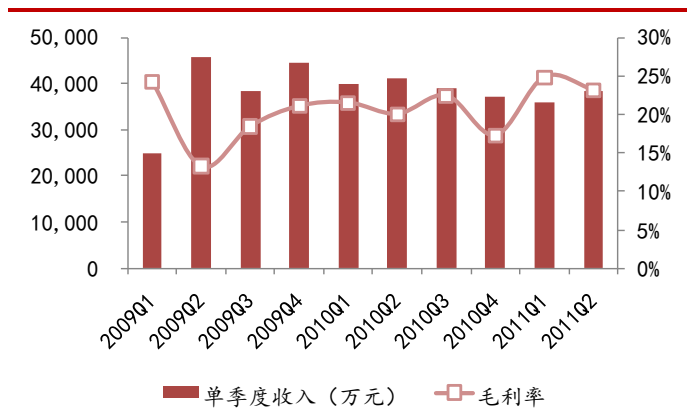
● **风险提示。**人工牛黄推广风险，盈利能力上升低于预期的风险。

图表 1：医药工业收入和毛利率情况（万元）



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 2：单季度收入与毛利率情况



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 3: 武汉健民盈利预测 (单位: 万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	153,387	157,199	145,414	158,419	175,253
<i>增长率</i>	83.62%	2.49%	-7.50%	8.94%	10.63%
营业成本	124,856	125,202	109,060	117,864	129,687
毛利率	18.60%	20.35%	25.00%	25.60%	26.00%
营业税金及附加	760	882	816	889	984
销售费用	15,218	17,183	18,060	19,406	21,381
管理费用	7,090	6,768	6,544	7,002	7,361
财务费用	-623	-213	-291	-238	-245
<i>期间费用率</i>	14.14%	15.10%	16.72%	16.52%	16.26%
资产减值损失	1,965	604	350	289	324
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1,165	1,102	450	530	608
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	270	514	378	468	519
营业利润	5,284	7,875	10,874	13,206	15,762
加: 营业外收入	707	1,206	10	0	0
减: 营业外支出	97	276	9	0	0
其中: 非流动资产处置净损失	65	-184	0	0	0
利润总额	5,895	8,804	10,875	13,206	15,762
减: 所得税	1,253	1,954	1,860	2,205	2,522
<i>所得税率</i>	21.26%	22.19%	17.10%	16.70%	16.00%
净利润	4,642	6,850	9,015	11,001	13,240
减: 少数股东损益	-244	-319	25	28	30
归属于母公司所有者的净利润	4,886	7,169	8,990	10,973	13,210
<i>增长率</i>	209.65%	46.72%	25.41%	22.05%	20.39%
基本每股收益(元)	0.32	0.47	0.59	0.72	0.86

数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。