

医药 - 中药

基础稳固，有未来

—武汉健民(600976.SH) 调研纪要

2014 年 4 月 14 日

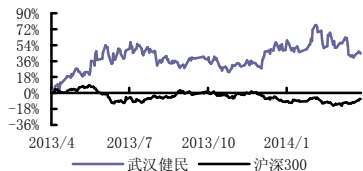
评级: 增持(首次)

市场数据	2014 年 4 月 11 日
当前价格(元)	22.68
52 周价格区间(元)	15.71-27.76
总市值(百万)	3479.08
流通市值(百万)	3476.81
总股本(百万股)	153.40
流通股(百万股)	153.30
日均成交额(百万)	74.44
近一月换手(%)	22.12%
Beta(2 年)	
第一大股东	华方医药科技有限公司
公司网址	http://www.whjm.com

预测指标	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1992.39	2330	2796	3495
净利润(百万元)	95.90	113	137	172
每股收益(元)	0.63	0.74	0.90	1.12
净利润增长率%	16.32%	18%	21%	25%
每股净资产(元)	5.95	6.69	7.19	7.86
市盈率	36.00	30.67	25.32	20.27
市净率	3.81	3.39	3.15	2.89
EV/EBITDA	29.25	22	17	13

资料来源: 世纪证券研究所

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
武汉健民	-65.95%	-19.07%	294.13%
沪深 300	7.68%	2.99%	-8.36%

相关报告

《武汉健民公司报告》，2007.11

邓聪

执业证书号: S1030512070001
0755-83199599-8261

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 邓聪, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- **2013 年基础稳固:** 2013 年公司实现营收 19.92 亿元, 增长 29.4%, 其中医药工业 6.29 亿元, 同比增长 15.42%, 商业收入 13.85 亿元, 同比增长 35.89%; 净利润 9590.35 万元, 同比增长 16.32%。子公司随州实现净利润 1085.28 万元, 同比增长 37.9%; 大鹏药业对公司利润贡献达到 1150.08 万元。
- **第二期限制性股权激励为未来三年提供动力。** 激励对象包括总裁、副总裁、核心技术人员、总监等 8 人, 业绩考核标准为 2014-2016 年净利润分别同比增长 14.7%、20%、22%, 股票来源为二级市场回购, 资金来源为上市公司与激励对象各出 50%, 回购资金不超过当年净利润的 5%, 总回购股份不超过总股本的 5%。
- **调研结论:** 1. 三个基药产品是公司内生性增长的重点; 2. 其他产品稳步推进; 3. 大鹏药业前景广阔; 4. 外延式扩张在路上。
- **首次“增持”评级。** 预计公司 2014-2015 年收入分别增长 17%、20%, 归属母公司净利润增长 18.3%、21.1%, EPS0.74 元、0.9 元。对应有股价 22.68 元 PE 分别为 30.7 倍与 25.3 倍。DCF 估值分析公司合理价值为 21.38 元/股, 现在价格 22.68 元/股, 估值基本合理, 鉴于公司未来将稳固发展, 首次给予“增持”评级。
- **风险提示:** 产品质量风险、新产品推广风险、政策风险。

1. 2013 年基础稳固

2013 年公司实现营业收入 19.92 亿元，增长 29.4%，其中工业收入 6.29 亿元，同比增长 15.42%，商业收入 13.85 亿元，同比增长 35.89%；实现利润总额 10906.24 万元，同比增长 14.46%；实现归属于上市公司股东的净利润 9590.35 万元，同比增长 16.32%。

子公司健民随州药业通过终端控销，实现了 OTC 营销突破，全年实现净利润 1085.28 万元，同比增长 37.9%。

参股子公司健民大鹏药业通过增资扩股，引入战略投资者，取得了营销突破，全年实现归属于母公司净利润 2948.93 万元，对公司利润贡献 1150.08 万元。

本期主导产品龙牡壮骨颗粒销售 27830 万元，同比增长 9.6%，其他 OTC 品种销售同比增长 25%，重点产品健脾生血颗粒销售 5791 万元，同比增长 17.64%，小金胶囊销售 7743 万元，同比增长 19.07%，便通胶囊销售 3945 万元，同比增长 109.67%。

2013 年 12 月，武汉健民推出了第二期的限制性股权激励，激励对象包括总裁、副总裁、核心技术人员、总监等 8 人，业绩考核标准为 2014-2016 年净利润分别同比增长 14.7%、20%、22%，股票来源为二级市场回购，资金来源为上市公司与激励对象各出 50%，回购资金不超过当年净利润的 5%，总回购股份不超过总股本的 5%。第二期股权激励的推出为公司未来 3 年的发展提供了强大的动力。

2. 调研纪要

2014.3.28 我们与上市公司副总裁兼董秘杜明德进行了深入交流。

1. 类独家品种中，小金胶囊、宝泰康、健民消食片，广东标已经招完了，今年的放量情况怎么样？

广东已经中标，今年开始都是两条腿走路，第一是 OTC 市场，我们起家的品种我们不能放弃，通过终端营销，另外一个处方药的销售，小金等处方药，我们采取的方式是自营跟代理相结合的方式，去年没有动，跟招标的进展有关，今年招标包括广东等进展会比较大，我们今年

更多的体现在广覆盖，基药的优势就体现在这里，我们对经销商的筛选也很注重他们的覆盖能力，经销商我们实行的动态管理，有淘汰，保证未来两三年能够保证我们增长的目标。广东是一个重点市场，浙江、江苏、北京、山东全面铺开。

2. 自营跟代理的比例？

代理占大头；区域看，湖北自营为主，基础比较好的也自营为主，譬如陕西；其他相结合，但价格管控上我们为主；要想迅速推进，需要借助有资源的代理商。

3. 各重点产品经营状况？

小儿宝泰康数量基数低，随州制药的品种，之前不是重点品种，去年进了医保之后(另外一家云南白药)就销售比较快。

小儿宣肺类独家，知识产权在我们这里。

今后随州制药要在这几个关键品种上做大。

4. 便通胶囊？

基药品种，疗效不错。

主要是几个重点省份在做，陕西跟湖北。

5. 小金在广东基药招标完了之后，销售情况？

现在还没有数据，之前小金在广东也有销售。

6. 大鹏药业状况？

主要是原料药体黄销售的增长。要做制剂，两条腿走路。

现在做的产品中牛黄痔清栓价格高；婴儿健儿口服液，也是体黄制剂；小儿牛黄退热贴；小儿氨酚黄那敏，有个别企业用到体黄。

主要的牛黄制剂，牛黄清心，市场特别大，以后人工牛黄会被体黄逐步替代。

大鹏我们只会进不会退，去年我们股份稀释主要是由于定向增发引

入了销售团队

7. 2014年前两个月的销售情况？

销售正常，没有收到不利影响。

龙牡壮骨冲剂，销售影响不大，新版 GMP 已经通过，生产受到了影响，但之前有备货。

未来两三年来看，现在是一个培育期，口服制剂比针剂增长慢。

2013 年做广覆盖，各地招标跟进，药铺下去，15 年 16 年更好。

8. 外延式收购？

外延式收购只给机制，激励、考核机制

中药的制剂领域，独家品种，中药针剂做得更大，以后销售模式要看。目的要做大。

9. 2013 年营业成本下降 8%？

主要是药材价格下降，其他通过成本控制来达到

10. 研发最快品种？

开郁宁、小儿宣肺糖浆、利胃颗粒。

3. 盈利预测

3.1 关键假设

(1). 医药行业稳定增长，保持 20%-22% 的增长率。

(2). 公司持续稳定经营。

(3). 保持同样的经营效率，综合毛利率由于制剂类产品占比提升而稳步上升，期间费用率稳步上升，所得税率为 15%。

3.2 盈利预测

我们预计公司 2014-2015 年收入分别增长 17%、20%，归属母公司净利润增长 18.3%、21.1%，EPS0.74 元、0.9 元。对应现有股价 22.68

元 PE 分别为 30.7 倍与 25.3 倍。

3.3 DCF 估值

根据我们 DCF 估值分析公司合理价值为 21.38 元/股，现在价格 22.68 元/股，估值基本合理，鉴于公司未来将稳固发展，首次给予“增持”评级。

Figure 1 DCF 参数假设

DCF主要参数和主要假设			
预测项目	预测值	预测项目	预测值
无风险利率	3.28%	法定所得税	15.00%
BETA	1.02	债务成本	6.35%
市场预期收益率	8.00%	债务比例	13.04%
股权成本	8.07%	WACC	7.85%
永续增长率	1.00%		

数据来源：世纪证券研究所

Figure 2 DCF 敏感性分析

WACC(%)	永续增长率Gn(%)					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
2.85%	68.79	102.95	217.77	-1165.38	-149.95	-77.65
3.85%	48.17	63.19	94.50	199.75	-1068.05	-137.30
4.85%	36.22	44.32	58.10	86.82	183.37	-979.65
5.85%	28.49	33.38	40.82	53.47	79.84	168.48
6.85%	23.12	26.30	30.80	37.63	49.26	73.49
7.85%	19.20	21.38	24.31	28.44	34.72	45.42
8.85%	16.24	17.79	19.80	22.49	26.29	32.07
9.85%	13.93	15.07	16.50	18.35	20.83	24.33
10.85%	12.10	12.95	14.00	15.32	17.02	19.31
11.85%	10.61	11.27	12.06	13.03	14.24	15.81
12.85%	9.39	9.90	10.51	11.24	12.13	13.25
13.85%	8.37	8.78	9.25	9.81	10.49	11.31

数据来源：世纪证券研究所

4.风险提示

风险提示：

- (1) 产品质量风险。
- (2) 新产品推广风险。
- (3) 坏账风险。
- (4) 政策风险

Figure 3 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1046	1104	1253	1480	营业收入	1992	2330	2796	3495
现金	115	202	191	169	营业成本	1549	1808	2159	2691
应收账款	284	247	302	391	营业税金及附加	12	14	17	22
其他应收款	43	39	46	57	营业费用	246	287	336	419
预付账款	17	31	35	43	管理费用	89	93	121	148
存货	138	206	245	305	财务费用	-2	-0	8	19
其他流动资产	450	380	433	515	资产减值损失	6	0	0	0
非流动资产	399	534	652	771	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	72	64	64	64	投资净收益	14	0	0	0
固定资产	224	320	427	536	营业利润	108	129	156	196
无形资产	22	21	19	18	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	80	130	142	153	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1445	1638	1905	2251	利润总额	109	129	156	196
流动负债	490	578	767	1010	所得税	13	16	19	24
短期借款	0	80	238	374	净利润	96	112	137	171
应付账款	208	230	277	352	少数股东损益	0	-1	-0	-0
其他流动负债	282	268	251	283	归属母公司净利润	96	113	137	172
非流动负债	14	8	9	9	EBITDA	119	146	189	248
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.63	0.74	0.90	1.12
其他非流动负债	14	8	9	9					
负债合计	505	585	776	1019					
少数股东权益	27	26	26	26	主要财务比率				
股本	153	153	153	153	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
资本公积	320	320	320	320	成长能力				
留存收益	440	553	630	733	营业收入	29.4%	17.0%	20.0%	25.0%
归属母公司股东权益	913	1026	1103	1206	营业利润	15.3%	19.1%	21.6%	25.1%
负债和股东权益	1445	1638	1905	2251	归属于母公司净利润	16.3%	18.3%	21.1%	24.9%
					获利能力				
					毛利率(%)	22.3%	22.4%	22.8%	23.0%
					净利率(%)	4.8%	4.9%	4.9%	4.9%
					ROE(%)	10.5%	11.1%	12.5%	14.2%
					ROIC(%)	13.7%	14.5%	14.0%	14.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	34.9%	35.7%	40.7%	45.3%
					净负债比率(%)	0.00%	13.58%	30.73%	36.73%
					流动比率	2.13	1.91	1.63	1.47
					速动比率	1.85	1.55	1.31	1.16
					营运能力				
					总资产周转率	1.47	1.51	1.58	1.68
					应收账款周转率	9	8	10	10
					应付账款周转率	8.00	8.25	8.51	8.55
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.63	0.74	0.90	1.12
					每股经营现金流(最新)	0.30	0.96	0.32	0.53
					每股净资产(最新摊)	5.95	6.69	7.19	7.86
					估值比率				
					P/E	36.28	30.67	25.32	20.27
					P/B	3.81	3.39	3.15	2.89
					EV/EBITDA	27	22	17	13

数据来源: WIND、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.