

分析师：涂羚波

执业证书编号：S0050208010103

Tel: 010-59355910

Email: tulb@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新  
盛大厦7层(100140)

## 武汉健民 (600976. SH)

### 营销改革显现成效

#### 医药生物

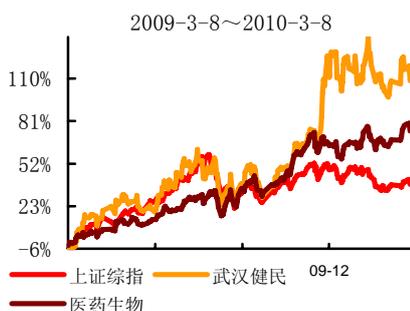
#### 投资评级

本次评级:	推荐
跟踪评级:	未评级
目标价格:	16.8元

#### 市场数据

市价(元)	14.94
上市的流通A股(亿股)	1.53
总股本(亿股)	1.53
52周股价最高最低(元)	6.15-16.65
上证指数/深证成指	3053.23/12437.57
2009年股息率	0.00%

#### 52周相对市场表现



#### 相关研究

#### 投资要点

● 龙牡壮骨冲剂仍然是拳头产品。公司盈利几乎都来源于医药工业，龙牡壮骨冲剂是医药工业的主导产品，销售收入超过二亿元。公司对老产品进行二次开发后，龙牡及健脾生血颗粒等二线品种成长较快，随着国家基本药物政策的推进，未来将继续保持平稳增长。

● 营销改革显现成效。自华立集团入主以来，重构了管理层，对公司各项业务进行了改革创新，强化了营销业绩的考核机制，经营业绩出现了显著的增长。

● 体外牛黄项目值得期待。该项目由旗下参股39%的健民大鹏药业完成，是我国唯一的体外培育牛黄的生产商和供应商，2009年成功扭亏，实现了714万元的净利润。随着公司销售的推进，未来大幅贡献盈利值得期待。

● 股权激励计划为业绩助力。公司于2009年9月公告了股权激励计划草案。09年报显示，并未达到激励计划的要求。如果激励计划能顺利通过，业绩释放的动力会增强，将会成为股价上涨的动力。

● 给予“谨慎推荐”评级。预计公司09、10、11年分别实现净利润7300万元、8900万元、1亿元，增长率分别为50.1%、20.9%、12.6%；每股收益0.48元、0.58元、0.65元，对应动态市盈率分别为31.2倍、25.8倍、22.9倍，按照2010年35倍动态市盈率公司估值，合理价位16.8元。

#### 公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1534	1763	1989	2216
增长率(%)	83.62	14.94	12.80	11.44
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	48.86	73.34	88.70	99.91
增长率(%)	210	50	21	13
毛利率(%)	19	20	20	20
净资产收益率(%)	6	9	9	10
EPS(元)	0.32	0.48	0.58	0.65
P/E(倍)	46.91	31.25	25.84	22.94
P/B(倍)	2.95	2.70	2.44	2.21

来源：公司年报、民族证券

## 正文目录

一、龙牡壮骨冲剂仍然是公司的拳头产品.....	3
二、营销改革显现成效 .....	3
（一）华立集团为公司的实际控制人.....	3
（二）营销改革卓有成效 .....	4
三、体外培育牛黄项目值得期待.....	4
四、股权激励计划成为业绩增长动力.....	5
五、盈利预测与估值 .....	6
（一）核心假设 .....	6
（二）盈利预测和估值 .....	6

## 图表目录

图 1： 2009 年公司收入构成 .....	3
图 2： 2009 年公司利润构成 .....	3
图 3： 2009 年医药工业收入构成.....	3
图 4： 公司与实际控制人之间产权关系.....	4
图 5： 考核方案（一） .....	5
图 6： 考核方案（二） .....	5
表 1： 医药工业收入预测 .....	6
表 2： 盈利预测表 .....	6
附录： 财务预测表 .....	8

## 一、龙牡壮骨冲剂仍然是公司的拳头产品

公司 2009 年实现营业收入 15.34 元，同比增长 19.3%，净利润 4885.78 万元，同比增长 196%，扣除份经常性损益后净利润 3337 万元，同比增长 550%，每股收益 0.32 元。其中收入来源于医药工业的占 25%，利润占 88%，医药工业是盈利的主要来源。

图 1： 2009 年公司收入构成

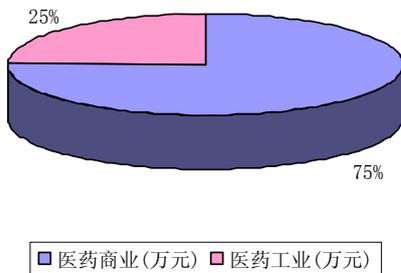
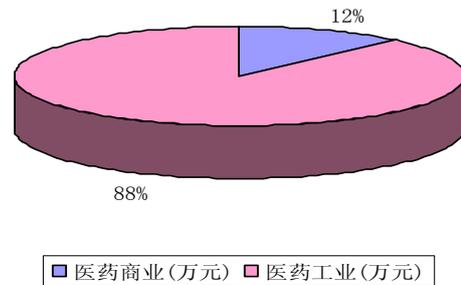


图 2： 2009 年公司利润构成

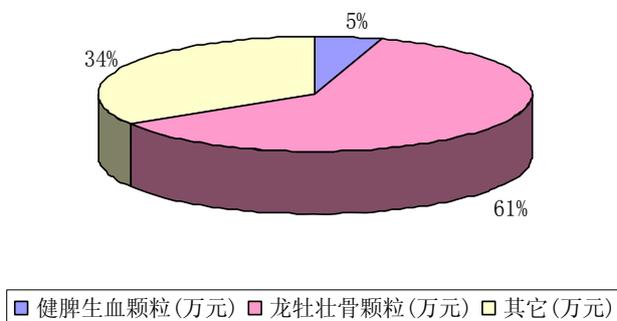


资料来源：万得资讯，民族证券

资料来源：万得资讯，民族证券

在公司的医药工业收入中，龙牡壮骨冲剂仍然是公司的拳头产品，销售额超过 2 亿元，健脾生血颗粒、小金片等二线品种销售额 2000 万左右。目前，公司已有 20 多个品种入选医保目录，其中，龙牡壮骨冲剂、健脾生血颗粒两个产品为基本药物目录、医保目录独家品种。

图 3： 2009 年医药工业收入构成



数据来源：民族证券

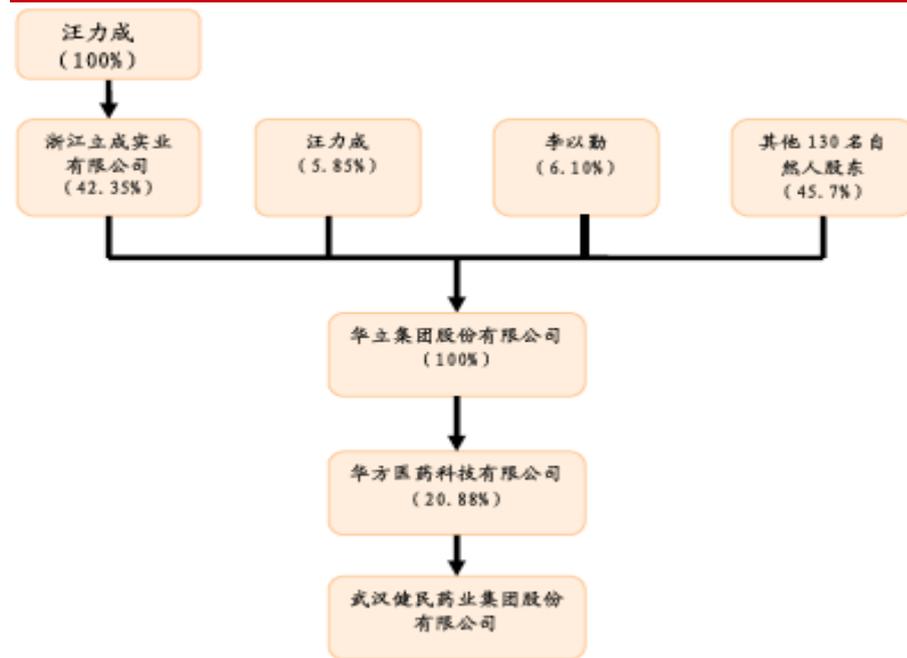
## 二、营销改革显现成效

自华立集团入主公司成为第一大股东以来，2007 年公司进行了董事会改选，重构管理层，聘请了原中联药业总经理刘勤强作为公司总裁，对公司的经营战略进行了全面的改革，并推出了股权激励计划，2009 年改革呈现了明显的成效。

### （一）华立集团为公司的实际控制人

华方医药科技有限公司为公司第一大股东，占比 20.88%。华立集团通过控股华方科技成为公司实际控制人。

图 4： 公司与实际控制人之间产权关系



数据来源：公司公告 民族证券

## （二）营销改革卓有成效

公司积极倡导以营销行为和营销业绩考核的机制，实施“商圈”渠道管理模式，划分商业类型，加强价格管理，发挥商业公司的覆盖力和推动力；运用管理工具，建立市场销售数据分析模型，提升区域市场的管理能力；深化品牌营销，有步骤、有重点、有策略地实施媒体广告投放，通过学术推广、网络投放、公益活动、小媒体广告等途径拓宽推广渠道；充分利用研发资源，对老产品进行二次开发，围绕“疗效、质量、口感、适应性”的研发方向，对主导产品进行技术攻关和工艺改善。

通过以上措施的实施，主导产品龙牡壮骨冲剂销售收入同比增长了 15.6%，重点产品健脾生血颗粒、小金胶囊同比增长了 18%、340%。

随着国家基本药物制度的建立，公司在巩固现有销售网络的基础上，将更加密切关注农村医疗体系建设，实施开拓农村市场，构建农村销售网络，并建立扁平化的商业分销网络。推进大品种战略，将“龙牡”品牌打造成儿童药物的首选品牌。预计公司的主导品种未来仍将保持平稳增长。

## 三、体外培育牛黄项目值得期待

牛黄即牛的胆囊、胆管或肝管中的结石，是备受我国中医界推崇的一味名贵中药。牛黄由于其特殊的疗效，用途非常广泛。在 4500 多种中药中，含牛黄成分的就 600 多种。保守估计，天然牛黄市场大约有 100 亿元左右的规模。

由于天然牛黄的稀缺性，价格自然就十分昂贵，一般在 10 万元/公斤~20 万元/公斤。目前，牛黄可分为天然牛黄、人工牛黄、体内培育牛黄和体外培育牛黄，市场上大多数为非天然牛黄，效果与天然牛黄相差甚远。而体外培育牛黄的性能、疗效与天然牛黄相差无几，而价格却不到天然牛黄的三分之一，市场前景十分广阔。

公司的体外培育牛黄项目由旗下参股 39% 的健民大鹏药业完成，健民大鹏药业已拥有 5000 公斤的体外培育牛黄的产能，为国家一类新药，已通过国家 GMP 认证，是我国目前唯

一的体外培育牛黄的生产商和供应商。

2009年4月，健民大鹏与中国药材集团签订了战略合作和代理销售协议，以推进该项目的销售。年报显示，健民大鹏2009年度实现销售收入4393万元，同比增长67.5%，实现利润714万元，一举扭转了多年以来的亏损局面。随着公司销售的推进和牛黄市场的规范，体外培育牛黄项目值得期待。

#### 四、股权激励计划成为业绩增长动力

公司于2009年9月公告了股权激励计划草案，考核年份为2009年到2011年。考核方案如下：

图5：考核方案（一）

项目	2009		2010		2011
净利润基本触发基数(含本数)； 经审计主营业务净利润	4000		5000		6800
分区间 超额激励基金 计提比例					
区间一： 4000~4500(含本数)	12.5%	区间一： 5000~5500 (含本数)	12.5%	区间一： 6800~ 7300(含本 数)	12.5%
区间二： 4500~5000(含本数)	15%	区间二： 5500~6000 (含本数)	15%	区间二： 7300~ 7800(含本 数)	15%
区间三： 5000~5500(含本数)	15%	区间三： 6000~6500 (含本数)	20%	区间三： 7800~ 8300(含本 数)	22.5%
区间四： 5500~6000(含本数)	17.5%	区间四： 6500~7000 (含本数)	22.5%	区间四： 8300~ 8800(含本 数)	37.5%

数据来源：公司公告 民族证券

图6：考核方案（二）

年度	工业毛利率
2009年度	58.8%
2010年度	59%
2011年度	59.3%

数据来源：公司公告 民族证券

年报显示，公司09年度扣除非经常性损益后净利润3337万元，工业毛利率63.05%。前者没有达到股权激励计划的要求。如果激励计划能获得通过，业绩释放的动力会增强，将达到激励计划的要求，也会成为股价上涨的动力。

## 五、盈利预测与估值

### (一) 核心假设

- 1、龙牡壮骨冲剂、健脾生血颗粒、其他类产品未来三年分别增长 20%、20%、5%；
- 2、医药商业未来三年分别增长 15%、15%、16%；

表 1：医药工业收入预测

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
龙牡壮骨颗粒(百万元)	231	277	333	400
增长率	16%	20%	20%	20%
健脾生血颗粒(百万元)	19	22	27	32
增长率	18%	20%	20%	20%
其它(百万元)	134	141	148	155
增长率		5%	5%	5%
医药工业(百万元)	384	440	507	587
增长率		15%	15%	16%
医药商业(万元)	1150	1323	1482	1630
增长率	22	15%	12%	10%
收入合计(万元)	1534	1763	1989	2217
增长率		15%	13%	11%

资料来源：民族证券

### (二) 盈利预测和估值

我们预计公司 09、10、11 年分别实现销售收入 17.63 亿元、19.89 亿元、22.16 亿元，增长率分别为 14.9%、12.8%、11.4%；实现净利润 7300 万元、8900 万元、1 亿元，增长率分别为 50.1%、20.9%、12.6%；实现每股收益 0.48 元、0.58 元、0.65 元，对应动态市盈率分别为 31.2 倍、25.8 倍、22.9 倍，按照公司 2010 年 35 倍动态市盈率估值，合理价位为 16.8 元，给予“谨慎推荐”评级。

表 2：盈利预测表

单位：百万元

	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1534	1763	1989	2216
营业成本	1249	1410	1591	1773
营业税金及附加	8	9	10	11
销售费用	152	176	199	222
管理费用	71	76	80	89
财务费用	-6	0	0	0
资产减值损失	20	10	10	10
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	12	5	7	8
营业利润	53	87	106	120
营业外收入	7	5	5	5
营业外支出	1	0	0	0

---

利润总额	59	92	111	125
所得税	13	18	22	25
<b>净利润</b>	<b>46</b>	<b>73</b>	<b>89</b>	<b>100</b>
少数股东损益	-2	0	0	0
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>49</b>	<b>73</b>	<b>89</b>	<b>100</b>
EBITDA	55	92	109	122
EPS (元)	0.32	0.48	0.58	0.65

---

资料来源：民族证券

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	922	1063	1239	1430
现金及等价物	391	416	509	616
应收帐款	322	370	417	465
存货	144	204	230	256
其它流动资产	64	74	83	93
<b>非流动资产</b>	373	449	498	546
长期股权投资	61	61	61	61
固定资产及其他	276	348	392	437
投资性房地产	0	0	0	0
无形资产	27	31	35	38
其它非流动资产	10	10	10	10
<b>资产总计</b>	1315	1521	1746	1985
<b>流动负债</b>	475	537	605	675
短期借款	0	0	0	0
应付帐款	360	406	458	511
其它流动负债	115	130	147	164
<b>非流动负债</b>	1	93	161	231
长期借款	0	93	160	230
其它非流动负债	1	1	1	1
<b>负债合计</b>	476	630	766	905
少数股东权益	44	44	44	44
归属于母公司所有者权益	776	850	938	1038
<b>负债和股东权益</b>	1296	1524	1748	1987

**现金流量表**

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	100	29	87	99
净利润	46	73	89	100
资产减值准备	20	10	10	10
折旧和摊销	16	17	19	21
公允价值变动损失	0	0	0	0
财费用	-6	0	0	0
营运资本变动	36	-66	-24	-24
投资收益	-12	-5	-7	-8
<b>投资活动现金流</b>	34	-88	-61	-62
资本支出	-47	-93	-67	-70
其它	81	5	7	8
<b>融资活动现金流</b>	-61	93	67	70
权益性融资	13	0	0	0
负债净变化	-80	93	67	70
财务费用	6	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	73	35	93	107
期初现金余额	308	381	416	509
期末现金余额	381	416	509	616

资料来源：公司报表、民族证券

**利润表**

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	1534	1763	1989	2216
营业成本	1249	1410	1591	1773
营业税金及附加	8	9	10	11
销售费用	152	176	199	222
管理费用	71	76	80	89
财务费用	-6	0	0	0
资产减值损失	20	10	10	10
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	12	5	7	8
<b>营业利润</b>	53	87	106	120
营业外收入	7	5	5	5
营业外支出	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	59	92	111	125
所得税	13	18	22	25
<b>净利润</b>	46	73	89	100
少数股东损益	-2	0	0	0
<b>归属于母公司所</b>	49	73	89	100
<b>EBITDA</b>	55	92	109	122
<b>EPS (元)</b>	0.32	0.48	0.58	0.65

**主要财务比率**

	2009	2010E	2011E	2012E
<b>成长能力</b>				
营业收入	83.6%	14.9%	12.8%	11.4%
营业利润	190.7%	64.0%	22.2%	13.2%
归属母公司净利	209.6%	50.1%	20.9%	12.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	18.6%	20.0%	20.0%	20.0%
净利率	3.2%	4.2%	4.5%	4.5%
ROE	6.3%	8.6%	9.5%	9.6%
ROIC	3.7%	7.4%	7.7%	7.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.2%	41.4%	43.9%	45.6%
流动比率	1.9	2.0	2.0	2.1
速动比率	1.6	1.6	1.7	1.7
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.2	1.2	1.1	1.1
应收帐款周转率	4.8	4.8	4.8	4.8
应付帐款周转率	3.5	3.5	3.5	3.5
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.32	0.48	0.58	0.65
每股经营现金	0.65	0.19	0.57	0.64
每股净资产	5.06	5.54	6.12	6.77
<b>估值比率</b>				
P/E	46.9	31.2	25.8	22.9
P/B	3.0	2.7	2.4	2.2

## 分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备8年医药行业的从业经验，以及8年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、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接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn