

增持

目标价格：17.2元

## 营销布局提速 盈利能力提升

——武汉健民（600976）点评——

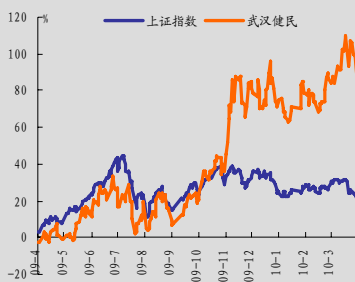
### 研究员

王剑辉  
执业证号：S1250200010075  
电话：010-57631186  
邮箱：wjhui@swsc.com.cn

### 市场数据

总股本（百万股）	153.4
总市值（百万元）	2349.6
流通比例	100%
52周最低/最高（元）	8.18/17.3
52周beta值/月	0.584
52周Sharp比率/月	2.28
52周超额收益指标	4.98

### 52周以来表现比较



### 主要财务数据预测

	2010E	2011E
销售收入(百万)	1803	2096
增长率	17.5%	16.3%
毛利率	19.8%	20.3%
净利润	65.83	83.73
EPS	0.43	0.55
PE (X)	38.75	30.47
PB (X)	2.87	2.62

**一季度业绩回顾。**报告期内公司实现营业收入 3.97 亿元，同比增长 21.4%，营业利润 1901 万元，同比增长 46.35%，归属母公司净利润 1466 万元，同比增长 32.8%。扣除非经常性损益净利润同比增长 19.86%，每股收益 0.09 元；

**营销扩张 短期将实现较快增长。**公司拟受让医药商业企业中新药业集团旗下的康尔诺商业公司 51% 的股份，该公司商业网络主要分布在广东省地区；“健民”作为一个 20 多年的 OTC 中成药品牌，上市以后市场渠道一直是短板，制药工业销售主要在湖北及华中地区；如受让成功，除了销售规模上升较快，更为重要的是广东及福建地区是我国中成药消费最高的省份，将在较短时间内带动公司主导产品的销售增长；但要实现持续的快速增长，公司有着诸多挑战，主打老产品“龙母壮骨颗粒”和“健脾生血颗粒”为小儿用药领域，面对的是大量补钙、补铁保健品和三精制药等全国及区域强 OTC 制药企业的竞争；公司在全国性的 OTC 渠道上相对较弱，产品上有更新的需求，在受让成功的情况下，全年制药工业可实现 20% 以上的收入增长；

**成本控制加强 盈利能力提升。**公司整体收入较快增长，主要是医药商业的规模上涨，但医药商业几乎不给公司带来利润，同时各项费用的增加，摊薄了医药工业带来的利润；公司在 09 年提出对主要高官实行 2009-2011 年股权激励的预案，对毛利率提出了一定的要求（目前尚未获批），在医药工业收入并没有大幅变化的情况下，成本方面的控制，使公司 09 年同比净利润大幅增长了 209%（三项费用率同比减少 7 个百分点，工业毛利率提高了 7 个百分点，工业收入增长 11.6%），今年一季度三项费用同比降低 0.8 个百分点；

**体外培育牛黄值得期待 但市场培育相当漫长。**公司备受关注的一类新药体外培育牛黄，早在 2004 年已上升到国家标准，并于 2005 年收入《药典》，能替代所有天然牛黄使用，并有药监局规定的 42 种药品人工牛黄不能替代使用的市场，在如此大的市场前景下，公司同样具有 5 吨的设计产能，但至投资 6 年以来，只有去年联营的健民大鹏药业盈利了 700 多万利润；体外培育牛黄处在一个比较尴尬的位置，虽然政策早已扶持，但面对天然牛黄，一是传统中成药的“地道药材”问题，二是人工牛黄的便宜价格；同时，在牛黄使用上，市场其实较为混乱，一个中间价的体外培育牛黄要获得市场认可，需要对各环节利益分配从新调节；另外，公司并没有体外培育牛黄的技术专利拥有权，对健民大鹏药业只是参股，股本比例已从 04 年的 45% 下降到目前的 35.37%，体外培育牛黄原料药的市场运营并非是公司的主要工作；我们认为未来前景值得关注，但就像重庆啤酒的疫苗投资一样，你不知道“实现”是何时；

公司将受让诺尔康医药商业公司，不但在收入上有利于公司，制药可能同比有较快的增长，同时公司成本控制加强，盈利能力也逐渐提升，并且去年提及的股权激励如果获批也将刺激公司各项财务指标的提升，体外培育牛黄仍有等待的价值；预计 2010-2012 年每股收益 0.43 元、0.55 元和 0.69 元，对应 40 倍市盈率，对应价格为 17.2 元、22 元和 27.6 元，给予“增持”评级。

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	317	391	460	535	622	营业收入	835	1534	1803	2097	2439
应收票据	68	135	159	184	214	营业成本	623	1249	1445	1671	1932
应收账款	123	187	220	256	297	营业税金及附加	5	8	9	10	12
预付款项	31	35	41	47	55	销售费用	112	152	179	208	242
其他应收款	91	29	34	39	45	管理费用	66	71	83	97	113
存货	115	144	167	193	223	财务费用	5	-6	4	4	5
其他流动资产	0	0	0	0	0	营业利润	18	53	86	109	138
长期股权投资	135	61	61	61	61	营业外收支净额	6	6	0	0	0
固定资产	243	275	225	211	196	税前利润	25	59	86	109	138
在建工程	2	0	0	0	0	减: 所得税	9	13	18	23	29
工程物资	0	0	0	0	0	净利润	16	46	68	86	109
无形资产	24	25	25	24	24	归母公司净利润	16	49	66	84	106
长期待摊费用	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	-2	2	2	3
资产总计	1159	1296	1395	1554	1741	基本每股收益	0.10	0.32	0.43	0.55	0.69
短期借款	80	0	32	27	15	稀释每股收益	0.10	0.32	0.43	0.55	0.69
应付票据	129	190	220	254	294	<b>财务指标</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
应付账款	95	170	160	185	214	<b>成长性</b>					
预收款项	41	53	67	83	102	营收增长率	-19.4%	83.6%	17.5%	16.3%	16.3%
应交税费	15	10	10	10	10	EBIT 增长率	-6.3%	93.4%	58.4%	27.3%	26.6%
其他流动负债	2	7	9	11	13	净利润增长率	89.5%	209.6%	34.7%	27.2%	26.5%
负债合计	398	476	507	580	658	<b>盈利性</b>					
股东权益合计	761	820	888	974	1083	销售毛利率	25.4%	18.6%	19.8%	20.3%	20.8%
<b>现金流量表</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	销售净利率	1.9%	3.2%	3.7%	4.0%	4.3%
净利润	16	46	68	86	109	ROE	2.1%	6.0%	7.4%	8.6%	9.8%
折旧与摊销	16	17	16	16	16	ROIC	2.12%	5.24%	7.40%	8.66%	10.00%
经营活动现金流	110	67	41	84	104	<b>估值倍数</b>					
投资活动现金流	-10	72	0	0	0	PE	161.7	52.2	38.7	30.5	24.1
融资活动现金流	16	-88	28	-9	-16	P/S	3.1	1.7	1.4	1.2	1.0
现金净变动	117	50	69	75	87	P/B	3.4	3.1	2.9	2.6	2.4
期初现金余额	200	317	391	460	535	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
期末现金余额	317	367	460	535	622	EV/EBITDA	53.0	30.6	21.2	16.6	12.9

## 西南证券投资评级说明

---

**西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避**

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

**西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市**

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

## 免责声明

---

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。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。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

**西南证券研究发展中心**

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 4 层

邮编：100140

电话：(010) 57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：<http://yf.swsc.com.cn/>