

武汉健民 (600976)

大鹏一日同风起 扶摇直上九万里

买入 / 首次评级

股价：RMB15.77

分析师

钱晓宇

SAC 执业证书编号:S1000200010062
+755-82492237 qianxy@lhzq.com

联系人

孙超

0755-82125057 sunchao@lhzq.com

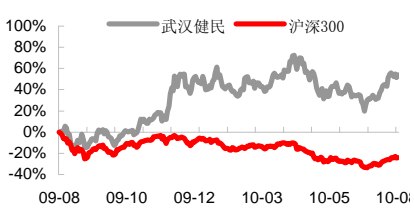
- **公司经营处于上升通道。**公司前身系始建于明朝崇祯年间的全国四大名药店之一——叶开泰参药店，至今已有近四百年历史。2005 年取得公司控股权后大股东华立集团逐步整理公司管理架构，完善营销渠道建设，近年效果显现。2007 年以来公司利润增长迅速，公司未来发展向好。
- **体外培育牛黄产业迎来发展拐点。**公司参股 39%的大鹏药业独家生产的国家中药一类新药、国家重大技术发明、国家重点新产品——体外培育牛黄，是我国建国以来获得荣誉最高的中药一类新药。去年健民大鹏首度实现盈利 717 万元，综合大鹏药业和牛黄产业的发展趋势，我们判断大鹏药业极有可能在今年实现大幅盈利，并从此进入快速发展轨道。
- **小金胶囊高增长，变身崭新“发电厂”。**小金胶囊 2009 年销售额增长 340%，达到 1400 余万元，按照销售额增长趋势并结合市场容量判断，我们预计该品种今年销售额增长可以达到 100%。儿科 OTC 用药龙牡壮骨颗粒和健脾生血颗粒是公司长期以来的主要利润来源，2007 年以来保持稳定增长态势。
- **参股公司江通动画有望上市。**公司持有股权的江通动画股份有限公司是网上世博湖北馆制作者，动漫产业属于当地政府重点扶持的文化创意产业。江通动画 2009 年净利润达 4000 万元，有望登陆创业板。而一旦江通动画上市成功，将为公司带来较为可观的投资收益。
- **大股东增持凸显对公司发展信心。**武汉健民大股东华方医药于 2010 年 5 月 21 日-7 月 2 日期间通过上海证券交易所交易系统以竞价交易方式累计增持公司股份 3615503 股，占公司总股本的 2.36%。我们认为大股东增持公司股份凸显了对公司发展的信心。
- **盈利预测：**根据我们测算，公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.50、0.69 和 0.97 元，公司主营业务呈现良好增长趋势，参股公司健民大鹏药业已经出现经营拐点，体外培育牛黄产业在政策扶持下有望出现高速增长，在不考虑江通动画可能带来额外收益的前提下，根据公司发展趋势，我们认为公司合理价值区间为 20.70~22.73 元，首次覆盖给予“买入”评级。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	153
流通 A 股 (百万股)	153
流通 B 股 (百万股)	0.00
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (百万元)	2356

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值

	2009A	20101Q	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1533.9	397.9	1747.8	1972.1	2224.4
(+/-%)	83.6	60.5	13.9	12.8	12.8
归属母公司净利润(百万元)	48.9	14.5	76.4	106.5	148.9
(+/-%)	209.6	32.8	56.4	39.4	39.8
EPS(元)	0.32	0.09	0.50	0.69	0.97
P/E(倍)	48.3	162.8	30.9	22.2	15.9

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

目 录

投资案件	4
估值与投资建议.....	4
核心假设	4
与市场预期的差异之处	4
股价变化催化剂.....	4
核心假设的风险.....	4
华立集团旗下的药业公司	5
体外培育牛黄项目进入收获季节	6
千金易得，牛黄难求	6
寻找天然牛黄的“完美替身”	7
政策扶持，体外培育牛黄迎来腾飞时刻	8
大鹏一日同风起，扶摇直上九万里	9
大鹏一直在努力	9
扶摇直上九万里	10
主营中药业务 - 稳健之中有惊喜	12
小金胶囊异军突起有惊喜 - 开辟妇科产品线.....	12
乳腺增生发病率高且呈上升趋势	13
小金胶囊具备竞争优势	13
疾病关注度不断上升	14
王牌龙牡焕发新气象 - 重拾增长表现稳健	15
龙牡壮骨市场份额稳定	15
儿童保健品市场发展提速	16
医药商业辅助医药工业发展.....	17
日出“江通”红胜火 - 参股动画公司有望上市	18
大股东增持凸显对公司发展信心	19
盈利预测及估值讨论.....	19
主要产品营业收入假设.....	19
其他假设	21
估值讨论	21
风险提示	21
有关牛黄的药典标准和相关政策执行不力	21
小金胶囊销售出现恶性竞争	21

附录参考资料	21
以牛黄为“君药”配伍的代表中成药	21
天然牛黄产量测算模型	22
解决体外牛黄独家生产权问题备忘录	22

投资案例

估值与投资建议

我们认为公司医药工业业务目前势头良好,将继续保持较高速度增长,其中龙牡壮骨颗粒将延续 2007 年以来增长态势,小金胶囊高速增长,有望成为公司未来新的利润增长点;参股公司健民大鹏药业去年首度实现盈利,在今年 2010 年版《中国药典》颁布并将正式实施的背景下,体外培育牛黄项目有望实现持续盈利并以较高速度增长。

预计公司 2010~2012 年每股收益分别为 0.50 元、0.69 元、0.97 元,对应净利润增速为 56.4%、39.4%、39.8%,投资净收益分别为 780 万、1560 万、2808 万(公司将健民大鹏药业贡献利润计入投资收益)。考虑到公司:

- 1、主营中药工业在老品种的良好表现和新品种的超预期表现下增长趋势良好;
- 2、参股公司健民大鹏药业很有可能迎来业绩拐点,从此步入高速增长阶段;
- 3、公司持有股权的江通动画股份有限公司可能登陆创业板。

在不考虑江通动画对公司业绩影响前提下,公司的合理价值区间为 20.70~22.73 元

核心假设

- 1、公司医药工业收入 2010~2012 年分别同比增长 21.47%、20.15%、19.37%;
- 2、健民大鹏药业 2010~2012 年收入增长分别为 60%、100%和 54.28%;净利润增长分别为 195.77%、100%和 80%;净利率不低于 30%。

与市场预期的差异之处

我们与市场的不同之处有两点:

一是我们认为健民大鹏药业 2009 年首度实现盈利,已经出现经营拐点,随着牛黄产业标准的制定与执行,特别是 2010 年版《中国药典》的颁布与执行时刻的临近,今年健民大鹏药业就将出现大幅盈利并步入高速增长的轨道。

二是对小金胶囊高速增长意义的认识,武汉健民属于传统儿科 OTC 用药生产企业,2009 年小金胶囊实现了 340%的高速增长,收入达到 1400 余万元,预计 2010 年增长 100%,小金胶囊的成功营销标志着公司正式进军妇科用药领域,也证明了公司同样能够做好处方药营销。公司的生产线趋于多元化,未来拥有了更为广阔的成长空间。

股价变化催化剂

- 1、健民大鹏药业可能成为国内大型药企的牛黄原料供应商
- 2、2010 年版《中国药典》的正式执行
- 3、武汉健民医药工业增长速度超预期

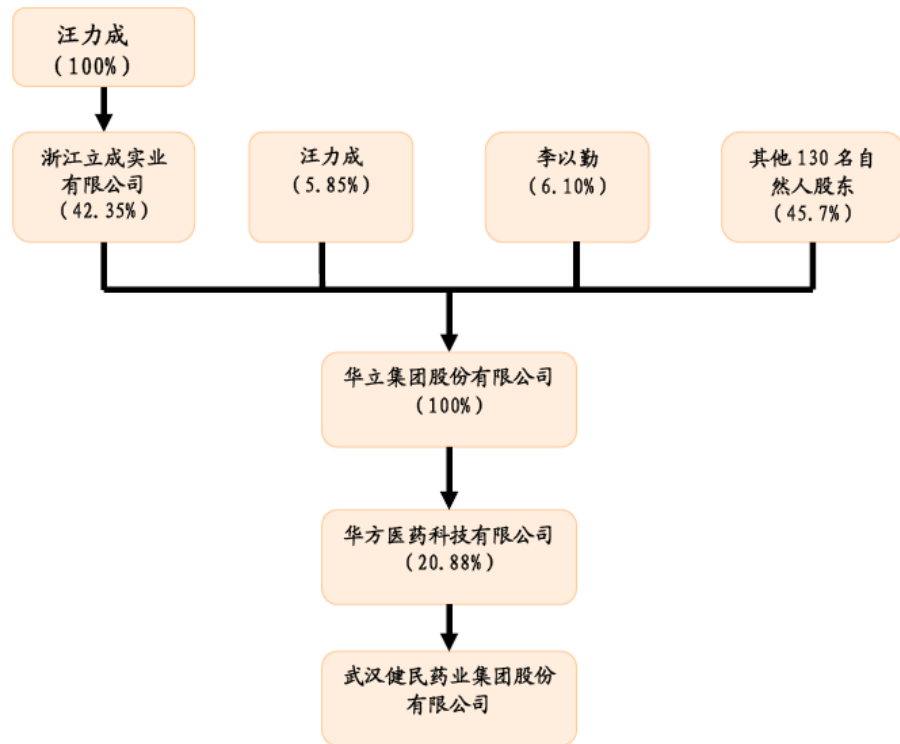
核心假设的风险

- 1、有关牛黄的药典标准和相关政策执行不力
- 2、小金胶囊销售出现恶性竞争

华立集团旗下的药业公司

公司前身系始建于明朝崇祯年间的全国四大名药店之一——叶开泰参药店，至今已有近四百年历史。1953年6月1日，以叶开泰药店的制药部分组建成立武汉市健民制药厂。1993年5月28日，经武汉市发改委批准改制成为股份制公司，组建武汉健民药业集团。2004年，武汉健民正式登陆A股市场。2005年，华立集团通过收购武汉国资及华汉投资股份取得公司控股权。

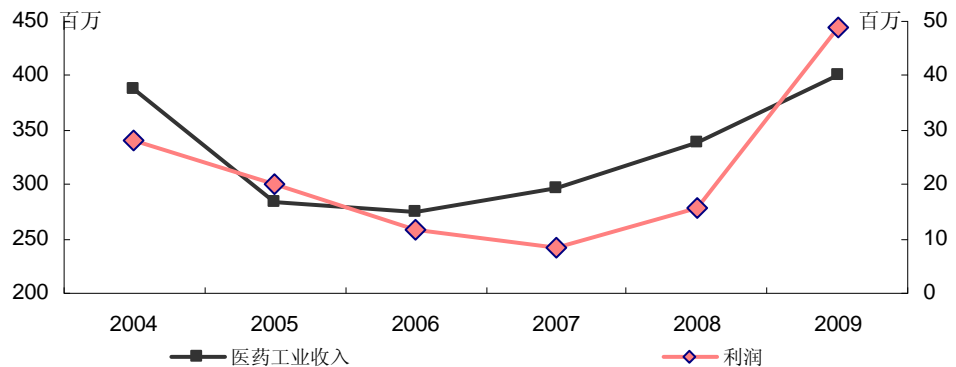
图 1、公司与实际控制人之间产权及控制关系



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

2005年取得公司控股权后大股东华立集团逐步整理公司管理架构，完善营销渠道建设，近年效果显现，2007年以来公司利润迅速增长。

图 2、2007 年公司迎来业绩拐点



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所。

体外培育牛黄项目进入收获季节

我们判断健民大鹏药业的体外培育牛黄项目正进入收获季节基于以下几点原因：

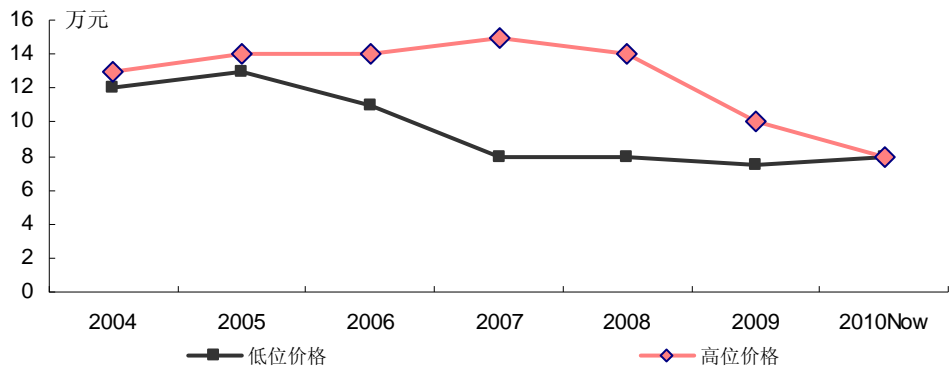
一是我国的牛黄市场，特别是名贵牛黄中成药配方中所需的天然牛黄市场长期处于极度供不应求的状态；二是体外培育牛黄是天然牛黄最完美的替代产品，只是因为过去缺乏规范、监管不力、市场混乱而没有体现其应有价值；三是健民大鹏药业已经迈过其盈亏平衡点，随着扶持政策逐渐形成，执行力度逐渐加强，很有可能在今年实现大幅盈利并步入持续盈利高速增长时期。

千金易得，牛黄难求

牛黄即牛的胆结石，是比黄金贵几倍的珍稀中药材。在我国医药史上，牛黄的应用已有 2000 多年历史，千百年来牛黄一直靠宰牛偶然获取，取得概率只有千分之二，优质牛黄价格最高时达 20 万元/公斤，故民间素有“千金易得，牛黄难求”之说。

天然牛黄价格目前稳定在 8 万元/公斤，基本属于有行无市

图 3、天然牛黄价格昂贵（工业批发价，近年价格下降因有行无市质量下降）

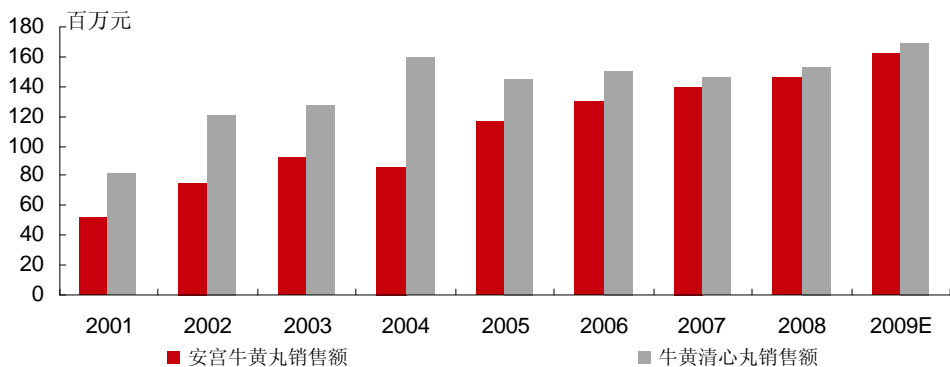


数据来源：中药材天地网，华泰联合证券研究所整理。

我国现有 4500 种中成药，其中约有 650 种需用牛黄配伍，每年天然牛黄的需求量约 5000 多公斤，而这一市场伴随我国医药市场的升级扩容还在不断成长之中。

以国内牛黄类中成药龙头同仁堂为例，其安宫牛黄丸和牛黄清心丸销量均位列国内第一，在超过亿元的销售基数下仍然保持着每年增长的趋势。

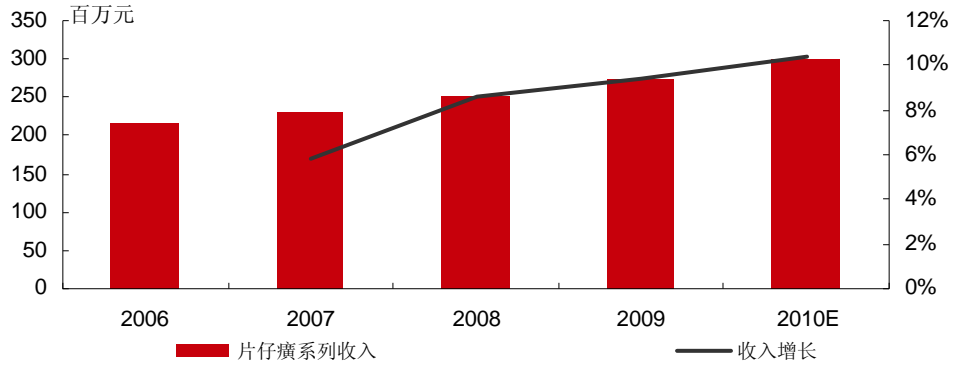
图 4、同仁堂集团安宫牛黄丸和牛黄清心丸销售收入保持增长趋势



数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所估计。*2009 年数据为华泰联合证券研究所按趋势估算

同样的，漳州片仔癀集团主要产品片仔癀系列以天然牛黄为主要原料之一，该产品系列收入近年来呈现加速增长趋势。

图 5、片仔癀集团的片仔癀系列产品收入呈现加速增长趋势



数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所预测

2002 年以后天然牛黄供应缺口主要由走私牛黄、伪劣牛黄和人工牛黄填补

与巨大的牛黄市场需求不相称的是，我国天然牛黄每年的产量最多只有 400 至 700 公斤左右，由于天然牛黄只能在耕牛体内产生，随着农田机械的推广和耕牛数量的减少，其天然资源正面临枯竭，2002 年以前我国 90% 以上天然牛黄需求依赖进口。2002 年 7 月，为防止疯牛病通过用药途径传入，国家决定禁止进口牛源性材料制备中成药，使得天然牛黄资源更为匮乏。

寻找天然牛黄的“完美替身”

为缓解以牛黄为原料的药品供需矛盾，国家药品监督管理部门自 1972 年起陆续批准了 3 个牛黄代用品，即人工牛黄、培植牛黄和体外培育牛黄。三个产品都已经实际应用于牛黄配伍药品之中，但使用效果具有明显的分别：

表 1、三种天然牛黄代用品比较

品种名	描述	特点	价格
人工牛黄	按照天然牛黄的主要成分——胆红素、胆酸、胆固醇、无机盐等，人工配制的一种牛黄代用品	工艺简单、价格便宜、药效很差，胆红素含量仅为 0.7%，远低于天然牛黄 35% 的标准，严格来讲不算牛黄	200 元/公斤
体内培植牛黄	用人工方法促使牛体产生的胆结石，类似人工养殖的珍珠，可看作天然牛黄	质量参差不齐，工艺难以控制，成石时间长（半年-1 年半），难以规模化生产	优等品 16-20 万元/公斤
体外培育牛黄	在工厂化的环境中，模拟牛胆结石的生成原理，人工合成的牛黄代用品	可与天然牛黄等同使用，质量可控、安全隐患小，一周成石，价格是天然牛黄的 1/3 左右	5-7 万元/公斤

资料来源：华泰联合证券研究所整理

从比较中我们不难得出结论：人工牛黄价格低廉但在作为药品最基本的属性疗效一项上对天然牛黄没有可替代性；体内培植牛黄产业化困难，处于有行无市的境地；体外培育牛黄是天然牛黄最完美的替代品。

表 2、体外培育牛黄与天然牛黄对比

	体外培育牛黄	天然、培植牛黄	备注
性状			
猪去氧胆酸	不含	不含	鉴别牛黄真伪依据之一
游离胆红素	远远低于天然牛黄	优等品正常	过量会引发毒性反应
指纹图谱表现	指纹图谱（胆红素类、胆酸类、氨基酸及肽类）的对比分析表明，体外培育牛黄与天然牛黄成分一致，且比天然牛黄更稳定。		
生产			
生产原料	新鲜牛胆囊胆汁及其制品	病变牛胆结石	“体外培育”更丰富易得
生产周期	一周左右	至少半年，不确定	“体外培育”具备产业化条件
生产成本	远低于天然牛黄	较为高昂	“体外培育”具备成本优势
疗效			
动物实验	具有镇静、抗惊厥、退热、降压、消炎、抗菌作用，两者强度一致		
临床观察	经 1892 例临床观察证明：体外培育牛黄与天然牛黄治疗中风、乙脑、急性咽炎、疖肿、牙周炎均有良好疗效，两者愈显率基本一致。		

资料来源：华泰联合证券研究所整理

体外培育牛黄因为质量可控,在某些疾病治疗领域疗效甚至优于天然牛黄

而实际上，体外培育牛黄是在中科院资深院士、中国医学界泰斗裘法祖院士指导下，由华中科技大学同济医学院蔡红娇教授根据生物体内胆结石形成原理，倾心三十年研制成功的中药一类新药，是国家“863”计划和双高一优重点项目，该成果获 2002 年国家科技发明二等奖（一等奖空缺），是我国建国以来获得荣誉最高的中药一类新药。

政策扶持，体外培育牛黄迎来腾飞时刻

体外培育牛黄受制牛黄产业相关规范的缺位和监管不力，没有体现出其应有的价值

健民大鹏药业在设立之初就按照每年 5000 公斤体外培育牛黄的产能设立，预计三到五年后就有扩大产能的需求，但投产之后销售情况一直不甚理想。目前市场上人工牛黄占据了牛黄产业 98% 的市场份额，而人工牛黄与天然牛黄相比，无论在成分、结构还是药效上都存在着一定差距，产生这种状况的关键还是因为没有完善的贵重中药材质量控制标准。

体外培育牛黄虽然是天然牛黄最完美的替代产品，但因为过去缺乏规范、监管不力、市场混乱，并没有体现其应有价值，随着政策和法律规范的制定与实施，体外培育牛黄产业正逐渐迎来腾飞时刻。

表 3、法律法规推动牛黄产业质量控制体系形成

时间	部门	法律法规	有关表述
2004年1月	国家食品药品监督管理局	《关于牛黄及其代用品使用问题的通知》	含牛黄的临床急重病症用药品种等可以将处方中的牛黄以体外培育牛黄等量替代投料使用，但不得以人工牛黄替代。并规定 38 种含牛黄成分的急救中成药必须用国产天然牛黄或体外培育牛黄，这 38 种药品 每年需至少牛黄约 4000 公斤
2009年5月	最高人民法院、最高人民检察院	《关于办理生产、销售假药、劣药刑事案件具体应用法律若干问题的解释》	对于含牛黄类药物，剑锋直指38个品种中以人工牛黄替代牛黄、体外培育牛黄、培植牛黄的‘李代桃僵’的违法行为。
2010年3月	卫生部	2010版《中国药典》	对含牛黄品种安排了标准提高任务，对禁止使用人工牛黄的品种，增加猪去氧胆酸和游离胆红素的检查，同时进一步缩减使用人工牛黄的品种。

资料来源：华泰联合证券研究所整理

我们认为已于 2010 年 3 月颁布并将于 2010 年 10 月 1 日开始正式执行的 **2010 版《中国药典》将是体外培育牛黄腾飞的重要机遇**。对安宫牛黄丸等名贵牛黄配伍药品施行猪去氧胆酸和游离胆红素检查，将有效抑制药品生产中以人工牛黄替代、混杂天然牛黄、培植牛黄或体外培育牛黄投料的掺假行为，在保证药品质量的同时，为体外培育牛黄带来更加公平规范的市场环境。

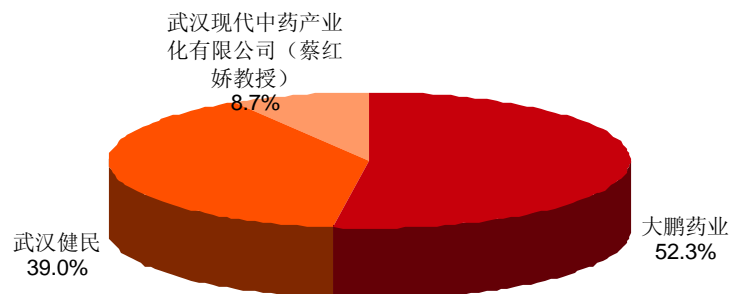
大鹏一日同风起，扶摇直上九万里

健民大鹏药业已经迈过其盈亏平衡点，随着扶持政策逐渐形成，执行力度逐渐加强，很有可能在今年实现大幅盈利并步入持续盈利高速增长时期。

大鹏一直在努力

武汉健民参股 39%的健民大鹏药业成立于 2005 年，目前是体外培育牛黄独家生产商。由上市公司武汉健民药业集团股份有限公司、武汉大鹏药业有限公司及武汉现代中药产业化有限公司（法人为蔡红娇教授）共同合资组建而成，注册资本 1.3 亿元。

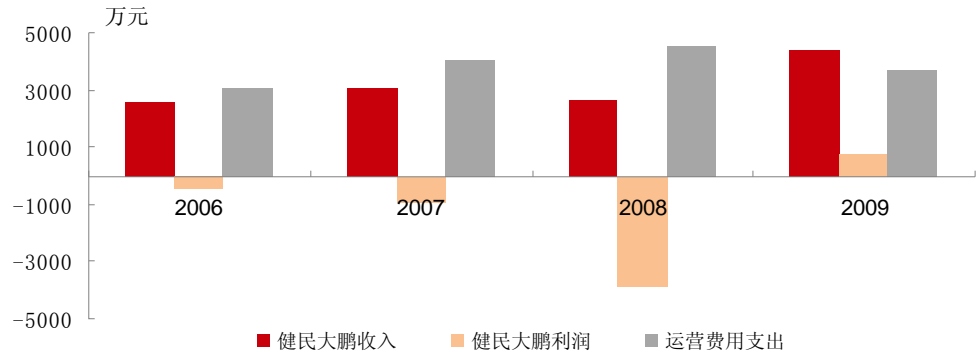
图 6、健民大鹏药业股权结构



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

2006~2008 年健民大鹏一直处于亏损状态，2008 年为解决公司主导产品体外培育牛黄的独家生产权问题，公司业绩出现大额亏损，但 2009 年首次实现盈利。

图 7、2009 年健民大鹏药业迎来业绩拐点



数据来源：公司年报、华泰联合证券研究所

健民大鹏药业在体外牛黄产业化的道路上进行了诸多尝试和努力，而其中几次动向尤为引人注目。

表 4、大鹏一直在努力

时间	健民大鹏药业动向	意义
2006	“战略联盟”营销方式	与广西梧州制药、广药、上药、哈药结成战略联盟，形成品牌联动，探寻升级换代及转型道路
2008.12	与另一家体外牛黄生产商武汉生化制药达成和解	成为唯一体外牛黄生产商，拥有了体外培育牛黄产品定价权
2009.6	与中国药材集团公司开展战略合作	巧妙借力完成体外培育牛黄及其衍生产品的营销渠道布局。

资料来源：华泰联合证券研究所整理

扶摇直上九万里

在与牛黄类药品厂家的品牌联动中，健民大鹏也逐渐向高毛利率深加工的牛黄类制剂药品延伸触角，现已拥有 49 个药品品种，其中安宫牛黄丸等 16 个产品列入卫生部颁布的 2009 版《国家基本药物目录》；安宫牛黄丸等 20 个品种为 2009 年版国家医保药品目录甲类品种；牛黄解毒片等 9 个品种为 2009 年版国家医保药品目录乙类品种。

表 5、健民大鹏药业部分药品

序号	产品名称	规格	零售价
1	体外培育牛黄饮片	0.3 克/盒	158 元/盒
2	牛黄痔清栓	6 粒/盒 4 粒/盒	58.2 元/盒 42 元/盒
3	复方小儿退热栓	4 粒/盒	39.8 元/盒
4	安宫牛黄丸	3 克*1 粒/盒	80 元/盒
5	大活络丸	3.5 克*12 粒/盒	38.4 元/盒
6	西黄丸	3 克*5 支/盒	64 元/盒
7	脑血栓片	0.6 克*12 片/盒	108 元/盒
8	喉痛消炎丸	30 粒*2 支/盒	45 元/盒
9	蛇胆陈皮液	10ml*6 支/盒 10ml*10 支/盒	23.2 元/盒 36.2 元/盒

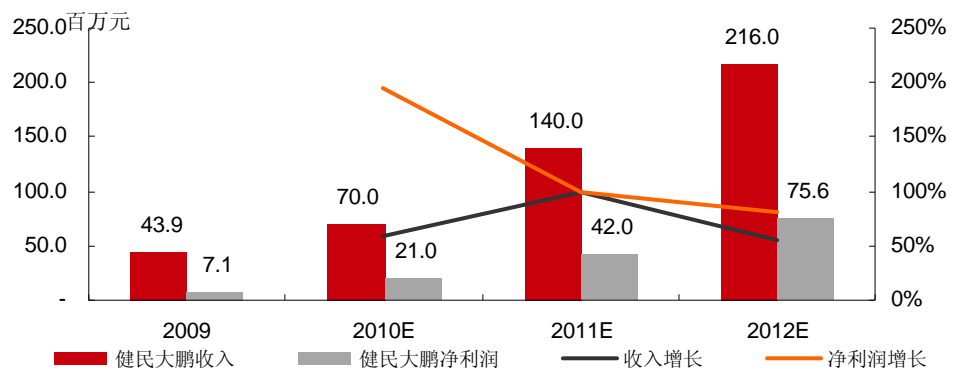
2010 年 4 月国家发改委“调整定价药品目录”通知，今后标注以“天然麝香”、“天然牛黄”入药的中成药，将不再由政府定价，而改为实行市场调节价。

资料来源：健民大鹏药业网站、华泰联合证券研究所整理

体外培育牛黄中最主要最贵重的原材料是胆红素，根据我们从云南和安徽市场了解到的情况，目前胆红素的市场价格在 26000 元~28000 元/公斤，而现在体外培育牛黄的售价在 50000~60000 元/公斤左右，不难推算体外培育牛黄毛利率应在 50%~60%，我们大致测算健民大鹏药业营业净利率应在 30%~35%的水平。2009 年健民大鹏药业首次跨过盈亏平衡点，伴随政策引导下产品放量和较高毛利率的体外培育牛黄系列药品逐渐被市场认可，我们判断健民大鹏药业将就此迎来高速发展时期。

预计健民大鹏药业 2010~2012 年收入增长分别为 60%、100%和 54.28%；净利润增长分别为 195.77%、100%和 80%

图 8、预计健民大鹏药业 2010~2012 净利润将高速增长



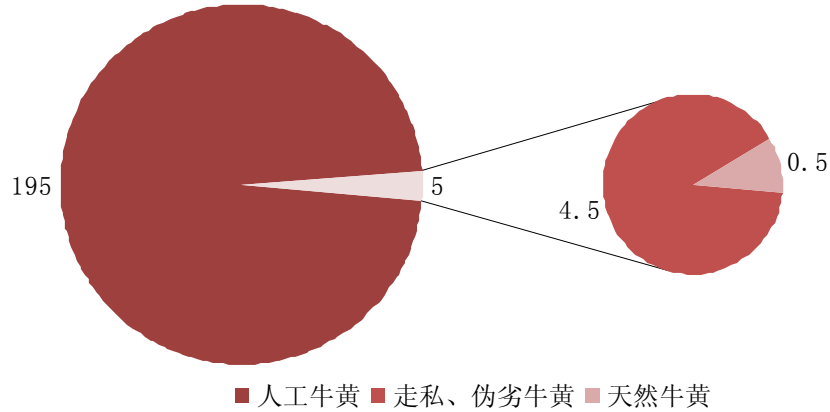
资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所预测

中国药材集团华禾药业负责人认为按部颁标准生产的体外培育牛黄产每百公斤产值超过一千万元人民币，预计 5 年内体外培育牛黄产值将达到八至十亿元人民币。而按照 2005 年时武汉健民的变更投向分析预测，健民大鹏 5 年后主营业务收入可达 5 亿元左右。

我们认为今年 10 月 1 日 2010 年版《中国药典》实施后，体外培育牛黄因价廉质优将迅速取代走私天然牛黄的市场份额，而随着药品标准和群众保健意识的提高，长期将逐步取代人工牛黄，按整体牛黄市场每年 200 吨牛黄需求测算，体外培育牛黄潜在市场接近 100 亿元。

我们对体外培育牛黄发展趋势判断：短期取代走私牛黄，长期逐步取代人工牛黄

图 9、牛黄产业市场结构（单位：吨）

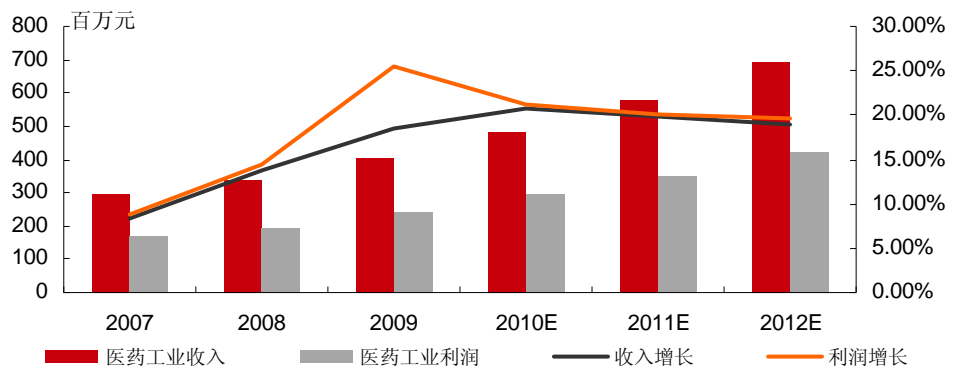


资料来源：健康网，华泰联合证券研究所

主营中药业务 - 稳健之中有惊喜

小金胶囊 2009 年销售额增长 340%，达到 1400 余万元，按照销售额增长趋势并结合市场容量判断，我们预计该品种今年销售额增长可以达到 100%。儿科 OTC 用药龙牡壮骨颗粒和健脾生血颗粒是公司长期以来的主要利润来源，2007 年以来保持稳定增长态势。

图 10、2007 年以来公司医药工业收入利润呈现快速增长态势



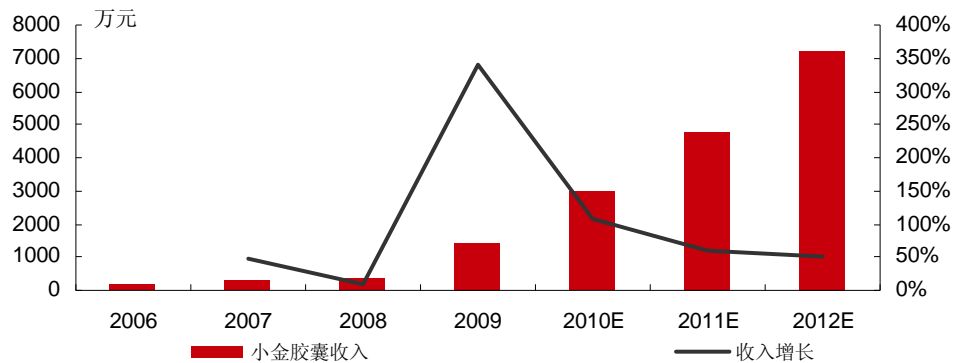
数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所预测

小金胶囊异军突起有惊喜 - 开辟妇科产品线

小金胶囊是武汉健民历经数年探索和潜心研究的国家四类新药，主要用于气血瘀滞所引起的乳腺增生。近年来，公司对小金胶囊进行了重点推广，09 年实现 340% 的收入增长。借助进入医保目录的机遇，该品种有望在 3~5 年内保持高速增长态势。

小金胶囊是公司近年营销重点，公司在传统儿科领域之外成功进军妇科领域

图 11、小金胶囊收入快速增长



数据来源：公司年报，华泰联合证券研究所预测

乳腺增生发病率高且呈上升趋势

乳腺病是一种危害妇女身心健康的常见病、多发病，分为乳腺炎、乳腺增生、乳腺纤维瘤、乳腺囊肿、乳腺癌五大类，乳腺增生的发病率占乳腺疾病的首位，约占全部乳腺疾病的 75%。育龄妇女中发病率可达 47%，我国人口按 13 亿计，成年妇女占 35%，20~40 岁的女性比例接近 70%，以 47% 的发病率测算约 1.5 亿乳腺增生疾病患者，而且由于社会工作、生活方式的改变，其发病趋势近年不断上升。

表 6、深圳、南通妇女乳腺疾病筛查结果比较（2010）

病种统计	深圳	南通
总患病率	39.70%	39.07%
乳腺增生症	37.40%	29.83%
乳腺纤维瘤	1.70%	4.56%
乳腺炎	0.10%	0.56%
乳腺囊肿	1.50%	0.94%
乳腺癌	0.07%	0.03%

数据来源：健康网，华泰联合证券研究所

小金胶囊具备竞争优势

小金胶囊具备品牌效应优势、疗效优势和营销渠道优势

据统计 2005 年乳腺增生中药市场年销售额为 4.16 亿元，相对于 1.5 亿的患病人群，市场可开发空间还相当的大，新产品上市如果配以有效的学术推广，进入市场、并进一步开拓市场相对容易。目前市场上该类药物品种少，市售 27 个品种共 157 个生产厂家，小金胶囊（丸、片）生产厂家最多达 33 家，拥有一定品牌效应优势；收录药典标准，具备一定疗效优势；且定价走高端路线，容易进入医院市场，具有一定渠道优势。

表 7、小金胶囊领衔乳腺增生用药市场

品名	厂家数	每日用药金额	备注
小金胶囊（丸、片）	33	37.26 ~ 74.52	药典标准、仿制热点
乳核内消液（颗粒）	29	16.17 ~ 24.25	部颁标准、仿制热点
乳宁片（胶囊）	24	19.90 ~ 39.80	部颁标准、仿制热点
夏枯草膏	14	2.76	药典标准
乳癖消片（颗粒、胶囊、贴膏）	9	11.25 ~ 13.74	药典标准
乳块消片（颗粒、胶囊、贴膏）	8	7.03 ~ 11.05	片、胶囊、颗粒保护品种
乳康片（胶囊、软胶囊、颗粒）	7	4.24 ~ 6.37	片中药保护品种
消核片	5	N/A	部颁标准
乳增宁胶囊（片）	5	10.8	新药标准转正
乳疾灵颗粒（胶囊）	3	3.87 ~ 7.67	部颁标准，颗粒保护品种
乳安片（颗粒、胶囊）	3	7.5	地标升国标
乳核散结片（胶囊）	2	2.57	部颁标准
消乳散结胶囊	2	8.25	已申请相关专利
散结止痛膏	1	9.1	部颁标准，含生川乌
乳宁颗粒	1	14.90	新药标准转正
乳结康丸	1	9.57	新药标准转正
祛瘀散结胶囊	1		地标升国标
乳癖安消胶囊	1	20.00	地标升国标
乳癖康片	1	9.81	地标升国标
乳癖清胶囊	1	14.50 ~ 19.33	地标升国标
乳癖舒胶囊	1	13.20	地标升国标
消乳癖胶囊	1	16.00	已申请相关专利
岩鹿乳康胶囊	1	4.40 ~ 8.80	地标升国标
乳腺康注射液	1	80.00 ~ 240.00	地标升国标

资料来源：丁香园，华泰联合证券研究所整理。

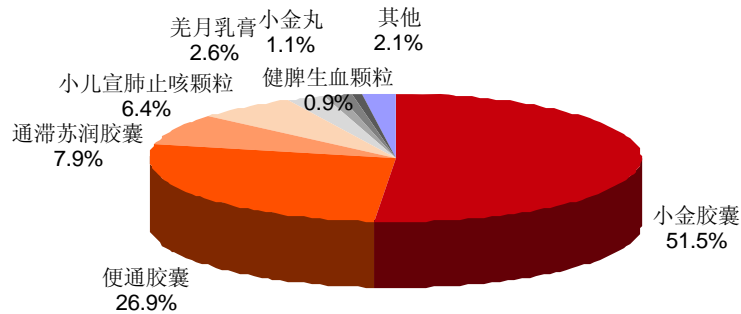
疾病关注度不断上升

乳腺增生过去受重视程度不够，患者的就诊、接受治疗比例不高。近年来，全球乳腺癌的发病率呈上升趋势，据北京、天津、上海三大城市的最新统计，乳腺癌的发病率已升至女性恶性肿瘤的前两位。女性乳腺疾病已引起广泛关注，这对于提高乳腺相关用药量

疾病的早期诊断和及早治疗起到了积极作用，有观点认为乳腺增生患者得乳腺癌的机率是常人的 2~3 倍，乳腺保健意识的增强，必然将提高患者就诊率和接受治疗的比例。

小金胶囊作为公司重点发展品种，目前在武汉健民的临床销售格局中已经占据了半壁江山。

图 12、2008 年小金胶囊已在公司产品临床销售格局中占据半壁江山



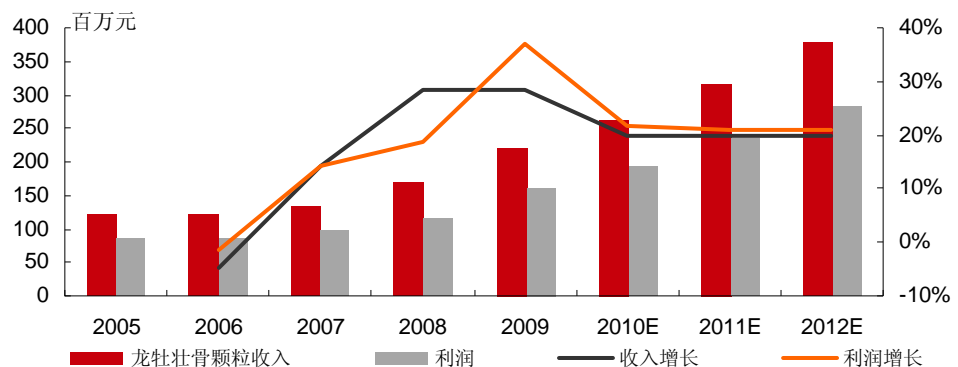
数据来源：SFDA、华泰联合证券研究所整理。

王牌龙牡焕发新气象 - 重拾增长表现稳健

龙牡壮骨颗粒 2007 年以来重拾增长趋势

龙牡壮骨颗粒是国家首批三个一级保护品种之一，是武汉健民药业集团股份有限公司独家研制、生产的国家中药一类保护产品，曾是全国产销量最大的小儿用药产品，曾因概念超前一度占据儿童补钙市场 90% 以上市场份额，累计销售数量已经超过 30 亿袋。近年公司有策略的实施广告投放，深化品牌营销，老品牌焕发出新气象，2008、2009 年该产品增长迅速，未来三年有望保持每年 20% 左右的增长率。

图 13、龙牡壮骨颗粒收入 2007 年以来重拾增长趋势



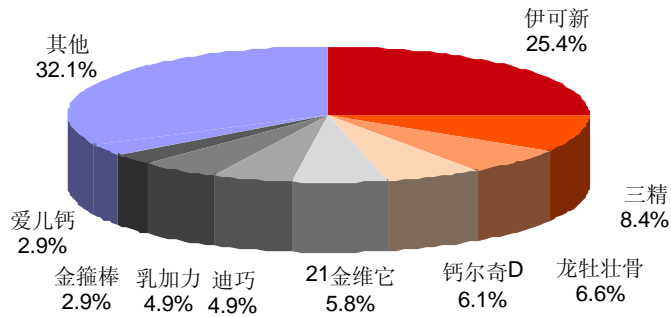
资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所预测

龙牡壮骨市场份额稳定

《中国质量万里行》2010 年第二期《中国婴童市场质量信誉调查报告》指出，中国婴童市场经济规模约 7500 亿元，是目前仅次于美国的全球第二大婴童产品消费国，鉴于中国独特的人口规模，以及培育孩子占家庭消费支出中的比重不断增加，中

国婴童经济依然以年增长率超过 30% 的高速发展，2010 年规模可达 1 万亿元。在婴幼儿营养品领域，目前市场份额前六名依次是伊可新 25.4%、三精 8.4%、龙牡壮骨 6.6%、钙尔奇 D 6.1%、21 金维它 5.8% 和迪巧 4.9%，龙牡壮骨颗粒目前牢牢占据婴幼儿营养品市场第三名的位置。

图 14、婴幼儿营养品市场份额



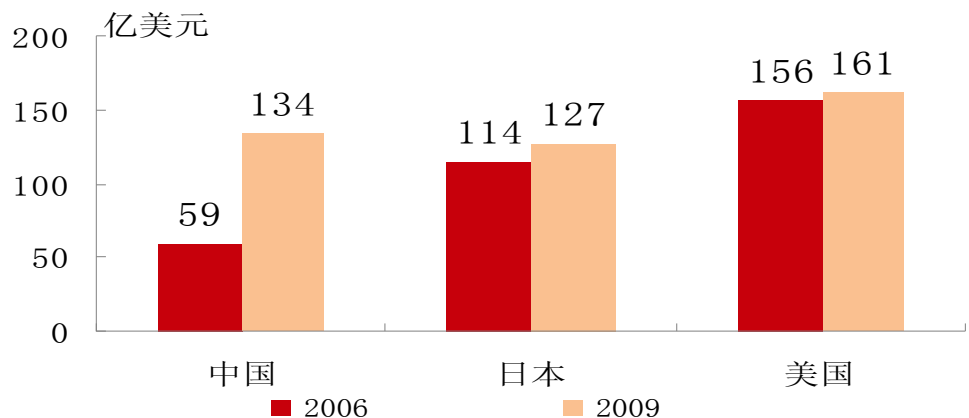
资料来源：《中国质量万里行》2010 年第二期、艾索儿童咨询、华泰联合证券研究所整理。

儿童保健品市场发展提速

龙牡壮骨颗粒所在儿童保健用药细分市场保持高速发展态势

龙牡壮骨颗粒属于儿童保健用药细分市场，而儿童保健品市场占据了保健品市场 1/4 的份额（健康网调查）。据中国保健协会统计，2009 年全球保健品市场规模超过了 620 亿美元。我国的保健品市场自 2006 年以来呈现出爆发性增长的态势，2009 年销售额达到 134 亿美元，近四年复合增长率高达 22.76%，已跃升至全球第二位。随着中国国力的增强，人们保健意识的提高，健康产品已逐渐成为生活中的必需品，预计 2010 年，中国将成为全球的第一大保健品消费国。

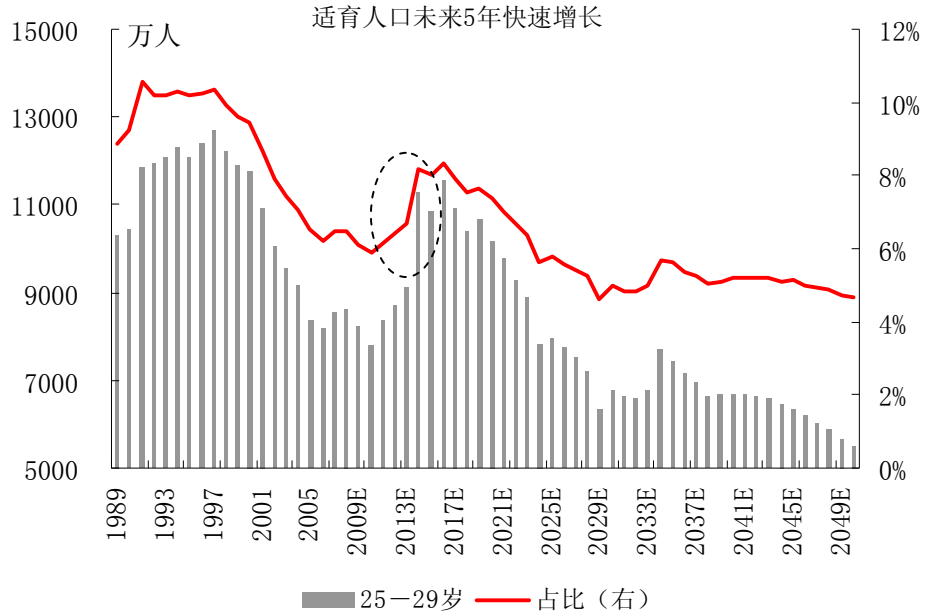
图 15、中美日三国保健品市场消费规模变化



资料来源：中国保健协会、华泰联合证券研究所整理。

根据华泰联合证券研究所策略组研究，分析中国人口年龄结构，我国适育人口未来 5 年将呈现快速增长趋势，未来 10 年相应的儿童用药和保健品市场规模发展有望进一步提速。

图 16、我国适育人口未来 5 年快速增长

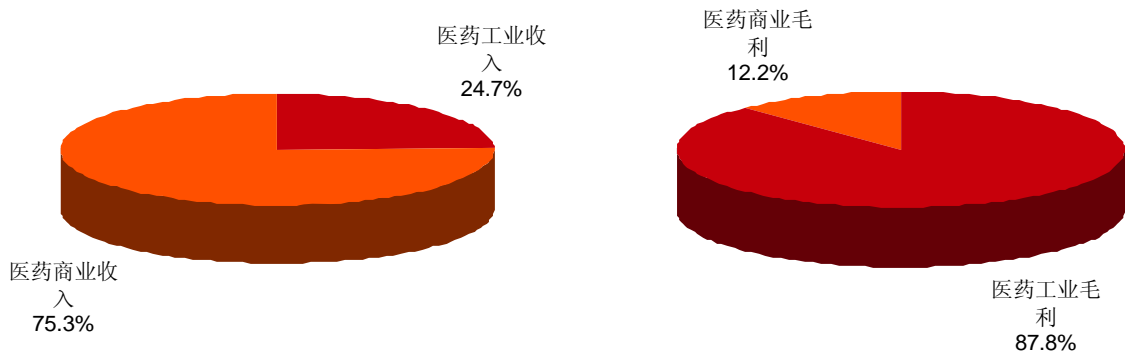


资料来源：华泰联合证券研究所策略组研究

医药商业辅助医药工业发展

公司的医药商业收入主要为武汉健民药业集团广州福高药业有限公司，武汉健民药业集团维生素药品销有限责任公司、湖北华立正源医药有限公司等商业流通公司营业收入，毛利率较低，虽然收入占比较大，但盈利能力有限，我们认为作为主要产品以 OTC 药品为主的武汉健民来说，医药商业应该更多还是起到窗口作用。公司医药工业发展趋势很好，今后发展应该还是以医药工业为主，医药商业更多起到辅助作用。

图 17、武汉健民 2009 年主营收入和毛利分业务比较



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所。

日出“江通”红胜火 - 参股动画公司有望上市

武汉健民的全资子公司健民创投拥有武汉江通动漫 3.5%的股权，而江通动画有可能登陆创业板上市。江通动画股份有限公司是一家立足少年儿童市场，经营动漫版权内容及动漫品牌的文化创意企业。网上世博湖北馆制作者，动漫产业属于当地政府重点扶持的文化创意产业。公司具有年产国际标准动画片近 10000 分钟的能力，是中国国家广播电影电视总局授牌的“国家动画产业基地”和中华人民共和国文化部授牌的“国家文化产业示范基地”。

2005 年春节，江通首部原创动画片《天上掉下个猪八戒》在央视播出，创下 4.17% 的高收视率。当年，该片获得国内动画界最高奖项——“美猴奖”，玩具、书包等衍生产品接踵开发，仅去年就收入 1700 万元。

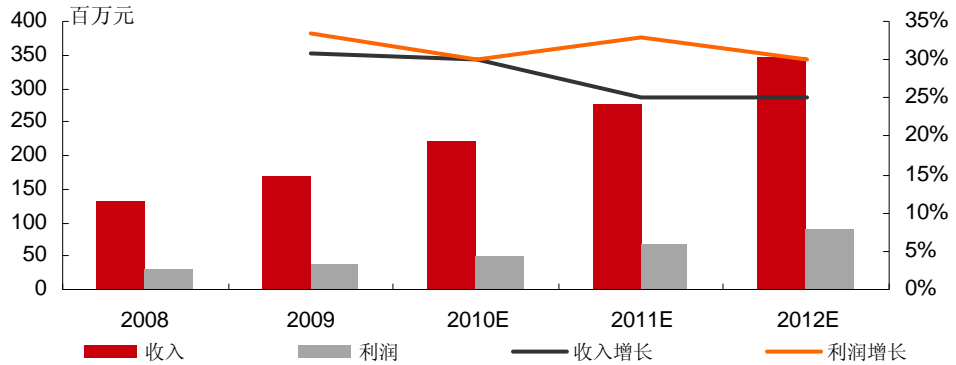
图 18、江通动画作品宣传画



资料来源：江通动画公司网站，华泰联合证券研究所

据了解，2008 年，江通动画在国际金融危机的大背景下，仍保持了主营业务收入的稳步增长。实现销售收入约 1.3 亿元，利税约 4000 万元；2009 年，江通实现销售收入近 1.7 亿元，其中出口 1 亿元，综合实力全国排名前五，净利润达 4000 万元。江通动画是创业产业公司代表，同时也是深交所“创业板首发管理办法创业企业和创投机构座谈会”上受邀挂牌创业板的企业之一。目前公司已为创业板筹备了一两年，符合创业板上市管理办法的各种条件。《花之木兰》、《小戒，别淘气》、《饼干警长》、《棒棒堂》等新原创作品有望为公司成长提供新的动力。

图 19、预计江通动画 2010~2012 年收入利润将保持高速增长



资料来源：江通动画公司网站，华泰联合证券研究所预测

如果江通动画 2011 年成功上市，参照此前成功上市的奥飞动漫 PE 水平，将为武汉健民增加 0.50 元/股左右价值。

大股东增持凸显对公司发展信心

武汉健民大股东华方医药于 2010 年 5 月 21 日-7 月 2 日期间通过上海证券交易所交易系统以竞价交易方式累计增持公司股份 3615503 股，占公司总股本的 2.36%。截至 2010 年 7 月 2 日，华方医药持有公司股份 35646091 股，占公司总股本的 23.24%。

我们认为大股东增持公司股份凸显了大股东对公司发展的信心。

盈利预测及估值讨论

主要产品营业收入假设

1、假设龙牡壮骨颗粒 2010~2012 年保持每年 20% 的增长；健脾生血颗粒每年增长 18%；小金胶囊 2010~2012 年分别增长 100%、53.57% 和 39.53%；便通胶囊 2010~2012 年分别增长 92.30%、50% 和 40%。

2、龙牡壮骨颗粒 2007、2008、2009 年三年毛利率分别为 68.37%、68.58%、73.03%，随着销量放大呈现逐步上升趋势，公司在药材采购环节将因为采购量加大拥有更多议价能力，在销量持续增加假设下，预计 2012 年毛利率将达到 75%。

3、假设条件中除颗粒剂剂型外其他剂型 2010~2012 年产品毛利率呈上升趋势，但还未触及到 2007 年毛利率高点，随着公司经营情况转好，预计其他剂型将逐渐恢复到原来的毛利率水平。

注：2008 年除颗粒剂剂型外其他剂型毛利率下降明显主要是因为 2008 年初南方暴雪，中药材价格高涨对成本影响较为明显，而其他剂型产品产量较小，议价能力有限。

表 8、公司主营产品、业务情况及预测（单位：万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入						
颗粒剂	18605.86	21579.78	26850.00	31790.00	37707.20	44795.10
其中：龙牡壮骨颗粒	13289.28	17187.50	22000.00	26400.00	31680.00	38016.00
健脾生血颗粒	2100.78	2542.50	3000.00	3540.00	4177.20	4929.10
胶囊剂	1027.71	1697.66	1920.31	3800.00	5800.00	8100.00
其中：小金胶囊	301.37	318.18	1400.00	2800.00	4300.00	6000.00
便通胶囊	N/A	N/A	520.00	1000.00	1500.00	2100.00
片剂	2588.27	2677.12	3191.28	3669.97	4036.97	4440.67
散剂	1522.14	2395.42	2740.67	3151.77	3624.54	4168.22
外用药	2662.08	3602.87	4177.51	5013.01	6015.61	6917.96
其他剂型	2970.25	1889.85	2097.97	2354.08	2626.57	2975.76
医药工业合计	29749.11	33842.70	40977.73	49778.83	59810.89	71397.70
医药商业	74873.76	49456.52	112727.40	124000.14	136400.15	150040.17
其他	323.13	882.57	1421.02	1000.00	1000.00	1000.00
合计	103612.11	83535.19	153386.57	173380.96	195366.39	219960.58
营业成本						
颗粒剂	5884.64	6781.22	7000.99	8265.40	9615.34	11198.78
片剂	995.48	1369.28	1590.64	1743.24	1816.64	1887.28
胶囊剂	650.91	1131.03	1320.30	2584.00	3915.00	5427.00
散剂	736.76	1556.61	1711.63	1891.06	2084.11	2292.52
外用药	1775.66	2479.78	2875.29	3408.85	4090.61	4704.21
其他剂型	2922.08	1328.43	1476.65	1645.52	1834.32	2078.77
医药工业合计	12965.53	14646.36	15975.49	19538.07	23356.01	27588.55
医药商业	72751.87	48282.74	109700.60	120466.14	132512.75	145764.02
其他	45.95	60.01	23.44	25.00	25.00	25.00
合计	84429.46	62342.50	124856.15	140029.21	155893.76	173777.58
毛利率						
颗粒剂	68.37%	68.58%	73.03%	74.00%	74.50%	75.00%
片剂	61.54%	48.85%	50.16%	52.50%	55.00%	57.50%
胶囊剂	36.66%	33.38%	31.25%	32.00%	32.50%	33.00%
散剂	51.60%	35.02%	37.55%	40.00%	42.50%	45.00%
外用药	33.30%	31.17%	31.17%	32.00%	32.00%	32.00%
其他剂型	13.07%	29.71%	29.61%	30.10%	30.16%	30.14%

商业销售	2.83%	2.37%	2.69%	2.85%	2.85%	2.85%
------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

数据来源：公司年报、华泰联合证券研究所预测。

其他假设

健民大鹏药业 2010~2012 年收入增长分别为 60%、100%和 54.28%，净利率不低于 30%。

估值讨论

根据我们测算，公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.50、0.69 和 0.97 元，公司主营的医药工业业务呈现良好的增长趋势，参股公司健民大鹏药业的体外培育牛黄已经出现经营拐点，2010 版《中国药典》的正式执行将助力体外培育牛黄产业腾飞。在不考虑江通动画可能上市给公司带来额外收益的前提下，公司合理价值区间为 20.70~22.73 元。

风险提示

有关牛黄的药典标准和相关政策执行不力

小金胶囊销售出现恶性竞争

附录参考资料

以牛黄为“君药”配伍的代表中成药

附表、以牛黄为“君药”配伍的代表中成药

药品名称	组方构成	药效功用	代表厂家	备注
传统中成药				
安宫牛黄丸	牛黄、郁金、黄连、黄芩、栀子、朱砂、雄黄、水牛角、麝香、冰片、珍珠等	镇惊开窍、清热解毒，用于治疗毒热内攻之神昏窍闭之证	同仁堂	源于清代《温病条辨》
片仔癀	牛黄、三七、蛇胆、麝香等	清凉解毒、消肿止痛，用于急性肝炎、眼炎、耳炎、痈疽疔疮、无名肿毒、跌打损伤及一切炎症引起的疼痛、发热，并能抑制消化系统癌细胞生长。	片仔癀	明朝太医秘方
牛黄清心丸	牛黄、麝香、黄芩、苦杏仁、茯苓、桔梗、朱砂、雄黄、羚羊角、水牛角、冰片、人参等	清心化痰、镇惊祛风，用于痰热内阻等引起之神昏谵语，癫痫惊风及中风不语等证	同仁堂、达仁堂（中新药业）、吉林敖东	源于宋代《太平惠民合剂局方》，《金匱要略》薯蓣丸基础上加味而成

牛黄上清丸	牛黄、大黄、黄连、黄芩、黄柏、栀子、连翘、石膏、薄荷、菊花、荆芥、冰片等	清热泻火，散风止痛，用于里热上攻，热毒蕴蓄之头晕耳鸣、目赤、口舌生疮、牙龈肿痛及大便秘结等证	步长制药、同仁堂、达仁堂（中新药业）、沃华医药	源于明代《医学入门》
牛黄解毒丸	牛黄、雄黄、石膏、大黄、黄芩、桔梗、冰片、甘草	清热解毒，用于火热内盛之咽喉肿痛、牙龈肿痛、口舌生疮及目赤肿痛等	同仁堂、中新药业、嘉应制药	源于明代《证治准绳·幼科》
现代中成药				
牛黄降压胶囊	牛黄、羚羊角、珍珠、水牛角浓缩粉、白芍、决明子、川芎、黄芩素、郁金、冰片、甘松、薄荷等	清心化痰、镇静降压，用于肝阳上亢、痰火壅盛之头目眩晕，烦躁不安，痰火壅盛，高血压症	达仁堂（中新药业）、哈药集团	
醒脑静注射液	牛黄配以麝香、栀子、郁金、冰片等	开窍醒脑、化痰通瘀，清热解毒，用于脑出血脑梗塞急性期	山禾药业、天地药业、大理药业	
清开灵注射液	牛黄、郁金、黄连、黄芩、栀子、朱砂、雄黄、水牛角、麝香、冰片、珍珠等	镇惊开窍、清热解毒，用于治疗毒热内攻之神昏窍闭之证	贵州益佰、广州白云山	安宫牛黄丸基础上改变剂型制成的静脉制剂

资料来源：华泰联合证券研究所整理

天然牛黄产量测算模型

根据联合国粮农组织（FAO）公布数字，我国现有牛 1.05 亿头，其中水牛 2221.7 万头，牦牛 1400 万头。天然牛黄中达到标准可以入药的主要为黄牛形成的牛黄，而且牛胆石症的自然发病率平均为 0.21%⁽⁵⁾，一般每头牛身上的单颗天然牛黄约为 3-5 克，可以估算出我国天然牛黄每年的产量=黄牛数目×牛胆石症自然发病率×单颗牛黄重量≈(1.05 亿头-2221.7 万头-1400 万头)×0.21%×(3g 到 5g)=432kg 到 720kg。

解决体外牛黄独家生产权问题备忘录

2008 年健民大鹏公司解决了公司主导产品体外培育牛黄的独家生产权问题，健民大鹏公司与体外培育牛黄的另一生产厂家武汉生物化学制药有限公司达成协议，武汉生物化学制药有限公司注销体外培育牛黄原料药的药品生产许可证书、药品批准文号及体外培育牛黄产品的药品生产许可证书、药品批准文号，作为对价健民大鹏公司将以人民币贰仟万元收购的资产（武汉长联生化药业有限公司 29.02%的股权）以人民币壹元的价格转让给武汉生物化学制药有限公司的实际控制人武汉辰溢投资有限责任公司。

盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	923	1132	1269	1432	营业收入	1534	1748	1972	2224
现金	391	438	491	550	营业成本	1249	1400	1559	1734
应收账款	187	205	233	268	营业税金及附加	8	9	10	12
其他应收款	29	92	106	121	营业费用	152	173	195	220
预付账款	35	47	54	61	管理费用	71	80	90	101
存货	144	193	210	234	财务费用	-6	-15	-14	-17
其他流动资产	136	156	175	199	资产减值损失	20	22	25	28
非流动资产	373	363	359	343	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	61	69	80	80	投资净收益	12	8	16	28
固定资产	275	259	243	226	营业利润	53	86	123	175
无形资产	25	25	24	24	营业外收入	7	8	8	8
其他非流动资产	12	11	12	12	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1296	1495	1627	1774	利润总额	59	93	130	182
流动负债	475	622	685	735	所得税	13	19	26	36
短期借款	0	56	75	55	净利润	46	75	104	145
应付账款	170	198	218	243	少数股东损益	-2	-2	-3	-4
其他流动负债	305	369	393	436	归属母公司净利润	49	76	107	149
非流动负债	1	1	1	1	EBITDA	64	89	126	176
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.32	0.50	0.69	0.97
其他非流动负债	1	1	1	1					
负债合计	476	623	686	735	主要财务比率				
少数股东权益	44	42	39	36	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	153	153	153	153	成长能力				
资本公积	322	322	322	322	营业收入	83.6%	13.9%	12.8%	12.8%
留存收益	301	355	427	528	营业利润	190.7%	63.1%	42.6%	42.1%
归属母公司股东权益	776	830	902	1003	归属于母公司净利润	209.6%	56.4%	39.4%	39.8%
负债和股东权益	1296	1495	1627	1774	获利能力				
					毛利率(%)	18.6%	19.9%	21.0%	22.1%
					净利率(%)	3.2%	4.4%	5.4%	6.7%
					ROE(%)	6.3%	9.2%	11.8%	14.8%
					ROIC(%)	10.2%	13.8%	20.0%	27.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	36.7%	41.7%	42.2%	41.5%
					净负债比率(%)	0.00%	8.93%	10.88%	7.50%
					流动比率	1.94	1.82	1.85	1.95
					速动比率	1.64	1.51	1.54	1.63
					营运能力				
					总资产周转率	1.25	1.25	1.26	1.31
					应收账款周转率	9	8	8	8
					应付账款周转率	9.43	7.61	7.50	7.53
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.32	0.50	0.69	0.97
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.00	0.34	0.54
					每股净资产(最新摊薄)	5.06	5.41	5.88	6.54
					估值比率				
					P/E	48.41	30.95	22.21	15.88
					P/B	3.05	2.85	2.62	2.36
					EV/EBITDA	31	22	15	11

数据来源：华泰联合证券研究所预测。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com