武汉健民 (600976)

大风起兮云飞扬

－武汉健民 2010 年三季报点评

买入/ 维持评级

股价：RMB19.92

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

- **三季业绩亮丽，增长趋势延续。**公司三季度实现营业收入 3.91 亿元，同比增长 1.56%，但由于成本占比降低，三季度实现营业利润 2594.0 万元，同比增长 95.08%；实现净利润 2059.5 万元,同比增长 85.18%。公司业绩表现亮丽，三季度表现再次超出我们预期，我们认为公司正值经营持续改善期，在行业增速稳定前提下有望延续其业绩增长趋势。
- **产品结构合理，持续成长可期。**以龙牡壮骨颗粒为代表的颗粒剂是公司目前营业收入最大的剂型品种，保持着稳定增长的态势，预计今年将实现 3.0 亿元以上收入，同比增长 20%以上；以小金胶囊为代表的胶囊剂型成长迅速，预计全年实现 0.6 亿元以上收入，相比去年不到 0.2 亿元收入大增；同时公司承袭四百年老店衣钵，储备品种丰富。我们认为公司的产品结构合理，拥有持续成长的潜力。
- **业务取舍有道，实际表现良好。**我们此前就在报告中指出，医药商业业务目前不是公司发展的重点。在营业收入同比未大幅增加的情况下(+1.56%)，公司三季度实现了净利润的同比大幅增长（+85.18%），我们认为很大原因在于公司的业务结构占比正在发生变化，医药工业收入占比在中报时已经由 2009 年的 24.7%提高到了 30.1%，未来预计将进一步提高。公司 9 月 18 号剥离亏损的华立正源医药也再一次验证了我们的观点。
- **体外牛黄有望成为下一个阿胶。**新版药典于 10 月 1 日正式执行，我们预计健民大鹏药业的体外牛黄将在四季度体现较好的业绩，而伴随牛黄产业的政策规范，体外牛黄的价值将逐渐体现。相较于阿胶，体外牛黄拥有更高的价格，更深厚的技术壁垒和更广阔的应用前景，我们认为体外牛黄未来有望形成类似阿胶的独特产业链。
- **维持“买入”评级。**根据公司三季报表现情况，我们上调公司 2010～2012 年 EPS 至 0.53 元、0.76 元和 1.03 元。并根据公司实际发展情况和体外牛黄产业前景，上调公司目标价至 28.03 元～31.08 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**公司医药工业业务增速放缓，或因原材料价格因素毛利率下降明显；有关牛黄药典标准执行不力，或体外牛黄实际营销推广慢于预期。

相关研究

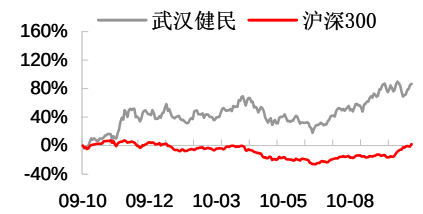
公司研究——武汉健民（600976）:《大鹏一日同风起，扶摇直上九万里（买入）》，20100812

公司研究——武汉健民（600976）:《风起云涌，迎接金秋里的“立春”（买入）》，20100823

基础数据

总股本（百万股）	153.4
流通 A 股（百万股）	153.3
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）	3053.71

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	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1533.9	1771.8	1992.1	2258.4
(+/-%)	83.6	15.5	12.4	13.4
归属母公司净利润(百万元)	48.9	81.1	116.2	158.4
(+/-%)	209.6	66.0	43.3	36.3
EPS(元)	0.32	0.53	0.76	1.03
P/E(倍)	62.5	37.7	26.3	19.3

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	923	1134	1268	1434
现金	391	438	491	550
应收账款	187	208	236	272
其他应收款	29	93	107	123
预付账款	35	46	53	59
存货	144	189	205	229
其他流动资产	136	159	176	202
非流动资产	373	363	359	343
长期投资	61	69	80	80
固定资产	275	259	243	226
无形资产	25	25	24	24
其他非流动资产	12	11	12	12
资产总计	1296	1497	1627	1776
流动负债	475	619	673	720
短期借款	0	60	72	51
应付账款	170	194	213	238
其他流动负债	305	365	388	431
非流动负债	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1
负债合计	476	620	673	721
少数股东权益	44	42	39	35
股本	153	153	153	153
资本公积	322	322	322	322
留存收益	301	359	439	545
归属母公司股东权益	776	834	914	1020
负债和股东权益	1296	1497	1627	1776

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	67	3	69	97
净利润	46	79	113	155
折旧摊销	17	18	18	18
财务费用	-6	-8	-7	-8
投资损失	-12	-8	-16	-28
营运资金变动	-4	-73	-44	-44
其他经营现金流	25	-5	4	5
投资活动现金流	72	-1	2	26
资本支出	14	0	0	0
长期投资	0	8	12	1
其他投资现金流	86	7	14	27
筹资活动现金流	-88	45	-18	-64
短期借款	-80	60	12	-20
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	1	0	0	0
其他筹资现金流	-9	-15	-30	-44
现金净增加额	50	47	53	59

利润表 单位：百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1534	1772	1992	2258
营业成本	1249	1373	1524	1694
营业税金及附加	8	11	12	15
营业费用	152	220	239	282
管理费用	71	70	80	90
财务费用	-6	-8	-7	-8
资产减值损失	20	22	25	28
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	12	8	16	28
营业利润	53	92	135	186
营业外收入	7	8	8	8
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	59	99	142	193
所得税	13	20	28	39
净利润	46	79	113	155
少数股东损益	-2	-2	-3	-4
归属母公司净利润	49	81	116	158
EBITDA	64	101	146	195
EPS（元）	0.32	0.53	0.76	1.03

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	83.6%	15.5%	12.4%	13.4%
营业利润	190.7%	73.9%	46.6%	38.2%
归属于母公司净利润	209.6%	66.0%	43.3%	36.3%
获利能力				
毛利率 (%)	18.6%	22.5%	23.5%	25.0%
净利率 (%)	3.2%	4.6%	5.8%	7.0%
ROE(%)	6.3%	9.7%	12.7%	15.5%
ROIC(%)	10.2%	15.9%	23.1%	30.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	36.7%	41.4%	41.4%	40.6%
净负债比率 (%)	0.00%	9.71%	10.67%	7.14%
流动比率	1.94	1.83	1.89	1.99
速动比率	1.64	1.52	1.58	1.67
营运能力				
总资产周转率	1.25	1.27	1.28	1.33
应收账款周转率	9	8	8	8
应付账款周转率	9.43	7.55	7.49	7.52
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.53	0.76	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.02	0.45	0.63
每股净资产(最新摊薄)	5.06	5.44	5.96	6.65
估值比率				
P/E	62.54	37.68	26.30	19.29
P/B	3.94	3.66	3.34	3.00
EV/EBITDA	41	26	18	14

数据来源：华泰联合证券研究所.

华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

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 ± 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

免责申明

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