



武汉健民 (600976)

谨慎推荐(维持)

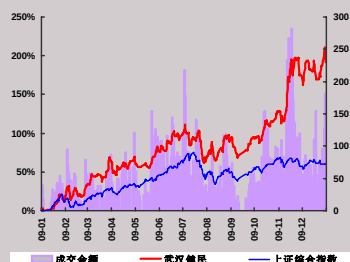
所属行业：医药

行业评级：推荐

股本结构

总市值(亿元)	22.49
流通市值(亿元)	22.49
总股本(亿股)	1.53
流通 A 股(亿股)	1.53

股价表现图



相关报告：

《武汉健民(600976): 营销改革拉动收入增长, 费用控制提升盈利能力——2009 年 3 季报点评》2009.10.26

齐鲁证券研究所
行业公司部

分析师

许均华
吕国启
胡德军

Tel: (86531) 8177-6395
Fax: (86531) 8128-3791
Email: xujh@qlzq.com.cn

股权激励&营销改革, 双管齐下引领高速增长

——武汉健民调研简报

报告起因：

近日, 我们调研了武汉健民, 就公司近期的生产经营情况、营销改革, 以及 2010 年的生产经营计划与公司部分高管进行了交流。

投资要点：

◇ **公司 2009 年的业绩增长速度较快。**公司 2009 年前 3 季度实现营业收入 108952.43 万元, 同比增长 51.26%; 实现营业利润 4097.71 万元, 同比增长 229.96%; 实现净利润 3453.30 万元, 同比增长 171.70%; 实现摊薄每股收益 0.22 元, 实现了较快速增长; 第四季度公司订单数量与前三季度的单季度数量相比增多, 预计 2009 年全年的净利润为 4811 万元, 每股收益约为 0.31 元。

◇ **公司以产品战略为核心, 以做大主导产品、做好重点产品, 完善产品结构为主线。**公司目前产品结构是“一品独大”, 补钙产品龙牡壮骨颗粒是公司最具品牌的主导产品, 占营业收入的 75%以上, 其他产品销售额均较小, 公司目前正在采取措施, 完善产品结构, 扩大其他产品的销量。

◇ **公司营销策略变革, 努力改变“一品独大”的局面。**公司产品龙牡壮骨颗粒一直以来是公司主导产品, 是公司收入与利润的发动机, 因此历史形成的“一品独大”的销售格局一直难以撼动。近期公司积极采取措施, 力图改善产品销售格局: (1) 公司加大主导产品的营销力度, 通过资源的优化配置, 广告宣传模式的创新和精准投放, 以及营销人员的定位管理; (2) 公司实施差异化的产品营销策略, 借助品牌效应和积极的营销行为, 以主导产品销售为重点, 合理调整产品结构, 加大重点产品及新产品的市场推广力度, 重点培育健民咽喉片、健脾生血颗粒、小儿宣肺颗粒、小金胶囊等重点产品;

◇ **公司营销改革成效显著。**公司营销改革着力开发与控制终端渠道, 打造强力的营销团队, 建立科学的营销决策机制, 以及控制销售费用: (1) 加强网络终端建设, 不断深化市场开拓, 提高网络覆盖率, 深化终端营销。公司努力开发终端市场, 一方面, 巩固一线城市终端连锁, 突击重点终端, 力求把市场做细、做透, 另一方面, 着力二、三线城市的终端网络建设与布局; (2) 是加强渠道管理与维护, 对经销商进行仔细充分的考核与筛选, 根据产品的销售特点, 合理调整经销商结构, 强化一级、优化二级、完善三级, 增强了主导产品和重点产品的销售链和覆盖率; (3) 是加强营销管理和队伍建设, 打造执行力强的销售团队: ①实行省区负责制, 利用



CRM 系统，强化到位管理，提高执行力，②采用视频系统，实现信息的及时反馈，管理的扁平化，③加强了营销队伍的考核和 360 度测评，④实施以绩效为导向的考核政策，使销售人员明确工作目标和努力方向，激发了销售人员的主动性和积极性，工作业绩明显提升；（4）建立了营销信息分析系统，通过信息的收集、甄别与分析，客观评价公司产品在目标市场上的综合销售状况，为营销决策提供科学依据；（5）是加强销售各环节的费用控制，严格各项开支审批，控制销售成本费用。

◇ **公司进一步深化终端营销，做强核心业务。**（1）公司以营销工作为核心，优化资源配置，使资源向营销倾斜，全面服务营销；（2）公司加强终端网络建设，通过区域分类、网络评估，发现盲点，找出重点，实行差异化策略，填补空白，着力重点终端培育和维护，实现重点突破；（3）运用信息化手段迅速掌握终端市场信息，及时解决终端问题，为终端销售做好后勤保障工作；（4）借助品牌效应，实施整合营销，充分应用学术推广、广告服务、广告宣传、渠道管理等营销要素的有效组合，实现主导产品销售规模的进一步扩大，重点产品销量的整体提升，产品结构更趋合理；（4）公司坚持营销创新，通过深化省区责任制，以区域营销规划为核心，全面落实责、权、利，提升区域市场营销力，实现营销主体、责任主体下沉，为公司营销注入新的活力；（5）加强团队建设，提高执行力和协同性。通过目标设定、过程管理、行为评价、业绩考核等系统性管理，熔炼团队，增强整体执行力和团队的协同性，通过自训和外培相结合的方式，加强营销人员培训，提高营销人员素质，增强营销人员的竞争力。

◇ **公司研发侧重加强技术公关与工艺创新。**公司目前以产品二次开发、工艺改进和标准修订为研发重点和方向，通过二次开发和工艺改进，提高产品品质，增强产品竞争力：（1）公司努力推进维生素 D2 包合技术研究以及硫酸亚铁包合技术研究，提高主导产品品质；（2）公司以“提高疗效、方便服用”为目标，加强健民咽喉片、健脾生血颗粒、龙牡壮骨颗粒、婴儿健脾口服液等重点产品的二次开发，着力发展姊妹品种，开发新剂型，在提高产品疗效的同时，满足消费者的不同需求；（3）公司提高产品内控质量标准，确保药品高品质，更好满足患者需求。

◇ **体外培养牛黄项目前景广阔，成为子公司大鹏药业一大亮点。**（1）我国牛黄资源极度稀缺。牛黄是牛科动物干燥的胆结石，其具有清热、解毒、镇惊、止咳、平喘等功效。目前市场上共有牛黄及其代用品四种，即天然牛黄、体内培植牛黄、体外培育牛黄、人工牛黄。我国现有的 4500 种中成药中约 650 种含有牛黄成分，每年牛黄的市场需求约为 500 吨，但是我国每年自产的天然牛黄还不足 1 吨，因为我国的牛黄一直依靠农户宰杀取得，因此牛黄的供给主要依赖进口。2002 年以来，国家为防止疯牛病通过用药途径传入，开始



禁止进口牛源性材料制备中成药，使得天然牛黄资源更加匮乏，导致天然牛黄价格飙升。(2)体外培育牛黄是天然牛黄的理想代用品。“体外培育牛黄”是运用现代生物工程技术制备而成，其技术参数、质量指标、功能及主治与天然牛黄一致。临床实验证明，体外培育牛黄的疗效和性能非常接近甚至超过天然牛黄，且主要药理成分比天然牛黄稳定，是天然牛黄的理想代用品。(3)体外培育牛黄项目前景广阔。SFDA在《关于牛黄及其代用品使用问题的通知》明确规定国家药品标准处方中42个含牛黄的临床急重病症用药品种和国家批准的含牛黄的新药，可以将处方中的牛黄以培植牛黄、体外培育牛黄替代牛黄等量使用，但不得以人工牛黄替代。正在编撰的2010版《中国药典》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，将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。因为牛黄是极度稀缺的资源，天然牛黄与体内培植牛黄数量有限，随着人工牛黄使用的限制，而体外培育的牛黄能够有效的替代天然牛黄，因此体外培育牛黄的市场机会将会逐渐凸显；(4)健民大鹏药业的体外培育牛黄项目是湖北省重大科技产业化专项，其具有体外牛黄的独家生产权。体外培育牛黄工业生产解决了牛黄的质量稳定性的重大难题，对于充分利用牛黄的独特的药理，开发相应的系列药品、保健品、化妆品将起到显著的带动作用，具备形成新兴产业的条件，将有着广阔的市场前景和良好的社会与经济效益；(5)健民大鹏药业生产的牛黄为重要的中药材，主要销售给其它制药企业，并于2009年与中国药材集团公司战略联盟，共同推动体外培育牛黄项目的营销。2009年上半年，体外培养牛黄项目已经扭亏为盈，预计2010年销量会得到极大的提升，将为公司业绩增长添加新的驱动力。

- ◇ **公司建立不同层次的激励机制，业绩增长可期。**(1)公司针对总裁班子成员实施限制性股票激励计划。目前，纳入激励对象范围的人员共计4人；其基本触发条件为：①经审计的2009、2010、2011年主营业务净利润分别为4000、5000、6800万元；②经审计的2009、2010、2011年的工业毛利率分别为58.8%、59%、59.3%；预计公司2009年净利润为4811万元，前三季度的工业毛利率为59.48%，因此2009年股权激励将极有可能启动，这极大的调动了公司高管的积极性，未来几年在充分调动高管积极性的情况下，只要能保持目前的增长速度与盈利能力，其股权激励能否实现的悬念将消除；(2)对其他核心技术与营销人员采取其他有效的激励方式，极大的调动了其积极性。
- ◇ **公司的成长性较好，具备较积极的投资价值。**预计2009年——2011年的每股收益分别为0.31元、0.41元和0.50元，对应的动态PE分别为47.30倍、35.76倍和29.32倍，鉴于公司的成长性较好，认为公司具备较积极的投资价值，维持公司“谨慎推荐”的投资评级。


盈利预测及估值简表(单位: 百万)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1036.12	835.35	1294.80	1683.23	2104.04
同比	-20.09%	-19.38%	55.00%	30.00%	25.00%
营业利润	20.19	18.18	54.17	71.74	86.53
同比	9.65%	-9.97%	198.02%	32.42%	20.62%
归属母公司净利润	8.33	15.78	48.11	63.62	76.97
同比	-24.14%	89.50%	204.89%	32.25%	20.99%
EPS(摊薄, 元/股)	0.05	0.10	0.31	0.41	0.50

资料来源: 公司年报、齐鲁证券研究所


表 1: 公司季度分析
单位: 万元

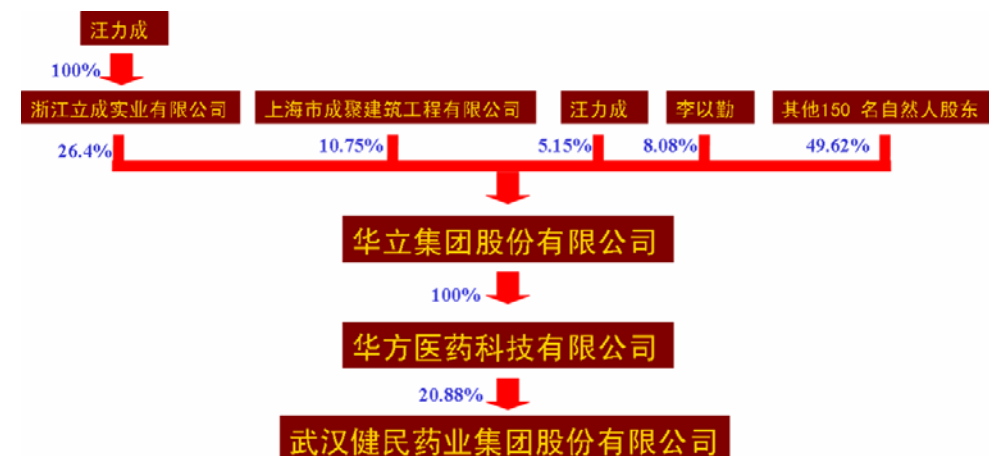
	2008	07-3Q	07-4Q	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	09-1Q	09-2Q	09-3Q
主营业务收入	83535.18	10508.84	11069.55	24559.17	24783.75	22685.95	11506.30	24787.29	45658.83	38506.31
增长率% (同比)	-19.38%	-69.06%	-69.68%	-36.50%	-42.89%	115.87%	3.95%	0.93%	84.23%	69.74%
增长率% (环比)		-75.78%	5.34%	121.86%	0.91%	-8.46%	-49.28%	115.42%	84.20%	-15.67%
毛利率 (%)	25.37%	46.36%	52.55%	21.06%	23.40%	25.19%	39.17%	24.26%	13.26%	18.43%
主营毛利	21192.68	4872.04	5816.81	5172.30	5798.78	5714.88	4506.72	6014.55	6054.23	7097.30
增长率% (同比)	10.48%	-6.68%	18.75%	47.00%	15.76%	17.30%	-22.52%	16.28%	4.41%	24.19%
增长率% (环比)		-2.74%	19.39%	-11.08%	12.11%	-1.45%	-21.14%	33.46%	0.66%	17.23%
销售费用	11243.72	2516.73	3540.89	3037.34	3523.53	2821.98	1860.86	3040.96	3557.47	3684.69
销售费用/收入 (%)	13.46%	23.95%	31.99%	12.37%	14.22%	12.44%	16.17%	12.27%	7.79%	9.57%
管理费用	6584.84	1311.61	1131.80	2198.04	1374.39	1777.09	1235.32	1479.28	1833.73	2103.43
管理费用/收入 (%)	7.88%	12.48%	10.22%	8.95%	5.55%	7.83%	10.74%	5.97%	4.02%	5.46%
财务费用	461.35	94.45	-303.83	55.45	126.18	164.56	115.16	104.82	-316.04	-212.82
期间费用率 (%)	21.89%	37.33%	39.47%	21.54%	20.27%	21.00%	27.91%	18.66%	11.12%	14.48%
营业利润	1817.74	826.28	329.06	-72.54	525.75	788.68	575.85	1298.66	1469.33	1329.72
增长率% (同比)	-9.97%	-41.51%	-142.43%	-151.85%	-27.37%	-4.55%	75.00%	-1890.37%	179.47%	68.60%
增长率% (环比)		14.15%	-60.18%	-122.04%	-824.82%	50.01%	-26.99%	125.52%	13.14%	-9.50%
利润总额	2462.50	827.14	204.11	352.32	715.11	793.20	601.87	1297.37	1457.77	1448.28
增长率% (同比)	16.31%	-42.09%	-233.60%	-4.07%	-0.50%	-4.10%	194.88%	268.23%	103.85%	82.59%
增长率% (环比)		15.09%	-75.32%	72.62%	102.97%	10.92%	-24.12%	115.56%	12.36%	-0.65%
净利润	1554.72	459.54	-78.15	360.93	418.51	491.56	283.72	1112.46	1123.98	1216.87
增长率% (同比)	77.25%	-50.72%	-78.56%	54.80%	59.37%	6.97%	-463.03%	208.22%	168.57%	147.55%
增长率% (环比)		75.00%	-117.01%	-561.83%	15.95%	17.46%	-42.28%	292.09%	1.04%	8.26%
EPS (元)	0.10	0.03	-0.02	0.02	0.02	0.04	0.02	0.07	0.07	0.08

资料来源: 公司报告、齐鲁证券研究所



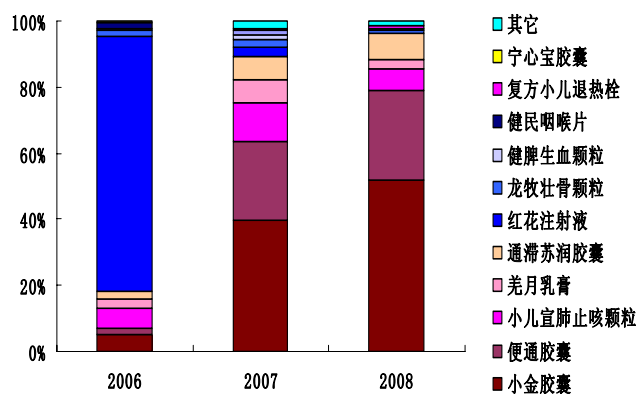


图1: 公司股权结构



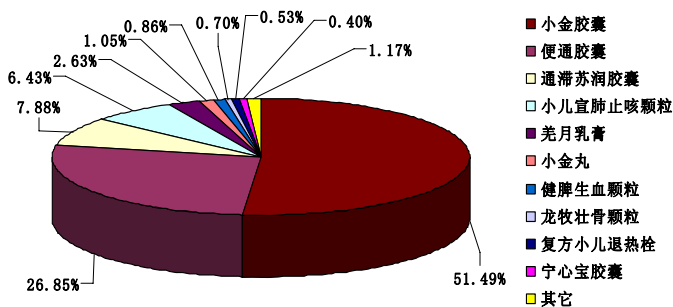
数据来源: 公司报告、齐鲁证券研究所

图2: 2006-2008年公司产品临床销售格局变化



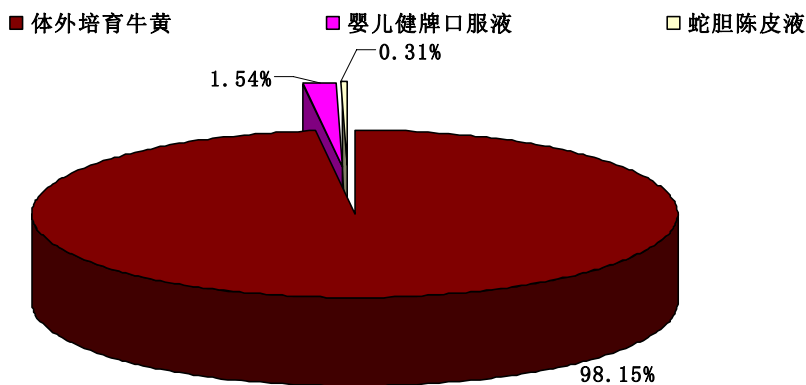
资料来源: SFDA 南方医药经济研究所、齐鲁证券研究所

图3: 2008年公司产品临床销售格局



资料来源: SFDA 南方医药经济研究所、齐鲁证券研究所

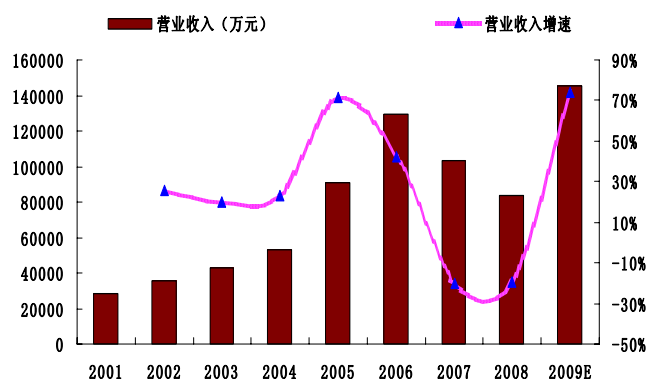
图4: 2008年子公司大鹏药业产品临床销售格局



资料来源: SFDA 南方医药经济研究所、齐鲁证券研究所

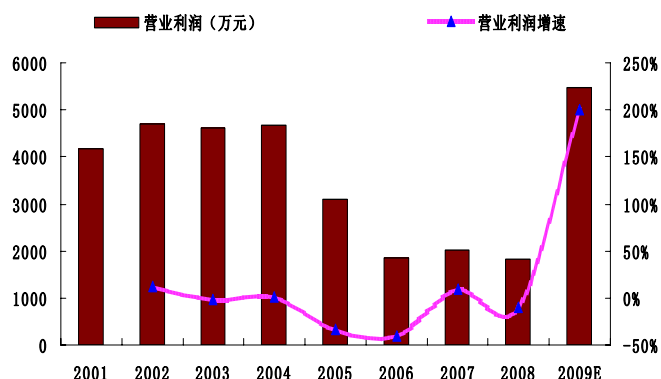


图5：公司2001-2009年营业收入及其增速



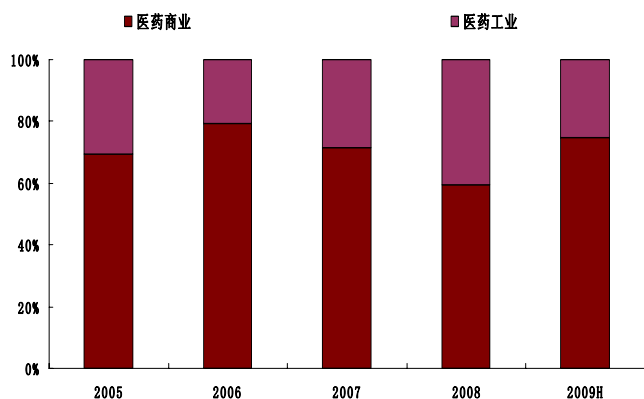
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图6：公司2001-2009年营业利润及其增速



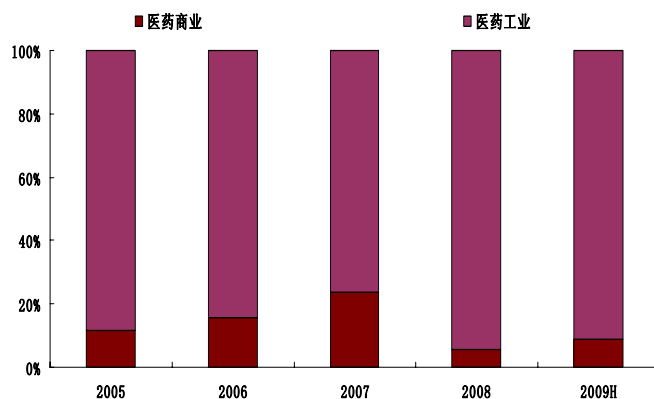
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图7：公司销售收入结构



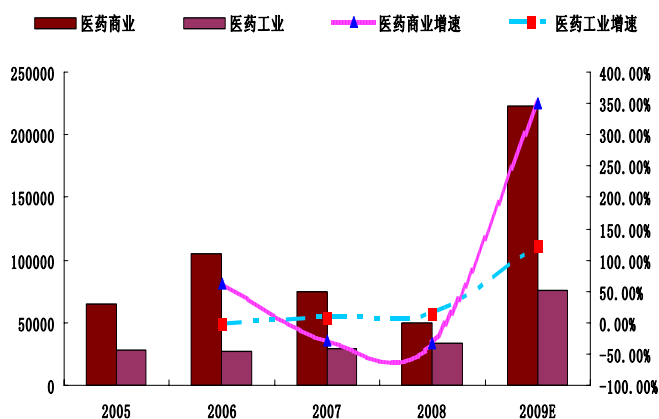
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图8：公司销售毛利结构



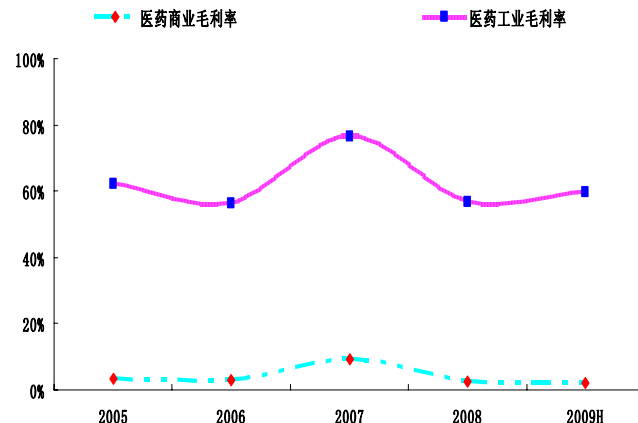
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图9：2005-2009年公司各项业务营业收入及其增速



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

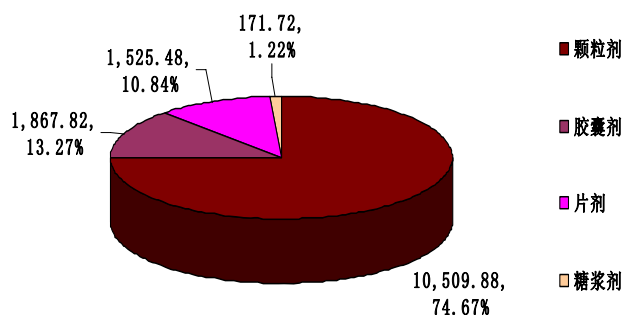
图10：公司各项业务毛利率变化



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

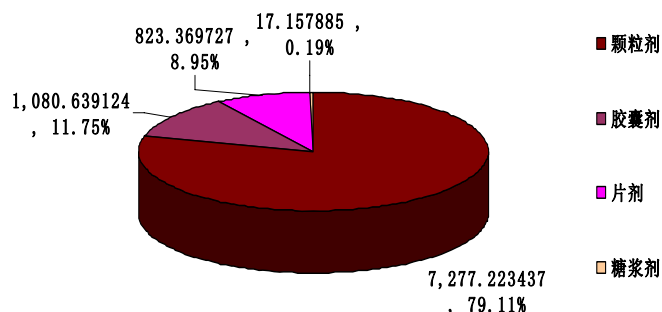


图11: 公司2009年上半年各产品剂型营业收入及其占比



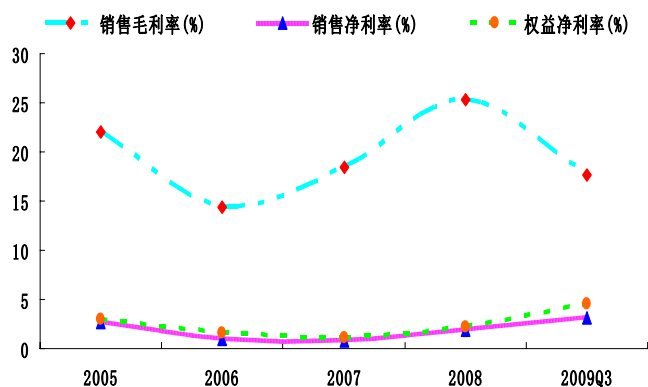
资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图12: 公司2009年上半年各产品剂型营业利润及其占比



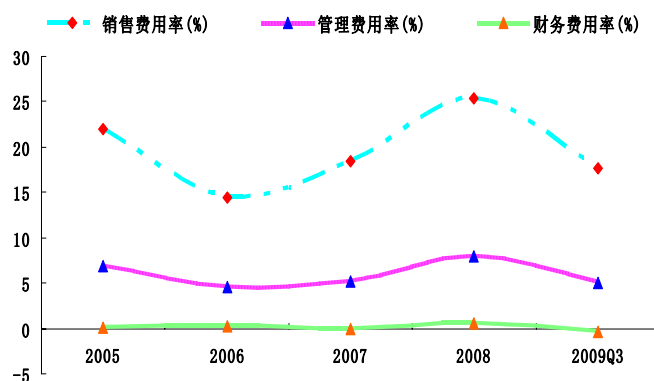
资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图13: 公司营销改革前后利润指标的变动



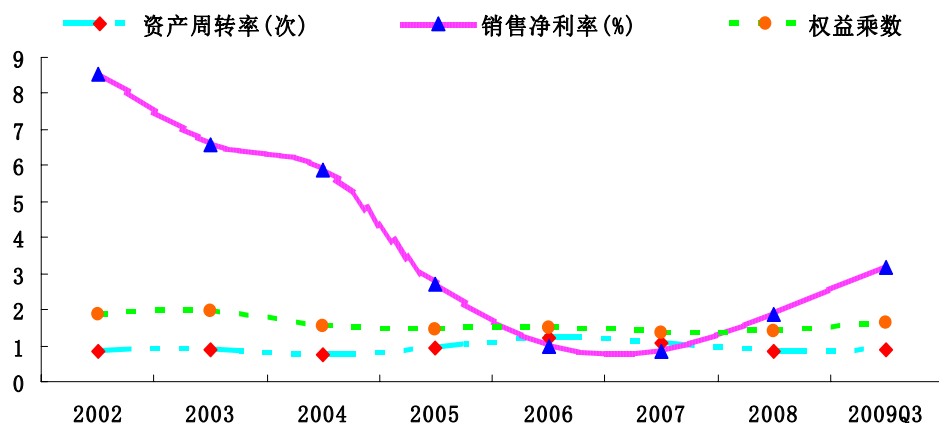
资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图14: 公司营销改革前后费用指标的变动



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图15: 公司杜邦分析指标在营销改革前后变化情况



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所


投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791