



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
研究报告

2010 年 4 月 13 日

小盘股

研究部

李永喜

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207120070

liyongxi@cicc.com.cn

曾令波

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207120069

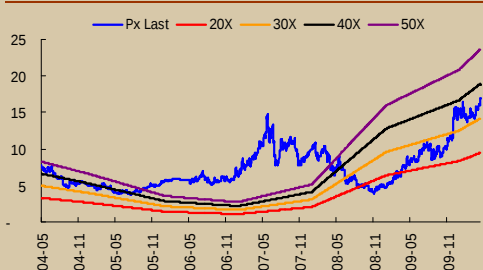
zenglb@cicc.com.cn

推荐

武汉健民(600976.CH)

收购医药商业股权, 助力渠道改善

图 1: 历史股价表现和市盈率区间



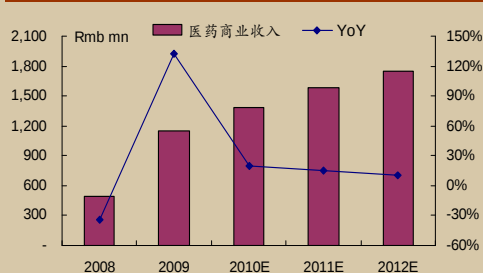
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图 2: 收购资产价廉物美

(人民币百万)	2009A	2010E	2011E
拟收购对象收入	460	550	700
拟收购对象净利润	1.17	2.06	2.80
拟收购股权比例	51%	51%	51%
归属于母公司净利润	0.60	1.05	1.43
市盈率	13.4	7.6	5.6
市净率	1.0	n.a.	n.a.

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图 3: 医药商业增长迅速



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

公司近况:

武汉健民 (600976) 发布公告:1、拟出资约 800 万元受让广东诺尔康药业 51% 股权; 2、委托银行向武汉金都提供 1 亿元贷款, 月利率 1.25%, 年利率 15%。

评论:

收购资产价廉物美, 助力公司渠道改善。收购诺尔康药业股权价格便宜, 完成后将扩大公司医药商业规模, 并借助新龙集团资源渠道优势, 扩大公司主导产品在珠三角地区的销售。诺尔康药业是一家专业从事药品批发的医药商业公司, 销售网络覆盖广东省内各地市并辐射珠三角地区, 业务增长迅速。健民将利用诺尔康在广东地区的销售网络, 实现主导产品在珠三角地区的终端辐射力, 提高市场占有率。按照 09 年净利润计算, 此次收购市盈率为 13.4, 市净率为 1.0, 价格便宜。预计诺尔康 2010 年可实现销售额 5.5 亿元, 占武汉健民 2009 年医药商业收入的 48%。收购完成后, 公司医药商业收入有望超过 18 亿元。

进行委托贷款, 有效利用公司闲置资金, 提高资金利用率, 增加公司盈利。09 年底, 公司账面有接近 4 亿元现金。利用 1 亿元进行委托贷款, 每年能实现 1500 万的利息收入 (年利率 15%), 极大提高了资金利用率, 增厚了业绩。

投资建议:

暂维持盈利预测, 目前股价对应 2010 和 2011 年市盈率分别为 40x 和 28x。以上两个举措均体现了公司营销改善, 谋求发展的管理思路, 未来盈利预测存在上调空间。我们维持对公司“管理改善带来主导产品龙牡壮骨颗粒盈利好转, 体外培育牛黄放量打开成长空间”的判断。重申“推荐”评级。

催化剂:

股权激励方案获批, 业绩释放动力增强; 政策推动下, 体外培育牛黄放量快于预期。反之即为风险。

图表 4：财务分析、盈利预测与估值分析摘要

武汉健民 损益表 (人民币百万)						
600976	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	1,036	835	1,534	1,878	2,183	2,431
销售成本	-844	-623	-1,249	-1,526	-1,758	-1,951
营业费用	-104	-112	-152	-188	-212	-236
管理费用	-53	-66	-71	-87	-99	-107
EBIT	30	28	55	67	104	124
EBITDA	47	44	72	85	122	143
财务费用	1	-5	6	0	0	0
投资收益	1	-2	-7	6	12	5
其他损益项	0	0	0	0	0	0
所得税	-12	-9	-13	-17	-29	-37
少数股东损益	0	0	2	3	3	3
归属于股东的净利润	8	16	49	64	94	113

武汉健民 资产负债表 (人民币百万)						
600976	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
现金	200	317	391	424	478	538
应收帐款	87	123	187	229	266	296
预付帐款	28	31	35	43	50	55
存货	71	115	144	176	203	225
其他流动资产	12	2	1	1	1	1
流动资产	544	747	923	1,074	1,231	1,375
固定资产	256	245	276	273	269	270
长期投资	57	138	65	65	65	65
其他长期资产	0	2	2	2	2	2
长期资产	342	412	373	369	365	364
资产总额	886	1,159	1,296	1,443	1,596	1,740
短期借款	50	80	-	-	-	-
各项应付款	41	224	360	440	507	562
应交税费	11	15	10	13	15	16
应付职工薪酬	7	8	8	10	12	13
其他流动负债	32	71	97	124	155	179
流动负债	142	397	475	586	688	770
长期借款	-	-	-	-	-	-
其他长期负债	1	0	0	0	0	0
长期负债	1	0	0	0	0	0
负债总额	143	397	475	587	688	770
少数股东权益	26	27	44	46	48	50
股本	153	153	153	153	153	153
公积金及未分配利润	563	581	623	657	706	766
股东权益	717	734	776	810	860	920
负债及股东权益	885	1,159	1,296	1,443	1,596	1,739

武汉健民 现金流量表 (人民币百万)						
600976	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	8	16	49	64	94	113
折旧/摊销	17	16	17	18	18	18
运营资本变化	-46	138	57	-14	-16	-12
其他项	14	-59	-56	-8	-13	-20
经营活动现金流	-7	110	67	59	83	100
固定资产投资	-10	-9	-14	-14	-14	-18
其他投资活动	-24	-1	86	6	11	18
投资活动现金流	-33	-10	72	-8	-4	-1
股权融资	-	-	-	-	-	-
借款变动	-11	21	-87	-	-	-
其他融资活动	1	-5	-1	-18	-25	-39
融资活动现金流	-10	16	-88	-18	-25	-39
现金(等价物)变化	-51	117	50	33	54	60

历史股价表现						
(%)	1周	1月	1季度	YTD	1年	2年
	4%	16%	12%	13%	121%	127%
行业板块	医药		二级行业		中药	
第一大股东	华方医药科技有限公司		流通市值(百万元)		持股比率	
总市值(百万元)	2,591		流通市值(百万元)		2,588	
发行股数(百万股)	153		股票现价(元)		16.89	

成长性分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入	-20.1%	-19.4%	83.6%	22.4%	16.3%	11.3%
销售毛利	2.3%	10.3%	34.5%	23.1%	21.2%	12.9%
EBITDA	7.7%	-5.9%	62.6%	18.2%	43.4%	17.2%
EBIT	18.8%	-6.3%	93.4%	23.1%	54.4%	19.9%
净利润	-24.1%	89.5%	209.6%	31.1%	46.0%	20.8%

盈利能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
毛利率	18.1%	24.7%	18.1%	18.2%	19.0%	19.2%
营业费用率	10.0%	13.5%	9.9%	10.0%	9.7%	9.7%
管理费用率	5.1%	7.9%	4.6%	4.6%	4.5%	4.4%
EBITDA利润率	4.5%	5.3%	4.7%	4.5%	5.6%	5.9%
EBIT利润率	2.9%	3.4%	3.6%	3.6%	4.8%	5.1%
净利润率	0.8%	1.9%	3.2%	3.4%	4.3%	4.7%

偿债能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
流动比率	3.83	1.88	1.94	1.83	1.79	1.79
速动比率	3.33	1.59	1.64	1.53	1.49	1.49
现金比率	23%	27%	30%	29%	30%	31%
资产负债率	16%	34%	37%	41%	43%	44%
债务/权益	20%	54%	61%	72%	80%	84%
净债务/权益	-21%	-32%	-50%	-52%	-56%	-58%
利息覆盖倍数	-60	10	-12	n.a.	n.a.	n.a.

杜邦分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
税后利润/EBIT	28%	56%	89%	95%	90%	91%
×EBIT利润率	2.9%	3.4%	3.6%	3.6%	4.8%	5.1%
= 销售净利润率	0.8%	1.9%	3.2%	3.4%	4.3%	4.7%
×资产周转率	1.17	0.72	1.18	1.30	1.37	1.40
= 总资产收益率	0.9%	1.5%	4.0%	4.7%	6.2%	6.8%
×总资产/净资产	1.24	1.58	1.67	1.78	1.86	1.89
=净资产收益率	1.2%	2.1%	6.3%	7.9%	10.9%	12.3%

回报率分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
投入资本回报率	1.1%	2.1%	6.2%	7.6%	10.6%	12.0%
平均资本回报率	0.9%	1.4%	3.8%	4.4%	5.9%	6.5%

每股指标分析						
	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益	0.05	0.10	0.32	0.42	0.61	0.74
每股经营性现金	-0.04	0.72	0.43	0.39	0.54	0.65
每股股息	-	0.05	0.15	0.20	0.29	0.35
每股净资产	4.67	4.78	5.06	5.28	5.60	5.99

估值分析						
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	
市盈率	164.2	53.0	40.4	27.7	22.9	
市净率	3.5	3.5	3.3	3.2	3.0	
股价/每股经营性现金流	23.5	38.8	43.8	31.4	26.0	
红利收益率	0.3%	0.9%	1.2%	1.7%	2.1%	

资料来源：彭博资讯，公司资料，中金公司

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



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。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征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。