

分析师： 叶颂涛 027-65799535 yest@cjsc.com.cn
联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

马应龙：继续保持稳中求进的风格

事件描述

6月1日，我们参加了马应龙股东大会，并对公司进行了调研。

事件评论

一、并购强调战略一致性

公司坚持以肛肠治疗及下消化道领域为核心定位，策略发展妇科、皮肤科领域，加快发展定位差异化、功能互补化、剂型多样化、梯队合理化的产品系列。从公司投资来看，分为产业投资、财务投资和证券投资三大部分，主要集中在产业投资。为了控制风险，马应龙对并购持较谨慎的态度，强调标的同公司战略的一致性，并注重出手的时机。公司近几年并购一直在做加减法，主要是做减法。吉林马应龙和安徽精方的业务因同公司战略不符，最终被出售。马应龙大药房已成长为公司利润增长点，肛肠医院因服务于和主导产品相同的客户而受到公司高度重视。

二、业务增量来源三个部分

结合公司战略，马应龙业务增长将来源于这样几个方面：一是治疗类药物的销售。该类药物应能保持两位数的年增长率。随着医改的推进，卫生系统对廉价药品的需求增大，我们认为马应龙痔疮栓、膏、眼膏等独家产品进入基本药物目录的可能性也较大。另外公司治疗类新产品如地奥司明片、痔炎消片、金玄痔科熏洗剂、聚乙二醇 4000 散等的增长较快。2007 年以来，公司内部实行了“增量考核”、“对标考核”，即将已实现的增量转化为存量，考核标准滚动提高，激励机制比较到位。公司未来会把医保产品和非医保产品分类营销，以期全面收获；二是搞好现有的子公司，进一步扩大马应龙大药房的规模、使肛肠医院业务尽快走上正轨；三是利用目前经济处于增长低谷的机会，适时展开并购，使公司获得超常规发展。

三、肛肠医院以品牌为后盾

马应龙决策投资肛肠医院之时，武汉还只有第 8 医院一家竞争对手，而当其第一家肛肠医院试营业之际，又有明德、博仕等抢先开业。其中博仕的投资方北京东大医院已在全国布局 20 多家肛肠医院，其利用车尾、平面、电视做广告有成熟套路。面对挑战，马应龙肛肠医院采取了系列对策：一是拿到资质，即全国中医药防治肛肠疾病临床技术继续教育基地和卫生部医药生物工程技术研究中心临床基地资质；二是充分利用马应龙大药房广泛接触患者的有利条

件，首批在 10 家药店设置网络问诊屏，并拟接受患者为会员；在此基础上，公司也将提高广告营销的比重。

四、证券投资安全至上

公司近两来证券投资较活跃，引起投资者关注。公司从事证券投资的主要目的有二：一是现金充沛，可利用闲置资金进行证券投资，二是保持对资本市场的敏感。对于前一个目的，公司对风险控制高度重视，投资战略掌握在公司层面，具体品种选择由专门的投资部门负责。2007 年公司投入本金只有 3000 万左右；2008 年第 4 季度改变投资策略，由分散投资转为集中投资。从过去的两年看，我们认为公司的二级市场投资还是有经验和谨慎的。对于第二个目的，公司认为马应龙本身就是产业和资本市场结合的产物，未来公司的超常规增长也有赖于资本市场。为此，公司成立了专门的投资部门，主要任务是寻找投资标的，实施投资战略。为保持对资本市场的熟悉和敏感，这个部门适度参与了二级市场投资活动。

表 1: 财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2008A	2009E	20010E	2011E	资产负债表 (百万元)	2008A	2009E	20010E	2011E
营业收入	809.63	983.70	1121.42	1289.63	货币资金	502.36	480.31	503.86	530.48
营业成本	502.80	609.52	693.73	796.34	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	306.83	374.19	427.69	493.30	应收账款	190.23	218.42	249.00	286.35
% 营业收入	37.90%	38.04%	38.14%	38.25%	存货	129.68	157.56	179.61	206.55
营业税金及附加	0	0	0	0	预付账款	0	0	0	0
% 营业收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	其他流动资产	32.57	39.58	45.12	51.89
销售费用	148.78	180.77	206.07	236.99	流动资产合计	854.84	895.87	977.59	1075.27
% 营业收入	18.38%	18.38%	18.38%	18.38%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	56.53	73.12	83.43	95.17	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.98%	7.43%	7.44%	7.38%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	0.02	-6.43	-8.86	-9.31	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.00%	-0.65%	-0.79%	-0.72%	固定资产合计	205.25	208.87	211.32	212.59
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	47.94	41.95	35.95	29.96
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-17.02	0.00	0.00	0.00	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	101.51	126.73	147.04	170.45	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	12.54%	12.88%	13.11%	13.22%	资产总计	1162.89	1201.55	1279.73	1372.69
营业外收支	-13.54	0.00	0.00	0.00	短期贷款	45.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	89.45	132.72	153.03	176.44	应付款项	130.33	158.35	180.52	207.59
% 营业收入	11.05%	13.49%	13.65%	13.68%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	17.45	25.90	29.86	34.43	应付职工薪酬	0	0	0	0
净利润	72.00	106.83	123.18	142.02	应交税费	0	0	0	0
归属于母公司所有者					其他流动负债	112.04	136.13	155.18	178.46
的净利润	80.43	106.83	123.18	142.02	流动负债合计	287.87	294.47	335.70	386.06
少数股东损益	-8.43	0.00	0.00	0.00	长期借款	3.60	3.60	3.60	3.60
EPS (元/股)	0.87	1.16	1.34	1.54	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)	2008A	2009E	20010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	102.59	118.23	129.77	146.03	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益					负债合计	291.46	298.07	339.30	389.65
收回现金	0	0	0	0	归属于母公司				
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益	780.58	812.62	849.58	892.18
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	90.85	90.85	90.85	90.85
固定资产投资	-32.07	-20.00	-20.00	-20.00	股东权益	871.43	903.47	940.43	983.03
其他	-197.31	154.34	0.00	0.00	负债及股东权益	1162.89	1201.55	1279.73	1372.69
投资活动现金流净额	-229.38	134.34	-20.00	-20.00	基本指标	2008A	2009E	20010E	2011E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.87	1.16	1.34	1.54
股权融资	3.29	0.00	0.00	0.00	BVPS	8.47	8.82	9.22	9.69
银行贷款增加 (减少)	23.50	-45.50	0.00	0.00	PE	40.48	30.48	26.43	22.93
筹资成本	0	0	0	0	PEG				
其他	-29.81	0.00	0.00	0.00	PB	4.17	4.01	3.83	3.65

筹资活动现金流净额	-23.67	-120.28	-86.22	-99.41	EV/EBITDA	27.68	22.82	20.13	17.52
现金净流量	-150.46	132.29	23.55	26.62	ROE	10.30%	13.15%	14.50%	15.92%

分析师介绍

叶颂涛，中南财经大学计统系毕业，先后供职人民银行武汉市分行、华夏证券武汉分公司、长江证券研究部，目前从事医药行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。