

马痔膏提价影响将在2010年集中体现

推荐 维持评级

分析师: 李鹰鹏 ✉: liyongpeng@chinastock.com.cn ☎: 010-66568483 执业证书编号: S0130208021565

一. 事件

马应龙2010年3月27日(周六)发布2009年年报: 报告期公司共实现营业收入10.22亿元, 同比增长26.23%, 其中母公司实现营业收入3.96亿元, 同比增长22.74%。公司共实现归属于母公司所有者的净利润为1.80亿元, 同比增长123.90%, 实现每股收益1.09元, 若剔除非经常性损益, 公司实现的净利润为1.14亿元, 合每股0.69元, 同比增长64.29%。

分配预案为每10股派发现金股利3.00元人民币(含税)。

二. 我们的分析与判断

(一) 公司业绩符合预期, 投资收益贡献巨大

2009年, 公司实现投资收益1.07亿元, 公允价值变动收益-925.55万元, 多数来自于股票投资收益(含新股申购), 其中持有或已经出售的证券收益8234.13万元, 新股申购收益633.28万元。预计2010年公司仍将进行证券投资, 但由于市场环境变化, 收益会减少, 类似新股申购这样的低风险收益会增加。我们预期2010年投资收益3500万元。

(二) 2010年业绩亮点主要来自马痔膏提价及进入基本药物目录的影响

1、公司的主导产品为马痔膏, 2008年销售额为1.78亿元, 2009年6月其10克装产品提价至5元, 2009年10月基本药物零售指导价格公布后, 产品再次上调价格至6.1元(提升幅度为22%)。但此次调价对2009年的影响已经较小, 将更多影响2010年业绩。

我们查询了金象网的数据: 当前马痔膏(10g)的市场价为9.30元, 会员价为8元, VIP价格为7.84元, 而在2009年6月, 市场价为5.70元, 会员价为5.50元, 目前该产品市场价和会员价的提升幅度分别为63%和45%。北京地区一直是马痔膏价格较低的地区, 我们推断北京地区提价完成意味着在其他地区的提价工作更应顺利完成, 由于终端提价幅度远高于供应结算价格的提高幅度, 我们判断公司提价并未影响经销商的利润空间, 而是做到了共赢。

2、公司原来的销售终端主要是零售药店和大型医院, 产品进入基本药物目录后, 相当于增加了一个大的销售终端, 虽然马痔膏的招标过程不会如想象般顺利, 各地的地方保护仍然存在, 但是, 无论如何, 该产品作为独家产品的事实决定了马痔膏会是基本药物制度最大受益者, 我们判断随着实施基本药物制度的基层医疗机构不断增加, 该产品的销售将不断获得增量。虽然基本药物制度的推进速度较慢, 导致2009年及2010年上半年对公司的影响不大, 但我们预计2010年下半年开始到2012年, 将会有有一个比较快的进展。

作为独家品种, 在招标价格方面具有优势, 据了解, 在已经完成招标工作的一些省份, 其价格一般在8元左右, 我们认为这个价格很有可能成为马痔膏在基层医疗机构的销售价格。

3、我们假设马痔膏2010年销量达到4500万支, 供应结算价格6.50元(已经考虑到基层医疗机构价格较高的影响), 则马痔膏2010年销售收入预计将达到2.93亿元, 增长46.25%; 若进一步假设马痔栓销售额1.03亿, 增长8%, 地奥司明片销售额0.30亿元, 增长50%, 痔炎消销售额0.16亿元, 增长5%, 则2010年公司治疗类药物销售规模将达到4.41亿元, 增幅35.19%。同时, 由于产品提价, 预计治疗类产品毛利率提升到80%。

(三) 药品批发和零售将转为平稳增长

2009年公司的药品批发和零售业务大幅增长35.83%, 销售收入达到6.08亿元, 其中很大原因是2008年收购的湖北天下明自2008年下半年开始并表, 2008年上半年的基数较低, 所以2009年增幅较大。预计2010年后, 公司的药品批发和零售业务将转为平稳增长, 我们判断年增幅维持在10%左右, 毛利率稳定在15%左右。

(四) 医疗服务和药妆值得高度关注

1、2009年公司的医疗服务业务实现收入247.25万元，规模仍然较小，但是公司在医疗服务业的拓展却值得关注。

(1) 武汉马应龙肛肠医院被认定为武汉市医保定点医院和武汉市新农合转诊定点医院。

(2) 2009年12月30日，公司控股子公司武汉马应龙医院投资管理有限公司与韩宝、韩笑冰、李佩琦签订《增资扩股协议书》，以“增资+受让”方式投资2320万元获得北京长青医院管理有限公司2320万股股份（占总股本的70.30%）。2010年2月26日，该公司在北京市工商行政管理局海淀分局已办理完毕变更登记手续。

(3) 公司控股子公司武汉马应龙中西医结合肛肠医院有限公司全额出资投资的武汉马应龙综合门诊部有限公司（注册资本100万元），2010年1月18日在武汉市工商行政管理局洪山分局办理完毕工商登记手续。

(4) 我们判断随着马应龙肛肠医院经营向好以及北京长青医院纳入运营范围，医疗服务业务2010年预计将实现营业收入0.18亿元，有望提前实现盈利。

2、公司的药妆业务已经开始在北京启动。目前仍以平面广告为主，如公交车站的路牌广告。由于刚刚开始启动，我们认为2年内投入会较大，难以实现实质性盈利。但是该业务的潜力较大，值得重点关注。

三、投资建议

由于马痔膏提价后的价格仍然低于同类产品，所以我们认为马痔膏销量增长受到的影响应该不大，且将增加基层医疗机构终端，同时治痔类产品毛利率也将小幅提升，因此我们小幅调整盈利预测，预计2010年-2012年营业收入分别为121104.30、138232.23、157980.65万元；归属于母公司的净利润为18341.61、22453.82、27042.37万元，EPS为1.11、1.35、1.63元。

采用DCF法（WACC=7.09%，g=2%），合理估值为48.09元，对应2010-2012年市盈率分别为43.47、35.51、29.48倍，若采用相对估值方法，按2010年40倍PE，对应价格为44.40元，综合考虑，我们认为6个月内公司的合理价格为44.40-48.09元。

如果基本药物制度推进顺利，马痔膏在基层医疗机构的销量或将超出预期，马痔膏的供应结算价格仍然有再次上调的空间；同时，医疗服务、药妆等业务均有较大潜力，因此，我们认为公司的主营业务仍能保持良好成长性，维持“谨慎推荐”评级。

我们将继续保持对公司的关注，着重对提价的后续影响及新业务的推进情况进行跟踪。

财务预测

表 1: 马应龙财务预测表

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	348.0	720.5	757.9	897.7	1068.8	营业收入	809.6	1022.0	1211.0	1382.3	1579.8
应收票据	78.5	33.1	39.2	44.8	51.2	营业成本	494.7	635.0	713.3	797.4	891.9
应收账款	100.6	110.7	140.8	160.7	183.7	营业税金及附加	8.1	9.2	10.9	12.5	14.2
预付款项	32.6	27.9	37.7	48.6	60.9	销售费用	148.8	200.6	236.2	269.6	308.1
其他应收款	11.2	10.9	6.1	6.9	7.9	管理费用	54.6	61.8	66.6	71.9	79.0
存货	129.7	149.9	177.7	198.6	222.1	财务费用	0.0	-2.7	-1.1	-3.0	-3.5
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	0.4	1.4	1.5	0.0	0.0
长期股权投资	46.5	62.6	62.6	62.6	62.6	公允价值变动收益	10.4	-9.3	0.0	0.0	0.0
固定资产	183.7	205.7	242.9	241.3	239.5	投资收益	-27.4	107.1	35.0	35.0	35.0
在建工程	21.6	17.6	23.8	26.9	28.5	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	2.9	0.3	0.3	0.3	0.3	营业利润	86.0	214.6	218.6	269.0	325.2
无形资产	32.0	31.1	28.0	24.9	21.8	营业外收支净额	3.5	5.9	6.0	6.0	6.0
长期待摊费用	7.2	5.3	4.8	4.2	3.7	税前利润	89.4	220.5	224.6	275.0	331.2
资产总计	1162.9	1435.8	1531.7	1727.6	1961.0	减: 所得税	17.5	31.3	31.9	39.1	47.1
短期借款	45.5	61.0	0.0	0.0	0.0	净利润	72.0	189.2	192.7	235.9	284.1
应付票据	44.0	109.5	123.0	137.5	153.7	归属于母公司的净利润	80.4	180.1	183.4	224.5	270.4
应付账款	86.3	89.2	98.8	110.5	123.5	少数股东损益	-8.4	9.1	9.3	11.4	13.7
预收款项	41.9	34.2	25.0	14.6	2.7	基本每股收益	0.87	1.09	1.11	1.35	1.63
应付职工薪酬	5.3	4.7	4.7	4.7	4.7	稀释每股收益	0.87	1.09	1.11	1.35	1.63
应交税费	12.8	21.7	21.7	21.7	21.7	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	48.6	62.3	62.3	62.3	62.3	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	47.6%	26.2%	18.5%	14.1%	14.3%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	94.3%	11.6%	59.5%	25.5%	24.1%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	-39.7%	123.9%	1.9%	22.4%	20.4%
负债合计	291.5	384.1	335.9	350.9	367.5	盈利性					
股东权益合计	871.4	1051.7	1195.9	1376.7	1593.5	销售毛利率	38.9%	37.9%	41.1%	42.3%	43.5%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	9.9%	17.6%	15.1%	16.2%	17.1%
净利润	72.0	189.2	192.7	235.9	284.1	ROE	9.2%	17.1%	15.3%	16.3%	17.0%
折旧与摊销	18.7	21.0	30.6	32.2	33.9	ROIC	9.06%	8.89%	13.20%	14.39%	15.43%
经营活动现金流	102.6	216.1	139.1	186.9	229.9	估值倍数					
投资活动现金流	-229.4	160.2	8.0	5.0	5.0	PE	46.7	37.5	36.8	30.1	25.0
融资活动现金流	-23.7	-3.8	-109.7	-52.0	-63.8	P/S	4.6	6.6	5.6	4.9	4.3
现金净变动	-150.5	372.5	37.4	139.8	171.1	P/B	4.3	6.4	5.6	4.9	4.2
期初现金余额	498.8	348.0	720.5	757.9	897.7	股息收益率	0.5%	0.1%	0.7%	0.8%	1.0%
期末现金余额	348.3	720.5	757.9	897.7	1068.8	EV/EBITDA	29.0	45.4	28.5	22.7	18.2

资料来源: wind 中国银河证券研究所

DCF 估值与合理估值

表 2: 马应龙 DCF 折现模型 (WACC)

单位 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
EBIT	11538.9	18405.1	23100.6	28664.1	33326.0	38714.5	42648.4	46974.1	51729.8	56960.4	62709.7
所得税	1640.2	2616.2	3283.6	4074.4	4737.1	5503.0	6062.2	6677.0	7353.0	8096.5	8913.8
NOPLAT	8325.3	9898.7	15788.9	19817.0	24589.7	28589.0	33211.5	36586.2	40297.0	44376.8	48863.9
营运资金净变动	-5236.4	9964.3	-5544.1	-4251.8	-4869.4	-5102.6	-5729.1	-5796.4	-6384.7	-7030.2	-7742.3
资本支出	-1552.0	-3000.0	-3000.0	-3000.0	-3000.0	-3000.0	-3000.0	-3000.0	-3000.0	-3000.0	-3000.0
自由现金流	20414.9	10300.8	15782.7	20108.5	24049.9	28223.7	31709.9	35011.8	38625.8	42580.6	46914.4

WACC	7.09%	Ke	10.9%	48.09		永续增长率 g				
永续增长率	2%	Kd	0.0%			1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
终值	24040.5	t	25.0%	加权资本成本 WACC	5.59%	56.61	61.04	66.70	74.20	84.59
企业价值	797291.8	Rf	4.5%		6.09%	51.30	54.70	58.93	64.34	71.50
非核心资产价值	154098.5	E(Rm)	12.5%		6.59%	46.97	49.64	52.88	56.92	62.09
债务价值	-20.87	Rm - Rf	8.0%		7.09%	43.37	45.50	48.09	51.15	55.01
股权价值	797312.7	D/A	0.0%		7.59%	40.34	42.07	44.10	46.53	49.50
股本 (万股)	16579.0	E/A	100.0%		8.09%	37.76	39.17	40.82	42.77	45.09
每股价值 (元)	48.09	Beta	0.80		8.59%	35.53	36.70	38.06	39.63	41.49

资料来源: 中国银河证券研究所

分析师简介

李鹰鹏

银河证券医药行业分析师。北京大学光华管理学院 MBA，2007 年加入银河证券研究所，负责医药行业，本科毕业于中国医科大学，曾就职于中国医学科学院阜外心血管病医院等医疗机构，有 7 年临床工作经验和 3 年医院管理经验。

在上海证券报、朝阳永续等联合举办的 2008 年度中国证券行业“最佳伯乐奖”评选活动获得“优秀组合个人奖”；在由今日投资主办的“2009 年（暨 2008 年度）中国最佳证券分析师”评选中获得“明星分析师入围奖”。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

医药行业分析师覆盖股票范围：

信立泰（002294.SZ）、三九医药（000999.SZ）、恒瑞医药（600196.SH）、国药股份（600511.SH）、一致药业（000028.SZ）、复星医药（600196.SH）、上海莱士（002252.SZ）、上海医药（600849.SH）、康缘药业（600557.SH）、天坛生物（600161.SH）、双鹤药业（600062.SH）、科华生物（002022.SZ）、哈药股份（600664.SH）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908