

分析师： 叶颂涛 (8627)65799535 yest@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490200010013

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

马应龙：2010 年上半年经营情况分析

事件描述

马应龙于 8 月 14 日发布了 2010 年中期报告。

事件评论

一、业绩表现基本符合预期

马应龙20010年上半年实现主营业务收入5.69 亿元，同比增长9.44%；其中母公司主营业务收入2.41 亿元，同比增长25.07%；公司实现主营业务利润2.39亿元，增长29.69%；毛利率为43%，提高了6.7个百分点。公司共实现归属于上市公司股东的净利润8566.96 万元，每股收益为0.52元，减少17.09%；其中实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润8432.69万元，每股收益为0.51元，同比增长29.82%。

二、主业保持稳步增长

最近几年马应龙的业绩上下波动，主要受证券投资收益的影响。尽管母公司的证券投资还较稳健，子公司的波动却较大。单就公司主业来看，还是保持稳步增长的。最近三年的一季度主营业务增长率分别为29.19%、27.34%、29.69%。母公司收入增长率分别为39.28%、20.34%、25.07%。本季度销售费用增长较少，但考虑到前两年增长较多，抬高了基数，因此应属正常。在证券投资收益绝对值较小的情况下，我们认为上半业绩基本上反映了主业的正常水平。

分业务看，药品生产增长26%，毛利率提高4.5个百分点，主要受益于主导产品马痔膏的提价：治痔类药品上半年收入为2.12亿元，增长30.53%，毛利率提高3个百分点；药品零售批发收入下降，与公司业务主攻方向的转变有关；肛肠医院收入962万元，毛利率达61%。

在2007年以前，马应龙治痔类产品的收入年增长率都在6%以下，呈缓慢爬升状态。随着公司加强营销、推出新产品和小步提价，2008年在前一年很低的基数上录得46%的超高速增长。2009年又在此高基数之上录得16.84%增长，一季度增长30.53%，表明治痔业务仍是近年公司增长的动力。

三、维持“推荐”评级

公司的治痔业务保持稳定增长；药妆将在“马应龙八宝去黑眼圈眼霜”的基础上再推出几个新品种；马应龙肛肠医院除武汉一家和去年底收购的北京长青医院外，还在南京等地有所拓展，估计今年可以达到4家，且武汉的肛肠医院三季度应可开始盈利。我们维持对公司2010年、2011年EPS分别为1.07元和1.35元的预测，并维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	资产负债表 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1021.98	1302.72	1628.40	1954.08	货币资金	762.65	708.88	767.06	830.87
营业成本	644.19	786.38	979.70	1173.33	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	377.79	516.35	648.70	780.76	应收账款	154.67	199.16	248.94	298.73
% 营业收入	36.97%	39.64%	39.84%	39.96%	存货	149.87	185.31	231.63	277.96
% 营业收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	其他流动资产	27.85	39.08	48.85	58.62
销售费用	200.59	234.49	293.11	351.73	流动资产合计	1095.04	1132.42	1296.49	1466.19
% 营业收入	19.63%	18.00%	18.00%	18.00%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	64.51	86.38	107.25	126.79	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.31%	6.63%	6.59%	6.49%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-2.75	-11.49	-13.28	-14.38	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-0.27%	-0.88%	-0.82%	-0.74%	固定资产合计	223.37	225.60	226.66	236.24
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	46.41	40.61	34.81	29.01
投资收益	97.83	0.00	0.00	0.00	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	115.44	206.97	261.62	316.61	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	11.30%	15.89%	16.07%	16.20%	资产总计	1435.82	1469.64	1628.96	1802.44
营业外收支	103.76	0.00	0.00	0.00	短期贷款	60.99	0.00	0.00	0.00
利润总额	220.54	212.77	267.42	322.41	应付款项	198.64	210.58	263.22	315.87
% 营业收入	21.58%	16.33%	16.42%	16.50%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	31.35	30.21	37.97	45.78	应付职工薪酬	0	0	0	0
净利润	189.19	182.56	229.44	276.63	应交税费	0	0	0	0
归属于母公司所有者					其他流动负债	123.27	151.38	189.22	227.06
的净利润	180.08	177.56	224.44	271.63	流动负债合计	382.91	361.95	452.44	542.93
少数股东损益	9.11	5.00	5.00	5.00	长期借款	1.20	1.20	1.20	1.20
EPS (元/股)	1.09	1.07	1.35	1.64	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	216.11	151.51	235.29	283.95	负债合计	384.11	363.15	453.64	544.13
取得投资收益					归属于母公司				
收回现金	0	0	0	0	所有者权益	951.44	1004.71	1072.04	1153.53
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	100.28	101.78	103.28	104.78
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1051.72	1106.49	1175.32	1258.31
固定资产投资	-34.38	-20.00	-20.00	-30.00	负债及股东权益	1435.82	1469.64	1628.96	1802.44
其他	194.62	42.12	0.00	0.00	基本指标	22741	24878	28105	30820
投资活动现金流净额	160.24	22.12	-20.00	-30.00	EPS	1.09	1.07	1.35	1.64
债券融资	0	0	0	0	BVPS	5.74	6.06	6.47	6.96
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	PE	37.52	38.05	30.10	24.87
银行贷款增加 (减少)	15.49	-60.99	0.00	0.00	PEG				
筹资成本	0	0	0	0	PB	7.10	6.72	6.30	5.86
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	51.75	30.84	24.74	20.57
筹资活动现金流净额	-3.84	-185.28	-157.11	-190.14	ROE	18.93%	17.67%	20.94%	23.55%
现金净流量	372.51	-11.64	58.18	63.81					

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) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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。