

中药III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 余方升

S0960110030152

021-52288047

yufangsheng@cjis.cn

6-12个月目标价:

当前股价: 42.29元

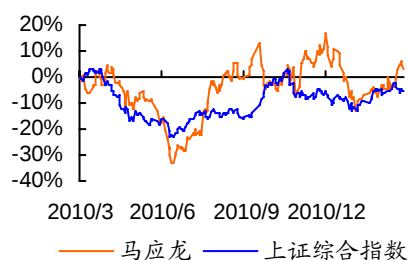
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2906.89
总股本(百万)	166
流通股本(百万)	165
流通市值(亿)	70
EPS (TTM)	0.80
每股净资产(元)	6.80
资产负债率	22.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
马应龙	10.48	-6.21	3.07
上证综合指数	0.24	0.45	11.86



相关报告

《马应龙-治痔类产品增速较快, 药妆业务有待加强》2010-8-15

马应龙

600993

推荐

未来业绩增速将触底回升

公司10年实现归属于母公司净利润约1.23亿, 同比下降31.95%, 对应EPS0.74元, 拟分配方案为每10股送4转增6派0.5元(含税)。

投资要点:

- **净利润明显减少的主要原因是投资收益大幅缩减。**10年公司实现主营业务收入11.78亿, 同比增长15.31%。实现归属于母公司净利润约1.23亿, 同比下降31.95%, 主要系证券投资收益同比减少0.84亿所致。扣除非经常性损益后实现归属于上市公司股东净利润1.03亿, 同比减少9.95%。销售和管理费用率同比略有上升;
- **医药工业整体实现稳定增长。**药品生产1-12月实现营收4.70亿, 同比增长16.86%。其中治痔类为3.35亿, 同比微增2.59%, 毛利率提升4.57个百分点至82.01%, 主要是痔疮膏提价对经销商积极性有所影响, 预计1季度将有较好恢复。药妆等其它类约1.35亿, 同比大幅增长78.13%, 11年将继续取得快速发展;
- **医药商业增速明显回升, 毛利率有所下降。**10年药品批发实现营收6.78亿, 同比增长11.55%, 其中大药房实现营收6.53亿, 增长15.57%, 其网上药店资质已获批, 并开办了康尔美时尚店, 商业经营业态升级取得积极进展;
- **药妆经营模式和策略尚处于完善中。**10年眼霜实现1000多万收入, 11年将陆续上市眼部系列产品, 已分别针对黑眼圈、眼袋、眼纹推出融瑕透皙、释袋焕颜、舒纹臻养三款眼贴膜, 清眸代用茶也同步上市。通过实施重点城市通路试点建设策略, 今年药妆有望较快增长;
- **肛肠连锁医院扩张顺利推进。**1-12月医疗服务营收约0.18亿, 同比增加612.5%, 这主要来自于北京肛肠医院, 武汉医院基本盈亏平衡。南京肛肠医院预计11年上半年可开业, 其它几家在准备新建或谈判中;
- **维持推荐评级。**公司治痔类未来将受益于基层放量, 同时国家鼓励民营资本进入医疗市场也给肛肠连锁医院提供了良好发展机遇。我们预计公司10-12年的EPS分别为1.11、1.54和1.96元, 维持推荐评级。

风险提示: 证券投资收益波动较大; 药妆推广存在不确定性。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1178	1407	1642	1907
同比(%)	15%	19%	17%	16%
归属母公司净利润(百万元)	123	184	256	325
同比(%)	-32%	50%	39%	27%
毛利率(%)	37.7%	39.0%	40.2%	41.1%
ROE(%)	12.0%	15.4%	18.0%	19.0%
每股收益(元)	0.74	1.11	1.54	1.96
P/E	57.22	38.07	27.37	21.57
P/B	6.85	5.85	4.92	4.11
EV/EBITDA	40	27	20	16

资料来源: 中投证券研究所

附表 1：马应龙主营业务预测（单位：百万）

年度	2009 年	2010 年	2011E	2012E	2013E
营业收入					
药品零售批发	607.78	677.96	759.31	835.25	918.77
治痔类	326.09	334.53	394.75	453.96	522.05
药妆等其它	75.94	135.27	202.91	284.07	369.30
医院诊疗	2.47	17.62	35.23	52.85	79.28
其它业务收入	9.70	13.12	14.43	15.87	17.46
合计	1021.98	1178.49	1406.63	1642.00	1906.85
营业成本					
药品零售批发	516.43	599.67	675.77	743.35	817.68
治痔类	73.59	60.20	71.03	81.69	93.94
药妆等其它	41.57	64.13	92.99	130.18	171.84
医院诊疗	2.48	9.67	17.41	26.11	39.17
其它业务支出	0.92	0.32	0.35	0.38	0.42
合计	634.99	733.99	857.55	981.71	1123.05
毛利率					
药品零售批发	15.03%	11.55%	11.00%	11.00%	11.00%
治痔类	77.43%	82.01%	82.01%	82.01%	82.01%
药妆等其它	45.26%	52.59%	54.17%	54.17%	53.47%
医院诊疗	-0.40%	45.10%	50.59%	50.59%	50.59%
其它业务	90.56%	97.59%	97.59%	97.59%	97.59%
合计	37.87%	37.72%	39.04%	40.21%	41.10%

资料来源：公司报表 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1042	1342	1559	1893	营业收入	1178	1407	1642	1907
现金	579	762	951	1184	营业成本	734	858	982	1123
应收账款	118	142	166	192	营业税金及附加	11	13	15	17
其它应收款	13	16	19	21	营业费用	242	288	312	343
预付账款	34	40	46	52	管理费用	69	88	90	105
存货	158	204	226	256	财务费用	-2	-1	-3	-8
其他	139	177	152	187	资产减值损失	4	2	3	3
非流动资产	407	379	359	334	公允价值变动收益	-7	-1	-2	-5
长期投资	60	56	60	58	投资净收益	23	53	60	61
固定资产	213	206	193	175	营业利润	136	212	302	379
无形资产	33	32	31	30	营业外收入	11	8	9	9
其他	101	84	76	70	营业外支出	3	2	3	3
资产总计	1449	1720	1918	2227	利润总额	144	217	308	386
流动负债	321	419	388	416	所得税	24	34	50	62
短期借款	51	125	59	53	净利润	120	183	258	325
应付账款	87	102	117	134	少数股东损益	-3	-1	2	-1
其他	183	192	212	230	归属母公司净利润	123	184	256	325
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	160	234	323	397
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.74	1.11	1.54	1.96
其他	0	0	0	0					
负债合计	322	419	388	416	主要财务比率				
少数股东权益	104	103	105	105	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	166	166	166	166	成长能力				
资本公积	217	217	217	217	营业收入	15.3%	19.4%	16.7%	16.1%
留存收益	642	817	1046	1332	营业利润	-36.5%	55.3%	42.6%	25.8%
归属母公司股东权益	1023	1198	1425	1706	归属于母公司净利润	-32.0%	50.3%	39.1%	26.9%
负债和股东权益	1449	1720	1918	2227	获利能力				
					毛利率	37.7%	39.0%	40.2%	41.1%
					净利率	10.4%	13.1%	15.6%	17.0%
					ROE	12.0%	15.4%	18.0%	19.0%
					ROIC	25.6%	37.5%	54.1%	62.8%
					偿债能力				
					资产负债率	22.2%	24.3%	20.2%	18.7%
					净负债比率	15.80	29.91%	15.19	12.66%
					流动比率	3.24	3.20	4.02	4.55
					速动比率	2.75	2.71	3.44	3.93
					营运能力				
					总资产周转率	0.82	0.89	0.90	0.92
					应收账款周转率	9	10	10	10
					应付账款周转率	8.32	9.06	8.97	8.97
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.74	1.11	1.54	1.96
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.07	0.54	1.23	1.32
					每股净资产(最新摊薄)	6.17	7.23	8.60	10.29
					估值比率				
					P/E	57.22	38.07	27.37	21.57
					P/B	6.85	5.85	4.92	4.11
					EV/EBITDA	40	27	20	16

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉: 2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第 2 名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名; 2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。

中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;

余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药及医药流通研究;

王威, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究;

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434