

中央、两翼均有亮点

事件

公司近日股价大幅波动,我们结合近期的草根调研,分析认为公司质地较好,其治痔类产品受益于医院市场,未来增速或超预期,而肛肠医院今年新增的3家也各具代表性,未来增长性良好。

研究结论

- **治痔类产品仍有成长空间:** 我们估计目前公司治痔类产品中,零售市场的销售占比约70%,医院市场的销售占比约30%。
- **零售市场:** 我们认为公司产品目前提价空间已经很小,所以在零售市场只能依靠量的增长,增速可能在10%且与行业增速类似。我们草根调研了北京、上海、深圳共十多家较大规模的零售药店,店内药师首次推荐马应龙治痔药的比例在70%左右,我们认为公司在零售市场占有率上仍有较大优势。
- **医院市场:** 我们认为在医院自然增长的速度在20%左右,而公司营销覆盖到的可控医院增速可能在40%-50%,综合下来我们估计在医院市场的增速可能在30%左右。而且熏洗散、地奥司明片、痔炎消片等新的处方药上市,也进一步促进了医院市场的增长。

因此与市场普遍看法不同,我们认为今年同比高增长后治痔类产品增速虽然会降下来,但是估计明年公司治痔类产品总体增速还在16%左右,而且随着医院市场销售占比上升,公司治痔类产品增速会继续提高。

- **肛肠医院盈利模式成熟,增长可期:** 公司本年新增了3家肛肠医院、累计已达到5家。今年新增的医院中南京医院是自己新建、沈阳医院是收购原私立医院、西安医院是收购原公立医院,可见未来新增的各种模式都已涉及。尤其是收购西安这家原公立医院,表明在国家出台政策细则前,公司已经有了成功的案例,为后续收购公立医院提供经验。而如果国家能出台关于社会资本如何收购公立医院的细则,将进一步推动公司医院收购的进程。我们预计未来每年公司会新增3家医院,可能总体将达到30家左右的规模,基本覆盖所有省会城市。目前公司资金较为充足,三季度末持有现金达5.38亿,我们预计短期内公司可以用自有资金进行新建和收购。
- **药妆业务成立专业子公司,激励到位:** 公司公告将成立药妆业务的专业子公司,由具备近10多年药妆领域经验的经理人经营,此外还将该子公司41.5%的股份分给药妆业务的管理人员、业务人员和技术人员,激励措施到位,我们认为员工会更有动力做好此业务。
- **盈利预测:** 我们维持原盈利预测,预计2011-2013年公司实现每股收益为0.60元、0.73元、0.87元,维持公司买入评级。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

李淑花

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860208110154

联系人

宋敏

8621-63325888 × 6107

songmin@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2011年11月30日) 19.29元

目标价格 22.00元

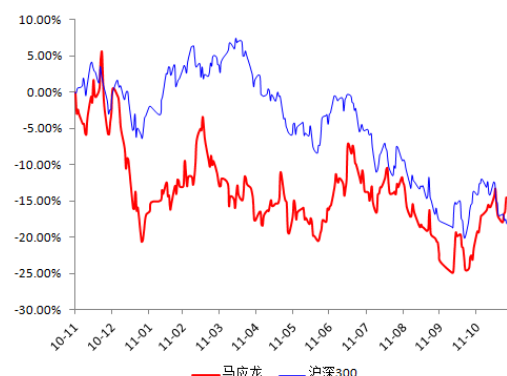
总股本/A股(亿股) 3.32/3.32

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011年12月1日

股价表现



资料来源: WIND

财务预测

重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,178	1,508	1,820	2,191
同比(%)	15%	28%	21%	20%
归属母公司净利润	123	199	243	290
同比(%)	-32%	63%	22%	19%
毛利率(%)	38%	42%	42%	41%
ROE(%)	12%	16%	17%	17%
每股收益(元)	0.74	0.60	0.73	0.87
P/E (倍)	52.2	32.1	26.3	22.1
P/B (倍)	6.3	5.3	4.5	3.8

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

治痔类产品仍有成长空间

公司前三季度的业绩进一步证实了，今年公司治痔类产品会在 2010 年的低基数上有恢复性的高增长。造成 2010 年低基数是由于经销商担心发改委降价造成，而在今年应该已经恢复。我们综合两年的治痔产品业绩分析，估计 2010、2011 两年的复合增长率约为 18%，而未来的增长虽然不再有涨价这一驱动因素，但由于医院市场的崛起，总体增速并不低。

● 零售市场

公司治痔膏价格 2005 年从 3.7 提高到 4.0 元、2007 年提高到 4.6 元、2009 年提高到 6.1 元，2010 年进一步提高到 6.8 元。而目前发改委制定的医疗机构最高采购价为 8 元、最高零售价为 9.3 元，所以我们认为治痔膏继续提价的空间已经不大。

因此其未来的增长很可能是依靠量的增长。从过去几年的数据来看，如果剔除涨价因素，公司产品的增速与行业增速接近，所以我们认为未来零售市场的增速将维持在 10% 左右。

我们草根调研了北京、上海、深圳三地十几家较大规模的药店，在表明诉求后，70% 药师的首次推荐药品为马应龙产品；在进一步要求价格便宜后，100% 的药师推荐了马应龙产品。我们查看了药师拿出产品的生产日期，基本为 4 个月以内（保质期 3 年）。我们认为公司治痔类产品在零售市场将继续保持优势地位。

● 医院市场

此前市场普遍认为治痔产品在医院的销售增速为 20%，但根据走访和调查，我们认为增速会更高。目前大多数医院仅靠自然增长，公司的营销尚未覆盖到。

对于这些营销队伍尚未覆盖的医院，其销售自然增长就在 20% 以上；而如果公司营销覆盖到并可控，其增速可能达到 40%-50%。总体来看，我们认为公司治痔药在医院市场的收入增速约为 30%，而且是一个动态的过程，随着公司对医院营销的覆盖面扩大，增速会进一步提高。

● 不同于市场的看法

目前市场普遍认为未来公司治痔类产品的增速会低于 15%，而且越往后增速越低。但是我们基于以上调研后分析认为，明年治痔类产品的增速应该超过 15%（下面匡算为 16%），而且随着医院市场占比从目前的 30% 不断上升，未来几年治痔类产品的增速应该会持续提高。

表 1：治痔产品收入增速预测表

	2011	2012	2013	2014
零售市场占比	70.00	77.00	84.70	93.17
零售市场增长率		10%	10%	10%
医院市场占比	30.00	39.00	51.48	68.98
医院市场增长率		30%	32%	34%
合计	100.00	116.00	136.18	162.15
合计同比增长率		16.00%	17.40%	19.07%

资料来源：东方证券研究所预测（以 2011 年为基数，假设零售市场占 70%、医院市场占 30%）

肛肠医院盈利模式成熟，增长可期

公司肛肠医院原来仅有武汉和北京 2 家，本年新增了位于南京、沈阳和西安的 3 家。

表 2：马应龙 5 家医院公开信息汇总

	新设		收购		
地点	武汉	南京	北京	沈阳	西安
院名	武汉马应龙肛肠医院	南京马应龙丁氏肛肠医院	北京马应龙长青肛肠医院	沈阳马应龙兴华肛肠医院	西安肛肠医院
收购前属性	新设，非收购	新设，非收购	私立	私立	公立
医保属性	武汉市医保定点医院、市新农合定点医院	工程项目中有“医保接口”，且院长丁义山来自自己的肛肠医院就是医保定点医院	北京市医疗保险定点医疗机构	沈阳市职工基本医疗保险定点医院、沈阳市城镇居民医疗保险定点医院	陕西省城镇职工医保定点医院、陕西省新型农村合作医疗定点单位
肛肠病床位数	105	80	80	60	100
所占股份	100%	尚未披露	98.65%	100%	已签署协议，尚未披露

资料来源：东方证券研究所

公司 5 家医院均有医保资质，我们认为目前的收入也以医保收入为主。预计未来每年会新增 3 家，总体规模或将达到 30 家左右，基本覆盖所有的省会城市。目前全国公立、私立肛肠医院总数在百家以上，仅以肛肠命名的民营肛肠医院就达 13 家，我们认为公司新增医院的标的比较充足。

公司三季报披露其持有现金达 5.38 亿、资产负债率仅为 20%，我们认为短期内公司没有融资需求，有能力以自有资金进行建设和收购医院的业务。

● 北京马应龙长青肛肠医院

图 1：北京医院外景



资料来源：东方证券研究所

图 2：北京医院楼层索引



资料来源：东方证券研究所

我们实地走访了北京医院，经观察该院病床数约在 80 个左右，病房基本为双人房或三人房，粗略估算整体使用率应该在 60%以上。医院内病房、楼道和厕所均整洁，没有普通公立医院肛肠病

房内的异味。长青医院是北京市基本医疗保险定点医疗机构，目前应以医保收入为主。我们估计去年该院的收入在 1200 万左右、预计今年能达到 1600 万，基本达到成熟水平。

● 西安肛肠医院

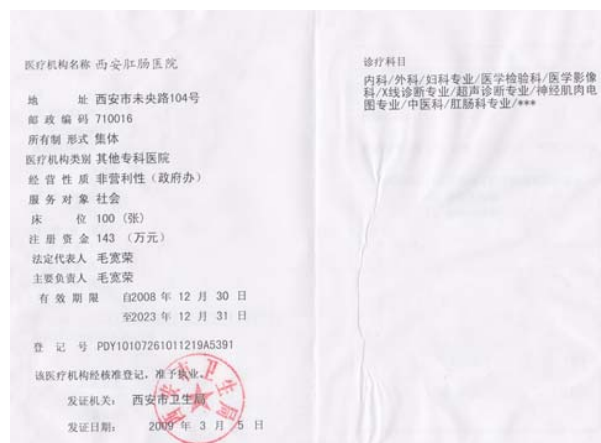
公司中报披露，对西安医院的收购也以有实质性进展，协议已经签署。我们搜索公开资料发现，该医院原属非营利性（政府办）医院，所以我们认为此次收购意义较大。

图 3：西安医院执业许可证



资料来源：东方证券研究所

图 4：西安医院执业许可证内页



资料来源：东方证券研究所

无论是马应龙还是其他一些有志于从事医疗服务的公司，在收购过程中均面临着公立医院如何转制的问题。因为在 2010 年底卫生部出台了《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构意见的通知》，鼓励社会资本办医；而此前，《医改近期重点实施方案（2009-2011 年）》提出，“积极稳妥地把部分公立医院转制为民营医疗机构”。但是这些仅仅是纲领性文件，相关细则迟迟未出台，造成了地方上真正办理时面临问题。所以此次马应龙收购西安医院成功，至少在细则出台前找到了一个行之有效的成功经验，或许为以后收购公立医院提供了示例。

现阶段对于医改的讨论如火如荼，而李克强副总理的多次讲话也提及，相关部门要认真贯彻鼓励社会资本举办医疗机构的政策要求，消除政策障碍，实行公立医院和社会资本多元办医的同等待遇。所以我们认为在接下来的相关政策中，具体指导公立医院转制的细则或将出台，届时将进一步有助公司对外收购医院。

药妆业务成立专业子公司，激励到位

公司药妆目前仍主要在武汉及周边的 5 个城市销售，通路主要是马应龙自己的大药房，此外目前除了互联网上对产品的宣传外，公司其他广告并没有完全铺开。我们在走访中发现，公司在武汉和长沙的区域性广告已经开展，比如公交站候车亭灯箱广告、公交车车身广告、轻轨车厢内的玻璃窗以及自动门广告等。

我们此次草根调研没有覆盖到上述地区，但是公司已经公告即将成立药妆业务的专业子公司，并由具备近 20 年药妆领域经验的经理人经营，此外还将该子公司 41.5% 的股份分给药妆业务的管理人员、业务人员和技术人员，激励措施到位，我们认为员工会更有动力做好此业务。

我们认为明年仍是试点的一年，预计药妆收入会在 5000 万左右，如果明年的试点成功，预计后年开始将从广告、销售区域、销售通路等多个方面展开。我们预计到公司认为成熟时，公司药妆广告将覆盖央视、各大卫视和网络媒体，而销售通路则将包括药店、商超、美容院等各种途径，此外在区域上将扩张到全国各主要城市，届时的药妆业务值得期待。

附表：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,042	1,373	1,614	1,892	营业收入	1,178	1,508	1,820	2,191
现金	579	846	999	1,176	营业成本	734	881	1,064	1,285
应收账款	118	157	186	226	营业税金及附加	11	14	17	20
其它应收款	13	18	20	25	营业费用	242	302	357	430
预付账款	34	46	50	62	管理费用	69	87	106	127
存货	158	199	235	287	财务费用	-2	-4	-6	-8
其他	139	107	123	115	资产减值损失	4	2	3	3
非流动资产	407	369	376	381	公允价值变动收益	-7	-2	-6	-5
长期投资	60	60	60	60	投资净收益	23	-	-	-
固定资产	213	240	257	268	营业利润	136	224	275	330
无形资产	44	44	44	44	营业外收入	11	11	11	11
其他	91	25	15	9	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	1,449	1,743	1,990	2,274	利润总额	144	232	283	338
流动负债	321	430	477	522	所得税	24	37	45	54
短期借款	51	56	53	55	净利润	120	195	237	284
应付账款	87	127	143	171	少数股东损益	-3	-4	-5	-6
其他	183	247	280	297	归属于母公司净利润	123	199	243	290
非流动负债	0	1	1	1	EBITDA	160	247	299	356
长期借款	-	-	-	-	EPS（元）	0.74	0.60	0.73	0.87
其他	0	1	1	1	主要财务比率				
负债合计	322	431	477	523	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	104	100	94	88	成长能力				
股本	166	332	332	332	营业收入	15.3%	28.0%	20.7%	20.4%
资本公积	217	118	118	118	营业利润	-36.5%	64.4%	22.6%	20.0%
留存收益	642	766	979	1,228	归属于母公司净利润	-32.0%	62.7%	21.8%	19.4%
归属母公司股东权益合计	1,023	1,212	1,418	1,663	获利能力				
负债和股东权益	1,449	1,743	1,990	2,274	毛利率	37.7%	41.6%	41.5%	41.3%
现金流量表					净利率	8.4%	10.4%	13.2%	13.3%
单位:百万元					ROE	12.0%	16.4%	17.1%	17.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	10.4%	14.0%	14.9%	15.4%
经营活动现金流	-11	252	224	250	偿债能力				
净利润	120	195	237	284	资产负债率	22.2%	24.7%	24.0%	23.0%
折旧摊销	26	27	31	35	净负债比率				
财务费用	4	-4	-6	-8	流动比率	324.2%	319.2%	338.6%	362.3%
投资损失	-23	-	-	-	速动比率	274.6%	272.7%	289.0%	307.1%
营运资金变动	-150	33	-36	-60	营运能力				
其它	12	2	-2	-0	总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0
投资活动现金流	-95	18	-47	-41	应收账款周转率	9.4	10.0	9.7	9.7
资本支出	-34	-43	-41	-44	应付账款周转率	8.3	8.2	7.9	8.2
长期投资	-63	50	-	-	每股指标（元）				
其他	1	11	-5	3	每股收益	0.4	0.6	0.7	0.9
筹资活动现金流	-51	-4	-25	-32	每股经营现金流	-0.0	0.8	0.7	0.8
短期借款	-10	5	-3	1	每股净资产	3.1	3.7	4.3	5.0
长期借款	-	-	-	-	估值比率				
普通股增加	-	166	-	-	P/E	52.2	32.1	26.3	22.1
资本公积增加	-1	-99	-	-	P/B	6.3	5.3	4.5	3.8
其他	-39	-75	-22	-33	EV/EBITDA	36.4	23.5	19.4	16.3
现金净增加额	-157	267	153	177					

资料来源：公司公告、东方证券研究所预测

附图：相关上市公司近期资金流向



注：超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn