

马应龙 (600993)
买入/维持评级
股价: RMB15.00

投资收益拖累增速， 主业恢复不乏亮点

分析师
胡骥
SAC 执业证书编号:s1000511110003
0755-83201063
huji@mail.htlhsc.com.cn

联系人
赵媛
021-68498596
zhaoyuan@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

- 《从潜龙在渊，到飞龙在天》20101110
- 《日出蓝海，映照金色的价值》20101129
- 《春风得意马蹄疾》20110321
- 《传统业务向好，新业务值得期待》20111026

· **治疗类重回快速增长轨道，证券投资拖累业绩。**公司 2011 年营业收入 14.16 亿元，同比增长 20.11%；扣非后归属母公司的净利润为 1.56 亿元，同比增长 51.02%，受证券投资亏损拖累，归属母公司的净利润仅增长 12.73%，每股收益 0.42 元(扣非 0.47 元)，低于预期。分配方案为每 10 股派发现金股利 1.1 元(含税)。公司加大第三终端渗透，高毛利的痔疮栓等剂型升级，治疗类产品销售同比增长 33.51%，由于同期基数相对较低，下半年增速达 65.16%；去年新增 3 家肛肠医院，使医院诊疗收入接近翻倍增长。

· **一季度增长提速，内生外延共促诊疗业务。**公司一季度营业收入 3.64 亿元，同比增长 26.89%，归属母公司的净利润增长 15.63%，扣非后同比增长 20.12%，每股收益 0.20 元(扣非 0.47 元)。收入同比和环比增速均有所提升，主导治疗类产品销售继续加快，同时毛利率较低的医院诊疗占比提高，使得毛利率较同期下降 1.82 个百分点，营业利润增速低于收入。目前 5 家肛肠连锁医院中，武汉、北京、沈阳 3 家盈利能力较强，年收入均过千万。预计十二五每年增加 3-5 家医院，并通过收购、托管、新建、开办院中院、科室合作等多种方式加快医疗服务经营步伐。目前肛肠诊疗领域高端管理团队和盈利模式已成型，未来有望复制到 300-500 张病床的区域化综合疗养医院。

· **治疗类处方市场放量可期，药妆业务仍处试水阶段。**马应龙系列在肛肠零售市场份额已超过 40%，基药独家品种推动的处方市场拓展，以及新品种剂型的升级，带动医药市场增速在 20%左右。新品种将向肛瘘、便秘、直肠炎、结肠癌术后等下消化道适应症扩大，进一步构建品类集群优势。去年药妆收入约 3000 万，药妆将启用新的品牌，着力开拓药妆专营店、商超、美容院线立体销售网络，公司对药妆业务发展态度较为谨慎，预计短期净利润增长贡献可能不明显。

· **下调盈利预测，新业务有望带来估值提升。**由于新投资并购医院盈利短期较难释放，同时证券投资存在不确定性，下调公司 2012~2013 年 EPS 至 0.59 元(原 0.69 元)、0.73 元(原 0.83 元)，给出 2014 年预测 0.87 元，新业务发展将带来新的利润增长点及估值提升，维持买入评级。

风险提示: 新业务发展速度低于预期；证券投资风险。

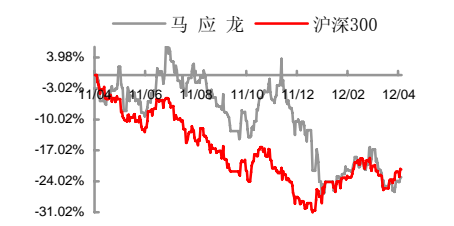
经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1416	1658	1926	2179
(+/-%)	20%	17%	16%	13%
归属母公司净利润(百万元)	138	197	242	290
(+/-%)	12%	43%	23%	20%
EPS(元)	0.42	0.59	0.73	0.87
P/E(倍)	36.11	25.29	20.59	17.17

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

基础数据

总股本(百万股)	332
流通 A 股(百万股)	332
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	5,037

最近 52 周股价走势图

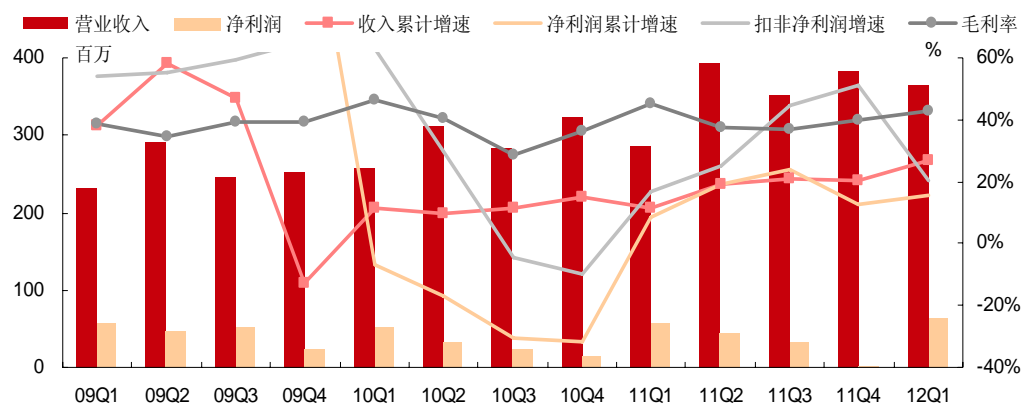


资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

治痔类重回快速增长轨道，处方市场放量可期

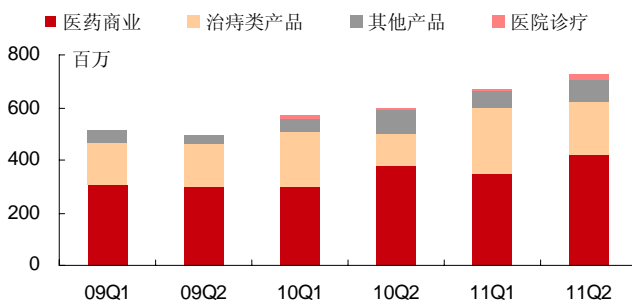
- 治痔类产品去年销售规模达 4.5 亿，贡献约 32% 的收入和 65% 的营业利润。一季度营业收入同比增长 26.89%，同比和环比增速均有所提升，治痔类产品销售继续加快。毛利率较低的医院诊疗占比提高，使得毛利率较同期下降 1.82 个百分点，营业利润增速低于收入。马应龙治痔系列拥有 7 个品种 10 种规格，OTC 和医院市场占比约为 7:3，由于在肛肠领域零售市场份额已超过 40%，预计未来增速保持在 10% 左右。基药独家品种地位和痔疮栓等剂型的升级，将推动医药市场增速在 20% 左右。新品种将向肛痿、便秘、直肠炎、结肠癌术后等下消化道适应症扩大，进一步构建品类集群优势。

图 1： 收入增速同比/环比加快



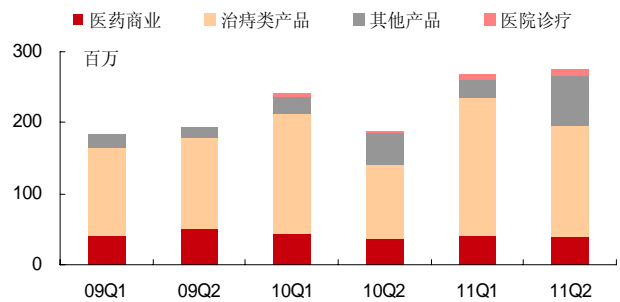
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 2： 历年营业收入构成



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 3： 历年营业利润构成



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

多模式发展医院诊疗业务，药妆业务仍处试水阶段

- 公司拥有 5 家肛肠连锁医院，每家医院 100 张病床，满负荷运转收入可达到 2000 万/家。目前武汉、北京、沈阳 3 家盈利能力较强，年收入均过千万。公司战略规划是向高端品牌医院转化，凭借品牌优势、专家优势，后端支持系统，通过收购、托管、新建、开办院中院、科室合作等多种方式加快医疗服务经营步伐，预计十二五每年增加 3-5 家医院。马应龙诊疗研究院、护理培训体系前期基础投入较大，随着诊疗规模扩大，病床周转率的提高，未来效益将快于收入增长。公司在肛肠诊疗领域高端管理团队和盈利模式已成型，未来有望复制到 300-500 张病床的区域化综合疗养医院。

药妆系列包括眼霜、眼贴、祛痘三个系列 17 个产品，公司专门设立马应龙八宝生物科技公司独立运作药妆业务，并授予 41.5% 的股份给子公司管理人员、业务人员和技术人员，激励措施到位。药妆业务 2011 年收入超过 3000 万，主要在武汉、长沙、昆明和北京销售，以药店渠道为主。经过重新市场定位后，今年药妆将启用新的品牌，首先在广东推广，着力开拓药妆专营店、商超、美容院线立体销售网络。公司对药妆业务发展态度较为谨慎，目前主要采取量入为出模式，预计短期净利润增长贡献可能不明显。

下调盈利预测，新业务有望带来估值提升

- 由于新投资并购医院盈利短期较难释放，同时证券投资存在不确定性，下调公司 2012~2013 年 EPS 至 0.59 元（原 0.69 元）、0.73 元（原 0.83 元），给出 2014 年预测 0.87 元，对应 PE 分别为 25 倍，21 倍，17 倍，新业务发展将带来新的利润增长点及估值提升，维持买入评级。

风险提示

新业务发展速度低于预期；证券投资风险。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1250	1429	1668	1972	营业收入	1416	1658	1926	2179
现金	619	702	842	1054	营业成本	858	1009	1171	1313
应收账款	129	149	173	196	营业税金及附加	15	17	20	22
其他应收款	17	19	22	25	营业费用	286	320	362	410
预付账款	35	43	49	55	管理费用	82	91	102	109
存货	175	212	246	276	财务费用	-2	-3	-5	-7
其他流动资产	276	304	336	366	资产减值损失	5	5	5	5
非流动资产	407	449	473	480	公允价值变动收	-24	20	15	10
长期投资	83	84	84	84	投资净收益	5	-10	-5	0
固定资产	216	257	286	302	营业利润	154	229	281	337
无形资产	32	31	31	30	营业外收入	7	0	0	0
其他非流动资产	77	77	73	65	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1658	1878	2141	2452	利润总额	160	229	281	337
流动负债	332	341	351	368	所得税	25	35	44	52
短期借款	50	45	40	40	净利润	135	193	237	285
应付账款	103	121	129	138	少数股东损益	-3	-3	-4	-5
其他流动负债	179	175	182	190	归属母公司净利	138	197	242	290
非流动负债	6	4	5	4	EBITDA	179	254	310	369
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.42	0.59	0.73	0.87
其他非流动负	6	4	5	4					
负债合计	338	345	355	372	主要财务比率				
少数股东权益	167	163	159	154	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	332	332	332	332	成长能力				
资本公积	118	118	118	118	营业收入	20.1%	17.1%	16.2%	13.2%
留存收益	705	901	1143	1433	营业利润	13.0%	48.6%	22.8%	19.9%
归属母公司股	1153	1370	1626	1926	归属母公司净利	12.4%	42.8%	22.8%	19.9%
负债和股东权	1658	1878	2141	2452	获利能力				
					毛利率(%)	39.4%	39.1%	39.2%	39.8%
					净利率(%)	9.7%	11.9%	12.5%	13.3%
					ROE(%)	11.9%	14.4%	14.9%	15.0%
					ROIC(%)	22.1%	27.5%	29.2%	31.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	20.4%	18.4%	16.6%	15.2%
					净负债比率(%)	14.73%	13.04%	11.25	10.74
					流动比率	3.77	4.19	4.75	5.36
					速动比率	3.24	3.57	4.05	4.61
					营运能力				
					总资产周转率	0.91	0.94	0.96	0.95
					应收账款周转率	10	11	11	11
					应付账款周转率	9.01	9.00	9.37	9.85
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊	0.42	0.59	0.73	0.87
					每股经营现金流	0.23	0.53	0.61	0.76
					每股净资产(最新	3.48	4.13	4.91	5.81
					估值比率				
					P/E	36.11	25.29	20.59	17.17
					P/B	4.31	3.63	3.06	2.58
					EV/EBITDA	25	17	14	12

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,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,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012年 华泰联合证券有限责任公司