



买入 **21% ↑**
目标价格: 人民币 18.00

600993.SS

价格: 人民币 14.89

目标价格基础: 30倍 2012年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 公司的治疗类药物业务开始新一轮增长, 未来3年保持约25%的年增速。(图表14)
- 公司的肛肠连锁医院扩张步伐显著加快, 未来每年增加3-5家医院, 年复合收入增速77% (图表18)。
- 公司的药妆业务试销渠道拓展, 未来3年销售收入年复合增速约80% (图表19)。

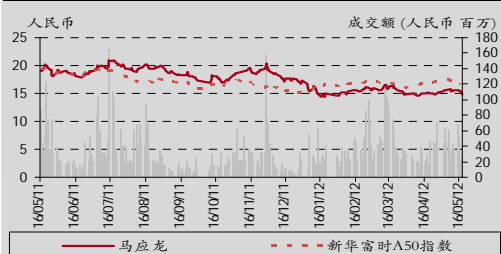
我们的观点有何不同?

- 公司的药品业务开始新一轮增长。
- 公司正在发展成为肛肠专科领域医药一体化龙头企业。
- 公司的药妆业务存在超预期发展的可能。

主要催化剂/事件

- 医院扩张步伐进一步加快
- 药妆销售收入增速超预期

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(11)	(2)	(4)	(22)
相对新华富时A50指数	(21)	(0)	(3)	(7)

发行股数(百万)	331.58
流通股(%)	59.90
流通股市值(人民币 百万)	3,098
3个月日均交易额(人民币 百万)	33
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
中国宝安集团股份有限公司	29.27

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2012年5月18日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药: 中药

王军

(8621) 2032 8310

jun.wang@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

马应龙

药品主业焕发新活力, 医院和药妆新业务提速

马应龙是中药老字号企业, 主要产品马应龙痔疮膏是治疗类药物的首选品牌, 拥有良好的知名度和美誉度, 产品市场占有率长期稳居第一。公司的主要产品马应龙痔疮膏和痔疮栓的用药成本明显低于同类产品, 且均为中药独家品种, 降价压力小。借助品牌优势, 公司正在加快发展肛肠诊疗业务, 目前已拥有肛肠连锁医院5家, 未来几年将加速扩张。过去两年公司在药妆领域也有积极尝试, 我们认为药妆业务发展前景良好。预计公司2012-2014年每股收益分别为0.60元、0.82元、1.11元, 首次给予买入的评级, 目标价格18.00元。

支撑评级的要点

- 治疗类药物焕发增长活力。马应龙痔疮膏系列产品市场优势明显, 公司通过新产品满足医院终端的差异化需求, 2011年收入增速达33.5%, 基层市场和医院终端的快速增长是公司产品继续较快增长的新动力。
- 肛肠连锁医院扩张提速。公司的肛肠连锁医院适逢扩张良机, 兼具政策、市场环境、经验、资金等多方面有利因素, 已进入快速扩张期。公司2011年下半年增加了3个连锁医院, 并计划“十二五”期间面向全国每年增加3-5个网点, 有望成为公司新的主要利润增长点, 并与药品业务形成一体化良性互动格局, 显著增强公司在肛肠治疗领域的综合竞争实力。
- 药妆业务发展平台拓宽, 新增多个销售渠道。新产品、新品牌和新渠道是公司药妆业务的最新特点。2011年公司密集开发了9个药妆新品, 另有15个基本完成研发。药妆产品将按照品牌分渠道营销, 其中“马应龙八宝”品牌将由药妆事业部继续在药店渠道拓展, 新成立的子公司将负责新品牌“瞳话”在商超、美容院、专卖店等新渠道的营销。公司的药妆业务虽仍处在探索期, 但发展态度明显趋于积极, 未来存在超预期的可能。
- 公司业绩在不利环境中快速增长, 投资亏损掩盖了公司主业业绩。剔除证券投资对业绩的影响, 扣非后净利润增长51%, 拐点明显, 并明显好于行业同期水平。

评级面临的主要风险

- 药品质量风险。
- 最高零售价调降风险。
- 医疗行业恶性竞争风险。
- 重大医疗事故及医患纠纷风险。

估值

我们预计公司2012-2014年业绩增速分别为43%、39%、35%。公司的药品业务开始新一轮增长, 连锁医院步入快速扩张期, 公司在肛肠治疗领域的综合竞争实力进一步增强, 是难得的专科领域医药一体化投资标的。药妆业务的快速增长也拓宽了公司的发展空间。给予公司2012年30倍的市盈率, 目标价位为18.00元, 首次评级**买入**。

投资摘要

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	1,178	1,416	1,711	2,087	2,538
变动(%)	15	20	21	22	22
净利润(人民币 百万)	123	138	197	273	369
全面摊薄每股收益(人民币)	0.370	0.415	0.595	0.824	1.113
变动(%)	(32)	12	43	39	35
全面摊薄市盈率(倍)	40.3	35.8	25.0	18.1	13.4
每股现金流量(人民币)	(0.069)	0.227	0.468	0.778	1.069
价格/每股现金流量(倍)	(216.2)	65.5	31.8	19.1	13.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.2	21.9	16.6	11.9	8.6
每股股息(人民币)	0.450	0.110	0.178	0.247	0.334
股息率(%)	3.0	0.7	1.2	1.7	2.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

投资摘要	3
盈利预测和假设	4
估值	5
公司概况	6
治痔类药物领域龙头，医院终端销售快速增长	9
肛肠诊疗业务初具规模，发展步伐显著加快	13
药妆业务“瞳话”添彩，探索更为积极	17
医药商业平稳发展，大药房资产优良	19
财务状况	20
风险因素	22
研究报告中所提及的有关上市公司	24

投资摘要

公司的主营业务为马应龙痔疮膏等治疗类产品的生产和销售，品牌优势显著，细分市场占有长期稳居第一。公司的主要产品降价压力小。公司的连锁医院和药妆产品两项新业务发展开始提速，另外，拥有的医药商业业务资产优良。

2011 年公司治疗类药物销售收入 4.46 亿元，同比增长 33.51%，产品梯队优势开始显现。新医改措施带动基层医院诊疗量的快速增长，为公司发展医院市场带来机遇，医院市场正在成为公司治疗类药品销售增长的新动力，预计公司 2012-2014 年治疗类药物销售额年增速为 25% 左右。

2011 年公司肛肠诊疗业务收入 0.34 亿元，同比增长 91.5%。公司在发展肛肠诊疗业务方面兼具政策、市场环境、经验、资金和品牌等优势，适逢扩张良机。公司的肛肠诊疗业务开始进入快速发展阶段，预计公司 2012-2014 年肛肠诊疗业务收入增速为 131%、60%、50%。

2011 年公司药妆业务收入 0.29 亿元，同比增长 60%。公司的药妆业务虽然仍处于探索阶段，但步伐趋于加快。在目前药店渠道以“马应龙八宝”品牌试销的基础上，将以新品牌“瞳话”开拓商超、美容院和专卖店渠道。预计公司 2012-2014 年药妆业务收入增速为 100%、80%、60%。

2011 年公司药品批发零售业务收入 7.71 亿元，同比增长 13.72%。公司的药品零售业务集中于资产优良的马应龙大药房连锁药店。预计公司 2012-2014 年药品批发零售业务保持平稳发展态势，收入增速为 15% 左右。

我们估计公司 2012-2014 年的营业收入为 17.11 亿元、20.87 亿元、25.38 亿元，同比增速分别为 21%、22%、22%；每股收益将达到 0.60 元、0.82 元、1.11 元，增速为 43%、39% 和 35%。

盈利预测和假设

盈利预测关键假设

- 1) 公司的马应龙痔疮膏等核心药品的销售价格保持稳定，主要原材料价格稳定；
- 2) 公司药品业务在医院市场拓展顺利，在零售市场平稳增长；
- 3) 鼓励社会资本进入医疗服务领域的政策逐步落实，相关具体鼓励措施相应出台；
- 4) 公司每年增加 3-5 家医院，新增医院 2-3 年内盈利，毛利率保持在 50% 以上；
- 5) 公司的药妆业务新品牌运作顺利，在商超、美容院和专卖店试销良好，药妆的毛利率保持在 80% 左右；
- 6) 公司的药品批发零售业务经营稳定，保持平稳增长；
- 7) 公司的销售费用率和管理费用率保持基本稳定。

营业收入预测

图表 1. 公司营业收入预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E	2014E
治疗类药物					
营业收入 (百万元)	334.5	446.6	558.3	697.9	872.3
增速 (%)	2.6	33.5	25.0	25.0	25.0
占比 (%)	28.4	31.6	32.6	33.5	34.4
毛利率 (%)	82.0	78.6	78.5	78.0	78.0
医院诊疗					
营业收入 (百万元)	17.6	33.7	77.9	124.7	187.1
增速 (%)	713.0	91.5	131.0	60.0	50.0
占比 (%)	1.5	2.4	4.6	6.0	7.4
毛利率 (%)	45.1	49.1	52.0	55.0	55.0
药妆					
营业收入 (百万元)	18.0	28.8	57.6	103.7	174.2
增速 (%)	800.0	60.0	100.0	80.0	60.0
占比 (%)	1.5	2.0	3.4	5.0	6.9
毛利率 (%)	60.0	80.0	80.0	80.0	80.0
药品商业					
营业收入 (百万元)	678.0	770.6	886.2	1,019.1	1,172.0
增速 (%)	12.0	13.7	15.0	15.0	15.0
占比 (%)	57.6	54.4	51.8	48.9	46.3
毛利率 (%)	11.6	10.4	10.0	10.0	10.0
其他					
营业收入 (百万元)	117.3	121.2	130.9	141.4	132.5
增速 (%)	49.0	3.4	8.0	8.0	8.0
占比 (%)	10.0	8.6	7.7	6.8	5.2
毛利率 (%)	50.0	60.1	60.0	60.0	60.0
总计					
营业收入 (百万元)	1,178.0	1,415.6	1,711.0	2,086.8	2,538.1
增速%	15.3	20.2	20.9	22.0	21.6
毛利率 (%)	36.5	38.4	40.4	42.3	44.1

资料来源：公司资料，中银国际研究

估值

公司的主要利润贡献来自于中药非处方药，连锁医院业务和药妆业务对利润的贡献在快速上升。我们选取医药行业中以中药非处方药为主兼有药妆业务的片仔癀、云南白药、同仁堂，以及以连锁医院业务为主的爱尔眼科、通策医疗作为对比参照。基于行业平均市盈率水平，考虑到公司在肛肠治疗领域医药一体化方向的快速发展，以及药妆业务的快速增长，给予公司2012年30倍市盈率，目标股价为18.00元，并将评级定为**买入**。

图表 2. 医药板块相似上市公司估值比较

公司简称	代码	总市值 (人民币, 亿元)	价格 (人民币, 元)	每股收益 (人民币, 元)				市盈率 (倍)				11-14年净利润复合增长 (%)
				2011	2012E	2013E	2014E	2011	2012E	2013E	2014E	
云南白药	000538.SZ	356.19	51.31	1.74	2.22	2.79	3.45	29.49	23.11	18.39	14.87	25.60
同仁堂	600085.SS	191.79	14.73	0.34	0.41	0.52	0.63	43.32	35.93	28.33	23.38	21.26
片仔癀	600436.SS	104.33	74.52	1.82	2.35	3.04	3.99	40.95	31.71	24.51	18.68	31.59
爱尔眼科	300015.SZ	84.16	19.7	0.4	0.62	0.88	1.12	49.25	31.77	22.39	17.59	41.05
通策医疗	600763.SS	30.85	19.24	0.44	0.6	0.81	1.04	43.73	32.07	23.75	18.50	33.01
平均		153.46	35.9	0.95	1.4	1.61	2.05	41.35	30.92	23.47	18.60	30.50
马应龙	600993.SS	49.26	14.89	0.42	0.60	0.82	1.11	35.85	25.04	18.07	13.37	38.25

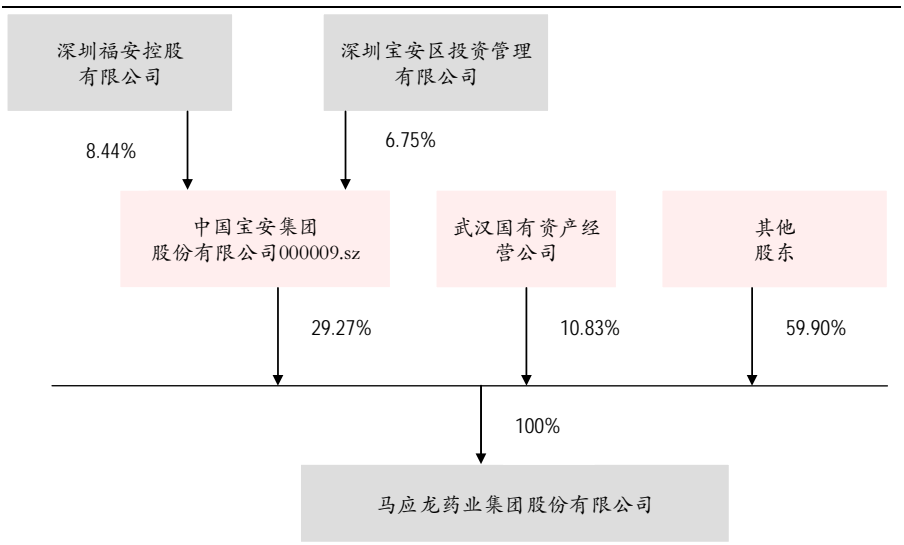
资料来源：公司资料、中银国际研究

公司概况

马应龙药业创始于公元 1582 年，是经商务部首批认定的中华老字号企业。公司定位于肛肠治痔领域，致力于医药产业的专业化发展。公司的主营业务是治痔类药物的生产和销售，同时拥有药品批发零售业务。为拓宽发展空间，公司正在加快发展医疗服务业务和药妆业务。

公司于 2004 年在上海证券交易所上市，目前总股本 33,158 万股，除占比 0.04% 的限售股外已全部流通。自上市之日至今，中国宝安集团股份有限公司和武汉国有资产经营公司一直作为公司的第一大股东和第二大股东，目前分别持有公司 29.27% 和 10.83% 的股份。

图表 3. 股权结构



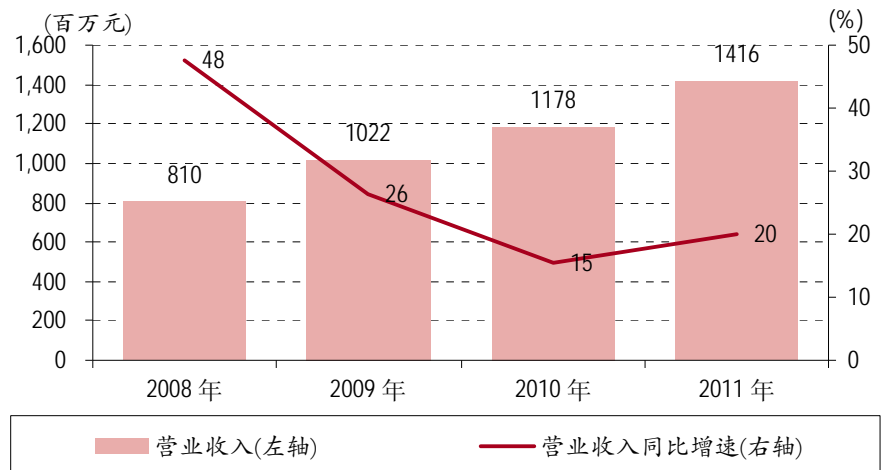
资料来源：公司资料，中银国际研究

2008 年至 2011 年，公司营业收入年复合增长率为 22%，净利润复合增长率为 21%。公司有部分资金长期用于股票二级市场投资，公司历年的净利润波动较大，其中 2011 年投资总额约 1 亿元，减少当期净利润约 2,000 万元。扣除股票投资及其他非经常性损益的影响后，公司 2008 年至 2011 年净利润的复合增速达到 31%，其中 2011 年达到 51%。

2011 年公司主营业务收入 14.16 亿元，同比增长 20.11%，扣非后净利润为 1.56 亿元，同比增长 51.02%。公司 2011 年经营性业绩显著好于 2010 年，并明显好于行业同期水平，在 2011 年行业增速下滑的大环境下，公司的业绩更显得难能可贵。

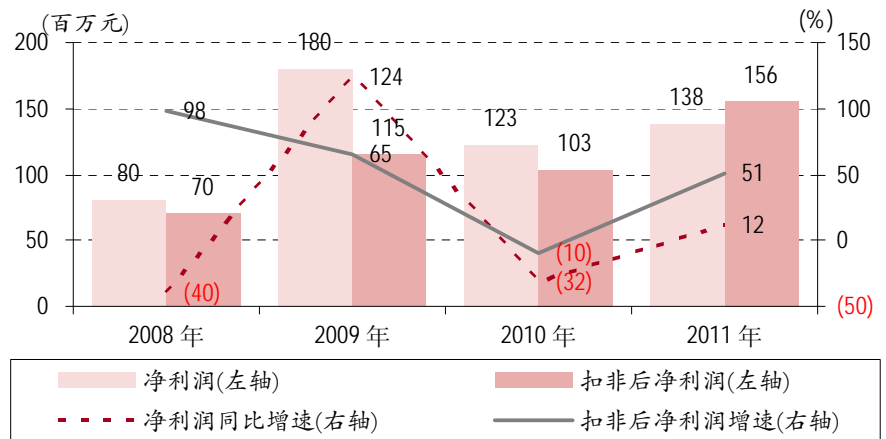
2011 年公司收入增速提高的主要原因是各项业务均呈现增长态势，尤其是公司的主要产品治痔类药物销售收入增速达 33.51%，明显高于 2009 年的 16.84% 和 2010 年的 2.60%，显示公司强化零售渠道管理和加强医院市场开拓的成效显著。

图表 4.2008-2011 年营业收入变动情况



资料来源：公司资料，中银国际研究

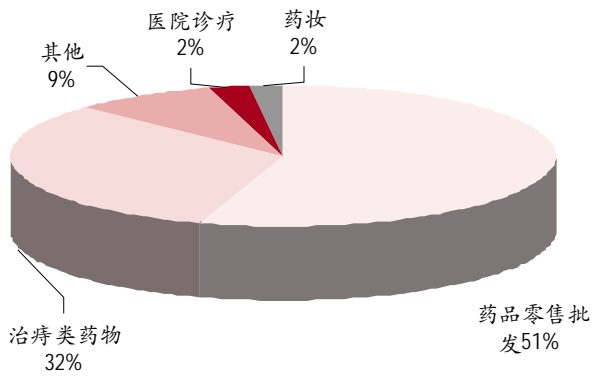
图表 5.2008-2011 年净利润与扣非后净利润情况



资料来源：公司资料，中银国际研究

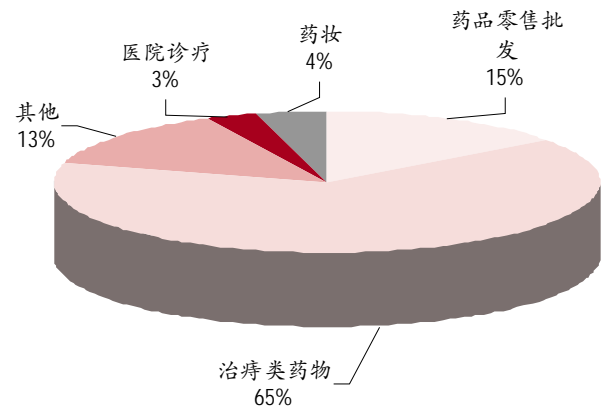
医药批发零售业务在公司营业收入占比最大的业务，2011年，公司医药批发零售业务实现收入 7.71 亿，占全部营业收入的 51%，实现毛利 0.80 亿元，占比约为 15%；治疗类药物是公司的第二大业务，也是公司最大的利润来源，2011 年实现收入 4.47 亿，占全部营业收入的 32%，实现毛利 3.51 亿元，占比约为 65%；连锁医院和药妆业务收入较少，但增长十分迅速。

图表 6.2011 年营业收入构成



资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 7.2011 年毛利构成



资料来源：公司资料，中银国际研究

治痔类药物领域龙头，医院终端销售快速增长

痔疮多发易反复，药物市场稳定增长

痔疮是一种常见多发病，易复发，容易引发该疾病的原因包括饮食习惯、工作习惯以及精神紧张状态。随着生活节奏的加快，我国居民痔疮发病率逐年上升。由于治疗习惯的原因，大部分中轻度患者倾向于到药店购买药物自我药疗，因此治痔类药物60%左右的销售额在零售市场，40%左右在医院终端。我国治痔类药物市场销售额年增速约为15%。

公司治痔类药物长期居市场领先地位

公司长期以来是我国治痔领域第一品牌，市场占有率稳居首位。目前公司治痔类产品约占25%的市场份额，在零售市场中约占35%的市场份额。传统核心产品马应龙痔疮膏是我国基本药物独家品种，在同类剂型中领先地位突出，改进剂型马应龙痔疮栓在同类剂型中市场占有率也居于前列。2005年马应龙被人民日报等六家媒体评为“中国痔疮药物最具影响力品牌”，2009年被中国非处方药协会评为“中国非处方药品牌企业十五强”。

图表8. 治痔类药物市场竞争情况

2003年治痔类药物前4强		2006年零售市场治痔类药物前5强		2011年上半年广州、成都治痔类药物零售市场销售额前5强		
品牌名称	市场份额	药品名称	提及率	排名	广州	成都
马应龙系列	24.41%	马应龙痔疮膏	90%	1	华痔栓	马应龙痔疮膏
肛泰系列	10.57%	马应龙痔疮栓	59%	2	太宁栓	马应龙痔疮栓
九华痔疮栓	6.74%	九华痔疮栓	43%	3	马应龙痔疮膏	痔炎消片
敬修堂化痔栓	6.53%	荣昌肛泰栓	31%	4	肛泰贴	肛泰贴
合计	48.22%	园田化痔栓	18%	5	强力痔根断片	痔疮宁栓

资料来源：中银国际研究整理

公司治痔类药物2011年增速明显回升

2011年公司治痔类产品销售额4.47亿元，同比增长33.5%，毛利率为78.6%，较2010年下降3.4个百分点，但仍处于历史较高水平。2004年至2011年间，公司治痔类药物复合增速为14%，2008年增速达53%，2009年和2010年增速回落，2010年增速回落到2.6%。2010年增速回落的主要原因是公司进行销售渠道整合影响了当年销量。公司的治痔类药物主要销售渠道在零售市场，约占公司治痔类药物销售收入的75-80%，仅20-25%来自医院终端。公司2010年开始重点开拓医院终端，2011年公司在医院终端的营销已初显成效，推动治痔类产品整体增速从2010年的2.6%回升至33.5%。

丰富产品种类，发展适合不同渠道的产品系列

公司的产品已从肛肠治痔领域向下消化道药物领域延展，目前已形成7品10规的产品梯队，另有6个在研品种。已上市的产品剂型涵盖膏剂、栓剂、西药片剂、中药片剂、洗剂、颗粒剂和散剂，包括非处方药和处方药，有利于运用不同产品分别在零售市场和医院终端巩固或提升市场竞争力。即将上市的牛黄治痔膏将进一步巩固公司在零售市场的领先优势；二线产品地奥司明片、痔炎消片、金玄痔科熏洗剂、聚乙二醇4000散等产品，已逐步成为公司在医院终端的主打产品，从而推动公司药品销售收入增速整体上升。

图表 9.公司治痔类药物品种

产品名称	功能主治
马应龙麝香痔疮膏(10克)	清热燥湿，活血消肿，去腐生肌。用于湿热瘀阻所致的痔疮、肛裂，症见大便出血，或疼痛、有下坠感；亦用于肛周湿疹。
马应龙麝香痔疮膏(2.5克×5)	清热燥湿，活血消肿，去腐生肌。用于湿热瘀阻所致的痔疮、肛裂，症见大便出血，或疼痛、有下坠感；亦用于肛周湿疹。
麝香痔疮栓(6粒/盒)	清热解毒，消肿止痛，止血生肌。用于大肠热盛所致的大便出血、血色鲜红、肛门灼热疼痛；各类痔疮和肛裂见上述证候者。
麝香痔疮栓(12粒/盒)	清热解毒，消肿止痛，止血生肌。用于大肠热盛所致的大便出血、血色鲜红、肛门灼热疼痛；各类痔疮和肛裂见上述证候者。
地奥司明片	治疗与静脉淋巴功能不全相关的各种症状（腿部沉重，疼痛，晨起酸胀不适感）；治疗痔急性发作有关的各种症状。
痔疮消片	清热解毒，润肠通便。用于止血，止痛，消肿。用于痔疮发炎症肿痛。
金玄痔科熏洗散(4袋)	消肿止痛，祛风燥湿。用于痔疮术后、炎性外痔所致的肛门肿胀、疼痛，中医辨证为湿热壅滞证。
金玄痔科熏洗散(6袋)	消肿止痛，祛风燥湿。用于痔疮术后、炎性外痔所致的肛门肿胀、疼痛，中医辨证为湿热壅滞证。
聚乙二醇 4000 散	缓解成人便秘的症状。
益气通便颗粒	主治老年气阴两虚，气机升降失常，肠道失运引起的便秘。
纳米化马痔膏（在研）	主治各类痔疮、肛裂
痔血清胶囊（在研）	主治各类痔疮、大便出血
牛黄痔疮膏（在研）	主治各类痔疮
美沙拉嗪肠溶片（在研）	主治溃疡性结肠炎、节段性回肠炎

资料来源：公司资料，中银国际研究

马应龙痔疮膏和马应龙痔疮栓是公司的主要治疗产品，销售收入占公司治疗类药物收入的 60%。马应龙痔疮膏和马应龙痔疮栓的用药成本明显低于同类药物，两者均为中药独家品种，降价压力较小。

图表 10 主要治疗类药物用药成本对比

药品名称	生产企业	规格	价格(元)	每日用药成本(元)
马应龙痔疮膏	马应龙	10g	8.0	1.60
云南白药痔疮膏	云南白药	1.5g*6支	26.8	5.95
葵花熊胆痔灵膏	葵花药业	10g	12.5	2.50
太宁	西安杨森	10g	17.5	3.50
荣昌肛泰软膏	荣昌制药	10g	14.2	2.84
马应龙痔疮栓	马应龙	6粒	11.5	3.83
马应龙痔疮栓	马应龙	12粒	22.5	3.75
九华痔疮栓	江西九华药业	5粒	15.5	6.20
敬修堂化痔栓	广州敬修堂药业	10粒	13.0	2.60
太宁栓剂	西安杨森	6枚	16.5	5.50
熊胆痔灵栓	葵花药业	6粒	13.9	4.63
修正痔疮栓	通药制药	6粒	17.6	5.87

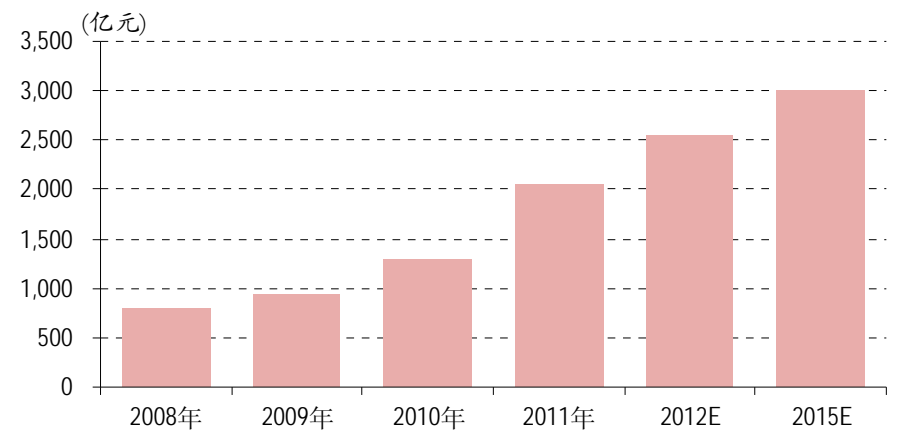
资料来源：开心人网上药店，中银国际研究

医院终端将为公司治疗类药物添加新的强劲增长动力

我们认为基药放量的因素将使得今后 2-3 年公司产品在医院终端快速增长。

首先，“十二五”期间新农合筹资额的快速增长将为公司医院终端放量提供空间。2009 年新医改以来，在政府强基层的主导方向下，我国新农合参合率已经稳定在 95% 左右，参合人数约 8.32 亿人。预计新农合筹资额将快速上升，人均筹资额从 2010 年 155 元增长到 2015 年的 360 元，总筹资额将从 2010 年的 1,200 亿元增长到 2015 年 3,000 亿元左右。

图表 11. 我国新农合筹资额



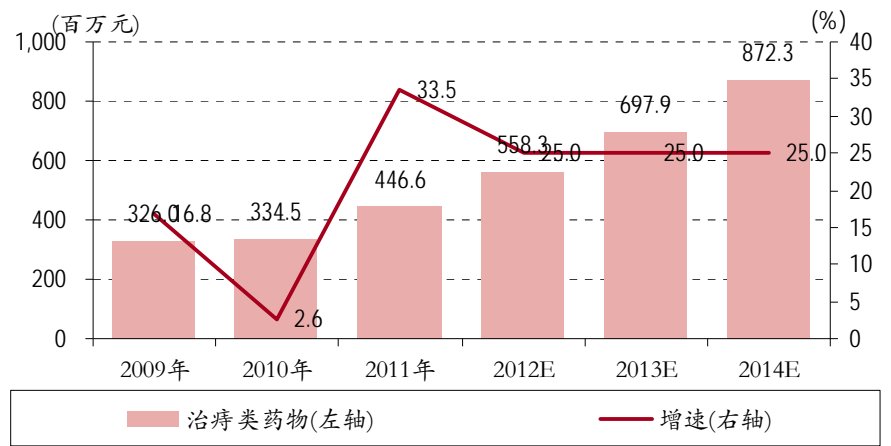
资料来源：卫生部网站、中银国际研究

其次，门诊统筹的全面实施，将使以农村居民为患者主体的县级医院诊疗量快速增长。根据国家规划，“十二五”期间将普遍开展新农合门诊统筹，农村居民门诊就医也可按比例报销。马应龙痔疮膏和痔疮栓属于典型的门诊治疗品种，将会在此过程中受益。

再次，在以控药费为主要目标的公立医院改革中，性价比高的基本药物使用范围有扩大趋势。目前已有北京、上海、江苏等省市表示将逐步在二、三级医院推广使用基本药物。马应龙痔疮膏作为基本药物目录中治疗类外用药的唯一品种，将会面临良好机遇。

公司已经开始积极拓展医院终端市场。2010 年开始，公司积极探索医院终端营销模式，增强医院终端营销力量。目前公司在医院终端的营销人员数量已增加到 200 人左右，与零售市场 300 人左右的销售队伍接近。在医院终端，公司以推动马应龙痔疮膏销售为切入点，通过学术营销推广联合用药，带动地奥司明片和金玄痔科熏洗散等处方药在医院终端的销售。我们预计 2012-2014 年公司的治疗类产品增速将保持在 25% 左右，其中零售市场的增长在 15% 以上，医院市场的增速在 60% 以上，整体毛利率将保持基本稳定。

图表 12. 公司治痔类药物销售增长情况及预测



资料来源: 公司资料, 中银国际研究

肛肠诊疗业务初具规模，发展步伐显著加快

肛肠诊疗领域适合民营医院发展

统计显示肛肠疾病在外科疾病中已占第一位，其中痔疮列首位。据统计目前中国肛肠疾病的发病率为59%，痔疮的发病率占发病总人数的87%，症状明显且需要治疗的患者约占10%。据统计，目前我国肛肠疾病医疗市场规模约80亿元。近年民营医院肛肠专科医院发展较快，目前全国已有400家左右。

我们认为，肛肠诊疗市场适合民营医院发展，主要原因有5点：

一是以痔疮为主的肛肠疾病手术相对容易，风险较小；

二是大部分公立综合医院的肛肠科和普外科混合经营，肛肠疾病患者得不到应有的重视；

三是肛肠疾病患者在治疗和康复过程中，对熏洗等护理服务的要求高，而服务是大部分公立综合医院的劣势；

四是近年来随着PPH等多种微创微痛手术设备的发展，痔疮手术对设备的依赖度明显上升，手术操作的标准化程度提高，从业人员的培养变得相对容易；

五是民营医院对网络媒体在营销和问诊方面的重视和应用程度明显高于公立医院。痔疮作为许多人的难言之隐，对问诊的私密性有一定要求。民营肛肠医院以网络为重要营销渠道和问诊渠道，能够有效跨越患者的心理障碍，明显提高患者的咨询意愿和接触意愿，进而提高医院的收治率。

政策支持社会资本进入医疗产业

政策大力支持，“十二五”期间非公立医疗机构将取得快速发展。2009年新医改以来政府陆续出台了多个鼓励社会资本举办医疗机构和参与公立医院改革的政策。国务院3月22日出台的《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》进一步指明了社会资本办医的发展方向和阶段性目标，并明确了鼓励社会资本办医的措施。关于社会资本办医方向，提出“大力发展非公立医疗机构，鼓励有实力的社会力量举办医疗机构，鼓励非公立医疗机构向高水平、规模化的大型医疗集团发展”；“在公立医院资源丰富的城市，可以引导社会资本以多种方式参与包括国有企业所办医院在内的部分公立医院改制重组”。从《方案》中可以看出政府对公立医院和非公立医疗机构的定位进行了明确区分，公立医院主要向城乡居民提供基本医疗卫生服务，非公立医疗机构向高端化发展。关于社会资本办医的阶段性目标，提出“积极发展医疗服务业，扩大和丰富全社会医疗资源，到2015年，非公立医疗机构床位数和服务量达到总量的20%左右”。在具体支持措施方面，《方案》提出“放宽社会资本举办医疗机构的准入，鼓励有实力的企业、慈善机构、基金会、商业保险机构等社会力量以及境外投资者举办医疗机构，进一步改善执业环境，落实价格、税收、医保定点、土地、重点学科建设、职称评定等方面政策”，这些方面是目前制约社会资本发展医疗产业的主要瓶颈。

图表 13. 目前制约社会资本发展医疗产业的主要瓶颈

项目	公立医疗机构	非公立医疗机构
开办审批	优先考虑	受到较多限制
执业范围	综合性、专科	多为专科医院
用地规划	相对较容易	审批繁琐
税收政策	非营利性医疗机构免税	营利性缴纳营业税和所得税
能源价格	水电气热等价格优惠	市场价
价格政策	药品和服务价格执行国家定价	营利性服务价格自主确定
医保定点	优先纳入	审批较严
学术环境	背靠科研和学术单位，优势明显	学术地位、职称评定受到明显影响
人才环境	学术和职称晋升通道畅通，高端人才优选	相反
设备配置	大型设备申请较易	相反
公共卫生服务	公共卫生服务的主要承担者	政府较少购买其公共卫生服务

资料来源：中银国际研究

图表 14. 新医改以来有关鼓励社会资本发展医疗产业的政策

时间	部门	政策	主要内容及影响
2010-2	卫生部、发改委、财政部、人保部等	《关于公立医院改革试点的指导意见》	改革以药补医机制，引导社会资本进入医疗服务领域。
2010-12	发改委、卫生部、财政部、商务部、人保部	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》	鼓励社会资本参与公立医院改革，中央财政下拨救助资金 5.5 亿元，专项用于鼓励和引导社会资本办医；将社会力量举办三级医院纳入中央财政临床重点学科建设补助范围，长期困扰民营医院的学术环境不平等状况有望逐步改善。
2011-2	卫生部	《关于调整中外合资合作医疗机构审批权限的通知》	将中外合资、合作医疗机构审批权限调整到省级卫生部门，合作机制审批灵活性增强。
2011-2	国务院办公厅	《医药卫生体制五项重点改革 2011 年度主要工作安排》	要求各部门加快形成多元化办医的格局。需要调整和新增医疗卫生资源时优先考虑社会资本。
2011-5	卫生部	《关于进一步做好非公立医疗机构设置审批和管理工作的通知》	放宽民营机构准入范围；督促卫生行政部门不得对其限制。
2011-7	卫生部	《关于建立全科医生制度的指导意见》	2020 年，我国初步建立起全科医生制度，引导全科医生以多种方式执业。
2011-12	卫生部	《关于下达 2011-2015 年全国乙类大型医用设备配置规划的通知》	降低大型医用设备检查价格，鼓励非公立医疗机构配置大型医用设备。
2012-3	国务院办公厅	《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》	完善基本药物制度，推进公立医院改革，大力发展非公立医疗机构。

资料来源：中银国际研究

公司肛肠连锁医院开始进入快速扩张阶段

自 2008 年 12 月公司介入医疗服务领域开始，公司已有 5 家肛肠连锁医院分别在武汉、北京、南京、西安、沈阳投入运营，其中武汉、北京和沈阳医院已在 2011 年上半年实现盈利。现有的 5 家医院中，武汉医院和南京医院系公司自建，其它 3 家为收购所得，其中西安医院由收购原公立医院西安肛肠医院而来。5 家医院均为医保定点单位。发展肛肠连锁医院体现了公司实施品牌经营战略，推行“目标客户一元化，服务功能多元化”的思路，有利于公司构建集药品经营、诊疗技术、医疗服务于一体的产业价值链。

为了维护“马应龙”品牌的市场形象，公司在发展肛肠医院初期非常谨慎。在 2011 年前仅有武汉和北京两家医院投入运营。2011 年下半年开始，公司在医疗服务领域发展步伐明显加快，2011 年下半年西安、沈阳、南京的 3 家肛肠医院相继投入运营。公司在“十二五”期间的规划是每年增加 3-5 家规模约 100 张床位的连锁医院，扩张途径包括收购和自建。

公司开始加快发展肛肠医院的条件已经成熟，主要体现在三方面：

一是通过前期几家肛肠医院已经积累了扩张和经营管理等方面的经验；

二是公司已经初步建立起了连锁医院的标准化管理基础平台，包括：1. 设立了肛肠诊疗研究院，形成以各地名医和专家为核心的会诊和培训体系，作为今后各院的学术和技术支撑平台；2. 构建了培训体系作为今后各院高级护理人员的支撑平台；3. 建立了质量技术管控体系作为今后各院诊断、用药和标准化服务的支撑平台；4. 建立了IT、财务、物料和市场营销体系，以便今后对连锁医院进行统一管理。

三是政策和市场环境为公司扩张提供了广阔的空间。民营医院方面，虽然近年我国肛肠专科医院发展较快，目前全国已有400家左右，但是，除了肛泰连锁医院和马应龙肛肠连锁医院外，其它大部分是分散在全国各地的规模较小的单体医院。即使网点数量居首位的肛泰医院在全国也只有15家医院。行业市场格局分散，有利于公司通过收购兼并进行扩张；公立医院方面，政策鼓励社会资本参与公立医院改革，具体措施有望逐渐落地，公司参与公立医院的改制重组以及和公立医院的合作道路逐渐宽广。公司在这方面已有成功先例，收购的公立西安肛肠医院已经正常运营。

图表 15. 公司 5 家肛肠医院概况

医院名称	建立方式	收购或自建时间	医保资格	科室	主要业务
武汉马应龙中西医结合肛肠医院	自建	2008年12月	医保定点医院、新农合定点医院	肛肠外科、大肠内科、急诊科、检验科、熏洗中心、水疗室、放射科、彩超室、心电图室 10 个科室	
北京马应龙长青肛肠医院	收购原民营北京长青肛肠医院	2009年	医保定点医院	以肛肠科为主等 13 个科室	
西安肛肠医院	收购原公立医院西安肛肠医院	2011年下半年	医保定点医院、新农合定点医院	肛肠一科、肛肠二科、消化便秘科、检验科、手术麻醉科、内科、药剂科、放射科、B超室、胃肠镜室、肛肠动力室、妇科等 12 个科室	痔疮、肛瘘、肛裂、便秘、肛周脓肿、肛周皮肤病、息肉、结肠直肠癌等肛肠疾病的预防、检查、治疗、康复，以及肛肠保健等。
沈阳马应龙兴华肛肠医院	收购原民营沈阳兴华肛肠医院	2011年下半年	医保定点医院、新农合定点医院	以肛肠科为主等多个科室	
南京马应龙中医医院	自建	2011年12月	医保定点医院	中西医内科、中西医外科、中医康复医学科、骨伤科、肛肠科、中医消化科、针灸科、推拿科、口腔科、麻醉科、医学检验科、医学影像科等 12 个科室	

资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 16. 公司医院资产及经营状况

医院名称	自建或收购时间	公司持股比例	总资产(万元)	净资产(万元)	2011年营业收入(估计值, 万元)	2011年净利润(万元)	2012年营业收入预测(万元)	2013年营业收入预测(万元)
武汉医院	2008年底自建	100%	2,726	2,585	1,000	0.6	1,500	2,000
北京医院	2009年收购	69.36%	3,427	3,358	1,200	2.99	1,700	2,000
西安医院	2011年9月收购	75%	1,148	1,024	500(2011年10-12月)	24.36	2,100	2,500
沈阳医院	2011年5月收购	67%	866	250	500(2011年6月-12月)	(50.48)	1,200	1,800
南京医院	2011年底自建	76%	2,160	1,999	100	(1.34)	500	1,000
2012年新增医院(预测)	2012年下半年	/	8,000	7,000	/	/	800	2,400
2013年新增医院(预测)	2013年	/	10,000	87,50	/	/	/	800
合计	/	/	34,411	24,966	3,300	(23.87)	7,800	12,500

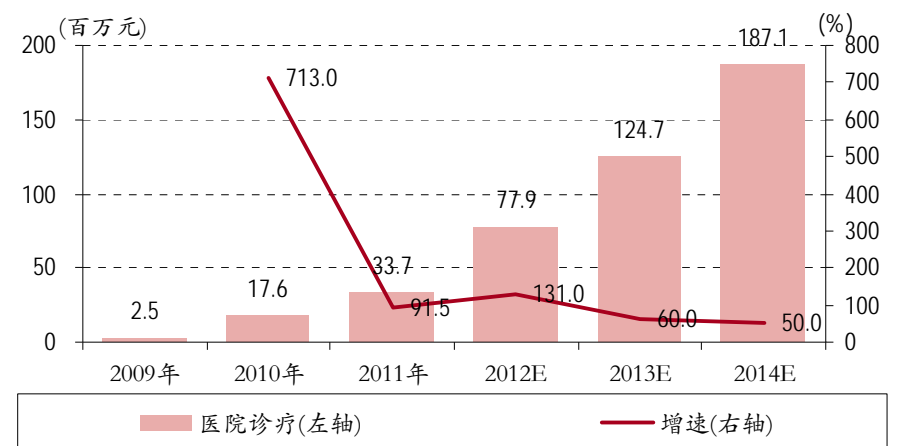
资料来源：公司资料，中银国际研究

药品业务和诊疗业务互动，公司从药品龙头向医药一体化龙头发展

公司的肛肠专科连锁医院在“马应龙”品牌下运营，可以共享这一老字号品牌在治痔领域的影响力，发挥药品业务对诊疗业务的促进作用。客户方面，许多痔疮患者通过使用马应龙的治痔类药物对“马应龙”品牌产生了较高的认同度，有利于公司的肛肠医院进行客户营销和市场开拓；人才方面，由于公司在治痔类药物方面的龙头地位，公司和中华中医药学会肛肠分会联系紧密。公司经常通过肛肠分会聘请各地肛肠诊疗专家进医院为患者诊疗，提高医院在当地市场的声誉。医院诊疗业务对公司的药品业务也有促进作用。公司正在建立全球首创的肛肠系统疾病遗传基因数据库，致力于为患者提供前瞻性的疾病风险评估及针对性的诊疗方案的同时，也引导着公司的药品研发方向；另外，公司的现有药品可以通过医院进行销售，一些新药还可以通过院内制剂途径提前应用从而形成医院的治疗特色。药品业务和诊疗业务的良性互动体现了公司医药一体化发展的独特优势，有利于公司的药品业务和诊疗业务共同发展，增强公司在肛肠治痔领域的综合竞争实力，推动公司向一体化龙头发展。

目前公司每家医院床位数约为 100 张，北京、武汉和西安医院已经开始盈利；沈阳医院 2011 年 5 月收购后开始改造，预计 2012 年底改造完毕；南京医院 2011 年底已基本建成。公司肛肠医院按项目定价较为普遍。一般情况下，肛肠医院的痔疮手术每例收费约 5,000-8,000 元。新建一家 100 张床位的肛肠医院，在武汉地区成本约 3,000 万元，如果满负荷运转，年收入约 2,000 万元，毛利率 55% 左右，约 2-3 年可以收回成本。公司的现金充裕，能够支持以每年 3-5 家医院的速度进行扩张。我们预计 2012-2014 年医院业务收入增速分别为 131%、60% 和 50%。

图表 17. 公司医疗服务业务增长情况及预测



资料来源：公司资料，中银国际研究

药妆业务“瞳话”添彩，探索更为积极

药妆市场巨大，中药企业具备一定优势

统计显示，2010年我国化妆品市场销售额已超过1,600亿元，预计2010-2015年仍以超过10%的年复合增速增长。药妆约占化妆品市场的3-4成，以每年约15%的速度增长。薇姿、雅漾、理肤泉等外资品牌在我国药妆市场居于主导地位，约占80%以上的市场份额，国产品牌仍处在发展初期。

与普通化妆品相比，药妆的优势在于其所含药物成分对皮肤等的辅助医疗护理功效。为了保证无刺激性及无毒性，药妆大多选用天然植物的提取物制成。由于中医药对植物医疗功效的开发和利用源远流长，因此我国中药企业进军药妆领域具有天然优势。目前已有云南白药、片仔癀、同仁堂等多家中药上市公司涉足药妆领域。

公司眼部护理药妆产品日渐丰富，新品牌“瞳话”开拓新渠道

马应龙药业的前身以生产“马应龙定州眼药”而闻名。“马应龙定州眼药”是1582年由创始人马金堂在潜心研究大量中医论著的基础上，将麝香、牛黄、珍珠等八味名贵中药配伍而成。2011年“马应龙眼药制作技艺”成功入选国家非物质文化遗产名录。

公司通过对马应龙眼药制作技艺的挖掘，于2009年推出第一个药妆产品马应龙八宝去黑眼圈眼霜。此后公司聚集眼部护理，深化制药技艺核心功效和延伸应用研究，目前公司的眼部护理药妆产品系列已经基本成型，包括3款眼贴膜、4款新眼霜、2款抗痘霜和一款清眸茶等共计10个品项，正在研发的眼部护理产品有15个。沿袭公司涉足新领域一贯的谨慎风格，过去公司的药妆业务一直处在营销测试及调整和产品研究及开发阶段，由药妆事业部负责，产品的销售只选择了武汉、长沙、北京和昆明的医药连锁店进行试点。2010年销售额1,800多万元，2011年销售额近3,000万元。

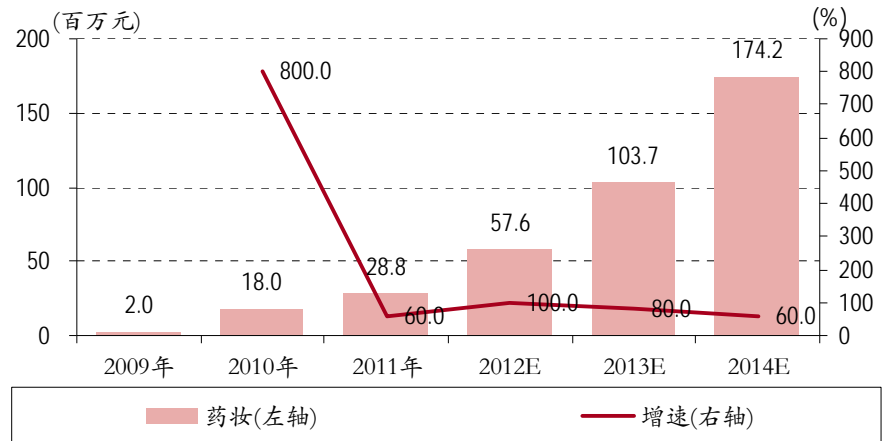
图表 18. 公司主要药妆产品



资料来源：公司网站，中银国际研究

2011年11月，公司和控股子公司天一医药以及公司管理层及技术业务骨干共同出资2,000万元设立马应龙八宝生物科技公司，开拓新渠道进行药妆产品的销售。目前公司的药妆业务实行双品牌策略，原有的“马应龙八宝”继续在药店渠道销售，仍由药妆商业部负责；新品牌“瞳话”则以商超、专卖店和美容院为渠道，由八宝生物科技公司负责。“瞳话”系列产品将于2012年下半年在试点城市上市，我们预计2012年药妆收入将接近6,000万元，同比增长100%，2013-2014年的增速也将保持在50%以上。

图表 19.公司药妆业务增长情况及预测



资料来源：公司资料，中银国际研究

医药商业平稳发展，大药房资产优良

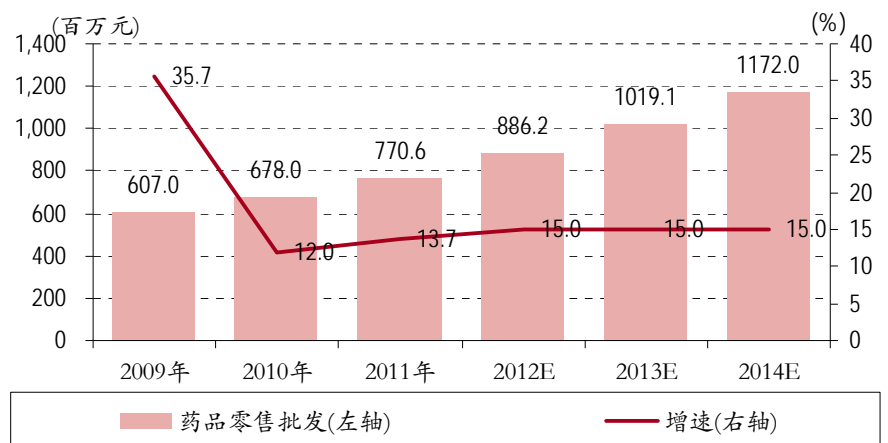
2011年医药商业收入7.71亿元，同比增长13.7%，贡献毛利润0.80亿元，同比增长2.8%。2008-2011年，公司医药商业复合增速达到21%，其中2008-2009年间，公司的医药商业通过一些并购活动取得了较快增长，2010-2011年公司主要依靠内生性增长，增速相对较慢。公司医药商业包括药品批发业务和连锁药店零售业务，我们估计两块业务的比例在6:1左右。由于批发业务的增速相对较快，医药商业业务的毛利率近年来有所下滑。

公司的药店零售业务的载体为全资子公司马应龙大药房连锁有限公司。马应龙大药房连锁有限公司拥有137家连锁药店，全部位于武汉地区。我们认为公司经营具有两方面优势，一是公司连锁药店布局集中，在当地市场份额优势明显，既是公司稳定的利润来源，也是公司新产品和新业务试推广的重要阵地。目前公司以这些实体药店为配送依托的网上药店也在武汉地区运转良好；二是连锁药店全部为直营店，便于公司统一经营管理。公司从2010年5月开始对连锁药店进行业态升级和门店资源整合，在药店内开设“康而美”时尚个人护理品店和国医堂等盈利能力较强的新业务。康而美锁定中高端消费人群，在售品项超过8,000个，店内设有皮肤护理区、健康产品区、美妆工具区、个人护理区、化妆品区等多个专区。在化妆品品牌的选择上，康而美倾向于自有药妆产品以及薇姿、雅漾、理肤泉等专业外资药妆品牌。截至2011年底康而美在武汉以有30家店面，其中27家在马应龙大药房店内或附近，另有3家属于独立门店，位于武汉青山的康而美店曾创下月销50万元的纪录。

公司的医药批发业务主要由湖北天下明药业有限公司具体经营，湖北天下明药业有限公司是马应龙大药房连锁有限公司的控股子公司，综合实力在湖北医药商业企业中居前三位，在2010年医药商业的竞争中成为湖北省首批基本药物配送企业之一，年完成基本药物配送份额在省内居于前列。除基药配送外，天下明药业还承担销售公司自产药品以及为公司连锁药店采购药品的任务。

我们预计2012-2014年公司的医药商业保持平稳发展态势，年收入增速维持约15%的水平，毛利率仍将维持在10%左右。

图表 20. 公司医药商业增长情况及预测

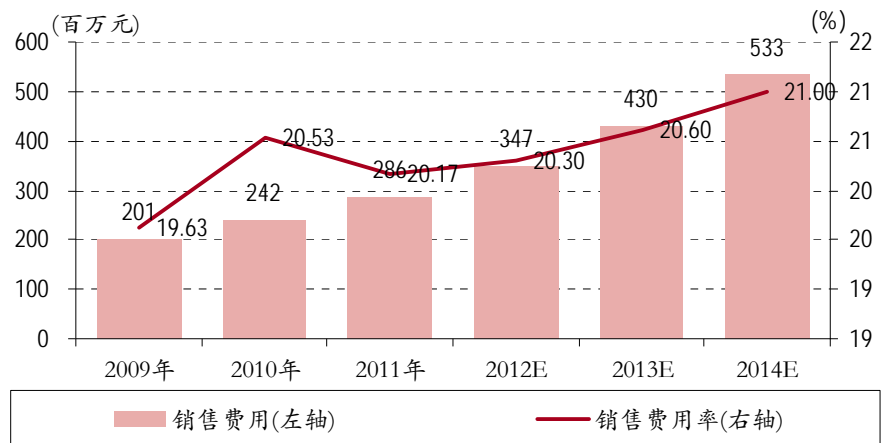


资料来源：公司资料，中银国际研究

财务状况

2011 年公司销售费用为 2.86 亿元，销售费用率为 20.20%，较 2010 年下降 0.36 个百分点。从历史情况来看，公司的销售费用率基本维持在 18-22% 的水平，2010-2011 年略有提高的原因可能与大力推广药妆有关。我们认为未来几年是公司药妆产品的推广期，销售费用率将有小幅度的上升。

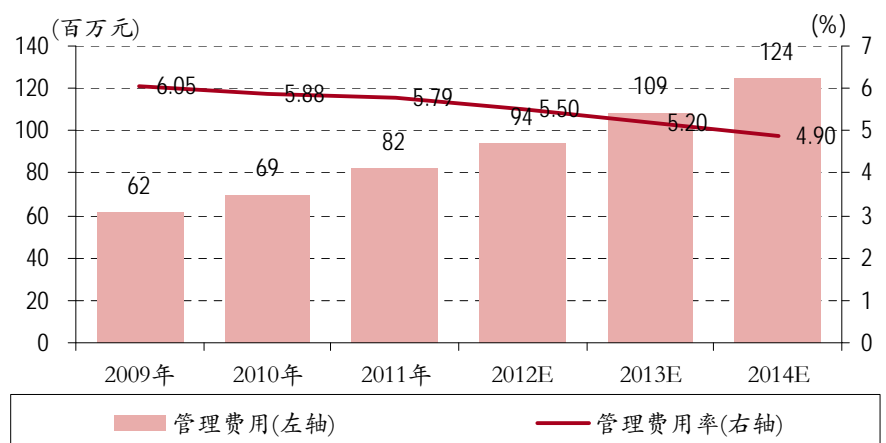
图表 21. 公司销售费用预测



资料来源：公司资料，中银国际研究

2011 年公司管理费用为 0.82 亿元，管理费用率持续小幅度下降，从 2008 年的 6.75% 下降到 2011 年的 5.79%，显示出公司在销售规模扩大的过程中管理能力也有所提升。从过去的情况来看，尽管公司加大了新品研发中投入，却未拉高管理费用率，我们认为公司未来的管理费用率将会小幅下降。

图表 22. 公司管理费用预测

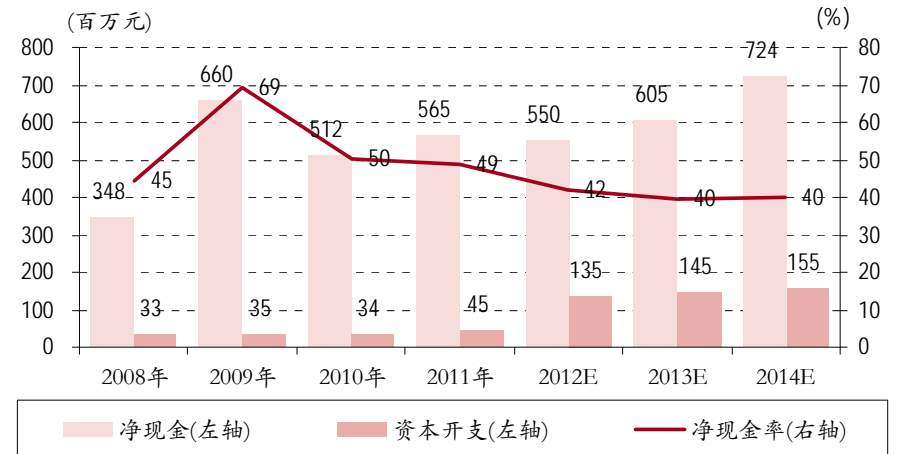


资料来源：公司资料，中银国际研究

公司 2009-2011 年的实际所得税率分别为 14.21%、16.97%、15.51%，公司于 2011 年 10 月 13 日通过高新技术企业复审，认定有效期为三年，按 15% 的优惠税率缴纳企业所得税，下属子公司除西安太极、大佛药业、大佛医药外皆为正常税率，但各子公司净利润较少，不会对公司的实际所得税率造成影响。我们预计未来 3 年公司的所得税率保持在 15.5% 左右。

公司目前的现金充足，财务状况良好，预计未来3年的投资方向主要在连锁医院，现有资金能够有力保障连锁医院扩张及可能出现的其它固定资产投资。公司新建一家100张床位的医院需要投入3,000万元，收购一家成熟的100张床位的医院需要2,000-4,000万元。我们预计2011-2014年的资本开支分别为1.35亿元、1.45亿元、1.55亿元。

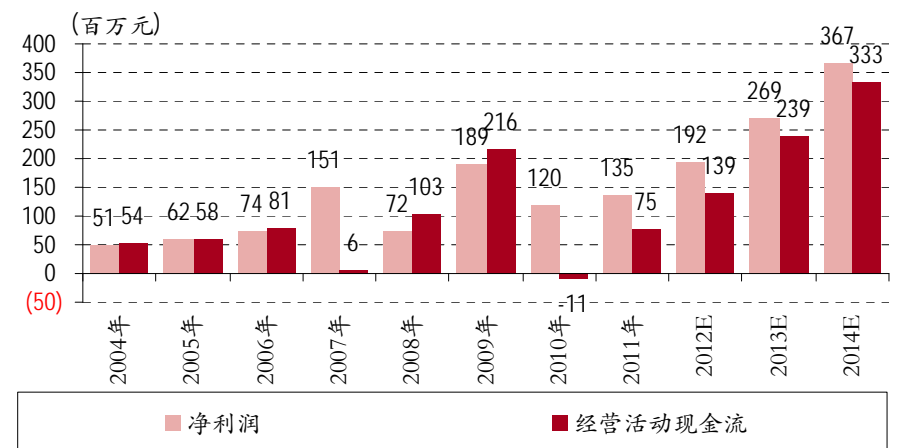
图表 23 公司净现金及资本开支



资料来源：公司资料及中银国际研究

2008-2011年公司的经营性现金流波动较大，但整体情况较为良好。其中，2007年和2010年受应收应付项目大幅变化的影响，公司经营现金流大幅低于当期净利润。我们预计未来公司的经营性现金流会略有波动，2012年经营性现金流在1.4亿元左右。

图表 24. 公司现金流情况



资料来源：公司资料及中银国际研究

风险因素

产品因素：包括产品质量风险和价格风险。良好的质量风险是公司产品的竞争优势所在，如果公司的产品出现质量问题，则公司的发展将受到很大影响；公司的主要产品被列入国家基本药物目录和国家医保目录，价格受到政府管制，如果价格调降，会对公司的盈利能力造成影响。

竞争因素：随着政策不断鼓励民营资本进入医疗服务行业，民营医院之间的竞争会不断加剧，如果出现恶性竞争，则对公司的连锁医院发展造成影响。

事件因素：医患纠纷是医疗服务行业的潜在风险点。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	1,178	1,416	1,711	2,087	2,538
销售成本	(734)	(858)	(1,019)	(1,204)	(1,419)
经营费用	(300)	(359)	(428)	(520)	(634)
息税折旧前利润	144	199	264	362	486
折旧及摊销	(22)	(23)	(31)	(40)	(50)
经营利润(息税前利润)	123	176	233	323	436
净利息收入/(费用)	2	2	2	2	2
其他收益/(损失)	19	(18)	(5)	(5)	(5)
税前利润	144	160	230	320	433
所得税	(24)	(25)	(36)	(50)	(67)
少数股东权益	3	3	3	3	4
净利润	123	138	197	273	369
核心净利润	103	156	202	278	374
每股收益(人民币)	0.37	0.42	0.59	0.82	1.11
核心每股收益(人民币)	0.31	0.47	0.61	0.84	1.13
每股股息(人民币)	0.45	0.11	0.18	0.25	0.33
收入增长(%)	15	20	21	22	22
息税前利润增长(%)	6	44	32	39	35
息税折旧前利润增长(%)	8	38	33	37	34
每股收益增长(%)	(32)	(44)	43	39	35
核心每股收益增长(%)	(10)	51	30	38	35

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	144	160	230	320	433
折旧与摊销	22	23	31	40	50
净利息费用	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
运营资本变动	(146)	(110)	(73)	(55)	(64)
税金	(24)	(25)	(36)	(50)	(67)
其他经营现金流	(4)	29	5	5	5
经营活动产生的现金流	(11)	75	155	258	354
购买固定资产净值	(34)	(45)	(135)	(145)	(155)
投资减少/增加	5	1	0	0	0
其他投资现金流	(67)	(24)	(1)	(1)	(1)
投资活动产生的现金流	(95)	(67)	(136)	(146)	(156)
净增权益	5	64	0	0	0
净增债务	(10)	(1)	0	0	0
支付股息	(50)	(75)	(36)	(59)	(82)
其他融资现金流	4	55	2	2	2
融资活动产生的现金流	(51)	43	(34)	(57)	(80)
现金变动	(157)	52	(15)	55	119
期初现金	721	563	615	600	655
公司自由现金流	(107)	8	25	118	204
权益自由现金流	(121)	4	22	114	201

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	563	615	600	655	773
应收帐款	207	327	417	500	600
库存	158	175	193	212	233
其他流动资产	114	133	140	149	159
流动资产总计	1,042	1,250	1,350	1,516	1,766
固定资产	238	250	346	443	540
无形资产	41	44	47	50	53
其他长期资产	129	113	116	119	123
长期资产总计	407	407	509	612	715
总资产	1,449	1,658	1,858	2,128	2,481
应付帐款	226	214	257	308	370
短期债务	51	50	50	50	50
其他流动负债	44	68	68	75	83
流动负债总计	321	332	375	433	503
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	6	6	6	6
股本	166	332	332	332	332
储备	859	823	984	1,198	1,485
股东权益	1,023	1,153	1,314	1,528	1,815
少数股东权益	104	167	164	160	157
总负债及权益	1,449	1,658	1,858	2,128	2,481
每股帐面价值(人民币)	6.2	3.5	4.0	4.6	5.5
每股有形资产(人民币)	5.9	3.3	3.8	4.5	5.3
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.1)	(1.7)	(1.7)	(1.8)	(2.2)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	12.2	14.1	15.4	17.4	19.1
息税前利润率(%)	10.4	12.4	13.6	15.5	17.2
税前利润率(%)	12.2	11.3	13.4	15.3	17.0
净利率(%)	10.4	9.7	11.5	13.1	14.5
流动性					
流动比率(倍)	3.2	3.8	3.6	3.5	3.5
利息覆盖率(倍)	26.1	38.1	50.4	69.8	94.3
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.7	3.2	3.1	3.0	3.0
估值					
市盈率(倍)	40.3	35.8	25.0	18.1	13.4
核心业务市盈率(倍)	47.9	31.7	24.5	17.8	13.2
目标价对应核心业务市盈率(倍)	57.4	38.0	29.3	21.3	15.8
市净率(倍)	2.4	4.3	3.8	3.2	2.7
价格/现金流(倍)	(216.2)	65.5	31.8	19.1	13.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.2	21.9	16.6	11.9	8.6
周转率					
存货周转天数	76.7	71.0	66.0	61.4	57.3
应收帐款周转天数	55.9	68.8	79.3	80.2	79.1
应付帐款周转天数	63.9	43.6	35.9	33.7	32.4
回报率					
股息支付率(%)	60.9	26.5	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	12.4	12.7	16.0	19.2	22.1
资产收益率(%)	8.3	8.7	11.0	13.5	15.9
已运用资本收益率(%)	11.3	14.3	16.6	20.2	23.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

云南白药 (000538/人民币 51.31, 买入)

片仔癀 (600436/人民币 74.52, 未有评级)

同仁堂 (600085/人民币 14.73, 未有评级)

爱尔眼科 (300015/人民币 19.70, 买入)

通策医疗 (600763/人民币 19.24, 未有评级)

以 2012 年 5 月 18 日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371