



**持有**

**0% ↑**

目标价格: 人民币 16.28

原目标价格: 人民币 18.00

600993.CH

价格: 人民币 16.15

目标价格基础: 26倍 2013年市盈率

板块评级: 增持

**本报告要点**

- 公司的治痔药竞争优势将进一步巩固。
- 肛肠连锁医院稳健发展。
- 化妆品业务进入新的发展阶段。

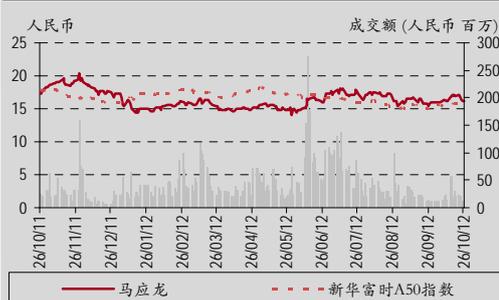
**我们的观点有何不同?**

- 化妆品业务进入新的发展阶段。

**主要催化剂/事件**

- “瞳话”销售收入超预期。
- 公司连锁医院对外扩张提速。

**股价表现**



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(4)	5	(8)	(7)
相对新华富时 A50 指数	(1)	2	(4)	5

发行股数(百万)	331.58
流通股(%)	59.90
流通股市值(人民币 百万)	5,673
3个月日均交易额(人民币 百万)	40
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 10 月 26 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\_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

# 马应龙

## 三季度点评

公司 2012 年 1-3 季度营业收入为 11.05 亿元, 较上年同期增 7.02%; 归属于母公司所有者的净利润为 1.45 亿元, 较上年同期增 8.23%; 基本每股收益为 0.44 元, 较上年同期增 7.32%。3 季度单季营业收入为 3.25 亿元, 较上年同期减 7.97%; 归属于母公司所有者的净利润为 3,228.32 万元, 较上年同期增 0.37%; 基本每股收益为 0.1 元, 与上年同期持平。3 季度公司主业医药工业增速约 16.94%, 与上半年基本持平, 经营状况稳定; 3 季度业务收入下降的主要原因是非主业医药商业收入同比减少。鉴于公司在业务拓展方面的效率不及预期, 我们小幅下调公司的盈利预测。我们将目标价格下调至 16.28 元, 维持持有评级。

### 支撑评级的要点

- 公司在治痔药市场具有明显领先优势。核心产品马应龙痔疮膏/栓在同类产品中市场占有率长期稳居第一。前三季度公司的治痔药收入稳健增长约 17%。
- 肛肠连锁医院稳健发展。前三季度现有的 5 家医院业务收入增长约 60%。预计 4 季度公司将收购 1-2 家医院。公司在发展连锁医院方面注重维护品牌形象, 着眼于长期发展, 业务发展和对外扩张谨慎, 但同时也影响了发展速度。
- 公司的化妆品业务进入新的发展阶段。新品牌“瞳话”已通过和万宁合作在全国各大城市上市, 我们看好“瞳话”聚焦的眼部护理市场, 但公司在药妆方面的营销仍有较大提升空间。

### 评级面临的主要风险

- 主要药品零售价调降风险。
- 药品和医疗服务的质量风险。

### 估值

- 公司经营稳健, 在治痔药市场的领先优势明显, 新业务连锁医院和药妆拓展慢于预期。我们下调对公司的盈利预测, 但鉴于公司在治痔领域的突出品牌优势以及在业务发展方面的稳健风格, 我们看好公司的长期发展。我们将 2012-2014 年每股收益预测由之前的 0.595 元、0.725 元和 0.981 元调整为 0.554 元、0.626 元和 0.793 元, 基于 26 倍 13 年市盈率, 将目标价由 18.00 元下调为 16.28 元, 维持持有评级。

### 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	1,549	1,718	1,904
变动(%)	15	20	9	9	11
净利润(人民币 百万)	123	138	184	208	263
全面摊薄每股收益(人民币)	0.370	0.415	0.554	0.626	0.793
变动(%)	(32)	12	33	13	27
先前预测每股收益(人民币)			0.595	0.725	0.981
调整幅度(%)			(6.73)	(13.66)	(19.16)
全面摊薄市盈率(倍)	43.7	38.9	29.2	25.8	20.4
每股现金流量(人民币)	(0.069)	0.227	0.370	0.564	0.732
价格/每股现金流量(倍)	(234.4)	71.1	43.6	28.6	22.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.1	24.0	21.3	17.5	13.7
每股股息(人民币)	0.450	0.110	0.166	0.188	0.238
股息率(%)	2.8	0.7	1.0	1.2	1.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

马应龙药业 2012 年 1-3 季度营业收入 11.05 亿元，较上年同期增 7.02%；归属于母公司所有者的净利润为 1.45 亿元，较上年同期增 8.23%；基本每股收益为 0.44 元；扣非后同比减少约 8%。

公司净利润增长的主要原因是证券投资收益同比明显增加。1-3 季度公司出售证券获得投资收益约 1,498 万元，同比增长 466%；期末仍持有的证券账面损益约 400 万元。公司报告期末证券投资账面价值为 4,824.00 万元，较去年年底减少约 50%。公司的证券投资规模明显收缩。

1-3 季度公司的药品工业收入增速较快，医院诊疗收入大幅度增加，特殊用品化妆品业务略有增长，医药商业收入增长趋缓。药品工业营业收入 4.94 亿元，同比增长 16.94%，毛利率增加 1 个百分点至 71.29%。我们估计医院诊疗收入约 4,000 万元，同比增长约 60%，毛利率约 38%。医院诊疗收入大幅度增长的主要原因是单院收入提升以及新改造医院投入运营；我们估计公司的药妆业务仅略有增长，主要原因是该业务在上半年处在新品牌“瞳话”市场拓展初期，“瞳话”将替代原有的“马应龙八宝”品牌成为公司今后药妆领域发展的重点。公司的医药商业收入几乎没有增长，原因是商业的毛利率和应收账款周转率低，公司主动控制商业规模所致。

公司以治痔类产品为主的药品工业竞争力显著。核心产品马应龙痔疮膏/栓销售收入稳步增长，在同类产品中市场占有率稳居第一；二线产品金玄痔科熏洗散、地奥司明片等仍有较大增长潜力；新产品槐榆清热止血胶囊已顺利获得新药证书和生产批件，马应龙八宝婴儿护臀膏完成试产。公司药品营销更为专业化和精细化。公司在巩固零售市场优势的同时，通过学术营销、老品带新品的模式，大力开拓医院市场。医院市场今后将成为公司药品收入增长的主要渠道。我们预计近 3 年内公司的药品收入年增速为 15%。

医院诊疗业务稳健发展。公司的北京肛肠医院、西安肛肠医院、武汉肛肠医院仍有增长潜力，南京肛肠医院和沈阳肛肠医院新投入运营，增长潜力较大。公司继续在全国范围内积极寻找新的收购标的，预计 4 季度将增加 1-2 家连锁医院。在医院经营方面，公司秉承一贯的稳健经营原则，不因短期利益牺牲长期发展，而以维护品牌形象、为患者负责的态度，坚决防止诱导患者过多医疗的行为发生，同时不断提升诊疗技术和服务水平，立足长远谋求发展。在网点扩张方面，随着政府鼓励社会资本进入医疗服务领域的政策和措施不断落实，以及公立医院改革由“局部试点”转向“全面推开”，社会资本举办医疗机构的发展空间不断拓宽，像公司这样具有品牌优势和资源整合能力的企业将处于有利地位。

今年 7 月开始，公司的“瞳话”品牌眼部护理化妆品已通过万宁店在各大城市上市，产品包括 4 个系列 22 品种。公司的眼部护理化妆品在挖掘中药古方的基础上，以现代工艺精制而成，由公司控股的八宝生物科技公司专业运作。我们预计今年公司的“瞳话”系列产品销售收入约 1,500 万元，与“马应龙八宝”产品合计销售收入约 3,500 万元。

公司经营稳健，在治痔药市场的领先优势明显，新业务连锁医院和药妆拓展慢于预期。我们下调对公司的盈利预测，但鉴于公司在治痔领域的突出品牌优势以及在业务发展方面的稳健风格，我们看好公司的长期发展。我们将 2012-2014 年每股收益预测由之前的 0.595 元、0.725 元和 0.981 元调整为 0.554 元、0.626 元和 0.793 元，基于 26 倍 13 年市盈率，将目标价由 18.00 元下调为 16.28 元，维持**持有**评级。

**图表 1 业绩摘要**

(人民币, 百万)	11年3季度	12年3季度	同比变动(%)	11年1-3季度	12年1-3季度	同比变动(%)
营业收入	352.66	324.55	(7.97)	1,032.83	1,105.36	7.02
营业成本	223.05	188.88	(15.32)	627.82	645.11	2.75
毛利	129.61	135.67	4.68	405.01	460.25	13.64
营业税金及附加	3.55	3.70	4.23	10.58	11.61	9.74
销售费用	70.22	77.17	9.90	178.49	228.90	28.24
管理费用	19.31	24.60	27.40	56.41	71.59	26.91
财务费用	(0.17)	(3.82)	2,147.06	(0.73)	(2.52)	(245.21)
资产减值损失	1.26	0.99	(21.43)	2.60	3.81	46.54
投资净收益	0.11	23.11	20,909.09	6.19	13.53	118.58
营业利润	37.28	34.57	(7.27)	156.86	164.40	4.81
营业外收入	1.15	0.55	(52.17)	4.45	3.93	(11.69)
营业外支出	0.70	0.26	(62.86)	1.07	0.83	(22.43)
利润总额	37.73	34.87	(7.58)	160.24	167.50	4.53
所得税	6.82	5.92	(13.20)	27.44	27.82	1.38
净利润	30.91	28.94	(6.37)	132.80	139.68	5.18
少数股东损益	(1.25)	(3.34)	(167.20)	(1.52)	(5.69)	(274.34)
归属于母公司所有者的净利润	32.16	32.28	0.37	134.32	145.37	8.23
<b>主要比率(%)</b>			<b>百分点变动</b>			<b>百分点变动</b>
毛利率	36.75	41.80	5.05	39.21	41.64	2.42
营业利润率	10.57	10.65	0.08	15.19	14.87	(0.31)
净利率	8.76	8.92	0.15	12.86	12.64	(0.22)
销售费用率	19.91	23.78	3.87	17.28	20.71	3.43
管理费用率	5.48	7.58	2.10	5.46	6.48	1.01

资料来源: 公司资料

**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	1,549	1,718	1,904
销售成本	(734)	(858)	(927)	(1,001)	(1,081)
经营费用	(300)	(359)	(397)	(442)	(473)
息税折旧前利润	144	199	225	276	351
折旧及摊销	(22)	(23)	(31)	(40)	(50)
经营利润(息税前利润)	123	176	194	236	301
净利息收入/(费用)	2	2	2	2	2
其他收益/(损失)	19	(18)	18	4	4
税前利润	144	160	214	242	307
所得税	(24)	(25)	(33)	(38)	(48)
少数股东权益	3	3	3	3	4
净利润	123	138	184	208	263
核心净利润	103	156	183	204	260
每股收益(人民币)	0.37	0.42	0.55	0.63	0.79
核心每股收益(人民币)	0.31	0.47	0.55	0.62	0.78
每股股息(人民币)	0.45	0.11	0.17	0.19	0.24
收入增长(%)	15	20	9	11	11
息税前利润增长(%)	6	44	10	22	28
息税折旧前利润增长(%)	8	38	13	22	27
每股收益增长(%)	(32)	(44)	33	13	27
核心每股收益增长(%)	(10)	51	17	12	27

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	214	242	307
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)	(33)	(38)	(48)
其他经营现金流	(4)	29	(14)	0	0
经营活动产生的现金流	(11)	75	123	187	243
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)	16	(1)	(1)
投资活动产生的现金流	(95)	(67)	(119)	(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)	(55)	(62)
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)	(53)	(60)
现金变动	(157)	52	(31)	(12)	27
期初现金	721	563	615	584	572
公司自由现金流	(107)	8	9	47	92
权益自由现金流	(121)	4	6	43	89

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	584	572	599
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	1,334	1,433	1,591
固定资产	238	250	348	451	553
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	511	620	729
总资产	1,449	1,658	1,845	2,053	2,320
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	970	1,123	1,323
股东权益	1,023	1,153	1,300	1,453	1,654
少数股东权益	104	167	164	160	157
总负债及权益	1,449	1,658	1,845	2,053	2,320
每股帐面价值(人民币)	6.2	3.5	3.9	4.4	5.0
每股有形资产(人民币)	5.9	3.3	3.8	4.2	4.8
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.1)	(1.7)	(1.6)	(1.6)	(1.7)

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
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	12.2	14.1	14.6	16.0	18.4
息税前利润率(%)	10.4	12.4	12.5	13.7	15.8
税前利润率(%)	12.2	11.3	13.8	14.1	16.1
净利率(%)	10.4	9.7	11.9	12.1	13.8
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	3.2	3.8	3.6	3.3	3.2
利息覆盖率(倍)	26.1	38.1	42.0	51.0	65.1
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	3.0	2.8	2.7
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	43.7	38.9	29.2	25.8	20.4
核心业务市盈率(倍)	52.0	34.4	29.3	26.2	20.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
盈率(倍)	53.5	35.4	30.1	27.0	21.2
市净率(倍)	2.6	4.6	4.1	3.7	3.2
价格/现金流(倍)	(234.4)	71.1	43.6	28.6	22.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.1	24.0	21.3	17.5	13.7
<b>周转率</b>					
存货周转天数	76.7	71.0	72.5	73.9	75.2
应收帐款周转天数	55.9	68.8	87.6	97.4	105.5
应付帐款周转天数	63.9	43.6	39.7	40.9	43.1
<b>回报率</b>					
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	15.0	15.1	16.9
资产收益率(%)	8.3	8.7	10.3	10.5	11.9
已运用资本收益率(%)	11.3	14.3	13.9	15.3	17.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 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。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 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士，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

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 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