

马应龙 (600993)

买入/首次评级

股价: RMB41.32

分析师

钱晓宇
SAC 执业证书编号:s1000200010062
(0755)8249 2237
qianxy@lhq.com

联系人

孙超
(0755)8212 5057
sunchao@lhq.com

从潜龙在渊，到飞龙在天

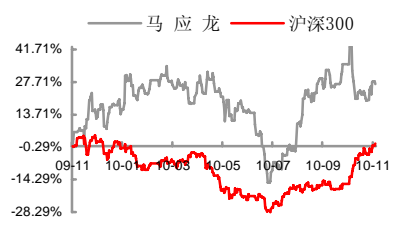
- **专科领域霸主谋求多元化发展。**马应龙始创于 1582 年，是有 400 余年历史的中华老字号企业。公司一直专注于肛肠制药领域，目前在该专科领域已占领了全国零售市场 40% 以上的份额，并表现出继续提升市场份额的趋势，是不可撼动的行业霸主。目前公司开始开拓新的业务领域，正处于多业务并行发展的突破期。
- **向专科医疗服务提供商转型。**公司采取独特的院长参股方式发展马应龙肛肠连锁医院。作为中华中医药学会肛肠分会**唯一企业会员**，公司拥有得天独厚的专业人脉优势。据我们测算，肛肠医疗服务市场规模在 80 亿元左右，是细分领域的蓝海市场。我们看好公司连锁医院的发展前景，公司正逐渐由一家专科领域龙头药企蝶变为**国内唯一全方位专科医疗服务提供商**。
- **药妆业务前景广阔。**公司去年上市的八宝眼霜是公司回归传统，响应诉求推出的首款药妆产品，制备工艺为“非物质文化遗产”。中国药妆市场目前销售额年增长率均高达 10% - 20%，至 2010 年底有望达到 480 亿元的规模。我们认为凭借经过现代改良的经典配方以及良好的疗效口碑，只要营销得力，马应龙应能在回报诱人的药妆领域开拓新的发展空间。
- **伺机再动，掘金医药零售。**公司此前三年不断通过并购等手段扩大医药流通业务的规模，旗下马应龙大药房目前已经发展到 130 余家门店。我们认为公司目前的业务发展重点在于连锁医院及药妆，相比之下低毛利率医药零售业务可能会采取伺机而动的策略，挖掘医改形势下潜在的扩张机会。
- **盈利预测：**根据我们测算，扣非后公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.93 元、1.25 元和 1.62 元。公司目前正处于多业务并行发展的突破期，药妆业务和连锁医院都很有希望成为公司新的利润增长点。在分析公司各业务的运营情况和发展趋势后，我们认为公司目前股价没有充分反映出公司价值，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**治疗类药品增速放缓；药妆推广速度低于预期；连锁医院扩张进度低于预期，或可能发生医疗纠纷；医改相关政策对公司的负面影响；证券投资风险。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	166
流通 A 股 (百万股)	166
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	6,850

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

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1022.0	1145.9	1250.2	1375.4
(+/-%)	26.2	12.1	9.1	10.0
归属母公司净利润(百万元)	180.1	188.0	243.0	304.0
(+/-%)	123.9	4.4	29.3	25.1
EPS(元)	1.09	1.14	1.47	1.83
P/E(倍)	38.0	34.5	26.7	21.4

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

投资案件	5
投资建议	5
核心假设	5
与市场预期的差异之处	5
股价变化催化剂	6
核心假设的风险	6
宝安集团控股的特色药业集团	7
治痔药领域不可撼动的专科霸主	8
肛肠专科制药执行业牛耳	8
肛肠制药行业集中度不断上升	9
公司治痔药仍具发展空间	10
雄心勃勃，进军肛肠医疗服务市场	11
一块诱人的“大蛋糕”	12
品牌辉映，连锁医院优势尽显	12
政策助力，民营医院发展正当其时	14
步步为营，药妆成就清新眼界	14
公司药妆系列逐步成型，增长迅速	15
药妆市场快速发展，前景广阔	16
天时、地利、人和 - 中国药妆产业前景看好	17
医药零售 - 蛰伏四季，等待良机	18
盈利预测及估值讨论	19
主要业务及产品营业收入假设	19
其他假设	20
估值讨论	20
风险提示	22
治痔类药物未实行提价，或因政策等因素毛利率低于预期	22
连锁医院发展缓慢，若发生医疗事故影响公司整体品牌及业绩表现	22
药妆业务营销不力，推广情况不顺利	22
证券投资风险	22
附录参考资料	22

马应龙的故事 - 400 年历史, 从“定州眼药”开始	22
我国现行的医院税收政策	24
目前我国营利性和非营利性医疗机构在税收政策上的相同点和不同点	24

图表目录

图 1、宝安集团控股的特色药业集团.....	7
图 2、医疗服务及药妆业务将自 2010 年开始贡献业绩（预测今年主营收入结构）.	7
图 3、治痔类产品是公司医药工业收入主要来源（2009）.....	8
图 4、2010 年 1~6 月公司 OTC 产品市场占有率（22 城市统计）.....	8
图 5、马应龙治痔类 OTC 产品药店布货率接近 100%.....	9
图 6、马应龙治痔药近年销售增速高于治痔药零售市场容量增速.....	9
图 7、治痔药领域属于高集中度竞争市场.....	10
图 8、2010 年上半年行业集中度呈上升趋势.....	10
图 9、预计治痔药收入未来三年保持 12%以上较快增速（不考虑调价因素）.....	11
图 10、肛肠医疗服务市场是细分领域的“蓝海”.....	12
图 11、马应龙肛肠医院技术支撑强大.....	13
图 12、八宝眼霜营销着力突出“古方”与疗效.....	14
图 13、公司发展药妆产品最亟需解决的是营销问题.....	15
图 14、全球药妆市场快速发展.....	16
图 15、我国药妆市场销售额持续快速增长.....	17
图 16、日本药店药妆销售比重近 25%，差距说明中国药店药妆发展潜力很大.....	18
图 17、医药零售业务收入占比高但利润贡献有限.....	18
表格 1、马应龙治痔药价格相对最低.....	10
表格 2、肛肠病住院患者平均花费一般在 2500 元以上.....	12
表格 3、与顶尖肛肠专家携手发展肛肠连锁医院.....	13
表格 4、药妆系列渐成型营销渐铺开.....	15
表格 5、立足细分领域，突出“古方”与功能，马应龙药妆具备成功的潜在要素.....	16
表格 6、中草药渐成药妆研发热点.....	17
表格 7、公司主营产品、业务情况及预测（单位：万元）.....	19
表格 8、与样本公司比较公司被低估.....	20
表格 9、可参照公司对比确定相对估值（EPS 单位：元）.....	21
表格 10、WACC 值计算.....	21
表格 11、DCF 估值结果.....	21
表格 12、DCF 估值敏感性分析.....	22

投资案件

投资建议

我们认为公司医药工业业务中传统的治痔类药物表现出高于行业增长速度的发展趋势，未来将攫取更大的市场份额，并有望通过新产品的快速发展和核心品种马应龙痔疮膏等的进一步提价实现营业收入较高速度增长。

据我们测算，公司目前进军的肛肠医疗服务领域是肛肠疾病治疗的“蓝海”市场，市场规模接近 80 亿元。公司发展连锁医院具备人才优势、技术优势及资金优势，我们看好公司肛肠连锁医院的发展。

公司在市场潜力很大的药妆业务上选择具备古方基础的优势细分领域突破，产品系列正逐渐成形，营销上也明确突出了古方沉淀及产品的功能疗效，我们认为公司药妆业务具备成功的 DNA。

预计扣非后公司 2010~2012 年每股收益分别为 0.93 元、1.25 元、1.62 元，考虑到公司：

- 1、传统医药工业增长趋势良好；
- 2、连锁医院业务中报首次实现盈利；
- 3、药妆开始完善产品系列，营销逐渐发力。

我们认为公司正处于多业务齐头并进的突破阶段，而目前股价没有充分反映公司价值，首次覆盖给予“买入”评级，

核心假设

- 1、假设治痔类药物 2010~2012 年收入增长分别为 26%、12%和 12%，暂时不考虑提价可能性，假设整体毛利率略下调并维持在 75%左右水平。
- 2、假设药妆产品今年销售收入达到 3000 万元，2011~2012 年销售收入达到 6000 万元和 1 亿元，毛利率按照 90%测算。
- 3、假设医院业务 2010~2012 年收入分别为 2500 万元、5000 万元、8000 万元，受益连锁经营规模扩张及医院盈利周期，2011 年以后医院业务毛利率提升至 75%左右水平。

与市场预期的差异之处

- 1、我们认为治痔类药物表现出占领更多市场份额的趋势，并预期公司还有可能进一步提高主导产品出厂价，治痔类药物在未来数年还将保持较快增长速度。
- 2、我们认为公司已经充分考虑了药妆品牌的品牌问题，采用了复合品牌策略，通过分析后我们认为公司的药妆业务具备成功要素，故对药妆业务前景表示坚定看好。
- 3、在新业务发展预期向好的情况下，公司正由痔疮药细分领域这个“小池塘”向毛利率更高的医疗服务和药妆领域的天空腾飞。

股价变化催化剂

- 1、鼓励民营资本进入医疗服务领域政策细则出台，并可能对公司连锁医院业务构成实质性利好；
- 2、新的连锁医院开始营业并开始产生利润；
- 3、新的药妆品种上市，公司药妆品类丰富形成系列产品；
- 4、公司可能在药妆业务的营销端通过聘请专业营销人才、邀请明星代言等手段发力；
- 5、马应龙痔疮膏等产品在目前的低价基础上再次提高出厂价。

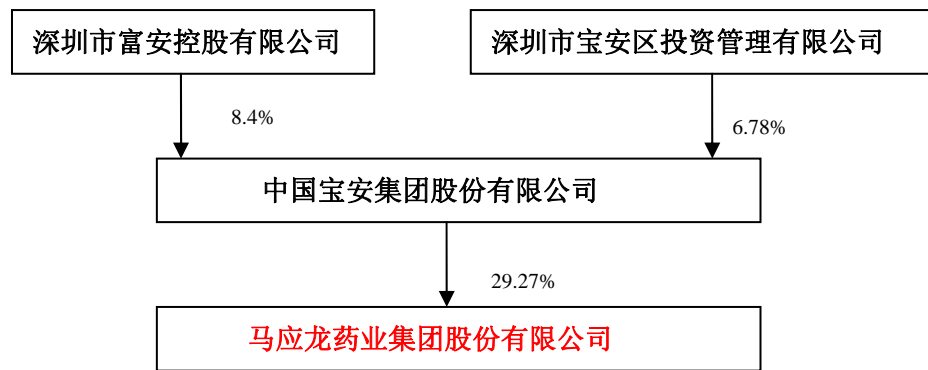
核心假设的风险

- 1、治疗类药物增速放缓，或因政策因素、原材料因素毛利率低于预期；
- 2、药妆产品营销不力，推广不顺利；
- 3、连锁医院发展低于预期，医院可能发生医疗事故影响公司整体品牌及业绩表现；
- 4、证券投资出现大幅亏损影响公司净利润业绩表现。

宝安集团控股的特色药业集团

马应龙是一家经国内贸易部认定的中华老字号企业，创始于公元 1582 年。1995 年宝安集团入主公司后，引入良好的经营理念和管理机制。经过持续快速健康发展，目前马应龙药业已经发展成为一家涉足药品生产、医院经营、药妆、药品批发零售等多个领域的专业化多功能的药业集团上市公司。

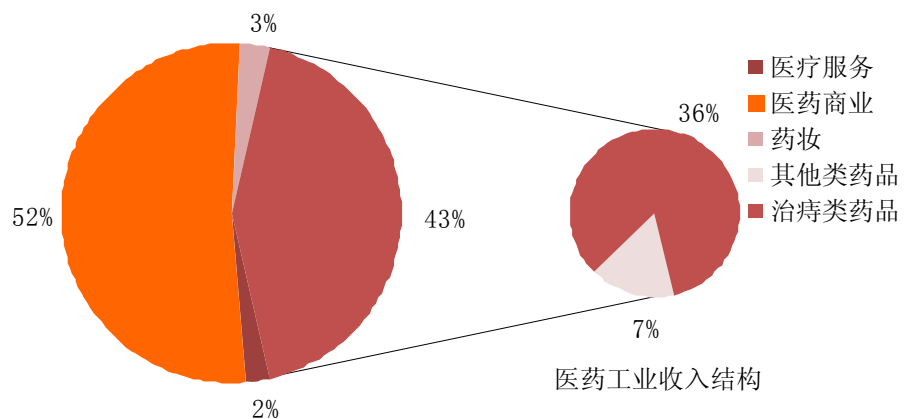
图 1、宝安集团控股的特色药业集团



资料来源：公司 2009 年年报、华泰联合证券研究所

公司过去主营业务为医药工业及医药零售连锁，但近年公司开始向肛肠连锁医院领域积极扩张，同时适应医药消费升级潮流向药妆领域挺进，推出了马应龙八宝眼霜这一复古产品，并计划继续上市新的药妆产品以形成系列产品线。

图 2、医疗服务及药妆业务将自 2010 年开始贡献业绩（预测今年主营收入结构）



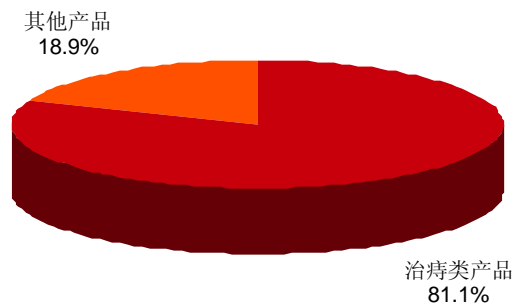
资料来源：公司 2009 年年报、2010 年半年报、华泰联合证券研究所预测

治痔药领域不可撼动的专科霸主

肛肠专科制药执行业牛耳

肛肠专科药品是公司医药工业收入的主要来源，主导产品为马应龙麝香痔疮膏、马应龙麝香痔疮栓、复方甘草合剂等药品，其治痔类产品一直在国内市场同类药品中居于领先地位。

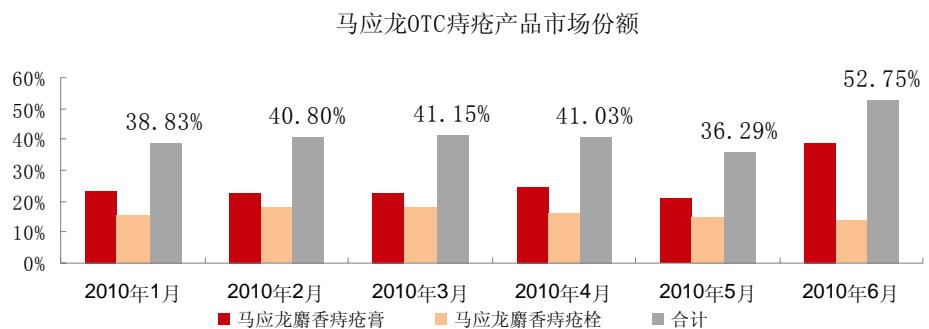
图 3、治痔类产品是公司医药工业收入主要来源（2009）



资料来源：公司 2009 年年报、华泰联合证券研究所

公司是肛肠 OTC 药品领域的执牛耳者，目前在该专科领域已占领了 40% 以上全国零售市场，具有不可动摇的行业霸主地位。

图 4、2010 年 1~6 月公司 OTC 产品市场占有率（22 城市统计）

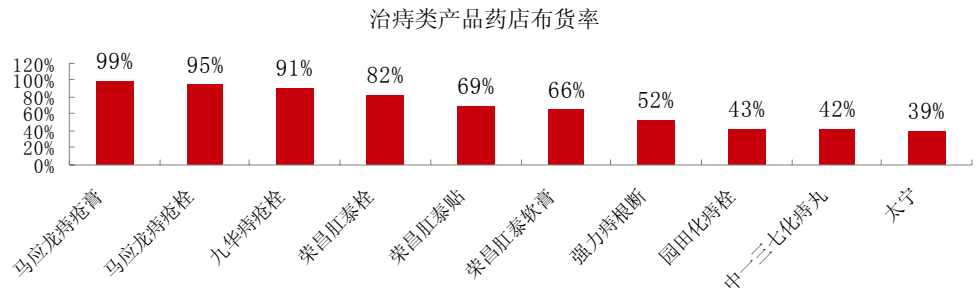


资料来源：健康网、华泰联合证券研究所

终端渗透能力保证对市场的持续占领

在 OTC 市场，除了药品的疗效和价格因素外，对市场终端的覆盖是持续占领市场的一个关键因素，马应龙在营销上具有很强的市场终端渗透力，据《中国药店》调查显示，马应龙两大治痔类产品马应龙痔疮膏和痔疮栓在药店的布货率均达到 95% 以上，稳居同类产品前两名。

图 5、马应龙治痔类 OTC 产品药店布货率接近 100%

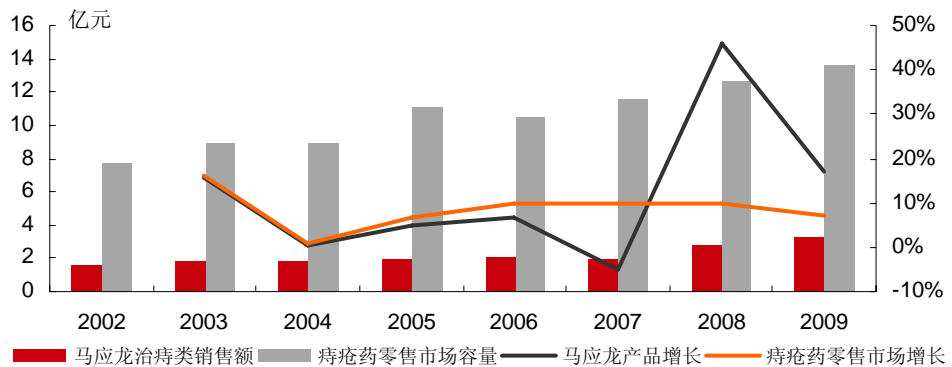


资料来源：健康网转载自《中国药店》、华泰联合证券研究所

公司治痔药销售增速高于行业发展水平

痔疮是一种常见病，多发病，我国民间素有“十人九痔”之说。据全国中西医结合防治肛肠协作组调查，肛门直肠疾病的发病率为 59.1%，痔疮占有肛肠疾病的 87.25%。近年来，由于饮食结构及生活习惯改变，我国治痔药零售市场大约以每年 10% 的速度递增。而公司产品马应龙痔疮膏在经过几次提价后销售额增长明显，发展速度明显超过行业总体水平。

图 6、马应龙治痔药近年销售增速高于治痔药零售市场容量增速

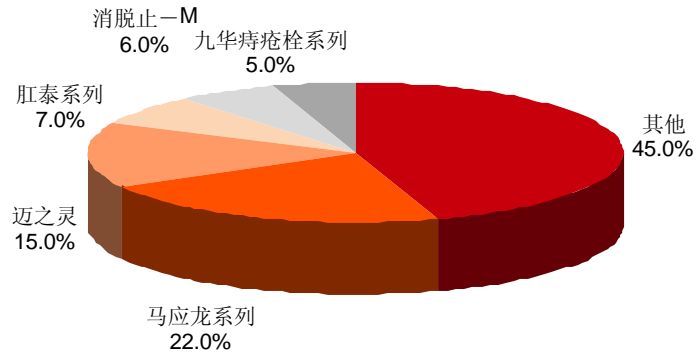


资料来源：公司年报、SFDA 南方医药经济研究所、华泰联合证券研究所测算

肛肠制药行业集中度不断上升

根据 2008 年南方医药经济研究所数据，国内治痔药市场排名前四的品牌 2008 年市场销售份额达到 50% 左右，治痔药领域属于较高集中度的竞争市场。

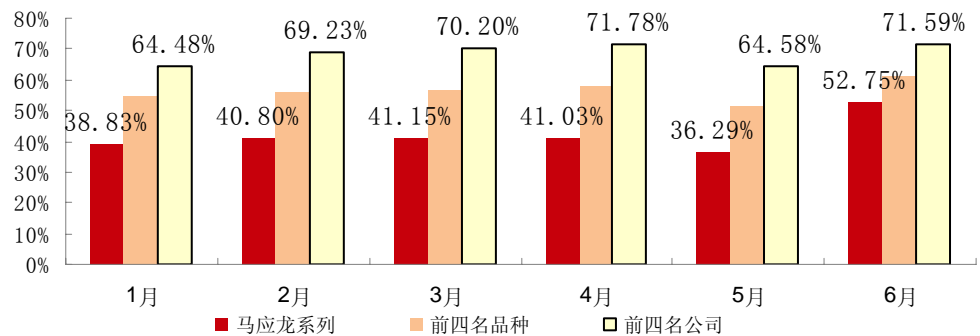
图 7、治痔药领域属于高集中度竞争市场



资料来源: SFDA 南方医药经济研究所、华泰联合证券研究所

而从健康网提供的今年以来治痔药 22 城市市场占有率的每月跟踪数据分析行业市场结构集中度, 以企业论 CR4 > 60%, 并且治痔药领域行业格局正向高度集中局面持续发展。我们同样注意到马应龙治痔系列产品表现出继续提高市场占有率的趋势。

图 8、2010 年上半年行业集中度呈上升趋势



资料来源: 华泰联合证券研究所

公司治痔药仍具发展空间

公司治痔药系列主导品种麝香痔疮膏和麝香痔疮栓疗效较好, 具有良好的口碑。而从价格角度看, 虽然公司历经了几次提价, 但目前价格相对竞争对手仍然最低, 出厂价距最高零售限价也还有比较大的空间。未来应该还能通过提高产品出厂价来提高医药工业收入。

表格 1、马应龙治痔药价格相对最低

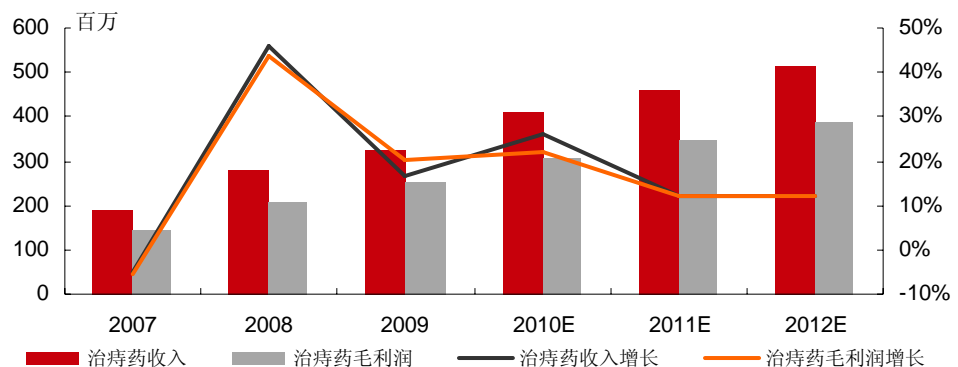
产品	规格	生产厂商	市场价	会员价
马应龙麝香痔疮膏	10g	武汉马应龙药业集团股份有限公司	9.3	8.0
马应龙麝香痔疮栓	6 粒	武汉马应龙药业集团股份有限公司	14.6	11.9
马应龙麝香痔疮栓	6 粒*2 板	武汉马应龙药业集团股份有限公司	28.5	24.2
痔炎消片	10 片*3 板	武汉马应龙药业集团股份有限公司	19.8	16.9
迈之灵片	20 片	德国礼达大药厂	52.4	49.0

肛泰	0.5g*4片	烟台荣昌制药有限公司	35.8	31.5
消脱止-M	50片	日本大阪生晃营养药品株式会社	54.6	48.0
九华痔疮栓	5粒*2板	江西瑞金三九药业有限公司	32.5	28.6
化痔栓	1.4g*10粒	广州敬修堂药业股份有限公司	16.8	14.8
太宁	3.4g*6	西安杨森制药有限公司	19.8	17.4
太宁	3.4g*12枚	西安杨森制药有限公司	38.6	34.0
云南白药痔疮膏	1.5g*6支	云南白药集团股份有限公司	29.8	27.0
痔疮宁栓	10粒	成都第一制药有限公司	16.0	14.0
三七化痔丸	30g	广州中一药业有限公司	9.5	9.5
地榆槐角丸	10丸	北京同仁堂股份有限公司	14.0	12.3

资料来源：金象网、华泰联合证券研究所整理

我们认为尽管治痔药零售市场容量增长有限，但在地奥司明片、金玄痔科薰洗散等新产品快速增长以及系列产品进入医保目录的形势下，公司应能延续在治痔药领域良好的增长势头，在该细分领域取得更大的市场占有率，继续巩固在肛肠专科制药领域的龙头地位。考虑到公司治痔药产品在出厂价上也仍然有较大提高的空间，结合行业平均增速，我们认为未来3~5年公司在治痔药领域营业收入至少可以保持12%以上的较快增长。

图9、预计治痔药收入未来三年保持12%以上较快增速（不考虑调价因素）

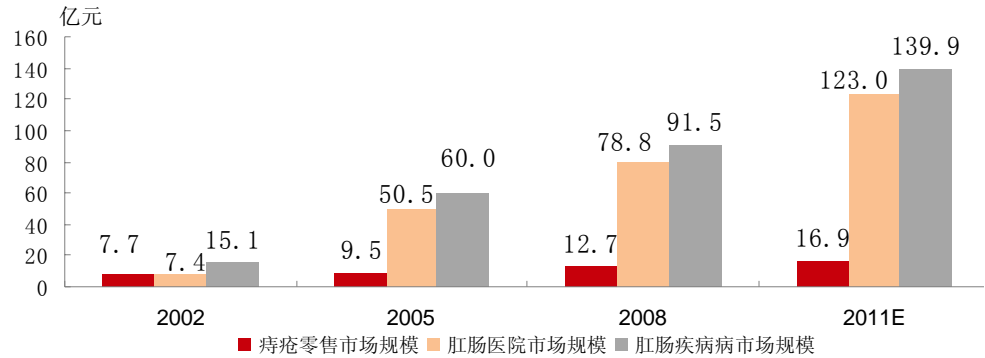


资料来源：公司年报、华泰联合证券研究所预测

雄心勃勃，进军肛肠医疗服务市场

相对于肛肠用药零售市场，肛肠专科诊疗服务是一个更大的市场，《中国医药报》2006年统计数据显示，2003年国内肛肠医药市场容量约为20亿元，2004年为35亿元，而2005年则达到60亿元，并预计2006年达到70亿元。在第十届全国中医药肛肠学术会议上，有专家指出，随着生活节奏的加快以及生活习惯的改变，我国肛肠疾病的发病人群每年大约以16%的速度上升。与零售市场十几亿元左右的市场规模相比，肛肠医院医疗市场堪称一片蓝海领域。

图 10、肛肠医疗服务市场是细分领域的“蓝海”



资料来源:《医药经济报》、《中国医药报》、健康网、华泰联合证券研究所测算

一块诱人的“大蛋糕”

根据南方医药经济研究所最新研究数据表明,我国城市居民成人患有痔疮并具有明显症状需要治疗的患病率约为 5.28%,痔疮患者实际就诊率为 70~80%。接受治疗的患者中,5%进行手术,20%采用口服药物,75%使用外用药物等。

表格 2、肛肠病住院患者平均花费一般在 2500 元以上

医院名称(或数据来源)	年门诊量	年住院量	患者平均花费	住院患者平均花费
武汉市肛肠医院专科 (武汉市第八医院)	1500 人次	2300 人次	2500 元左右	3000~4500 元
成都肛肠专科医院 爱爱医华人医学论坛	20000 人次	3000 人次	500 元左右	2500 元左右 2500~12000 元
广东湛江“单病种收费”				不高于 8630 元

资料来源:武汉市第八医院、成都肛肠专科医院、爱爱医华人医学论坛、华泰联合证券研究所测算整理

而以《2009 中国统计年鉴》中截止 2008 年末我国 13.28 亿人口基数计,则每年需要进行手术治疗的患者数量约为 245.4~280.5 万,若按照平均 3000 元每人的住院费用测算,则仅住院病人部分,肛肠医疗服务市场规模就有 73.62 亿元~84.14 亿元。

品牌辉映, 连锁医院优势尽显

人才优势—“21 世纪什么最重要? 人才!”

马应龙是中华中医药学会肛肠分会唯一的企业会员,这保证了公司能第一手掌握肛肠治疗领域最顶尖的专家资源,具有其他竞争对手难以企及的专业人脉优势。我们从公司在连锁医院合作对象或负责人的选择上可以明白无误的看到这一点。对于医院发展而言,其所拥有的专家群体资源无疑是医院最重要的无形资产。

表格 3、与顶尖肛肠专家携手发展肛肠连锁医院

医院名称	院长	院长简介	公司占股
南京马应龙丁氏 肛肠医院(筹)	丁义江	全国肛肠分会终身名誉会长 中国唯一 10 代祖传肛肠名医 享受国务院特殊津贴专家 马应龙肛肠医院专家组组长、首席专家	71%
北京马应龙长青 肛肠医院	韩宝	全国肛肠分会副会长兼秘书长 马应龙肛肠医院首席业务院长	72%
武汉马应龙中西 医结合肛肠医院	任东林 (名誉院长)	全国肛肠分会常务理事 马应龙肛肠医院学术带头人	100%

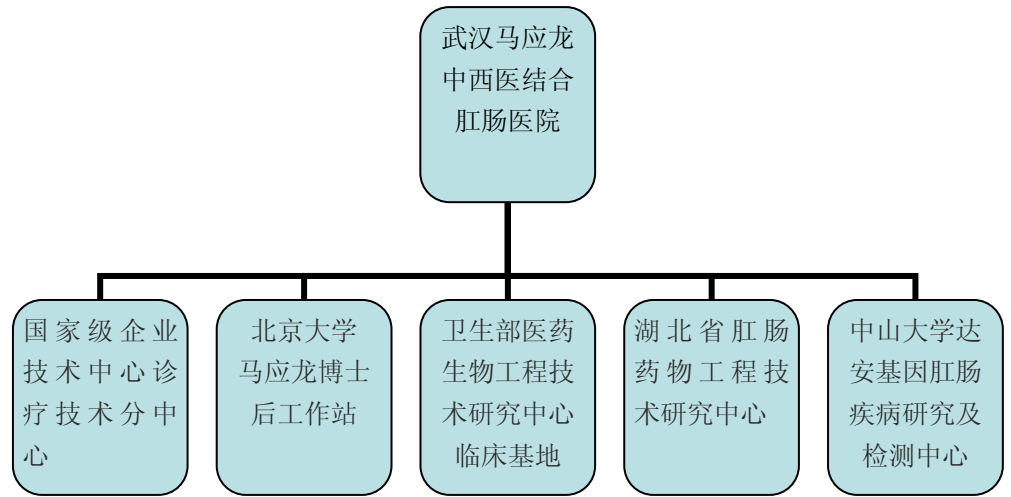
资料来源：中华中医药学会肛肠学会、马应龙肛肠健康网、华泰联合证券研究所搜集整理

马应龙肛肠连锁医院的发展采用了自建与合作共建两种发展模式，均有行业顶尖专家坐镇医院。而在合作共建模式中，公司采取了与当地顶尖专家联手，由行业医疗专家出任院长并且参股医院的模式。我们认为这样的**发展模式具有极强的可复制性**，具备连锁医院发展的第一要素，同时保证了马应龙连锁医院的医疗服务质量和在当地的竞争力。

技术优势—“很有技术含量”

作为肛肠药领域第一品牌，马应龙进军肛肠病医疗服务领域具有着得天独厚的先发优势。马应龙目前是中国最大的肛肠药生产基地，马应龙肛肠药物研究机构是国家级的企业技术中心，企业药物研发优势可以顺利转化为对专科医院的技术支持。

图 11、马应龙肛肠医院技术支撑强大



资料来源：武汉马应龙中西医结合肛肠医院网站

依托技术优势，马应龙肛肠连锁医院拥有先进的诊疗手段和众多独家医院制剂，可以让患者得到最好的检测与治疗。比如今年 9 月份刚刚获得医疗机构注册治疗批件，由中国中医科学院、北京大学药学院、北京中医药大学联合提供组方，马应龙独创并独家生产的治痔新药牛黄痔疮膏，就将在马应龙肛肠医院独家使用。

资金优势—“不差钱”

公司目前现金流充裕，同时作为上市公司，马应龙集团相较竞争对手拥有更为便捷的融资渠道，保证了医院软硬件建设的高起点、高标准—比如武汉马应龙肛肠医院拥有湖北省唯一的荷兰进口肛肠测压设备。另一方面也使得公司在连锁医院的开办上具备迅速扩张的资金实力。

政策助力，民营医院发展正当其时

发改委 9 月 26 日发文表示，由发改委牵头负责的“鼓励民间资本参与发展医疗事业”有关政策措施，已在上报国务院的《国务院办公厅关于进一步鼓励和引导社会资本发展医疗卫生事业的若干意见（代拟稿）》中做出规定，力争 10 月底前出台。

我们认为，这次《意见》的出台无疑将降低民间资本进入医疗市场的门槛，并极有可能通过税收政策等措施提升民营医疗机构的的市场竞争力。而最近几年恰逢马应龙肛肠连锁医院的关键扩张期，公司计划在三年内发展 5~8 家连锁医院。新政出台在即，公司的医院发展正当其时，我们认为公司连锁医院的扩张速度很有可能超出预期。

步步为营，药妆成就清新眼界

公司去年上市的八宝眼霜是公司回归传统，适应潮流推出的第一款药妆产品，配方源自 400 多年前创始人马金堂在定州研制出的“定州眼药”，制备工艺被认定为“非物质文化遗产”，清朝时老北京曾有“身穿瑞蚨祥，脚蹬内联升；头顶马聚源，眼看马应龙”的民谣。我们认为凭借经过现代改良的经典配方以及良好的疗效口碑，只要营销得力，马应龙应能在回报诱人的药妆领域开拓新的发展空间。

图 12、八宝眼霜营销着力突出“古方”与疗效



图片来源：马应龙药业集团网站

市场对马应龙同时作为治痔药和眼霜商标存有一定疑虑，而我们认为公司采用复合商标“马应龙八宝”本身已经体现了对此疑问的考量，应该说复合商标具有“进可攻，退可守”的作用，既可通过马应龙商标进行市场培育开拓，也可在一定阶段单独采用“八宝”冠名扩大受众。

公司药妆系列逐步成型，增长迅速

新产品面世，药妆系列羽翼渐丰

八宝眼霜作为公司第一款眼妆产品于去年面市，仅投放于武汉市市区的马应龙大药房进行试销，市场反应良好。而今年随着新的药妆产品面市，药妆产品线羽翼渐丰，将逐渐成为公司利润新的增长极。

表格 4、药妆系列渐成型营销渐铺开

年份	产品	销售区域	销售渠道
2009	两款八宝眼霜	武汉	马应龙大药房
2010	两款八宝眼霜、三款眼贴膜	重点城市	马应龙大药房、金象大药房、淘宝网

资料来源：公司网站、金象网、淘宝网、华泰联合证券研究所整理

公司药妆业务具备成功的 DNA

就药妆产品本身的销售渠道而言，一般有药店、个人护理店和商场专柜几种形式。考虑到公司在湖北地区比较强势的大药房业务，并参考马应龙肛肠类药物的终端覆盖率，我们认为**药店渠道是公司发展药妆产品的一个优势所在**。而产品线若成型也将使公司产品具备开设专柜进行销售的可能。与药品相比，药妆更倾向于感性消费、心理消费，营销因此显得格外重要。营销人才、营销方案以及对于终端的营销支持是药妆企业亟待解决的问题。

图 13、公司发展药妆产品最亟需解决的是营销问题



资料来源：华泰联合证券研究所

目前国内上市药企开始意识到营销上的短板，正逐渐开始采取各种方法进行完善，其中片仔癀、同仁堂和马应龙都已经开始在央视投放广告。

片仔癀的药妆营销成绩目前领先一步，分析其原因，**第一**是在产品上突出了国药特色（本土中药优势），**第二**是在宣传上立足于功能疗效（药企优势），**第三**是选择在细分领域（美白，专业优势）形成系列整体营销。比较涉足药妆的上市公司，特别是药业

公司后，我们认为马应龙药妆产品同样具备成功的 DNA，但是在营销环节上还需要继续加大投入。

表格 5、立足细分领域，突出“古方”与功能，马应龙药妆具备成功的潜在要素

上市公司	药妆品牌	代表药妆产品	营销特色（渠道）	广告特点（广告语）
上海家化	佰草集、玉泽	美白嫩肤面膜	佰草集生活馆、丝芙兰个人护理店	“美必须发自根源，方能美得完全”
同仁堂	同仁堂麦尔海	美白润肤面膜	同仁堂伊颜坊	“由里至表的肌肤处方”
片仔癀	PZH	珍珠臻白系列	针对中国人肤色的祛黄亮白系列	“黄种人美肤，国药片仔癀”（明星代言）
马应龙	马应龙八宝	去黑眼圈眼霜系列	以古方为基础的眼部护理系列	“古方四百年，祛除黑眼圈”
康恩贝	萃芙理	妊娠纹防护乳	孕产妇肌肤修复系列	“宝宝健康成长，妈妈美丽依然”
广州药业	陈李济	甘草抗痘系列	万宁连锁超市	突出“草本”

资料来源：各公司网站、华泰联合证券研究所搜集整理

药妆市场快速发展，前景广阔

伴随着生活水平的提高，人们在健康领域的消费不断增长，化妆品领域消费目前也正朝着草本、天然的理念回归，带有更高安全性和有效性的药妆产品已经成为不可阻挡的潮流。基于化妆品消费升级逻辑及中国药店整体转型需求，我们认为中国药妆市场将保持高速增长态势。

药妆市场发展迅速

据 Packaged Facts 的统计数据，全球药妆品销售总额在 2005 年已经达到 133 亿美元，并预计药妆品销售额在 2010 年将达到 170 亿美元，药妆的发展速度要超过化妆品整体行业发展速度。

图 14、全球药妆市场快速发展

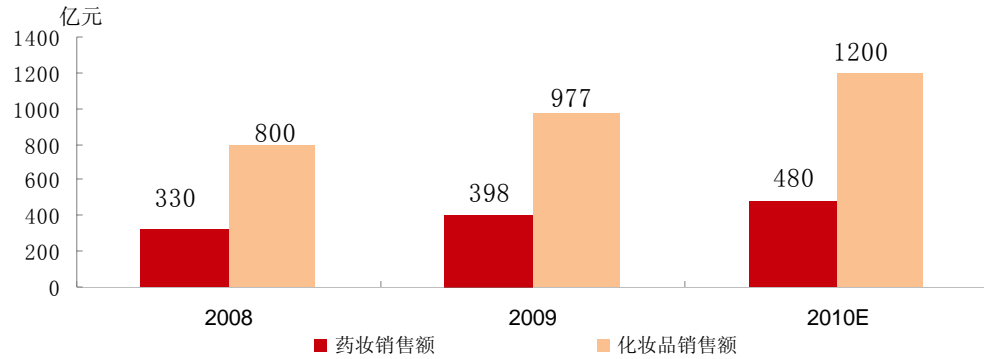


数据来源：Packaged Facts、华泰联合证券研究所

而 Synovate 市场研究数据显示，2004 - 2007 年间，中国药妆市场的销售额年增长率均高达 10% - 20%，2008 - 2012 年，中国药妆市场预计将维持这一增长率。预计

2010年，我国化妆品市场销售总额可达到1200亿元左右，而作为其中一个细分领域的药妆市场份额达到40%，销售总额将达480亿元。

图 15、我国药妆市场销售额持续快速增长



数据来源: Synovate、中华全国工商联美容化妆品业商会、华泰联合证券研究所

国内化妆品业界人士认为，一旦国家主管部门正式制定有关药妆生产的相关规定和新政策，则我国药妆市场有望获得空前发展新机遇。如果在政策层面能给予扶持，相信我国药妆市场最终能达到年销售额1000亿~1500亿元的规模。

天时、地利、人和—中国药妆产业前景看好

中草药成药妆研发热点，本土药企迎来机遇

目前药妆的市场份额基本被雅漾、薇姿和理肤泉三大品牌占据，上述三大品牌目前占据中国药妆市场60%的份额，外资品牌则占据着80%左右的市场份额。而随着中草药逐渐成为药妆研发热点，技术底蕴深厚的本土中药药企有望在药妆领域迎来后发先至的赶超机遇。

表格 6、中草药渐成药妆研发热点

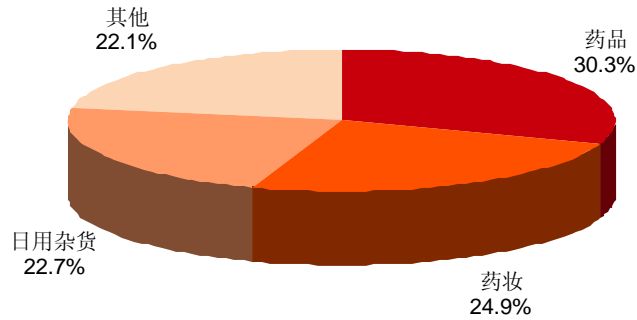
品牌	中草药药妆研发态度或动作
资生堂	采用了中医学原理，利用多种中草药配方开发新型化妆品，每年都有大量的研究论文发表；
高斯	在上海设立研发基地，研究中草药在化妆品中的应用
欧莱雅	宣布中草药化妆品的开发已被其定为重点
联合利华	中草药系列产品是上海研发中心的重点目标

资料来源: 华泰联合证券研究所搜集整理

中国药店转型需要药妆业务

中国药店数量超过32万家，百强连锁药店2007年的营业额突破560亿元，而药妆产品所占比重不到3%，在日本，药妆在药店的销售比重接近25%。另据资生堂调查，目前中国药店销售只占到整个化妆品销售规模的10%左右，药妆在药店的发展潜力很大。2009年中国推出新医改后，社区医疗体系的加强与基本药物制度的建立，对传统药店形成了巨大冲击，传统药店必须朝多元化经营转变，药妆业务无疑是药店突破经营桎梏的一剂良方。

图 16、日本药店药妆销售比重近 25%，差距说明中国药店药妆发展潜力很大

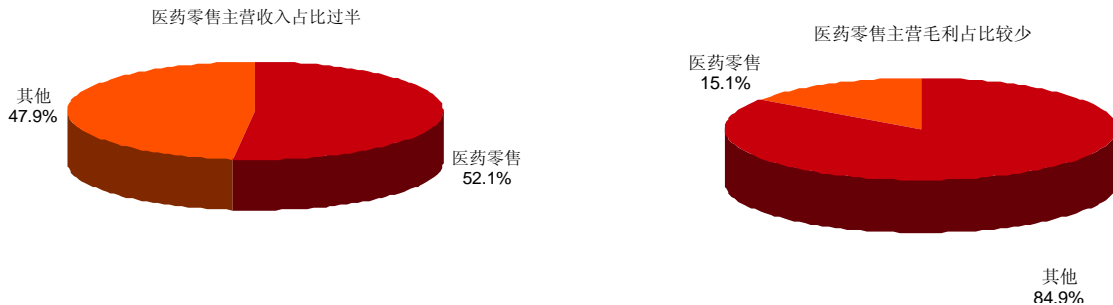


数据来源：日本零售研究所、华泰联合证券研究所

医药零售一蛰伏四季，等待良机

公司旗下的马应龙大药房目前已经发展到 130 余家门店，全部为直营店，医保门店数量为武汉地区最多。公司认为医药流通行业中的医药零售是值得看好的业务。医药流通业务虽然毛利率不及医药制造业务，但能够帮助公司保持市场触觉，也可能帮助公司挖掘到新医改形势下，行业可能医药分家产生的潜在机会。医药零售业务在医药流通领域毛利较高，但与公司其他业务相比仍处于较低水平，因此对公司业绩影响有限。

图 17、医药零售业务收入占比高但利润贡献有限



数据来源：公司 2010 年半年报、华泰联合证券研究所

公司近几年通过股权合作的形式接连收购汉深大药房和中南爱欣大药房，并于 2008 年出资 3269 万元受让上海复星药业有限公司所持主营药品批发及终端配送业务的湖北天下明药业有限公司 51% 的股权，在医药商业领域的业务收入逐年大幅上升，但 2010 年中报显示公司在医药商业业务上的营业收入与去年同期基本持平。**我们的判断**是公司目前的发展重点在于逐渐形成规模的连锁医院和毛利较高的药妆业务，医药商业业务将处于一种蛰伏待机的状态，进一步的发展扩张将取决于医改政策变化引起的潜在机会，以及公司自身各业务间的权衡协调。

盈利预测及估值讨论

主要业务及产品营业收入假设

分业务收入假设

1、医药工业：假设在高毛利的药妆产品逐渐贡献业绩情况下，医药工业 2010~2012 年收入增长分别为 29.56%、15.23%和 15.87%，2010~2012 年医药工业利润增长分别为 30.81%、17.03%和 17.63%。

2、医疗服务：假设医院业务 2010~2012 年收入分别为 2500 万元、5000 万元、8000 万元，受益连锁医院规模扩大效应，2011 年以后医院业务毛利率提升至 75%左右水平。

3、医药商业：在没有明确大规模扩张事件发生的前提下，考虑医药流通领域整合毛利率可能下降的预期，假设医药商业收入 2010~2012 年基本保持现有规模，毛利率水平下调至 14.6%左右水平。

主要产品收入假设

1、治痔类药品：考虑主打产品马应龙痔疮膏和痔疮栓仍存在提价预期，及新产品地奥司明片、金玄痔科薰洗散等增长较快，假设治痔类药物 2010~2012 年收入增长分别为 26%、12%和 12%，整体毛利率暂时假设下调至 75%左右水平。

2、药妆产品：假设药妆产品今年销售收入达到 3000 万元，在下半年新的药妆产品上市以及营销全面展开的情况下，2011~2012 年销售收入达到 6000 万元和 1 亿元，毛利率按照 90%测算。

3、其他药品：以马应龙龙珠软膏为代表的其他药品近两年营业收入较为稳定，假设其 2010~2012 年营业收入基本保持稳定，毛利率维持 50%左右水平。

表格 7、公司主营产品、业务情况及预测（单位：万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入						
传统治痔类	19123.70	27908.70	32608.72	41086.99	46017.43	51539.52
传统其他类	12051.64	7530.36	7594.19	8000.00	8000.00	8000.00
药妆类	0.00	0.00	0.00	3000.00	6000.00	10000.00
医药工业合计	31175.34	35439.06	40202.91	52086.99	60017.43	69539.52
医疗服务	0.00	0.00	247.25	2500.00	5000.00	8000.00
医药商业	23538.32	44746.16	60777.90	60000.00	60000.00	60000.00
其他	149.74	777.88	970.28	0.00	0.00	0.00
合计	54863.40	80963.10	102198.34	114586.99	125017.43	137539.52
营业成本						
传统治痔类	4517.02	6935.31	7359.79	10271.75	11504.36	12884.88
传统其他类	7514.20	4038.53	4157.06	3992.00	4000.00	4000.00

药妆类	0.00	0.00	0.00	300.00	600.00	1000.00
医药工业合计	12031.22	10973.84	11516.85	14563.75	16104.36	17884.88
医疗服务	0.00	0.00	247.77	971.50	1250.00	2000.00
医药商业	19160.20	38490.65	51642.98	51240.00	51240.00	51240.00
其他	36.78	8.17	90.27	0.00	0.00	0.00
合计	31228.19	49472.66	63497.87	66775.25	68594.36	71124.88

毛利率						
传统治痔类	76.38%	75.15%	77.43%	75.00%	75.00%	75.00%
传统其他类	37.65%	46.37%	45.26%	50.10%	50.00%	50.00%
药妆类	N/A	N/A	N/A	90.00%	90.00%	90.00%
医药工业合计	61.41%	69.04%	71.35%	72.04%	73.17%	74.28%
医疗服务	N/A	N/A	-0.21%	61.14%	75.00%	75.00%
医药商业	18.60%	13.98%	15.03%	14.60%	14.60%	14.60%

数据来源：公司历年年报、华泰联合证券研究所预测

其他假设

假设民营医疗机构在 2011 年前顺利施行税收优惠政策，医疗服务机构净利率得以大幅提高，同时考虑规模效应，我们假设马应龙连锁医院 2011 年后毛利率将达到 75%。

估值讨论

相对估值

根据公司 ROE 和 ROIC 水平，我们按照 ROE>13%,ROIC>13%的标准筛选中药公司，再结合公司业务可对比性选择部分上市公司进行对比，以判断公司估值是否低估。

表格 8、与样本公司比较公司被低估

	股票名称	代码	EPS (TTM)	每股净资产	ROE	ROIC	11.08 股价	PE (TTM)	PB
对比公司	东阿阿胶	000423	0.8232	3.7710	20.5458	20.5800	47.50	57.70	12.60
样本	云南白药	000538	1.1072	5.6515	17.4812	16.5685	64.41	58.17	11.40
	片仔癀	600436	1.1382	5.9659	16.5557	13.0857	57.78	50.76	9.69
	江中药业	600750	0.7848	3.5971	20.4431	15.3576	39.58	50.43	11.00
	仁和药业	000650	0.5129	2.055	22.7865	28.4159	22.72	44.30	11.06
	平均		0.8733	4.2081			46.40	52.27	11.15
公司实际	马应龙	600993	0.9797	5.9535	18.0452	13.2112	41.32	42.18	6.94

资料来源：wind、华泰联合证券研究所

根据我们测算，扣非后公司 2010~2012 年 EPS 分别为 0.93 元、1.25 元和 1.62 元。客观分析，与公司业务比较接近的公司是云南白药（细分领域龙头向消费领域延伸）

和片仔癀（国药古方基础上开拓药妆领域），同时公司还拥有专科连锁医院业务，A股可参考的公司是爱尔眼科和通策医疗。

表格 9、可参照公司对比确定相对估值（EPS 单位：元）

	股票名称	代码	2010EPS	2011EPS	2012EPS	2010PE	2011PE	2012PE
对比	云南白药	000538	1.30	1.72	2.21	49.55	37.45	29.14
公司	片仔癀	600436	1.23	1.43	1.56	46.98	40.41	37.04
样本	爱尔眼科	300315	0.45	0.65	0.93	92.98	64.37	44.99
	通策医疗	600763	0.29	0.39	0.54	64.41	47.90	34.59
	平均							
公司	马应龙	600993	0.93	1.25	1.62	44.43	33.06	25.51
实际	(扣非后)							

数据来源：wind、华泰联合证券研究所测算（截止 11-08 收盘价）

综合比较之后，我们认为给予公司 2011 年 40~45 倍 PE 估值较为合理，价值区间为 50.00~56.25 元。

DCF 估值

我们根据公司目前的资本结构和行业 Beta 值，计算得出公司的 WACC 值为 7.19%。

表格 10、WACC 值计算

项目	预测方法	高速增长阶段	永续增长阶段
贝塔值 (β)	行业最近 3 年均值	0.818	0.818
无风险利率 (%)	预测值	3.67%	3.67%
市场的预期收益率 (%)	预测值	8%	8%
股权资本成本 (Ke)		7.21%	7.21%
债务成本 Kd (%)	预测值	4.73%	4.73%
债务比率 D/(D+E) (%)	预测值	0.93%	0.93%
WACC		7.19%	7.19%

数据来源：华泰联合证券研究所预测

我们据此分析公司内在价值：

表格 11、DCF 估值结果

公司内在评估价值	百万元	%
公司核心评估价值	6813.55	89.23%
其中：显性价值	643.95	8.43%
其中：半显性价值	322.68	4.23%
其中：永续增长价值	6169.60	80.80%
加：公司非核心评估价值	822.24	10.77%
公司评估总价值	7635.79	
减：债务价值	60.99	
减：少数股东权益	100.28	
公司内在评估价值	7474.52	

估值日总股本(百万股)	165.79
每股内在价值(元)	45.08
对应 2009 年 P/E	41.36
对应 2010 年 P/E (预测)	39.54

资料来源：华泰联合证券研究所

以下，针对 WACC 和永续增长率的变化，对公司的每股内在价值进行敏感性分析。当公司的 WACC 在 6.94%-7.44%，永续增长率在 2.75%-3.25% 区间时，每股内在价值区间在 40.05 元-51.52 元，价值中枢为 45.08 元。

表格 12、DCF 估值敏感性分析

		永续增长率				
		2.50%	2.75%	3.00%	3.25%	3.50%
WACC	6.69%	47.21	49.80	52.74	56.11	60.00
	6.94%	43.89	46.13	48.65	51.52	54.80
	7.19%	40.96	42.90	45.08	47.54	50.33
	7.44%	38.34	40.05	41.95	44.07	46.47
	7.69%	36.01	37.51	39.17	41.03	43.10

资料来源：华泰联合证券研究所

综合比较相对估值和 DCF 估值结果，我们认为相对估值更能真实反映公司价值，我们认为公司的合理价值区间为 50.00 ~ 56.25 元。

风险提示

治痔类药物增速放缓，或因政策等因素毛利率低于预期

连锁医院发展缓慢，若发生医疗事故影响公司整体品牌及业绩表现

药妆业务营销不力，推广情况不顺利

证券投资风险

附录参考资料

马应龙的故事—400 年历史，从“定州眼药”开始

源起北方 马应龙眼药,始创于 1582 年(明万历年间)。创始人马金堂,出生于河北省定州一个知识分子家庭,家存大量医学典籍及木刻版原模。马金堂起先在定州开办小型眼药铺,创制“八宝”眼药。至清乾隆年间,马金堂的后人马应龙将“八宝眼药”定名为“马应龙定州眼药”四百多年来,马应龙制药传统薪火相传,生生不息。

药出才俊 他在青年时代就学业有成,对祖国医学内外妇儿诸科皆有一定的研究,其中尤以眼科见长。后经潜心研究,对文献所载眼科方剂之比较分析,总结多年临床经验,大胆创新尝试,反复试验,自制成药,取名“定州眼药”。他业医不取酬金,眼药亦免费施与患者。

蓬勃发展 马金堂的承继者马应龙,以制造和经营眼药为业,设店于定州北街,将“定州眼药”更名为“马应龙定州眼药”,正式投放市场。定州为“青风”、“明月”两市镇,古称“上有青风,下有明月”,未几,即在青风镇设立马应龙定州眼药分店。

北上创业 马应龙的后裔马万兴雄心勃勃,他要打破地域的樊篱和局限,将囿于一隅之地的“马应龙眼药”由近及远,去赢得更大的市场。道光年间,他择日以毛驴为骑,携家人、帮工,带着眼药、铜钱、干粮,带着新的希冀,沿着古老的驿道向北京进发。

举步维艰 经过选择之后,在一个客商云集的所在——北京前门外西河沿真武庙侧租得一宅,修葺门面,整饬店柜,郑重地将眼药送到北京人的面前。但是,马应龙眼药在北京并不畅销,马万兴不久就经济拮据,粮银告罄,但他没有却步,决心坚持下去。

接济度日 后来,马万兴不得不找邻里一位以卖红薯为业的阎某告借。阎以五个铜子相助,使他度过了艰难的数日,家人带着筹措的钱款,终如期返回。历数月,滞货无人问津的状况开始改变,郁闷的空气为之一扫。

峰回路转 大凡药物与其他商品有别的是,在药物于患者身上获得奇效后,声誉就会不胫而走,其影响速而久远。马应龙眼药以其对眼疾的卓效赢得了北京地区最可宝贵的声誉,一时名闻遐迩。

薪火相传 马万兴有四子,除老三外,其他三人皆事他业,马万兴遂决定将其绝技同时传给胞弟马生德之长孙马歧山,马歧山在定州应召,赴京从学徒做起。马万兴借此对其进行严格考察和蔑规训育。

祖训绕耳 一九一九年,马歧山怀开拓之志,打点南下之行。离开北京时,在北京的祖父对他说,你是长孙,不能老在别人嘴巴底下接饭吃。做事要勤勉,制药务求真,要以勤治店,要以真夺人。

南迁武汉 马歧山和他走遍武汉三镇,几经察访,选择了武昌斗级营一个租价低廉的铺面,只在店铺的门楣上书“北京马应龙定州眼药店分店”字样,在简陋之中迅即开业;马歧山遵先人遗训,作了药品滞销的准备,在有限的资金中抽出相当部分以备不时之需。

声名鹊起 也许是因为马应龙的名声、名誉、即使店处背街,店面不扬,又无辉煌广告,开店伊始,就招徕了主顾,没有经历在北京时那样的惨淡时期,一开始就是令人钦慕的繁忙。

乱世求全 一九二二年,军阀王占元部兵变,兵同匪类,到处劫掠,眼药店亦未能幸免,每有兵匪来店洗劫,即“赠”以重金,并请商绅说情始作罢。

药源于真 长期以来,眼药制作保持了传统的工艺规范,因而保持了它特有的疗效,马应龙眼药采用名贵的中药材,诸如牛黄、麝香、梅片、琥珀、珍珠等,选材唯真唯优,忌劣忌假。

经营有方 严格地选聘挑选管理人员和工人,并在生活上予以必要的关心,“主事”和“簿记”要具有相当的管理才干、胆识和气魄,要具有严谨的作风和一定的文化修养。

吐气扬眉 马应龙眼药以质优取胜。解放前,虽然进口眼药如英国的“沃古林”眼药水、日本的“老鸮”眼药水、“大学”眼药水一度充斥国内市场,但马应龙眼药以它疗效可靠、适应症广泛、剂型独具民族特色,保持了对“洋货”的竞争力。

质如金玉 过去有人说：买金子不如买马应龙眼药。此说虽有点言过其实之嫌，但当时却有这样的事情，如出差异地，捎带马应龙眼药到外埠中西药店，兑换时凭发票加价一成。

名扬四海 马应龙眼药不仅在国内享有一定的声誉，1919年起，先后获得过农商部、实业部、铁道部等授予的国家级嘉奖，产品在东南亚华人世界中享有盛誉，而且行销东南亚诸国，如泰国、缅甸、安南（今越南）等地。马应龙是中国最早向海外出口商品的四大企业之一。

我国现行的医院税收政策

我国目前专门针对医院的税收政策概括起来可以用“两个条款”和“一个文件”来描述。

“两个条款”是指《中华人民共和国营业税暂行条例》和《中华人民共和国营业税暂行条例实施细则》中提到的有关医院税收的两个条款。

“一个文件”则是指财政部、国家税务总局2000年7月10日下发的关于《医疗卫生机构有关税收政策的通知》（财税[2000]42号）。

上述文件把医疗机构进行了营利性和非营利性的分类，并规定了两者不同的税收政策。简单地说，这个文件规定营利性医疗机构（包括医院，主要是指民营医院，和一些小的诊所）要照章纳税，但同时给予了3年的免税照顾。非营利性医疗机构（主要是指公立医院）免缴各项税收。

目前我国营利性和非营利性医疗机构在税收政策上的相同点和不同点

相同点

- 1、根据财政部、国家税务总局《关于医疗卫生机构有关税收政策的通知》文件规定，无论营利性和非营利性医疗机构的药房只要分离为独立的药品零售企业，应按规定征收各项税收。主要是指增值税、企业所得税以及和商业零售企业有关的各种小税费。
- 2、无论营利性和非营利性医疗机构的从业人员，包括各种兼职的专家教授，其收入均须缴纳个人所得税。

不同点

- 1、营利性医疗机构有限条件地免税二年后，恢复征收营业税和企业所得税；非营利性医疗机构无条件免税。
- 2、营利性医疗机构有条件地免税三年后，恢复征收房产税、城镇土地使用税、车船使用税；而非营利性医院无条件免税。
- 3、营利性医疗机构免税三年后，恢复征收医院自产自用的制剂增值税，而非营利性医疗机构免税。

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	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1095	1299	1557	1880	营业收入	1022	1146	1250	1375
现金	721	871	1109	1404	营业成本	635	668	686	711
应收账款	111	124	135	149	营业税金及附加	9	10	11	12
其他应收款	11	13	14	16	营业费用	201	229	244	270
预付账款	28	34	33	35	管理费用	62	72	78	86
存货	150	174	178	185	财务费用	-3	-12	-16	-22
其他流动资产	0	83	87	91	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	341	318	292	266	公允价值变动收	-9	0	0	0
长期投资	63	63	63	63	投资净收益	107	35	35	35
固定资产	206	196	182	165	营业利润	215	213	282	351
无形资产	31	28	26	23	营业外收入	0	8	8	8
其他非流动资产	0	31	22	16	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	1436	1617	1849	2146	利润总额	221	0	0	0
流动负债	383	426	440	467	所得税	31	31	41	51
短期借款	61	0	0	0	净利润	189	188	247	306
应付账款	89	101	102	106	少数股东损益	9	-1	3	2
其他流动负债	0	264	278	300	归属母公司净利	180	188	243	304
非流动负债	1	2	2	2	EBITDA	212	223	289	353
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.09	1.14	1.47	1.83
其他非流动负	1	2	2	2					
负债合计	384	428	441	468	主要财务比率				
少数股东权益	100	99	103	105	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	166	166	166	166	成长能力				
资本公积	218	218	218	218	营业收入	26.2%	12.1%	9.1%	10.0%
留存收益	569	707	923	1190	营业利润	149.6	-0.9%	32.4%	24.6%
归属母公司股	951	1090	1305	1573	归属母公司净利	123.9	4.6%	29.2%	24.8%
负债和股东权	1436	1617	1849	2146	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	41.7%	45.1%	48.3%
					净利率(%)	17.6%	16.4%	19.5%	22.1%
					ROE(%)	18.9%	17.3%	18.7%	19.3%
					ROIC(%)	17.8%	64.2%	93.5%	131.8
					偿债能力				
					资产负债率(%)	26.8%	26.4%	23.9%	21.8%
					净负债比率(%)	115.57	14.03	13.59	12.81
					流动比率	2.86	3.05	3.54	4.03
					速动比率	2.47	2.64	3.14	3.63
					营运能力				
					总资产周转率	0.79	0.75	0.72	0.69
					应收账款周转率	10	9	9	9
					应付账款周转率	7.24	7.01	6.76	6.85
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	1.09	1.14	1.47	1.83
					每股经营现金流	1.30	0.94	1.31	1.67
					每股净资产(最)	6.34	6.58	7.87	9.49
					估值比率				
					P/E	38.04	34.46	26.68	21.37
					P/B	6.51	5.96	4.98	4.13
					EV/EBITDA	33	26	20	17

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 $\pm 10\%$ 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

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未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。本文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。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司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,还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。

我们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。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

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