

马应龙 (600993)
买入/维持评级

股价: RMB45.31

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

日出蓝海，映照金色的价值

据《中国医药报》近日报道：日前国务院深化医改领导小组已将《进一步鼓励和引导社会资本发展医疗卫生事业》上报国务院，有望很快批复公布。

- **我国医疗服务领域前景诱人。**根据清科数据库数据，2009 年中国医疗机构床位总量达到 442 万张,比上年增长 9.34%，在床位增加的情况下,病床使用率也仍然保持逐年提高态势,2009 年达到 77.7%,比上年增加 3.1 个百分点;而 2009 年医疗机构诊疗人次达 35 亿次,比上年上升 11.1%，显示公众医疗需求增速明显超过医疗资源增速。另一方面，我国目前医疗服务总卫生费用占比大概在 33%左右，而美国医药市场医疗服务占比超过 70%。我国医疗服务领域市场潜力巨大。
- **公司是国内唯一全方位专科医疗服务提供商。**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，而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**。
- **税收优惠是对民营医疗机构的实质性利好。**目前营利性医院（主要为民营医院）税收负担较重，据测算，其中 6 项主要税费平均总负担约占营利性医院全年业务总收入的 10.11%，高额税费制约了民营医院的发展壮大。
- **政策似为公司连锁医院业务量身打造。**我们在此前报告中指出，鼓励民营资本进入医疗服务领域新政极可能从税收政策上破局，目前来看这种可能性非常大。我们同样指出目前正是公司连锁医院发展的关键时期，新政若此时出台将有利于公司连锁医院规模的迅速扩张。
- **盈利预测：**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。我们认为公司目前正处于多业务并行发展的突破期，连锁医院和药妆均有望成为新的利润增长点，维持对公司“买入”评级。
- **风险提示：**治痔药增速放缓；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；证券投资风险。

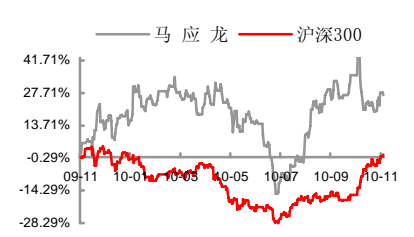
相关研究

公司研究——马应龙 (600993):《从潜龙在渊,到飞龙在天(买入)》, 20101110

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

附录

《中国医药报》—社会资本办医规则将出 三大投资机会显现

核心提示: 据相关媒体报道,日前国务院深化医改领导小组已将《进一步鼓励和引导社会资本发展医疗卫生事业》上报国务院,有望很快批复公布。该文件对社会资本进入医疗卫生事业作了详细规定。其中包括,社会资本兴办的医疗机构若承担基本医疗服务,将免征营业税;若其税前利润用于发展医疗卫生事业,将免征企业所得税,但若用于分红或发奖金,则将缴纳企业所得税。

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 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,并规定了两类不同的税收政策。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定条件地免税二年后,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