

瑞康医药(002589)

深耕山东医药流通直销市场

研究员: 范炳邑 彭海柱
执业证书编号: S0570510120061
电话: 025-83290931
E-mail: eric_fan@yahoo.cn
地址: 南京市中山东路 90 号

发行基本资料

合理价值区间 24-26 元

医药生物	
发行股数(万)	2000
发行后总股本(万)	9380
发行方式	采用网下向询价对象询价配售与网上资金申购定价发行相结合的方式(或届时中国证监会认可的其他方式)。
发行日期	
保荐机构	平安证券

投资要点:

瑞康医药是山东省内的医药流通企业,规模以上医院的药品直销服务为主营业务收入的主要来源,2009 年在山东省医药商业销售规模位列第三位。近三年,公司营业收入和净利润均有较快的增长。2010 年和 2009 年实现归属母公司净利分别为 6211 万和 4476 万,同比增速分别为 53%和 39%,2008-2010 年复合增速为 46%。

直销模式契合新医改药品流通。公司直销模式契合了国家相关政策,符合药品流通行业发展趋势。同时,公司上下游的客户质量较高,布局合理,具有先进的现代物流能力和信息化管理能力,奠定了其在区域内的医药流通龙头地位。同时,由于流通环节减少,直销的毛利率要高于行业平均水平。

发行前财务数据(2010)

每股收益(元)	0.89
每股净资产(元)	4.23
总资产(百万元)	1479.48
资产负债率(%)	79.99
净资产收益率(%)	23.44
每股经营性现金流(元)	1.01

深耕山东省内市场,销售网络覆盖全面。2010 年,公司在山东省的各级别终端客户开户数量为 1321 家,较 2008 年增加了 412 家,其中三级医院 84 家,二级医院 249 家,基础医疗单位 988 家,在省内覆盖率分别为 98%、61%和 39%。此外,公司通过 273 家分销客户对其他没有直接覆盖的部分医院和零售终端进行覆盖。

估值与建议价格。结合行业发展情况和公司竞争优势等多方面因素,我们认为,公司业绩仍有一定上升空间,预计未来三年归属母公司净利润 0.87 亿、1.1 亿和 1.32 亿,对应每股收益 0.93 元、1.17 元和 1.41 元。公司是区域性的药品流通企业,以 A 股医药流通可比上市公司为参照,行业对应于 2010 年和 2011 年的估值中值分别为 41x 和 28.7x。考虑到公司在行业中地位和较二级市场的折价,我们认为公司的合理价值区间在 24-26 元,对应 2011 年动态估值为 25.8x-27.9x。

风险提示。行业竞争风险和市场空间瓶颈。

主要经营指标

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,213	3004	3753	4310
收入增长率 %	38.2	35.7	24.9	14.8
净利润(百万元)	62	87	110	132
净利润增长率	38.77	40.08	26.44	20.00
EPS(元)(摊薄后)	0.66	0.93	1.17	1.41

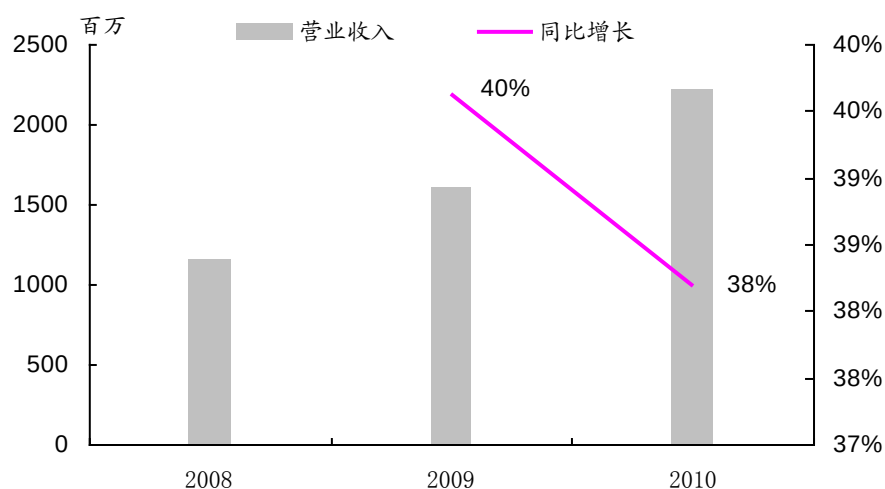
历史业绩回顾

瑞康医药是山东省内的医药流通企业,规模以上医院的药品直销服务为主营业务收入的主要来源,2009年在山东省医药商业销售规模位列第三位。

近三年,公司营业收入和净利润均有较快的增长。2010年和2009年实现主营业务收入分别为22.1亿元和16亿元,同比增速分别为40%和38%,实现归属母公司净利分别为6211万和4476万,同比增速分别为53%和39%,2008-2010年复合增速为46%。公司毛利率有所下滑,由2008年的8.86%下滑至8.3%。

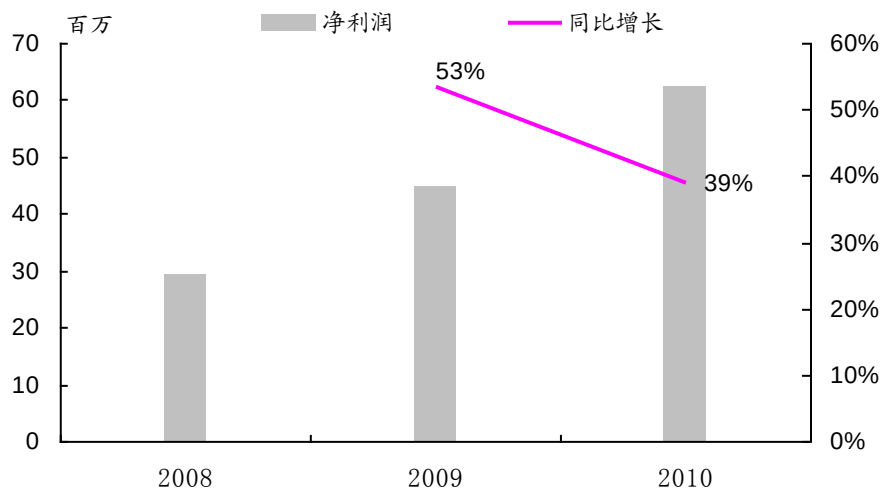
期间费用控制较好,净利润率有所提升。由2008年的2.54%提升至2010年的2.81%。主要得益于管理费用控制,由2008年的1.98%降至2010年的1.51%,期间费用率由5.08%降至4.15%。

图：近三年营业收入及同比增长情况



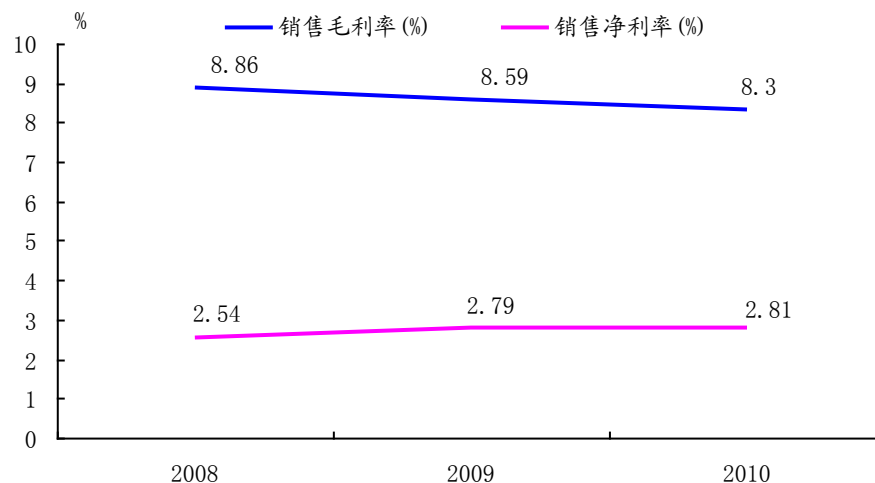
资料来源：招股书，华泰证券研究所

图：近三年净利润及同比增长情况



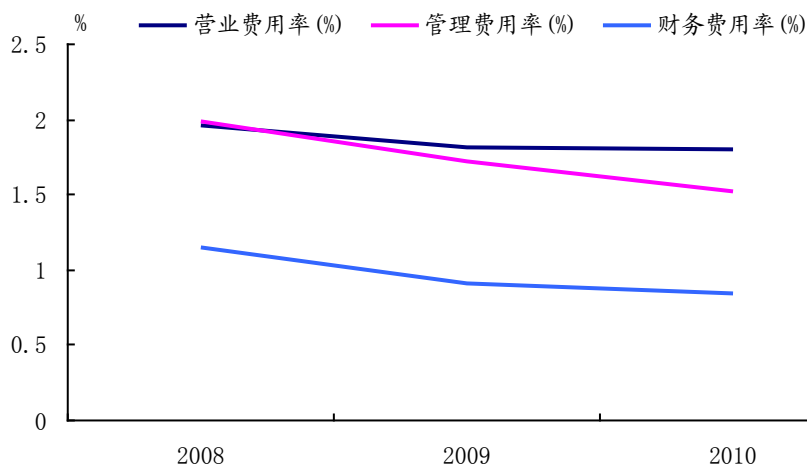
资料来源：招股书，华泰证券研究所

图：公司销售毛利率和净利润率



资料来源：招股书，华泰证券研究所

图：公司期间费用率情况



资料来源：招股书，华泰证券研究所

现有竞争优势及未来成长空间

➤ 直销模式契合新医改药品流通

根据《医疗机构药品集中采购工作规范》，药品采购实行生产企业直接投标，由生产企业或委托药品经营企业配送，原则上每种药品只允许委托配送一次。国家政策引导，直销模式将成为医药商业的主模式。

公司直销模式契合了国家相关政策，符合药品流通行业发展趋势。同时，公司上下游的客户质量较高，布局合理，具有先进的现代物流能力和信息化管理能力，奠定了其在区域内的医药流通龙头地位。同时，由于流通环节减少，直销的毛利率要高于行业平均水平。

➤ 深耕山东省内市场，销售网络覆盖全面

2010年，公司在山东省的各级别终端客户开户数量为1321家，较2008年增加了412家，

其中三级医院 84 家，二级医院 249 家，基础医疗单位 988 家，在省内覆盖率分别为 98%、61%和 39%。此外，公司通过 273 家分销客户对其他没有直接覆盖的部分医院和零售终端进行覆盖。

风险提示

► 行业竞争风险

在区域内，公司面临来自全国性医药商业企业并购、重组所带来的更激烈区域内竞争。随着医药商业企业市场准入门槛提升，市场竞争环境优化，行业经营更加规范，行业集中度将迅速提升，公司竞争对手的个数将会减少，而其资金实力、配送能力、终端覆盖能力增强，市场竞争将更加激烈。

► 市场空间瓶颈

在区域内，公司已具有相当的规模，继续拓展空间较小，如不能进行外省区域扩张，未来将会面临发展瓶颈问题。

估值与建议价格

结合行业发展情况和公司竞争优势等多方面因素，我们认为，公司业绩仍有一定上升空间，预计未来三年归属母公司净利润 0.87 亿、1.1 亿和 1.32 亿，对应每股收益 0.93 元、1.17 元和 1.41 元。

公司是区域性的药品流通企业，以 A 股医药流通可比上市公司为参照，行业对应于 2010 年和 2011 年的估值中值分别为 41x 和 28.7x。考虑到公司在行业中地位和较二级市场的折价，我们认为公司的合理价值区间在 24-26 元，对应 2011 年动态估值为 25.8x-27.9x。

表：行业可比公司估值情况

		股价		EPS（元）			PE			净利润
公司简称	股票代码	05/26/2011	总市值	2009	2010	2011	2009	2010	2011	09-11CAGR
医药流通行业										
国药股份	600511	16.98	81.30	0.47	0.67	0.84	35.9	25.4	20.2	33%
上海医药	601607	17.85	343.83	0.07	0.53	0.72	273.8	33.7	24.8	232%
九州通	600998	12.36	175.58	0.21	0.26	0.39	58.9	48.2	31.4	37%
华东医药	000963	24.30	105.48	0.87	0.79	0.94	27.9	30.8	25.9	4%
英特集团	000411	14.58	30.25	0.15	0.20	0.28	96.3	72.0	52.1	36%
嘉事堂	002462	16.58	26.53	0.27	0.29	0.40	62.5	57.7	41.6	23%
中值				0.24	0.41	0.56	60.7	41.0	28.7	35%

资料来源：WIND，华泰证券研究所

表：盈利预测

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2213	3004	3753	4310
营业成本	2030	2764	3453	3965
营业税金及附加	4	5	6	6
营业费用	40	55	70	93
管理费用	33	39	48	30
财务费用	19	25	30	40
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	85	116	146	176
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	83	116	146	176
所得税	21	29	37	44
净利润	62	87	110	132
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	62	87	110	132

资料来源：华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

- 投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现20%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 20%;

观望: 市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责条款:

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情的范围内,与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下,本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华泰证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格,经营许可证编号为: Z23032000。