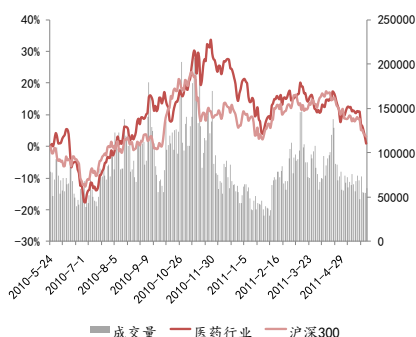


合理价格区间

28.56-33.66 元

行业走势情况



公司基本情况

发行日期	2011-6-1
发行后总股本 (万股)	9,380
发行数量(万股)	2,380
网上发行(万股)	1,904
网下发行(万股)	476
第一大股东	张仁华
第一大股东持股比 例(发行前/后)	38.69%/28.87%
发行前每股净资产	4.23
发行前资产负债率	79.99%

研发部

 邵明慧¹

SAC 执业证书编号: S1340510120001

联系电话: 010-68858138

Email: songkai@cnpsec.com

业绩高速增长的区域医药商业龙头

——瑞康医药(002589)新股定价报告

摘要:

● 此次发行前, 公司总股本为 7000 万股, 第一大股东为张仁华女士, 其持有公司 38.69% 的股权, 担任公司副董事长, 韩旭先生为公司第二大股东, 持有公司 30.58% 的股权, 担任公司董事长。公司实际控制人为张仁华女士和韩旭先生, 此二人为夫妻关系, 他们合计持有公司发行前合计 4849 万股股份, 占公司总股本的 69.27%。张仁华女士和韩旭先生均具有加拿大永久居留权。

● **高速成长的山东省医药商业龙头企业。**公司的主营业务为医药直销业务, 是山东省内的医药商业龙头企业。近年来, 公司业绩保持了高速的增长, 2008-2010 年, 公司营业收入复合增速达到 38.91%, 母公司净利润复合增速达到 45.90%。根据 sfda 南方所的调查, 瑞康医药在 2009 年全国医药商业百强排行中位列第 38 位, 是山东省内第三大医药商业企业。公司主要业务为面向大型医院的药品直销业务, 二级以上医院是公司主要面对的客户, 2008-2010 年, 公司针对二级以上医院收入占比分别为 82.29%、80.97% 和 80.94%, 在同类可比上市公司中, 这一比例为最高水平。

● **借政策东风, 冲击百亿元区域龙头目标。**目前我国医药流通领域行业集中度较低, 根据我国医药流通行业十二五规划, 未来五年, 我国要形成 1-3 家销售规模超过千亿元的全国性医药商业公司, 20 家年销售额超过一百亿元的区域性药品流通企业。目前我国医药商业领域第一集团军主要包括国药集团、上海医药、华润集团和九州通, 公司作为山东省内的医药商业龙头企业, 未来的目标是争取成为销售额超过一百亿元的区域性龙头。我们认为与山东省内其他医药商业企业相比, 目前公司在药品直销领域具有明显的优势, 而药品直销是降低药品在流通环节成本的一种有效模式, 是未来我国医药商业发展的主要方向。公司募投项目达产后, 药品配送能力将有大幅提升, 5 年内成为销售额超过一百亿元目标实现的可能性比较大。

● **募投项目将极大增强公司的物流配送能力。**此次募集资金公司将主要用于济南和烟台两地的药品现代物流配送项目。目前, 公司在济南拥有的客户数量最多, 其次为烟台和青岛; 而在山东省内, 烟台市是公司的主要收入来源, 其次分别为青岛、济南和威海等城市, 2010 年这四个城市的销售收入占比达到 79.37%。济南作为山东省省会, 是省内医院资源最为集中的城市, 此次公司将利用募投资金分别在济南和烟台建设现代物流基地, 各自的仓储面积为 2.3 万平方米和 0.63 万平方米, 合计 2.93 万平方米, 较以前增长 220.30%。济南的现代物流中心将主要以济南、淄博、枣庄、东营、潍

¹ 报告贡献人: 宋凯

坊、济宁、泰安、日照、莱芜、临沂、德州、聊城、滨州和菏泽作为目标市场；烟台现代物流中心将主要以烟台、青岛和威海作为主要目标市场。项目达产后将合计贡献收入 45 亿元，净利润 1.42 亿元。

● **盈利预测与估值。**按照公司发行后总股本 9380 万股计算，我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 1.02 元、1.45 元和 1.90 元，考虑到公司业务特点，以及未来业绩较高的增速，我们认为给予公司 2011 年 PE 在 28-33 倍较为合理，对应合理价格在 28.56-33.66 元之间。

● **风险提示。**医药商业领域的政策性风险；募投项目慢于预期的风险。

图表 1：瑞康医药盈利预测表（单位：万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	160,173	221,338	314,809	432,170	576,775
增长率	39.63%	38.19%	42.23%	37.28%	33.46%
营业成本	146,409	202,963	289,530	398,331	531,959
毛利率	8.59%	8.30%	8.03%	7.83%	7.77%
营业税金及附加	236	361	513	704	940
销售费用	2,900	3,974	5,730	7,649	10,555
管理费用	2,745	3,338	4,943	6,266	8,652
财务费用	1,453	1,867	850	648	577
期间费用率	4.43%	4.15%	3.66%	3.37%	3.43%
资产减值损失	141	321	423	389	324
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	6,289	8,514	12,821	18,182	23,769
加：营业外收入	36	13	0	0	0
减：营业外支出	316	209	0	0	0
其中：非流动资产处置净损失	30	9	0	0	0
利润总额	6,009	8,318	12,821	18,182	23,769
减：所得税	1,528	2,104	3,205	4,545	5,942
所得税率	25.43%	25.30%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润	4,481	6,213	9,616	13,636	17,826
减：少数股东损益	5	2	3	3	3
归属于母公司所有者的净利润	4,476	6,211	9,613	13,633	17,823
增长率	53.39%	38.77%	54.78%	41.81%	30.74%
基本每股收益(元)	0.71	0.89	1.02	1.45	1.90

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。