

瑞康医药 (002589) 新股定价

定价区间
26.60—30.40 元

山东省领先的医药商业直销企业

健康护理 / 医药

发布时间: 2011 年 6 月 9 日

投资要点:

- 公司是以山东省为目标市场、直销为主辅以分销的医药商业企业。按 2009 年销售规模排名,公司在山东省医药商业企业位列第三位,在全国医药商业企业为第 38 位。
- 2010 年末,公司通过直销模式对山东省 84 家三级医院、249 家二级医院和 988 家基础医疗单位达成覆盖,覆盖率分别为 97.67%、60.58%和 39.16%。273 家分销客户对山东省未直接覆盖的医院及零售市场达成覆盖,其中济南、烟台和青岛为公司分销业务的主要市场。
- 公司以直销模式为主,且面向山东省的高端医院,因而公司的毛利率、应收账款周转率以及三费费率等在可比医药商业类上市企业中均位居前列。
- 2010 年公司营业收入达到 22.13 亿元,净利润达到 6213 万元,同比分别增长 38.18%和 38.66%,营收和净利增速均远高于行业平均水平。
- 投资建议:我们预计公司 2011~2013 年的摊薄后 EPS 分别为 0.95 元、1.24 元和 1.53 元,按照 2011 年预测 EPS 的 28~32 倍计算,公司价值区间为 26.60~30.40 元。
- 风险提示:行业竞争加剧的风险;应收账款的坏账风险。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2010	2,213	38.18	62.13	38.66	0.89	23.44		
2011E	3,085	39.40	88.92	43.12	0.95			
2012E	4,012	30.05	116.23	30.71	1.24			
2013E	4,960	23.63	143.85	23.76	1.53			

发行数据	2010 年
发行前股本 (万股)	7,000
发行数量 (万股)	2,380
发行价格 (元)	20.00
发行前 EPS (元)	0.89
发行后 EPS (元)	0.66
发行前每股净资产 (元)	4.23
发行日期	2011-6-1
上市日期	2011-6-10
主承销商	平安证券

分析师: 周思立 联系人: 刘林
执业证书编号: S0550511010003
TEL: (8621)6336 7000-254
FAX: (8621)6337 3209
Email: liulin@nesc.cn
地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼楼
邮 编: 200002

表 1: 同行业医药商业批发企业毛利率对比情况

	2010 年	2009 年	2008 年
华东医药	5.54%	5.41%	5.97%
上海医药	8.57%	7.31%	7.13%
英特集团	5.19%	4.87%	5.13%
南京医药	6.02%	5.56%	6.16%
国药股份	8.19%	8.31%	8.71%
九州通	6.20%	5.94%	5.53%
嘉事堂	6.56%	6.54%	
平均	6.61%	6.23%	6.44%
瑞康医药	8.29%	8.58%	8.86%

资料来源: 东北证券

表 2: 同行业医药商业批发企业应收账款周转率对比情况

公司名称	应收账款周转率 (次)		存货周转率 (次)	
	2009 年	2008 年	2009 年	2008 年
华东医药	7.66	9.44	7.66	5.68
上海医药	6.93	6.85	9.93	10.11
英特集团	7.13	6.67	14.91	16.14
南京医药	7.08	6.52	13.04	11.87
国药股份	6.59	6.38	9.73	9.17
九州通	63.94	68.40	7.56	8.44
嘉事堂	7.27	7.84	9.27	8.44
上述公司平均	7.11【注】	7.28【注】	10.30	9.98
本公司	3.34	3.33	12.54	13.47

【注】: 由于九州通主要采用快批业务模式, 因此应收账款周转率远高于行业平均水平, 与本公司不具有可比性, 因此计算应收账款周转率同行业平均水平时将其剔除。

资料来源: 招股说明书, 东北证券

表 3: 公司最近三年的三费情况

项目	2010 年度		2009 年度		2008 年度
	金额	增幅	金额	增幅	金额
销售费用	3,973.57	37.04%	2,899.64	29.58%	2,237.64
管理费用	3,338.39	21.61%	2,745.26	20.80%	2,272.63
财务费用	1,867.45	28.49%	1,453.32	10.36%	1,316.92
合计	9,179.40	29.32%	7,098.23	21.81%	5,827.19
销售费用占营业收入比例	1.80%		1.81%		1.95%
管理费用占营业收入比例	1.51%		1.71%		1.98%
财务费用占营业收入比例	0.84%		0.91%		1.15%
期间费用占营业收入比例	4.15%		4.43%		5.08%

资料来源: 招股说明书, 东北证券

表 4：同行业医药商业批发企业费率对比情况

公司名称	2009年		2008年	
	销售费用率	管理费用率	销售费用率	管理费用率
华东医药	8.52%	3.16%	8.86%	4.02%
上海医药	8.44%	5.28%	4.35%	5.56%
南京医药	2.86%	2.30%	3.24%	2.60%
嘉事堂	6.55%	1.45%	6.69%	1.57%
英特集团	1.35%	1.34%	1.57%	1.40%
国药股份	1.54%	2.09%	1.61%	2.41%
九州通	2.00%	1.64%	1.94%	1.52%
上述公司平均	4.46%	2.47%	4.04%	2.73%
本公司	1.81%	1.71%	1.95%	1.98%

资料来源：招股说明书，东北证券

表 5：募集资金用途

序号	项目名称	项目报批总投资	拟投入募集资金	备案/核准情况
1	山东瑞康医药股份有限公司（济南）药品现代物流配送项目	21,135	21,135	鲁发改外资[2010]350号
2	山东瑞康医药股份有限公司（烟台）药品现代物流配送项目	6,278	6,278	鲁发改外资[2010]349号
合计		27,413	27,413	—

资料来源：招股说明书，东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归我公司所有。