

瑞康医药 (002589)

收入增长有望5年5倍——维持2011年50%增速预测

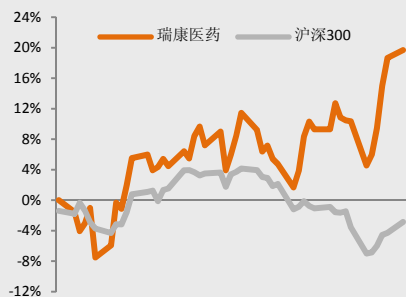
强烈推荐 (首次)

现价: 29.73 元

主要数据

行业	医药商业
公司网址	www.realcan.cn
大股东/持股	韩旭、张仁华/51.69%
实际控制人/持股	韩旭、张仁华/51.69%
总股本(百万股)	93.80
流通 A 股(百万股)	19.04
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	28.22
流通 A 股市值(亿元)	5.73
每股净资产(元)	4.44
资产负债率(%)	79.2

行情走势图 (2011.6.10 上市至今)



相关研究报告

证券分析师

凌军 S1060511010016
0755-22624694
lingjun004@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告, 如经由未经许可的渠道获得研究报告, 请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 中报简况——业绩略低于预期

2011 上半年公司实现收入和归属于母公司净利润分别为 13.8 亿元和 3339 万元, 同比增长分别为 38%和 31%。扣非后归属于母公司净利润同比增加 24.72%。按 IPO 后股本 EPS 为 0.36 元, 业绩增长略低于我们的预期。我们预计上半年 IPO 承销费用的摊销是利润增速低于收入增速的主要原因。

■ 收入增长良好, 毛利率略有下滑

上半年公司收入保持良好增长。从明细来看, 药品配送收入增长达到 37.9%。而随着基药配送的进行, 毛利率下滑 0.17 个百分点。

■ 未来三年并购将持续

作为医药商业公司, 并购不仅是近两年的主要扩张战略, 也是公司实现增长的重要来源。2011 年 7 月公司已完成青岛太阳石、泰安德信、东营华东 3 家公司的并购, 我们预计未来三年公司类似的并购将持续。

■ 5 年百亿收入规模

5 年百亿收入是公司十二五规划的核心目标, 因此我们预计公司将通过股权激励的方式进一步落实分解该目标的达成。2010 年公司收入仅为 22 亿元, 5 年实现百亿, 意味着收入 5 年 5 倍的增长。

■ 维持 50%增长预测——强烈推荐

我们维持投价报告中 2011-13 年 1.01、1.40 和 1.89 元的每股收益盈利预测, 对应当前股价 PE 分别为 30、21 和 16 倍。我们看好瑞康医药在医药配送领域良好的管理, 充分考虑 2011 年 50%业绩增长和当前估值后, 给予“强烈推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1602	2213	3339	4595	5978
YoY(%)	40	38	51	38	30
净利润(百万元)	45	62	94	131	177
YoY(%)	53	39	52	39	35
毛利率(%)	8.6	8.3	8.2	8.2	8.1
净利率(%)	2.8	2.8	2.8	2.9	3.0
ROE(%)	19.1	21.0	11.2	13.4	15.4
EPS(摊薄/元)	0.48	0.66	1.01	1.40	1.89
P/E(倍)	62.31	44.90	29.54	21.29	15.73
P/B(倍)	11.92	9.42	3.30	2.86	2.42

一、中报简况——业绩增长 31%

2011 上半年公司实现收入和归属于母公司净利润分别为 13.8 亿元和 3339 万元，同比增长分别为 38%和 31%。扣非后归属于母公司净利润同比增加 24.72%。按 IPO 后股本 EPS 为 0.36 元，业绩增长略低于我们的预期。我们预计上半年 IPO 承销费用的摊销是利润增速低于收入增速的主要原因。

二、收入增长良好，毛利率略有下滑

上半年公司收入保持良好增长。从明细来看，药品配送收入增长达到 37.9%。而随着基药配送的进行，毛利率下滑 0.17%。

图表 1 主营业务分行业、产品情况表（单位:万元）

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入 比上年同 期增减	营业成本 比上年同 期增减	毛利率比 上年同期 增减
主营业务分行业情况						
药品销售	137,700.30	126,887.08	7.85%	37.86%	38.11%	-0.17%
合计	137,700.30	126,887.08	7.85%	37.86%	38.11%	-0.17%
主营业务分产品情况						
药品	137,573.50	126,771.09	7.85%	37.86%	38.10%	-0.16%
非药品	126.80	115.99	8.53%	39.59%	43.54%	-2.51%
合计	137,700.30	126,887.08	7.85%	37.86%	38.11%	-0.17%

资料来源：公司资料、平安证券研究所

三、未来事项——并购和 100 亿收入目标

3.1 未来三年并购将持续

作为医药商业公司，并购不仅是近两年的主要扩张战略，也是公司实现增长的重要来源。2011 年 7 月公司已完成青岛太阳石、泰安德信、东营华东 3 家公司的并购，我们预计公司将在未来三年类似的并购将持续。

图表2 并购情况说明 (单位:元)

项目	青岛太阳石	泰安德信	东营华龙	瑞康医药
2010 年资产总额	32,036.32	35,033,958.65	16,896,066.66	1,479,478,263.47
资产总额占比%	0.002	2.37	1.14	
2010 年营业收入		58,171,124.01	33,531,943.93	2,213,382,663.07
营业收入占比%		2.63	1.51	
2010 年净利润	-336,389.17	151,693.53	164,413.30	62,109,222.00
净利润占比%	-0.54	0.24	0.26	
2011 年 6 月 30 日资产总额	4,113.52	33,447,822.49	15,833,327.92	2,130,615,148.31
2011 年 1-6 月营业收入		21,896,881.78	11,661,250.86	1,377,692,819.29
2011 年 1-6 月净利润	-128,413.84	256,329.27	-401,010.67	33,321,544.65
2011 年 6 月 30 日净资产	-2,217,854.06	10,051,063.09	9,791,776.94	764,448,627.93
投资成本价	500,000.00	10,051,063.09	8,000,000.00	
商誉	2,717,854.06		166,578.45	
持股比例%	100	100	80	
表决权比例%	100	100	80	
注册资本	500,000.00	10,000,000.00	10,000,000.00	

资料来源: 公司资料、平安证券研究所

3.2 5 年百亿收入目标

5 年百亿收入目标是公司十二五规划的核心目标, 因此我们预计公司将通过股权激励的方式进一步落实分解该项目的达成。2010 年公司收入仅为 22 亿元, 5 年实现百亿, 意味着 5 年 5 倍的收入增长。

四、维持 50%业绩增长预测

我们预计公司 2011-13 年每股收益分别为 1.01、1.40 和 1.89 元, 对应当前股价 PE 分别为 30、21 和 16 倍。我们看好瑞康医药在医药配送领域良好的管理, 充分考虑 2011 年 50%业绩增长和估值后, 给予“强烈推荐”评级。

图表3 相对估值表（单位：元）

	每股收益/EPS				市盈率/PE			
	2010A	2011E	2012E	2013E	2010A	2011E	2012E	2013E
国药股份	0.65	0.77	0.95	1.16	38.30	22.04	17.87	14.69
英特集团	0.20	0.28	0.36	0.44	50.68	45.60	35.27	28.75
华东医药	0.73	0.94	1.20	1.47	44.97	29.47	23.04	18.75
上海医药	0.69	0.71	0.87	1.08	31.80	20.61	16.92	13.62
九州通	0.25	0.31	0.41	0.54	58.48	34.83	26.49	19.90
嘉事堂	0.30	0.28	0.35	0.38	74.36	37.94	30.62	27.91
平均	0.47	0.55	0.69	0.85	49.77	31.75	25.04	20.60
瑞康医药	0.66	1.01	1.40	1.89	44.90	29.54	21.29	15.73

资料来源：平安证券研究所

公司 2011-12 年主要业务增长点为基层医疗市场的增长，同时我们也看好上市融资后公司在山东省医药商业的并购。

图表2 公司业务收入预测（单位:百万元）

产品	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
规模以上医院	943.97	1,296.8	1,791.29	2,382.41	3,097.13	3,871.41
YOY		37.40%	38.10%	33.00%	30.00%	25.00%
基础医疗市场	44.86	72.56	127.49	637.47	1,147.45	1,721.17
YOY		61.70%	75.70%	400.00%	80.00%	50.00%
医药商业分销	158.25	232.2	294.21	318.58	350.43	385.48
YOY		46.70%	26.70%	8.30%	10.00%	10.00%
其它	0.02	0.17	0.39	0.39	0.39	0.39
营业收入合计	1,147.11	1,601.73	2,213.38	3,338.84	4,595.4	5,978.45
YOY		39.60%	38.20%	50.80%	37.60%	30.10%

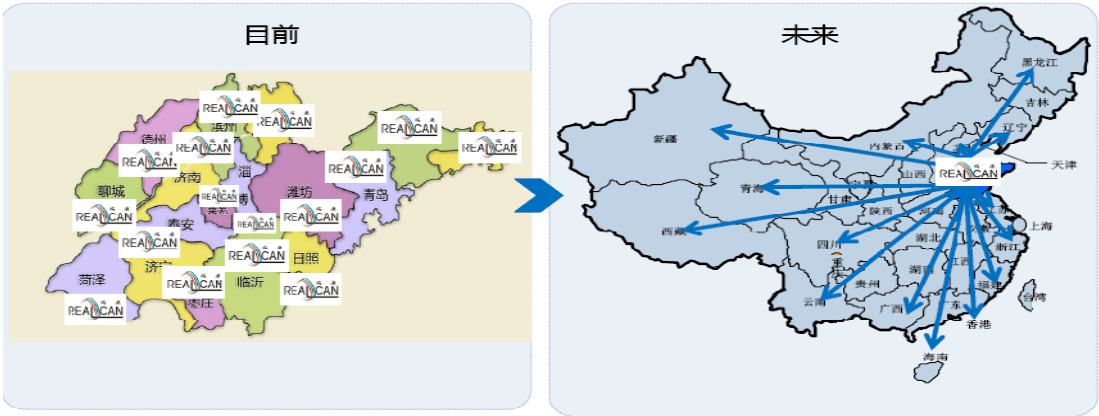
资料来源：公司资料、平安证券研究所

五、关键投资信息附录

5.1 山东省的直销配送商龙头

瑞康医药是山东省覆盖面最广的医药直销商，深耕山东省内市场，致力于成为走向全国的医药流通领域的直销商。目前，公司在山东省医药商业的市场份额仅约 6%，因此未来 3-5 年内精耕山东市场是瑞康医药的主要战略目标。

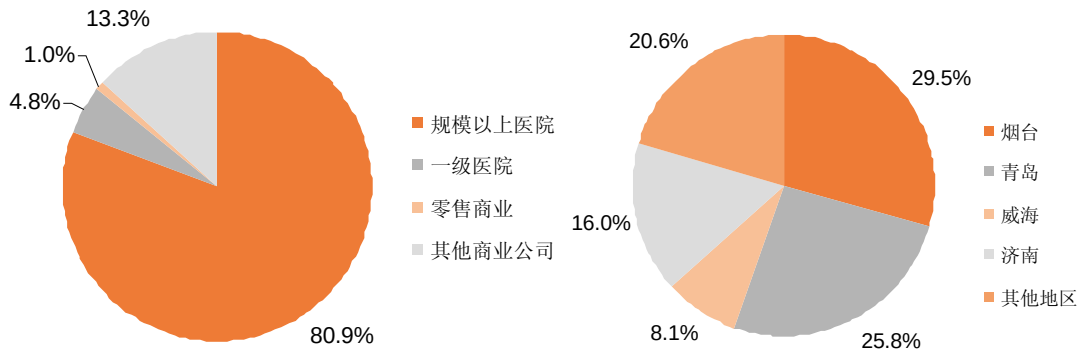
图表5 瑞康医药目前医药直销业务目前经营区域和未来规划



资料来源：平安证券研究所

5.2 规模以上医院收入占比 81%，烟台、青岛等地区是目前主要收入来源区

图表2 2010年公司主营业务收入构成



资料来源：公司资料、平安证券研究所

- 所谓规模以上医院主要指三级和二级医院；
- 虽然目前公司收入主要来源烟台、青岛和威海等山东东部地区，但公司已覆盖以济南为中西的西部中部地区规模医院，鲁西和鲁中地区是公司业务未来主要增长区域。

5.3 山东省实际排名第一

虽然根据全国医药商业协会数据，瑞康医药在山东省医药商业规模排名为第三。但根据调研，我们认为公司在山东医院配送规模为第一。海王生物 2009 年报披露的全国商业规模数据仅为 19 亿元，与医药商业协会数据差异较大，间接印证了我们的调研结果。

图表3 2009年山东省医药商业排名

山东销售 总额排名	全国销售 总额排名	公司	销售总额 (万元)	利税总额 (万元)	山东利税 总额排名
1	30	山东海王银河医药有限公司	408,689	7,581	3
2	45	济南中信医药有限公司	310,000	13,153	1
3	59	山东瑞康医药股份有限公司	213,325	8,443	2
4	62	山东康惠医药有限公司	197,439	3,932	5
5	104	山东罗欣医药集团有限公司	117,534	2,737	6
6	113	山东康诺盛世医药有限公司	105,921	886	9
7	124	山东新华医药贸易有限公司	94,330	1,807	7
8	141	青岛百洋医药科技有限公司	82,897	4,271	4
9	157	青岛华氏国风医药有限责任公司	69,579	-	-
10	165	山东聊城利民药业集团	65,000	1,200	8

资料来源：公司资料、平安证券研究所

5.4 公司股东结构

张仁华、韩旭夫妇合计持有公司 51.69%的股份，是公司的控股股东和实际控制人。

图表5 公司股权结构

股东名称	持股量（万股）	持股比例（%）
张仁华	2,707.95	28.87%
韩旭	2,140.67	22.82%
TB Nature Limited	1,731.57	18.46%
青岛睿华方略	419.81	4.48%
社会公众股	2,380.00	25.37%
合 计	9,380.00	100.00%

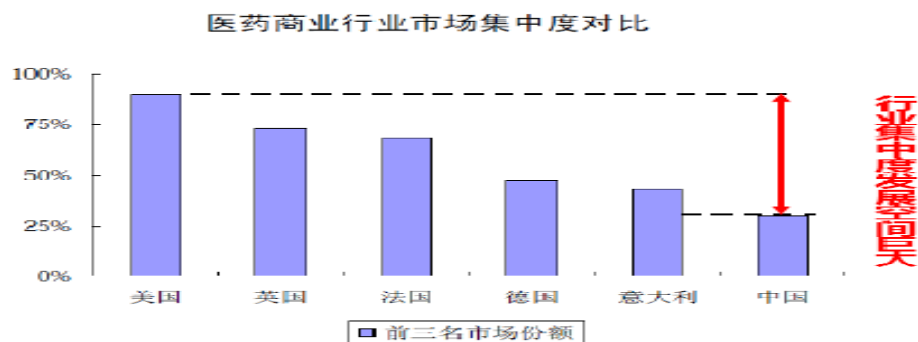
资料来源：公司资料、平安证券研究所

5.5 山东以及全国医药商业情况

■ 医药商业集中是长期趋势

无论是国际比较还是政策分析，医药商业集中度的提升是长期趋势。

图表6 医药商业行业市场集中度对比



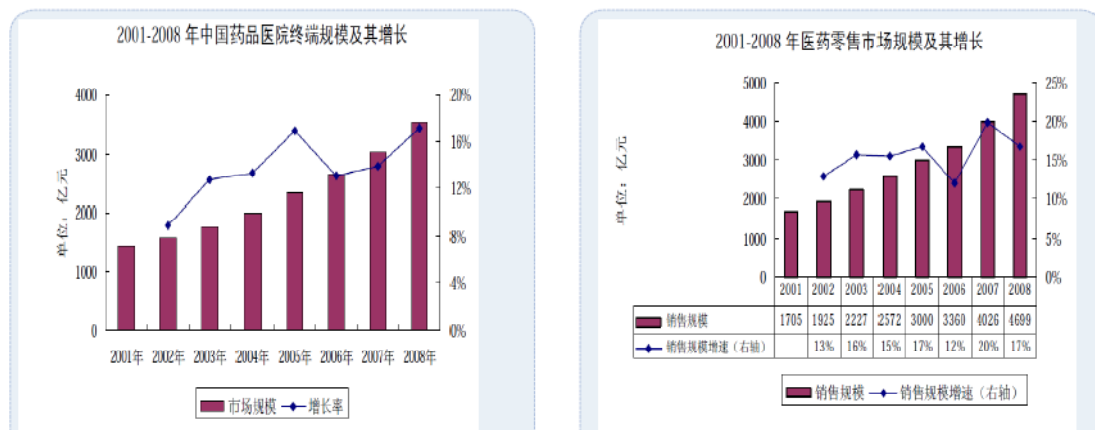
资料来源：招股说明书，平安证券研究所

■ 全国和山东医药商业规模情况

全国医药商业保持15%以上的增速。

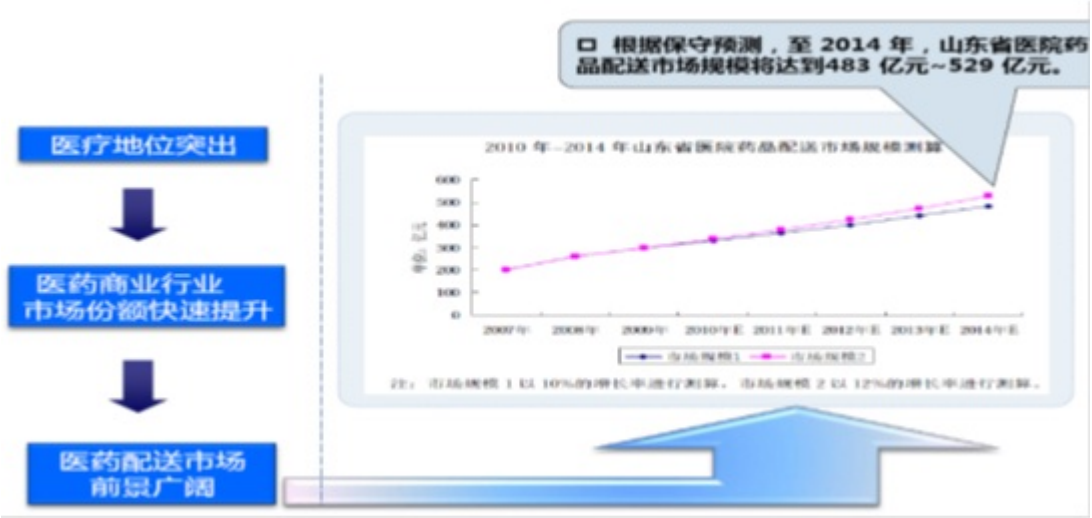
2010年山东省医药商业规模约为300亿元，是全国第六大医药流通市场。根据商务部医药流通十二五规划和山东省十二五医药流通规划，预计2015年之前山东龙头医药流通企业收入将超过百亿。

图表7 全国医药商业规模情况



资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表8 山东省医药商业行业发展分析



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
流动资产	1,386	2,011	2,768	3,601	
现金	350	501	689	897	
应收账款	790	1,155	1,590	2,068	
其他应收款	2	0	0	0	
预付账款	31	31	42	55	
存货	192	291	401	522	
其他流动资产	22	33	46	60	
非流动资产	94	246	233	221	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	50	204	192	181	
无形资产	40	38	36	34	
其他非流动资产	4	4	5	7	
资产总计	1,479	2,257	3,001	3,823	
流动负债	1,183	1,402	1,996	2,614	
短期借款	256	69	157	217	
应付账款	565	858	1,182	1,538	
其他流动负债	362	475	658	859	
非流动负债	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	0	0	0	0	
负债合计	1,183	1,402	1,996	2,614	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	70	94	94	94	
资本公积	152	582	582	582	
留存收益	74	179	329	533	
归属母公司股东权益	296	854	1,005	1,209	
负债和股东权益	1,479	2,257	3,001	3,823	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
经营活动现金流	71	57	114	170	
净利润	62	94	131	177	
折旧摊销	5	9	14	14	
财务费用	19	24	33	49	
投资损失	0	0	0	0	
营运资金变动	-14	-73	-67	-74	
其他经营现金流	-1	3	4	4	
投资活动现金流	-38	-160	0	0	
资本支出	38	161	0	0	
长期投资	-0	0	0	0	
其他投资现金流	-1	1	0	0	
筹资活动现金流	32	254	74	37	
短期借款	76	-177	107	86	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	24	0	0	
资本公积增加	0	430	0	0	
其他筹资现金流	-44	-24	-33	-49	
现金净增加额	65	151	188	207	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
营业收入	2,213	3,339	4,595	5,978	
营业成本	2,030	3,065	4,220	5,494	
营业税金及附加	4	5	7	8	
营业费用	40	66	78	87	
管理费用	33	49	77	95	
财务费用	19	24	33	49	
资产减值损失	3	5	7	9	
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	126	175	236	
营业外收入	0	0	0	0	
营业外支出	2	0	0	0	
利润总额	83	126	175	236	
所得税	21	31	44	59	
净利润	62	94	131	177	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	62	94	131	177	
EBITDA	108	158	221	299	
EPS (元)	0.66	1.01	1.40	1.89	

主要财务比率					
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	
成长能力					
营业收入	38.2%	50.8%	37.6%	30.1%	
营业利润	35.4%	47.8%	38.8%	35.3%	
归属于母公司净利润	38.8%	52.0%	38.8%	35.3%	
获利能力					
毛利率(%)	8.3%	8.2%	8.2%	8.1%	
净利率(%)	23.0%	2.8%	2.8%	2.9%	
ROE(%)	21.0%	11.2%	13.4%	15.4%	
ROIC(%)	8.6%	8.1%	8.7%	9.5%	
偿债能力					
资产负债率(%)	80.0%	62.6%	67.5%	69.8%	
净负债比率(%)	21.6%	5.6%	9.2%	10.2%	
流动比率	1.17	1.42	1.37	1.35	
速动比率	1.01	1.22	1.17	1.15	
营运能力					
总资产周转率	1.76	1.79	1.75	1.75	
应收账款周转率					
应付账款周转率	4.14	4.31	4.14	4.04	
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.66	1.01	1.40	1.89	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.75	0.61	1.22	1.82	
每股净资产(最新摊薄)	3.16	9.00	10.40	12.29	
估值比率					
P/E	44.90	29.54	21.29	15.73	
P/B	9.42	3.30	2.86	2.42	
EV/EBITDA	22.71	15.54	11.14	8.23	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257