

瑞康医药(002589)

公司研究/简评报告

区域医药商业龙头，增长确定

—瑞康医药调研简报

民生精品---简评报告/医药行业

2012年2月16日

一、事件概述

前期对公司进行调研，就公司的经营情况及发展规划与公司管理层进行了沟通。

二、分析与判断

► 山东省医药商业集中度较低，瑞康医药作为龙头企业将受益

我们通过分析认为瑞康医药是山东省最大的医药商业企业。我们结合卫生部的统计年鉴及南方所数据，我们对各省医药市场规模进行了估计。按照该测算，山东省龙头企业的市场份额仅有5%左右，对比发现山东省医药商业的集中度明显低于其他主要医药市场。我们认为在当前的政策环境下，山东省医药商业将加速集中，瑞康医药将受益。

► 2011年公司发展迅猛，配送网络及服务能力大幅提升，龙头地位得到巩固

公司高端医院覆盖率从08年的45%，上升至2011年中期的96%。2011年公司完成了高端医院的覆盖。公司组建了基本药物配送体系，覆盖率和配送量据全省第一位。同时公司为配合医疗器械及耗材的集中招标，组建了医疗器械配送体系。11年公司新招聘约500人，人数大幅增长至1200人。后续随着公司物流中心的陆续建成，公司的业务能力将大幅提升。我们认为未来几年公司的业务进入快速增长期。

三、盈利预测与投资建议

我们预计公司2011-2013年分别实现EPS0.89元、1.22元和1.69元，以2月15日收盘价24.49元计算，对应动态PE分别为27、20、14倍。我们认为公司高端医院业务受益于行业集中度提升及配送网络完善保持快速增长，基础医疗业务受益于基本药物制度的推行，业务量快速增长。同时，医疗器械业务也将为公司增长助力。整体而言我们认为公司业绩增长确定，看好公司发展前景。考虑到当前的估值水平与公司的成长性不匹配，我们给以“强烈推荐”的投资评级。

四、风险提示：

资源整合风险，市场开拓风险

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,213	3,194	4,451	5,814
增长率(%)	38.2%	44.3%	39.4%	30.6%
归属母公司股东净利润(百万元)	62	84	114	159
增长率(%)	38.8%	35.1%	36.4%	38.6%
每股收益(元)	0.66	0.89	1.22	1.69
PE	37	27	20	14
PB	7.76	2.82	2.47	2.11

资料来源：民生证券研究所

强烈推荐

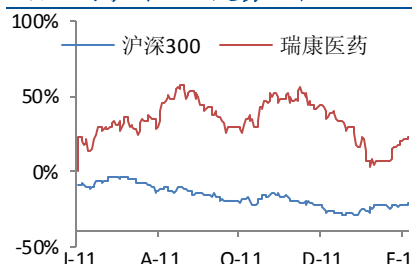
首次评级

合理估值：31元

交易数据(2012-02-15)

收盘价(元)	24.49
近12个月最高/最低	20/31.54
总股本(百万股)	93.80
流通股本(百万股)	23.80
流通股比例%	25.37
总市值(亿元)	22.97
流通市值(亿元)	5.83

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：李平祝

执业证书编号：S0100511030004

电话：(8610)85127808

Email: lipingzhu@mszq.com

联系人：吴晓雯

电话：(8610)85127656

Email: wuxiaowen@mszq.com

相关研究

一、山东省医药商业集中度低，瑞康作为龙头将受益

（一）瑞康医药是山东医药商业龙头企业

从 2010 年的医药商业百强榜看，瑞康医药是山东省的医药商业前三甲。该排行榜由企业上报收入规模，数据未经审计，因此准确性难免有误。按照该排行榜，排名第一位的是山东海王银河（42.8 亿元）。该公司是上市公司海王生物的子公司，2010 年海王生物的医药商业部分报表收入为 30.89 亿元，且海王生物的医药商业以深圳市海王银河医药投资有限公司为管理平台，旗下有山东海王、河南海王、浙江海王、安徽海王、湖北海王和南阳海王。根据我们的了解山东海王占比在 70% 左右，因此山东海王 2010 年的销售规模在 21.5 亿元左右，因此其业务收入并未高于瑞康医药。

济南中信医药现为华润山东医药有限公司。从公司的物流中心建设情况看，其药品仓库 1 万平米，小于瑞康医药的 1.3 万平米。瑞康医药销售的产品为价格较高的高毛利品种，且目前瑞康的仓储已经满负荷。因此济南中信医药的实际销售规模也难以大幅超越瑞康医药。同时，济南中信医药主要配送区域为济南市，从覆盖面上讲其医院销售规模也难以超越瑞康医药。

表 1：2010 年医药商业百强榜（山东）

序号	企业名称	主营业务收入
22	山东海王银河医药有限公司	428,383
27	济南中信医药有限公司	312,208
38	山东瑞康医药股份有限公司	221,299
53	山东康惠医药有限公司	170,400
59	山东瑞中医药有限公司	158,668
60	罗欣医药集团有限公司	154,846

资料来源：民生证券研究所

（二）山东省医药商业集中度较低

2010 年，山东省的医药商业规模估计在 450 亿元左右，瑞康医药的销售规模约为 22 亿元，市场份额约为 4.9%。

对比全国其他省市，如北京、上海、江苏、浙江等地，当地龙头配送企业的市场份额通常在 15-50% 之间。根据我们的了解这些公司通常的纯销比例在 60-70%，仅计算其纯销的集中度，也仍明显高于山东市场。

通过分析发现，北京、上海、浙江、江苏等省市的龙头企业均为国有企业，由计划经济时期的医药站转制而来。而山东省则较为特殊，销售规模前五的企业中，除济南中信医药外，均为民营企业。我们认为山东省原有医药站未能发展为山东省的医药配送龙头是山东省医药配送市场集中度较低的原因。

医药行业是规模效应明显的行业，上下游客户均倾向于龙头企业。因此，瑞康医药作为龙头企业有望受益于行业集中度的提升。

表 2：山东省医药商业集中度远低于其它省份（2010 年）

省市	省规模（亿元）	公司	公司规模（亿元）	占比
北京市	400	北医股份	100	25%
北京市	400	国药股份	57	14%
上海市	400	上海医药	195	49%
江苏省	500	南京医药	88	18%
浙江省	500	华东医药	73	15%
浙江省	500	英特集团	66	13%
广东省	700	一致药业	100	14%
广东省	700	广州医药	133	19%
山东省	450	瑞康医药	22	5%

资料来源：民生证券研究所 注：根据卫生部和南方所数据估计

二、2011 年发展迅猛，配送网络进一步完善

（一）高端医院覆盖率提升，后续期待新覆盖区域的上量

2008 年公司覆盖规模以上医院 224 家，覆盖率为 45%，2010 年达到 333 家，覆盖率为 67%，2011 年上半年达到 477 家，覆盖率为 96%。

前期依靠覆盖面，后期依靠已覆盖医院的上量。我们认为公司高端医院覆盖的工作已经基本完成，未来的增长主要靠目前覆盖医院的份额提升。据我们了解，2011 年公司在济宁、淄博、泰安、莱芜等后进入区域都取得了快速的增长。同时，公司的传统优势区域仍保持较快增长。整体而言公司高端医院销售 11 年取得了超越 40% 的快速增长。

公司业务进入快速发展期。公司目前的物流中心位于烟台，另有济南、青岛和淄博分（子）公司仓库。济南物流中心正处于建设中，预计 12 年底投入运营。同时，公司在青岛和济宁规划新的物流中心，届时公司进一步巩固山东省东北部沿海发达地区的物流配送能力，并强化近两年快速发展的鲁西南地区的物流配送能力。同时，2011 年公司招聘 500 人，人员数量大幅度增加，目前公司总人数在 1200 人左右。物流中心的建设和人员的配备为公司业务发展提供了保障。我们认为公司的业务进入快速增长期。

A map of Shandong Province, China, with various cities labeled. The cities and their associated logos are as follows:

- 德州 (Dezhou): REALCAN logo
- 滨州 (Binzhou): REALCAN logo
- 东营 (Dongying): REALCAN logo
- 聊城 (Liaocheng): REALCAN logo
- 济南 (Jinan): REALCAN logo and 6S logo
- 淄博 (Zibo): REALCAN logo
- 潍坊 (Weifang): 6S logo
- 烟台 (Yantai): REALCAN logo and 6S logo
- 威海 (Weihai): REALCAN logo
- 青岛 (Qingdao): REALCAN logo and 6S logo
- 日照 (Rizhao): 6S logo
- 临沂 (Linyi): 6S logo
- 枣庄 (Zaozhuang): 6S logo
- 济宁 (Jining): 6S logo
- 菏泽 (Heze): 6S logo
- 泰安 (Taian): REALCAN logo
- 莱芜 (Laiwu): REALCAN logo

（二）11 年基药配送取得突破，配送网络进一步完善

同时，从 2011 年的实践情况看，马太效应已经显现，小企业在淘汰，集中度在提升。

基药采购平台的配送企业是三百多家，而有结算的仅有两百家左右，意味着有约 1/3 的企业已经退出。小企业的退出，对于瑞康这样的龙头企业构成利好。

表 3：山东省基本药物配送企业配送区域、品规情况公示表（截止 2011 年 8 月 31 日）

配送企业	已覆盖县市区数量（含高新区、开发区等）	已配送生产企业数量	已配送品规数量
山东瑞康医药股份有限公司	152	432	941
华润山东医药有限公司	121	367	781
山东瑞康医药股份有限公司济南分公司	113	286	569
山东海王银河医药有限公司	80	381	823
山东天士力医药有限公司	71	144	345
山东鑫康弘医药有限公司	64	321	736
国药控股山东有限公司	61	105	195
济南药业集团有限责任公司	58	331	698
山东齐都药业有限公司	54	5	34
山东瑞康医药股份有限公司青岛分公司	46	266	489

资料来源：民生证券研究所 山东省药品集中采购网

表 4：山东省基本药物配送企业总配送到位率情况公示表

配送企业	发货率	到货率	3 日到货率
山东瑞康医药股份有限公司	99.37%	96.36%	62.47%
华润山东医药有限公司	99.01%	93.62%	54.66%
山东瑞康医药股份有限公司济南分公司	99.51%	95.80%	60.18%
山东海王银河医药有限公司	98.40%	97.79%	70.68%
山东天士力医药有限公司	99.46%	90.89%	58.33%
山东鑫康弘医药有限公司	97.97%	95.30%	75.20%
国药控股山东有限公司	87.10%	85.74%	46.00%
济南药业集团有限责任公司	-	-	-
山东齐都药业有限公司	99.87%	99.78%	58.22%
山东瑞康医药股份有限公司青岛分公司	98.83%	94.47%	59.13%

资料来源：民生证券研究所 山东省药品集中采购网

（三）医疗器械及耗材是新的增长点

甲类医疗器械和高值耗材由卫生部统一招标，乙类由省级招标。价格 500 万以上的器械被认为是大型医疗设备，被分为甲乙两类。详细规定如下，《大型医用设备配置与使用管理办法》管理品目中的甲类大型医用设备配置工作由卫生部审批，这类大型设备和心脏起搏器、心脏介入类等高值医用耗材由卫生部统一负责组织集中采购，并已委托卫生部国际交流与合作中心执行。大型医用设备管理品目中的乙类大型医用设备，以及除心脏起搏器、心脏介入类等以外的高值医用耗材，纳入省级集中采购范围的，由省级负责组织集中采购。其他医疗设备和耗材，由省级卫生行政部门根据实际情况，具体研究制定省级和地市级集中采购目录。

目前医疗器械及耗材的集中招标采购是发展的趋势，部分省市已经开始该项工作。山东省今年有望推出器械及耗材的集中招标采购工作。估计山东医疗器械及耗材的市场规模

过百亿。省级集中招标采购工作的推出将改变现有医疗器械及耗材配送散乱的特征。公司目前已经组建了医疗器械及耗材配送的事业部。公司的网络利用率将进一步提升。由于该业务通常毛利率高于药品配送，同时公司利用的是现有的配送网络，因此该业务有望提升公司的净利率水平。

公司财务报表数据预测汇总
利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	2,213	3,194	4,451	5,814
减：营业成本	2,030	2,939	4,092	5,335
营业税金及附加	3.61	5.11	7.12	9.30
销售费用	39.74	59.09	87	110
管理费用	33.38	49.51	71.22	93.03
财务费用	18.67	25.74	36.19	49.51
资产减值损失	3.21	3.50	4.50	5.00
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	85.14	112.42	153.13	212.04
加：营业外收支净额	-1.96	-0.50	-0.50	-0.50
三、利润总额	83.18	111.92	152.63	211.54
减：所得税费用	21.04	27.98	38.16	52.89
四、净利润	62.13	83.94	114.47	158.66
归属于母公司的利润	62.11	83.91	114.43	158.60
五、基本每股收益 (元)	0.662	0.895	1.220	1.691

主要财务指标

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	16.41	17.34	14.02	10.03
成长能力:				0
营业收入同比	38.2%	44.3%	39.4%	30.6%
营业利润同比	35.38%	32.04%	36.22%	38.47%
净利润同比	38.7%	35.1%	36.4%	38.6%
营运能力:				
应收账款周转率	2.73	2.28	2.23	2.24
存货周转率	10.60	10.88	10.49	10.26
总资产周转率	1.50	1.51	1.57	1.57
盈利能力与收益质量:				
毛利率	8.3%	8.0%	8.1%	8.2%
净利率	2.8%	2.6%	2.6%	2.7%
总资产净利率 ROA	6.5%	5.5%	5.7%	6.1%
净资产收益率 ROE	21.0%	10.3%	12.3%	14.6%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.17	1.84	1.66	1.56
资产负债率	79.9%	61.5%	67.2%	70.5%
长期借款/总负债	10.0%	4.7%	3.0%	5.4%
每股指标 (元)				
每股收益	0.662	0.895	1.220	1.691
每股经营现金流量	0.816	-4.098	-0.919	0.638
每股净资产	3.156	8.689	9.909	11.600

资料来源：民生证券研究所

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	344.70	323.61	228.59	273.28
应收票据	(1.00)	0.00	0.00	0.00
应收账款	812.05	1400.00	2000.00	2600.00
预付账款	30.56	35.00	40.00	50.00
其他应收款	2.00	3.00	3.00	3.00
存货	191.51	270.00	390.00	520.00
其他流动资产	(1.00)	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	1380.82	2031.61	2661.59	3446.28
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	49.62	41.31	39.86	117.92
在建工程	1.13	10.00	100.00	100.00
无形资产	39.62	35.54	31.48	27.38
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	91.22	87.74	172.24	246.21
资产总计	1472.03	2119.36	2833.83	3692.48
短期借款	256.07	0.00	0.00	0.00
应付票据	915.64	1100.00	1600.00	2200.00
应付账款	(1.00)	0.00	0.00	0.00
预收账款	0.14	0.15	0.15	0.15
其他应付款	4.15	4.15	4.15	4.15
应交税费	(1.00)	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1176.00	1104.30	1604.30	2204.30
长期借款	(1.00)	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	0.00	200.00	300.00	400.00
负债合计	1176.00	1304.30	1904.30	2604.30
股本	70.00	93.80	93.80	93.80
资本公积	151.94	563.23	563.23	563.23
留存收益	11.99	74.09	158.00	272.43
少数股东权益	0.00	0.03	0.07	0.13
所有者权益合计	296.03	815.06	929.53	1088.19
负债和股东权益合计	1472.03	2119.36	2833.83	3692.48

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	76.58	(384.39)	(86.16)	59.88
投资活动现金流量	(37.98)	(10.68)	(100.68)	(100.68)
筹资活动现金流量	32.32	373.98	91.81	85.49
现金及等价物净增加	70.91	(21.09)	(95.03)	44.69

分析师与联系人简介

李平祝，北京大学药理学硕士，具有证券投资咨询执业资格。4年证券从业经验，2011年3月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
韦珂嘉	北京	010-85127772	13701050353	weikejia@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
蔡虹	广深	0755-22662056	18665333929	caihong@mszq.com
刘毅	广深	0755-22662101	13760348848	Liuyi_sz@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 200120

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 518040

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。