

瑞康医药(002589.SZ)

大商业时代的坚定成长者

评级: 增持 **前次:**
目标价(元): 38.6-40.9
 分析师 分析师
 胡德军
 S0740511070005
 021-20315083
 hudj@r.qlzq.com.cn
 2012年9月4日

基本状况

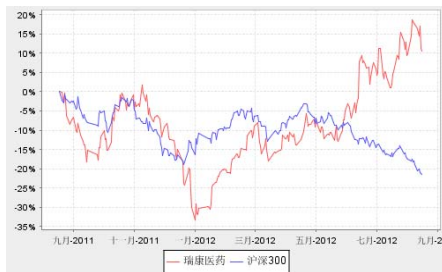
总股本(百万股)	93.80
流通股本(百万股)	41.12
市价(元)	34.99
市值(百万元)	3170.44
流通市值(百万元)	1389.71

业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2,213.3	3,195.4	4,740.9	6,160.1	7,846.6
营业收入增速	38.19%	44.37%	48.37%	29.93%	27.38%
净利润增长率	38.77%	35.34%	33.45%	31.54%	36.93%
摊薄每股收益(元)	0.89	0.90	1.20	1.57	2.15
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	0.00	29.00	29.27	22.25	16.25
PEG	0.00	0.82	0.87	0.71	0.44
每股净资产(元)	4.23	8.69	9.79	11.26	13.31
每股现金流量	1.01	-5.06	3.38	0.81	1.05
净资产收益率	20.98%	10.31%	12.22%	13.97%	16.18%
市净率	0.00	2.99	3.58	3.11	2.63
总股本(百万股)	70.00	93.80	93.80	93.80	93.80

备注: 市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- 和市场普遍认为医药商业集中度是由配送行业低毛利导致不同,我们深入分析后发现美国和日本医药商业高度集中的三大核心驱动力在于上游制药企业高度集中、下游销售终端多元以及行业政策推动,其中上下游决定行业内生整合动力,政策催化行业整合进程;目前中国制药企业分散、接近60%的药品销售集中于医院终端,似乎行业内生性整合动力依然不足;
- 但我们发现中国医改中强大的政策干预正在改变医药商业内生性整合驱动力不足的现状;

一方面,省级政府主导的集中采购模式从医药商业角度间接实现了上游集中和下游多元的格局,它迫使制药企业在销售上不得不依托于政府渠道,形成了类似美国的集团式采购;在终端客户上不得不依据政策,使销售从医院终端逐渐向第三终端转移,从而间接实现终端多元化步伐;因此我们认为目前中国医药商业内生性整合动力已经呈现,未来每一次招标都将成为行业新一轮内生性整合加速器;

另一方面,药品安全和价格管制愈加严格,产业盈利能力下降,行业门槛提升,在价格的强力管制之下,制药企业对企业资金实力、市场覆盖率、配送能力以及成本控制能力要求更高,传统的医药商业也将逐渐从单功能的配送功能向服务兼配送企业转变,企业未来业务模式将显得至关重要;
- 预计新的集中采购体系下,具有地域、高端医疗市场以及规模优势的中大型商业公司将首先受益,但医改实行的以省级招标为主的模式极有可能驱动医药商业呈现椭圆形三角市场格局,即省级龙头占据主导,全国性龙头次之,地市级龙头市场地位逐渐弱化或并入区域龙头;
- 因此在投资上建议优选具有区域经济优势、自身规模优势以及当地政府政策支持的区域龙头;

- **我们看好瑞康背靠山东经济优势，未来兼具规模和盈利提升潜力：**
 - **规模潜力：1、背靠山东经济，区域经济优势明显：**2011年山东省GDP增长10.9%，国内保持前列；**2、区域规模上优势明显，有三倍市场份额上提升潜力：**从区域销售看，山东共有医药商业公司845家，是一个医药商业非常分散的区域，瑞康2011年占山东药品商业总额的5.2%，位列第二，在行业内生性整合驱动下如果未来五年市场份额逐步提升至20%，还有三倍空间有待挖掘；**3、区域政策红利有望逐步兑现：**山东早在2008年就提升了新开药品批发企业门槛，同时医疗耗材实行集中式采购有望提上日程，公司有望享受当地政策红利；**4、上游合作渐入佳境，下游覆盖面快速增加，**2011年供应商客户数量达1428家，而下游实现了山东地区全覆盖，渠道再利用优势有望逐步体现；
 - **盈利提升潜力：1、公司聚焦直销业务和高端医疗领域，业务优势突出，**众所周知直销业务模式具有毛利率较高、终端掌控能力强、对医药工业企业的价格谈判能力强、争取医药工业企业配送权占优等优点，公司2011年通过直销模式对山东省三级医院、二级医院和基层医疗机构覆盖率分别超过97%、65%和40%，但份额占比不到9%，预计未来每次药品招标都将成为公司份额提升加速器；**2、不断延伸现有业务，提升公司整体盈利水平：**公司2012年7月发布非公开发行股票预案，用于医疗器械配送项目、医用织物洗涤和生产项目，新项目不仅可以依托公司现有渠道，实现成熟渠道再利用，同时有助于公司提升整体毛利率水平，并提升公司除配送外对医院市场的其他服务能力，提升终端市场竞争力；
- **我们预测公司2012-14年的营业收入分别为47.4亿元、61.6亿元和78.5亿元，同比分别增长48.4%、29.9%和27.4%；**归属母公司净利润分别为1.1亿元、1.5亿元和2.0亿元，同比分别增长33.5%、30.7%和38.2%，在不考虑增发摊薄情况下对应EPS分别为1.20元、1.57元和2.15元，综合绝对估值和相对估值，认为公司合理价值区间为38.6元—40.9元，对应2012年EPS元的市盈率分别为32×PE和34×PE，对应2013年EPS市盈率分别为25×PE和26×PE，首次给予“增持”投资评级。

内容目录

图表目录	- 3 -
序言	- 5 -
大中型医药商业企业正迎来加速增长时代	- 5 -
总结美国和日本，上游、终端、政策是驱动医药商业集中三大要素	- 5 -
中国上游分散、终端强势，政策将是内生集中核心驱动力	- 7 -
招标采购体系变革正在加速行业内生性整合，每次招标都将成为催化剂 ...	- 8 -
政策驱动下医药商业格局或呈椭圆形结构，区域龙头有望首先受益	- 10 -
小结：投资策略上，首选区域龙头和全国性龙头	- 12 -
背靠山东经济，瑞康正处于加速增长期	- 13 -
规模潜力：同时拥有区域经济、政策扶持、上游资源、下游客户四大优势-	13 -
1、宏观因素：背靠山东经济，医药产业优势明显，3倍空间有待挖掘	- 13 -
2、政策提升行业门槛，公司有望成为政策红利最大受益者	- 14 -
3、上游合作渐入佳境，下游覆盖面快速增加，竞争力不断提升	- 14 -
聚焦直销、延伸产业链，公司盈利能力有望持续攀升	- 15 -
1、纵观美日，聚焦直销业务和处方药市场将是提升盈利能力的关键	- 15 -
2、中国：高端市场、业务模式以及衍生业务能力将决定公司盈利能力 ...	- 16 -
3、公司聚焦直销业务和高端医疗领域，业务优势突出	- 17 -
4、加快外延服务步伐，确保公司盈利水平稳步提升	- 18 -

盈利预测、估值与投资建议.....	- 20 -
假设前提与盈利预测.....	- 20 -
绝对估值法：37.3 元/股.....	- 20 -
结合相对估值，预计合理价值区间：37.3 元—40.6 元.....	- 21 -
风险提示.....	- 21 -

图表目录

图表 1: 美国、日本和中国医药流通市场对比分析.....	- 6 -
图表 2: 美国处方药分销渠道（百万美元）.....	- 6 -
图表 3: 美国医药商业市场份额情况.....	- 6 -
图表 4: 美国药品销售终端分布情况.....	- 6 -
图表 5: 日本医药商业市场份额情况.....	- 7 -
图表 6: 日本药品销售终端分布情况.....	- 7 -
图表 7: 日本分销企业数量变化.....	- 7 -
图表 8: 美国分销企业数量变化.....	- 7 -
图表 9: 中国药品在不同终端销售情况.....	- 8 -
图表 10: 中国的医药商业在招标体系下的两种集中方式.....	- 9 -
图表 11: 国内分销业不同业务对比分析.....	- 10 -
图表 12: 中国医药商业增长情况.....	- 10 -
图表 13: 未来中国医药商业行业格局.....	- 11 -
图表 14: 区域龙头和全国龙头对比分析.....	- 11 -
图表 15: 2011 年各地龙头在各地区市场份额情况.....	- 12 -
图表 16: 9 家上市公司医药商业营收增长情况.....	- 12 -
图表 17: 国药控股近年营收增长情况.....	- 12 -
图表 18: 2011 年全国医药工业总产值区域情况.....	- 13 -
图表 19: 山东医药商业规模预测.....	- 14 -
图表 20: 目前山东医药商业格局.....	- 14 -
图表 21: 公司上游供应商数量不断增加.....	- 15 -
图表 22: 公司营销网络逐渐实现全覆盖.....	- 15 -
图表 23: 美国最大医药商业公司麦克森医药商业业务构成情况.....	- 16 -
图表 24: 日本前三大医药流通企业收入构成分析.....	- 16 -
图表 25: 公司在山东省医院药品配送市场份额预测表.....	- 17 -
图表 26: 公司医院覆盖率持续提升.....	- 17 -
图表 27: 2012 年第二期公司基药配送情况.....	- 17 -
图表 28: 公司非公开发行募投预案项目分析.....	- 18 -
图表 29: 未来医疗器械在山东地区药品销售额占比有望快速提升.....	- 19 -

图表 30: 全国医药卫生材料及用品行业数据分析	- 19 -
图表 31: 公司期间费用率和所得税预测表	- 20 -
图表 32: 绝对估值的假设条件	- 20 -
图表 33: 可比公司估值	- 21 -
图表 34: 公司分产品预测表	- 22 -

序言

- 面对一个拥有 1.35 万个医药商业公司的行业，集中度无疑蕴藏着巨大的空间，但和美国日本不同，中国是一个上游依然分散，下游却相对非常集中的特殊市场，内生性整合动力似乎明显不足，行业集中虽然这两者都在发生改变，但依靠原有市场自身力量短期难以实现行业的快速集中，因此我们需要其他外力来推动行业的内生性变革；

大中型医药商业企业正迎来加速增长时代

归纳美国和日本，上游、终端、政策是驱动医药商业集中三大要素

- 通过对比我们发现美国医药商业和日本的高度集中背后的在于制药企业集中度高、下游销售终端分散，同时政策在行业集中驱动上起到催化剂重要作用；
- 美国集中驱动力：上游集中、终端多元，药品安全管制严格
 - 上游：医药市场非常集中，巨头林立，品牌企业和畅销药对医药商业企业的选择权利非常大，因此只有具有规模和强大经济实力的商业企业才能得到上游企业的垂青；药品价格市场化，因此一些创新药对很多制药企业的业绩贡献非常大，因此高价药对很多批发商的利润贡献也异常重要，市场相对集中；
 - 下游：美国药品在医院终端销售只占 17%，批发中心占到 23%，另外独立药店和连锁药店分别占到 15% 和 17% 的市场份额，这在一定程度上导致了很大型零售商的出现，而零售商会倾向于把他们 90% 的订单放在一个批发商手上，因此市场逐渐向一些主要的医药商业公司集中；
 - 在药品管理上，1987 年处方药的营销法案出台，加大了对药品供应链安全管理，该法案促使一些授权经销商出现；在此背景下，美国终端销售的多样化一方面使得美国医院方面出现了集团式采购的形式，另一方面终端顾客群体的多样化对医药商业提出了更高要求，大资金量的规模企业可以依靠量的增加来降低成本，因此对制药企业的吸引力更强，行业内生性集中开始；
- 日本集中驱动力：全民医保、价格管制、自由竞争
 - 上游：日本的销售额排名前 10 位的企业销售额占全部企业销售额的比例为 54.2%，集中度相对分散；
 - 下游：日本的医疗体系有三个显著特点：广泛的医疗保险覆盖体系；灵活的医疗服务形式；在医疗服务的选择上，公民有高度的自主性；这一点促成了日本复杂的医疗服务体系，大大小小的诊所遍布全国；因此日本有超过 55% 的处方是通过医院或诊所来购买的，这一点和中国很相似；
 - 药品管理上：由于日本是政府主导的全民医保制度，体系非常完善，随着老龄化带来的医疗费用支出的不断增加，日本成为了药品价格控制最为严格的国家，基本是每两年政府会主动压低一次价格，这导致了药品生产企业和医药商业企业需要协商分配利润，因此从 1992 年到 2011 年，日本药品批发商协会成员从 351 个减少到 96 个，行业集中度快速提升；

图表1: 美国、日本和中国医药流通市场对比分析

项目	美国	日本	中国
药品生产企业	集中度高, 前10名占市场份额48%, 前20名占市场比重达60%, 而企业内部畅销药占比大	销售额排名前10位的企业销售额占全部企业销售额的比例为5.1%	集中度低, 前10强占制药工业比重为15%, 前20强占比21%;
终端客户销售情况	非常分散, 医院只占17%, 药品零售市场占比达到62%	医疗机构药品费用仅占其总费用的20%左右	60%集中于医院终端
药品价格管制	市场化机制, 注重药品安全控制	政府价格管理范围为列入医疗保险目录的所有药品, 现有13311个药品	医改北京下, 行业法规正在趋严
平均毛利率	4.3%	7.5%	7.2%
医药批发商的平均利润率	1.5%	.6%	2-3%
费用率	2.7%	7.2% (小型终端多导致)	5.3%
前三强市场份额	94%	6%	23%
2011年行业平均增速	2.1%	3.4%	2.0%

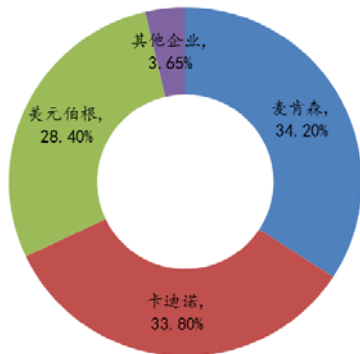
来源: 齐鲁证券研究所

图表2: 美国处方药分销渠道 (百万美元)

终端分类	2010年	2009年	2008年	2007年	2006年
连锁药店	2173.6	2129.5	2046.8	2012	1946.8
单体药店	748.3	754.6	769.4	782.7	764.8
食品店	490.3	487.8	481.2	478.1	475.5
长期护理	318.8	316	307.4	295	287.1
邮寄	264.2	261.3	261.5	257.3	232.2
全美处方药市场	3995.2	3949.2	3866.3	3825.1	3706.4

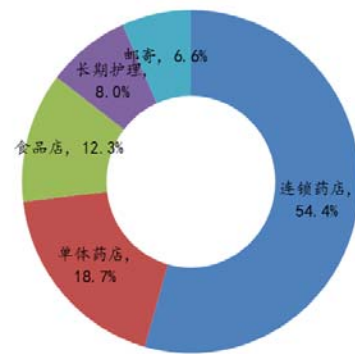
来源: 齐鲁证券研究所

图表3: 美国医药商业市场份额情况

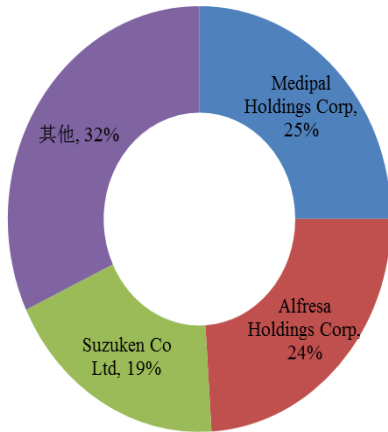


来源: 齐鲁证券研究所

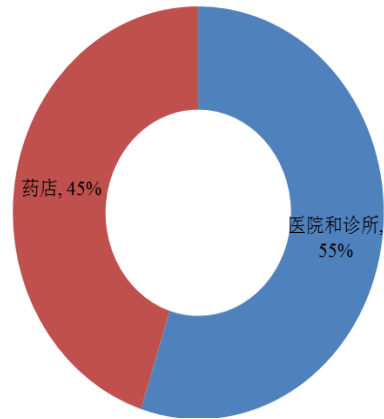
图表4: 美国药品销售终端分布情况



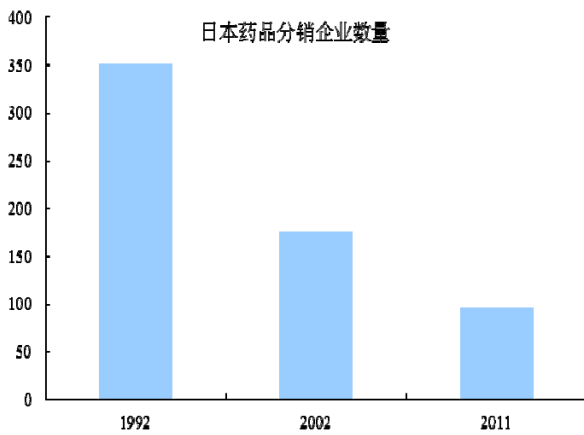
来源: 齐鲁证券研究所

图表 5：日本医药商业市场份额情况


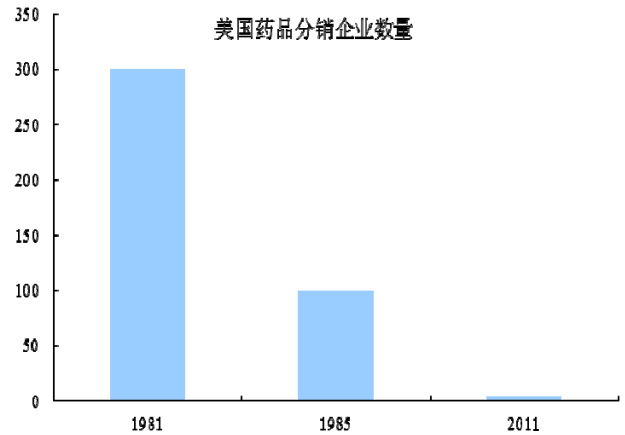
来源：齐鲁证券研究所

图表 6：日本药品销售终端分布情况


来源：齐鲁证券研究所

图表 7：日本分销企业数量变化


来源：齐鲁证券研究所

图表 8：美国分销企业数量变化


来源：齐鲁证券研究所

中国上游分散、终端强势，政策将是内生集中核心驱动力

- 中国有接近 6 千家制药企业，但产品年销售额超过 10 亿元的只有 54 家（按 2011 年销售额），市场相对分散但依然向集中的方向发展，考虑到大部分是以仿制药和中药品种主（很多企业内部还兼做医药商业配送），短期难以出现具有全球认可的畅销类产品，因此这种相对分散的局面短期难以改变；
- 在终端，中国医院市场占比接近 60%，随着基本药物的实施，未来医院终端会面临第三终端市场的挑战，我们认为在医疗资源过于集中的中国，区域特征会变的非常明显，虽然短期医院为主导的终端销售模式难以改变，医药商业公司将更多是采用因地制宜的经营模式；
- 同时中国药品市场竞争不充分，主要是源于我国药品市场监管部门太多，有卫生部、物价局、社保部、药监局、发改委等多家部门，在利益博弈上很难均衡；
- 通过分析，我们认为通过制药企业集中、销售终端多元化以及充分的市

市场竞争这些方面正在处于循序渐进的改善当中，因此我们认为在全民医保的大背景下，未来政府控制药品价格的动能将会愈加充分，对行业利润的重新划分产生重大影响；

图表 9：中国药品在不同终端销售情况

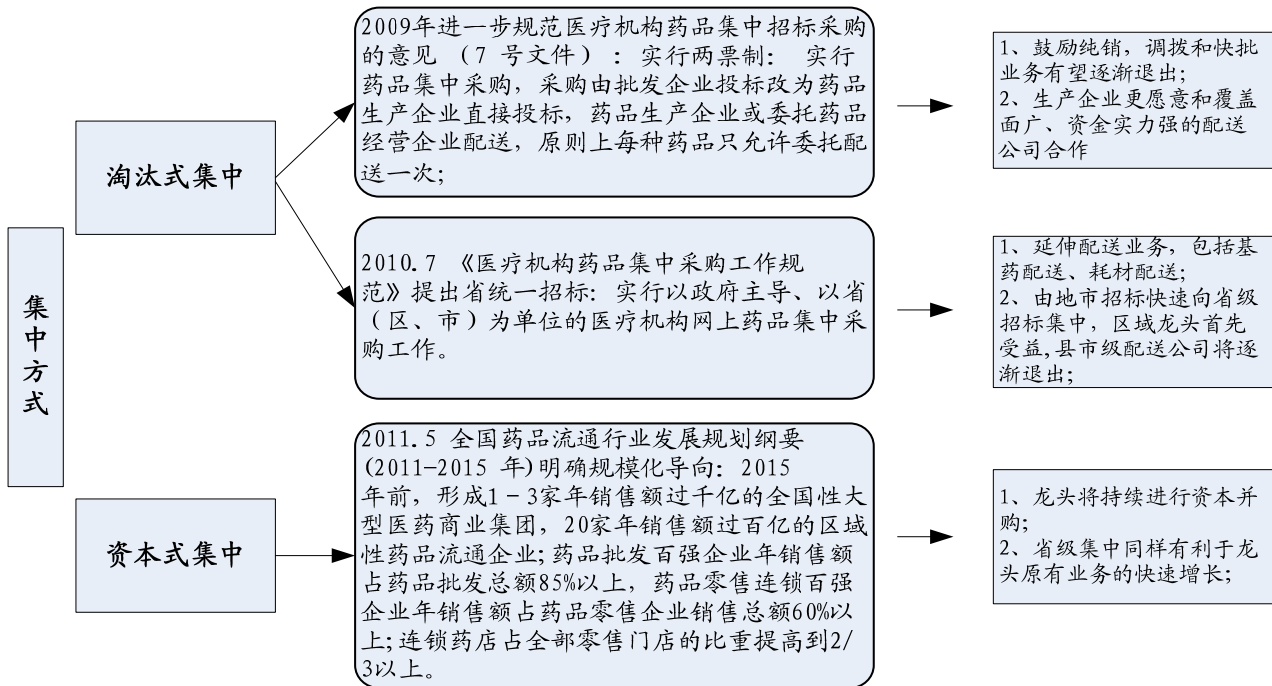
销售终端	2008	20 9	2010	2011
医院销售额 (亿元)	3025	3690	442	537
增长率	24.90%	21. 8%	20.00%	21.48%
/总销售额	59.31%	59.57%	58.60%	59.49%
零售药店 (亿元)	1295	1487	1603	1964
增长率	17.73%	14.83%	13.18%	6.70%
/总销售额	25.39%	24.01%	22.27%	21.72%
第三终端 (亿元)	801	101	1445	1609
增长率	48.33%	26.59	42.50%	17.58%
/总销售额	15.71	16.37%	9.12	18.79%
合计 (亿元)	100	6194	7556	9042
增长率	24.39%	21.45%	21.99%	19.6 %

来源：齐鲁证券研究所

招标采购体系变革正在加速行业内生性整合，每次招标都将成为催化剂

- 在中国，制药企业集中度低、下游终端相对集中在医院市场，因此政策变动将是我们考虑的首要因素；
- **核心驱动力的出现：**我们认为招标采购体系改变是中国未来商业变局的核心驱动力；特别是 2010 年《关于印发医疗机构药品集中采购工作规范的通知》颁布，行业彻底颠覆，我们归纳为三大变化；
 - **招标主体变化：**全面实行政府主导，推行省级为单位的集中采购模式；
 - **投标主体变化：**由批发企业变为生产企业；
 - **配送方式变化：**每种药品只允许委托配送一次，但不只限于一家配送商；

图10：中国的医药商业在招标体系下的两种集中方式



来源：齐鲁证券研究所

■ **给药品市场带来的变化：统一采购、统一定价、统一配送**

- **1、采购：逐渐执行类似美国的集团式采购**，省级权力大幅增加，采购由批发企业投标改为药品生产企业投标，即生产企业或委托具有现代物流能力的药品经营企业向医疗机构直接配送，原则上只允许委托一次，因此随着每次招标都意味着一次流通企业利润的再分配，能够具备配送资格成为很多商业公司无法逾越的一道门槛；
- **2、价格：类似日本的药品价格管制**，同时政府直接和企业进行议价实现对目前价格虚高的控制，在医保范围不断扩大以及支付比例不断提升的背景下，未来药品降价将是行业趋势，其结果将是传统的底价代理模式逐渐退出，取代以佣金制，医药商业逐渐从单功能的配送功能向服务兼配送企业转变；
- **3、配送：药品生产企业原则上每种药品只允许委托配送一次；**

■ **新的采购模式将驱动商业内生性集中加速**

- **药品生产企业：**倾向于选择具有实际配送能力和配送业绩的当地龙头配送企业；
- **医疗机构：**医疗机构倾向于对其服务质量、服务信誉的认同程度较高的配送企业；
- **对商业公司影响：**
 - 1、规模、配送能力以及相关服务能力要求越来越高，具有规模、资金以及网络优势的企业将更受青睐；
 - 2、话语权有望增加，随着新的招标模式实行，第三终端市场有望迎来快速增长期，由于基层市场单位销售额低，终端太过分散，未来致力于第三终端市场拓展的企业将不得不借助商业公司的覆盖能来进行产品营销，因此再第三终端具有网络优势的商业配送企业

有望首先受益；

3、业务上，由于新的采购模式下，制药企业将直接和以政府为代表的机构直接进行议价，因此商业公司的业务将变得更加纯粹，在此情况下纯销和快批业务有望占据主导，调拨业务将逐渐退出，空白市场有望首先被龙头企业占领；

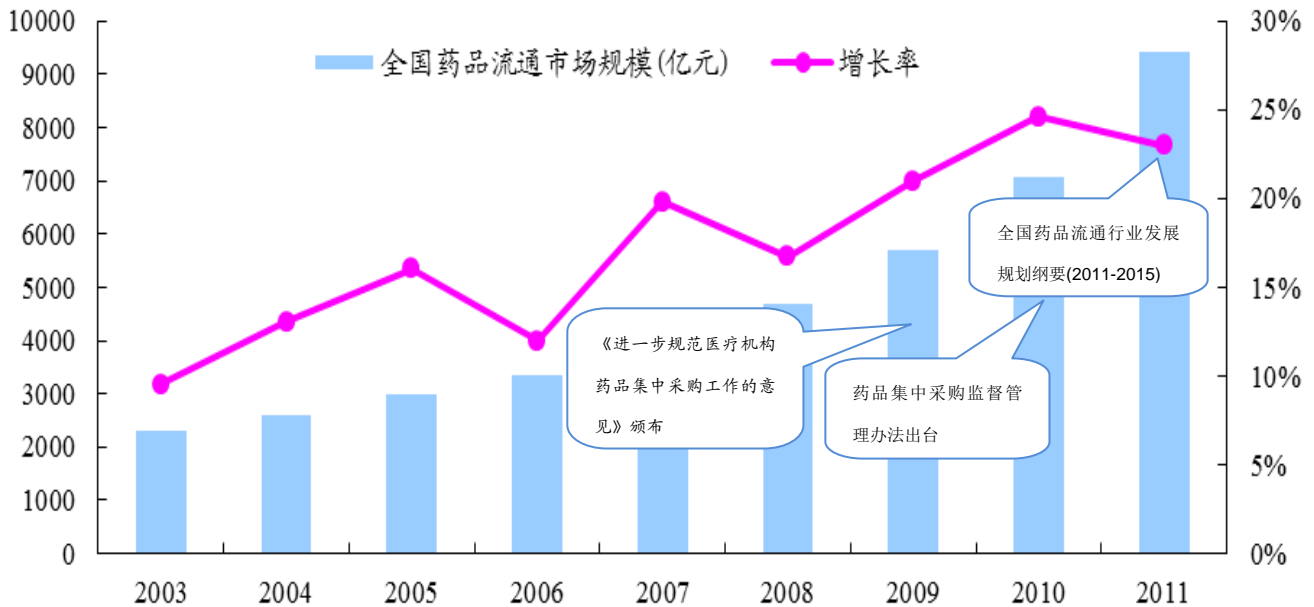
4、新进入者门槛大幅提升，在新的招标模式下，商业公司将提出新的要求，包括 1、配送产品品类的齐全性；2、对药品的质量控制能力、3、药品配送能力、4、稀缺产品的供给能力、5、承受较长回款周期的能力、6、渠道控制能力、7、商业规模及市场地位；8、仓储能力、9、除配送以外其他服务能力等；

图表 11：国内分销业不同业务对比分析

种类	目标终端	业务优势	业务劣势	平均毛利率水平
调拨	下游流通企业	过程短，回款时间 1-2 周，期间费用率低；	毛利率低	3-5%
纯销（或直销）	医院	壁垒高，毛利率稳定，能够掌握终端客户资源，市场规模大	回款时间长，3-6 个月以上，期间费用率高	5-10%
快批	第三终端	回款时间短，资金周转快，期间费用率低	毛利率低	3-5%

来源：齐鲁证券研究所

图表 12：中国医药商业增长情况



来源：齐鲁证券研究所

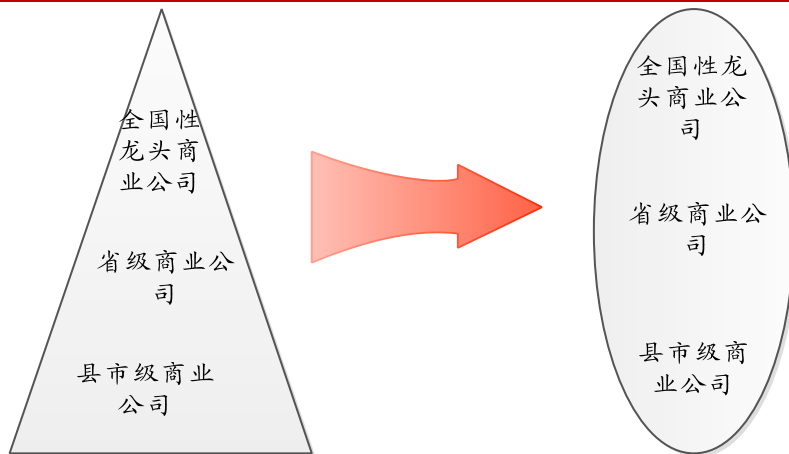
政策驱动下医药商业格局或呈椭圆形结构，区域龙头有望首先受益

- 我们认为行业结构极有可能呈现椭圆形格局，即中型，特别是区域龙头占据主导地位，小型和大型商业企业占据椭圆形两端，我们判断区域龙头优势为：
 - 政府关系占优：中国是以省级为主导的采购模式，政府关系相比于

美国和日本都更为重要，当地企业龙头依托本地优势无疑在这方面更胜一筹；

- **医院关系占优：**在中国，由于超过 60% 的药品是通过医院终端达到消费者手上的，因此医院的配送商的选择将起到至关重要作用，我们认为有两个原因将是医院选择本地配送商的原因：
 - 1、中国制药企业的高度分散性，使得很多制药企业往往销售能力相对较弱，因此从区域拓展的角度考虑会优先选择具有一定公关能力的医药配送公司；
 - 2、医院对实时补库存要求更高，因此倾向于选择仓储能力强的配送商，龙头企业在这点上优势明显；
- **覆盖面和配送能力占优：**和新进入者相比，区域龙头在当地有着高效的物流配送能力和广阔的分销网络；特别是在基药逐渐实现全覆盖后，良好的覆盖率和配送能力也成为公司核心竞争力的关键所在；
- **椭圆形的格局最有可能出现在经济发达地区：**我们对部分经济发达的地区，结果表明，在经济相对发达的省级地区，区域龙头的优势越位明显，而在经济欠发达地区，全国性的龙头优势相对明显；

图表 13：未来中国医药商业行业格局



来源：齐鲁证券研究所

图表 14：区域龙头和全国龙头对比分析

	县市级商业公司	省级区域龙头公司	全国性龙头公司
对大型制药企业吸引力	★☆	★★★★☆	★★★★★
对中小型制药企业吸引力	★☆	★★★★	★★★★☆
对三甲医院吸引力	★★	★★★★	★★★★
对二三级医院吸引力	★★	★★★★☆	★★★★
当地政府支持力度	★	★★★★★	★★★★

来源：齐鲁证券研究所

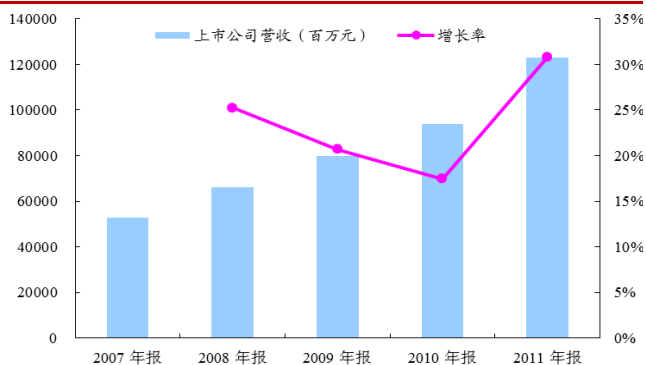
图表 15: 2011 年各地龙头在各地区市场份额情况

地区	商品销售总额(万元)	龙头销售额(万元)	区域龙头市场份额
全国总计	94265552	10222481 (国药控股)	10.8%
安徽省	7820000	80558 (中原药业)	1.0%
浙江省	6770001	578726 (华东医药)	8.5%
江苏省	6701563	945454 (南京医药)	14.1%
山东省	6100001	518879 (海王银河)	8.5%
广东省	6000000	204974 (广州医药)	3.4%
天津市	4514500	260724 (天士力)	5.8%
云南省	3299400	366990 (云南白药)	11.1%

来源: 齐鲁证券研究所, 统计地区龙头纯流通业务

小结: 投资策略上, 首选区域龙头和全国性龙头

- 目前随着各地招标权利真正被上缴至省级, 市县流通市场正在快速向省级集中, 行业集中趋势正在加速, 区域性龙头有望首先受益;
- 而全国性龙头依托规模优势, 在制药企业占据主导地位, 同时在成本控制上更加有力;
- 在区域龙头上, 我们认为从三个指标上加以判断其未来增长潜力:
 - 1、所在区域经济状况, 决定公司未来规模增长潜力;
 - 2、和上游工业合作情况以及下游终端覆盖情况, 决定公司业务拓展潜力;
 - 3、所在区域政策动态, 是否有利于行业内生性集中;
- 全国性龙头看外延式整合, 区域龙头看内生性集中:
 - 由于大量代理模式存在, 在中国以倒票和终端推广形式存在的市县配送企业占 50% 以上, 由于全国性龙头实际在全国布局并不广阔, 因此传统提升规模的方式主要以大鱼吃小鱼的方式进行, 但进程缓慢;
 - 而区域龙头依靠当地高覆盖率, 能够迅速占领空白市场, 特别在 2010 年后, 药品集中采购的推出和实行将矛头直指二三级终端, 招标权利逐渐上缴, 个体公司资质和资金实力成为众多小型配送企业难以逾越的门槛, 在药品采购权力逐渐上升到省级部门的过程中, 区域龙头有望依托自身区域优势不断提升市场份额;

图表 16: 9 家上市公司医药商业营收增长情况

图表 17: 国药控股近年营收增长情况


来源：齐鲁证券研究所，包括国药一致、九州通、上海医药、瑞康、华东、南京医药、嘉事堂、浙江震元、国药股份
来源：公司公告，齐鲁证券研究所

背靠山东经济，瑞康正处于加速成长期

规模潜力：同时拥有区域经济、政策扶持、上游资源、下游客户四大优势

1、宏观因素：背靠山东经济，医药产业优势明显，3倍空间有待挖掘

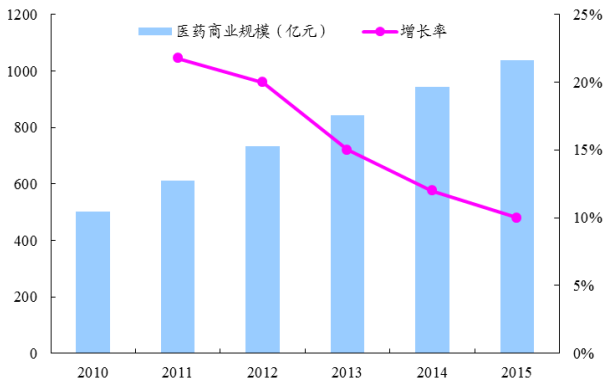
- 2011年山东人均GDP达到46976元，位列全国第10位，经济优势非常突出；
- 通过对2011年各省医药工业产品销售收入分析，山东省医药工业总产值为各地区第一，医药产业优势非常明显；其中山东、江苏和广东占到全国医药工业产品销售收入33.54%，前十名占到全国的68.20%；
- 从医药商业规模来看，2011年销售额居前10位的省市依次为上海、北京、安徽、浙江、江苏、山东、广东、重庆、天津、湖北。10省市销售额占全国销售总额的67.0%，其中山东位列第六位；
- 根据《全国药品流通行业发展规划纲要(2011-2015)》、《山东省“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》和《山东省商务发展“十二五”规划》2015年山东省医药商业销售总额达到1000亿元，年均递增15%以上。其中，批发销售额达到680亿元，年均递增14%以上；零售总额320亿元，年均递增16%以上；
- 从区域销售看，山东共有医药商业公司845家，是一个医药商业非常分散的区域，瑞康2011年占山东药品商业总额的5.2%，位列第二，假设2015年占比达到20%，公司规模有望超过200亿元；

图表 18：2011 年全国医药工业总产值区域情况

省份	工业总产值（亿元）	所占比重	产值同比增长
山东省	2077.97	13.65%	22.13%
江苏省	2006.32	13.18%	22.61%
广东	1022.20	6.71%	15.38%
河南省	1020.37	6.70%	36.65%
浙江省	875.80	5.75%	13.25%
吉林省	797.71	5.24%	54.76%
四川省	772.34	5.07%	34.73%
江西省	633.32	4.16%	29.52%
河北省	589.93	3.88%	14.16%
辽宁省	586.40	3.85%	24.81%
前 10 合计	10382.36	68.20%	24.97%

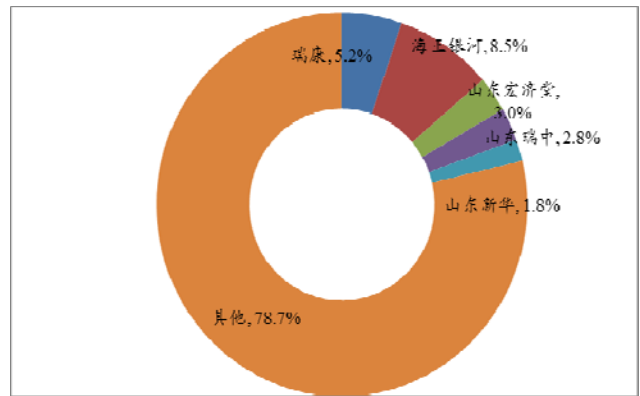
来源：中国医药商业协会，齐鲁证券研究所

图表 19: 山东医药商业规模预测



来源: 中国医药商业协会, 齐鲁证券研究所

图表 20: 目前山东医药商业格局



来源: 中国医药商业协会, 齐鲁证券研究所

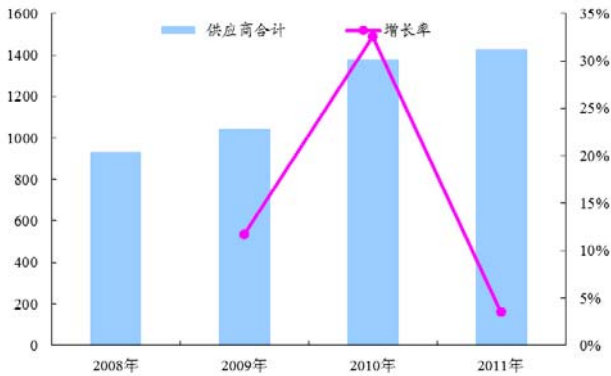
2、政策提升行业门槛, 公司有望成为区域政策红利最大受益者

- 山东省食品药品监督管理局于 2009 年 11 月出台了《关于组织推荐药品现代物流试点企业的通知》, 该文件明确对山东省医药现代物流试点企业提出了下列试点条件:
 - ①2008 年销售额 (以纳税申报表为准) 5 亿元以上;
 - ②2008 年以来无经营假劣药品违法行为;
 - ③严格实施《药品经营质量管理规范》;
 - ④具有 40 亩以上自主物流建设用地 10000 平方米以上的物流仓库。
- 2009 年 11 月, 山东省食品药品监督管理局发布了《关于组织推荐药品现代物流试点企业的通知》, 明确规定被推荐为山东省实施药品现代物流发展企业所需满足的条件之一为“具有 40 亩以上自主物流建设用地、10,000 平方米以上的物流仓库”。
- 2011 年山东药监局下发了《关于开办药品批发企业有关问题的通知》, 要求对新开办药品批发企业现场验收时, 除符合《开办药品批发企业验收实施标准(试行)》外, 应同时符合通知要求, 要求仓库使用面积不低于 10000 平米、运输车辆不少于 10 辆等, 行业门槛持续提升;
- 在此背景下, 我们预计未来公司综合能力有望得到全面体现, 包括: 1、配送产品品类的齐全性; 2、对药品的质量控制能力; 3、药品配送能力; 4、稀缺产品的供给能力; 5、承受较长回款周期的能力; 6、渠道控制能力; 7、商业规模及市场地位;
- 我们预计未来每一轮招标都将成就公司新一轮快速增长加速器;

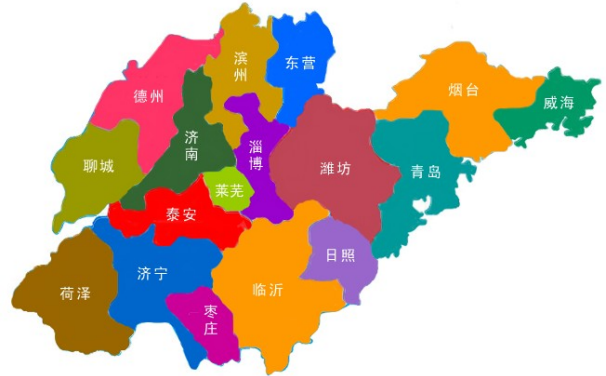
3、上游合作渐入佳境, 下游覆盖面快速增加, 竞争力不断提升

- 上游: 目前公司经营品种近万种, 是目前山东省内经营品种最全的药品批发配送企业之一; 2011 年公司经营品种、规模、业务覆盖区域不断扩大, 供应商客户数量达 1428 家, 在山东位于前列;
- 2011 年, 公司与辉瑞公司签署了战略合作协议, 成为辉瑞国内首次上市新品“泰阁”(替加环素)北中国区经销商;
- 下游: 做为公司营销网络的补充和延伸, 目前已经与全省多家商业公司开展调拨业务, 不断增加覆盖率;

- 搭建了覆盖全省商业及零售市场的销售网络。公司在济南、青岛、威海、淄博、泰安、东营设有分（子）公司，未来的目标是在全省 17 地市设立分子公司；
- 公司济南药品现代物流项目已于 2011 年动工兴建，将建成两万多平方米、目前为山东省最大的药品现代物流配送中心，该项目已经竣工。济南物流仓库主要负责鲁中、鲁西、鲁北区域，将使覆盖全省的配送网络更加高效。

图表 21：公司上游供应商数量不断增加


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 22：公司营销网络逐渐实现全覆盖


来源：公司网站，齐鲁证券研究所

聚焦直销、延伸产业链，公司盈利能力有望持续攀升

1、纵观美日，聚焦直销业务和处方药市场将是提升盈利能力的关键

- 在美国，医药商业公司的直销业务在行业业务销售额占比中超过 78%，分销业务不到 20%，而且随着直销业务的提升，产业毛利率也逐渐呈现增长势头；1、直销业务省略了中间环节，毛利率有良好保证；2、直销业务能够更好的为制药企业和终端销售点做好配套服务，包括数据跟踪、仓库补给以及药品推广等；
- 在日本，处方药在医药商业公司销售额占比接近 90%，是行业利润的主要来源，其主要原因在于：1、处方药产品需求刚性，体量巨大；2、服务功能更加多样化，在日本，医药商业公司雇佣很多医药商业专员，专门从事制药公司产品的推广；

图表 23: 美国最大医药商业公司麦克森医药商业业务构成情况

项目 (百万美元)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
医药流通收入	33446	38433	46099	63845	73607	79531	84380	90613	95343	96506	99105	109121
增长率		14.9%	19.9%	38.5%	15.3%	8.0%	6.1%	7.4%	5.2%	1.2%	2.7%	10.1%
毛利率	6.3%	5.8%	5.6%	4.7%	4.3%	4.4%	4.7%	4.9%	5.0%	5.2%	5.3%	5.4%
1 药品直销	21994	24987	30188.4	39412.1	46957	52032	54461	60436	66876	72210	77554	85523
增长率		13.6%	20.8%	30.6%	19.1%	10.8%	4.7%	11.0%	10.7%	8.0%	7.4%	10.3%
占比	65.8%	65.0%	65.5%	61.7%	63.8%	65.4%	64.5%	66.7%	70.1%	74.8%	78.3%	78.4%
2 药品分销	8746	10729.8	13184.9	21622.1	23755	25462	27555	27668	25809	21435	18631	20453
增长率		22.7%	22.9%	64.0%	9.9%	7.2%	8.2%	0.4%	-6.7%	-16.9%	-13.1%	9.8%
占比	26.1%	27.9%	28.6%	33.9%	32.3%	32.0%	32.7%	30.5%	27.1%	22.2%	18.8%	18.7%
3 医药耗材	2706	2715.8	2726	2810.5	2895	2037	2364	2509	2658	2861	2920	3145
增长率		0.4%	0.4%	3.1%	3.0%	-29.6%	16.1%	6.1%	5.9%	7.6%	2.1%	7.7%
毛利率		19.2%	19.2%	19.0%	22.6%	28.1%	28.6%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
占比	8.2%	7.1%	5.9%	4.3%	3.8%	2.4%	2.7%	2.6%	2.6%	2.8%	2.8%	2.7%

来源: Bloomberg, 齐鲁证券研究所

图表 24: 日本前三大医药流通企业收入构成分析

日本前三大流通企业业务收入总和 单位 (十亿日元)	2007	2008	2009	2010	2011
	4628.28	4996.29	5231.22	5506.39	5696.35
增长率		8.0%	4.7%	5.3%	3.4%
毛利率	9.0%	9.0%	8.1%	8.0%	7.5%
1 处方药	4185.62	4488.67	4659.81	4923.65	5073.72
增长率		7.2%	3.8%	5.7%	3.0%
占比	90.4%	89.8%	89.1%	89.4%	89.1%
2 医药耗材	226.17	243.5	251.75	262.43	274.85
增长率		7.7%	3.4%	4.2%	4.7%
占比	4.9%	4.9%	4.8%	4.8%	4.8%
3 诊断试剂	149.3	150.66	159.4	169.86	169.31
增长率		0.9%	5.8%	6.6%	-0.3%
占比	3.2%	3.0%	3.0%	3.1%	3.0%
4 OTC	76.67	114.45	227.37	214.64	271.21
增长率		49.3%	98.7%	-5.6%	26.4%
占比	1.7%	2.3%	4.3%	3.9%	4.8%

来源: Bloomberg, 齐鲁证券研究所

2、中国: 高端市场、业务模式以及衍生业务能力将决定公司盈利能力

- 1、聚焦高端医院终端市场; 在中国, 医院终端占据药品市场 60% 的市场份额, 并保持 20% 的快速增长, 同时很多专科用药均只有在医院终端销售, 因此医院终端是商业公司盈利的重要保证;
- 2、直销业务规模;
 - A、直销业务模式是指药品直接由上游供应商 (药品生产企业) 提供给

- 直销商，直销商供应给各级医院等终端用户；
- B、新医改提倡压缩医药流通环节，将进一步促进医药工业与医药商业的合作，医药商业将更多采取直销模式；目前各省已在招标采购中进行了大量的渠道管理探索，并明确提出了“两票制”的管理概念，渠道扁平化已经成为中国医药商业最重要的发展趋势之一。未来医药商业的主模式为一级渠道模式，即直销业务模式；
- C、直销业务模式的特点：毛利率水平较高；终端掌控能力强，对医药工业企业的价格谈判能力强，争取医药工业企业配送权占优势；
- 3、业务衍生能力，包括对制药企业的配套服务能力、医院终端的实时跟踪能力，以及延伸产业链能力等等；

3、公司聚焦直销业务和高端医疗领域，业务优势突出

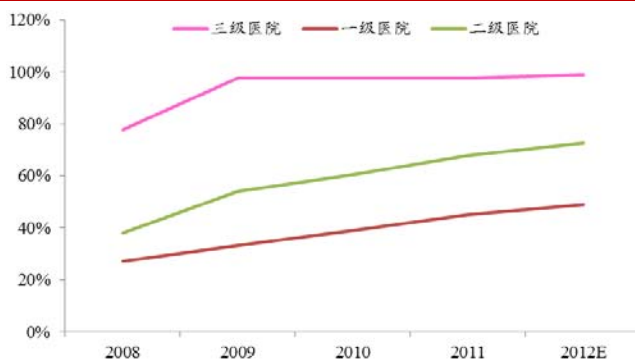
- 公司目前主要通过直销和分销来实现对山东终端市场的全覆盖，公司2011年通过直销模式对山东省三级医院、二级医院和基层医疗机构覆盖率分别超过97%、65%和40%；
- 在高端领域，公司在山东省占比正不断提升，预计2012年有望超过9%，未来该领域市场份额仍将不断增加；
- 在基药市场，公司发货率和到货率分别达到99%和95%，直销模式优势非常突出；2011年公司基药市场实现收入3.2亿元，同比增长164%；

图表 25：公司在山东省医院药品配送市场份额预测表

项目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E
山东医药商业规模(亿元)	307.7	400.0	461.5	501	610	732
医院市场容量(亿元)	200	260	300	296	360	432
公司医院客户销售收入(亿元)	4.37	9.77	13.55	20.31	29.40	39.52
医院市场份额占比	2.18%	3.76%	4.52%	6.9%	8.2%	9.1%

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 26：公司医院覆盖率持续提升



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 27：2012 年第二期公司基药配送情况

配送企业	发货率	总到货率	3日到货率
泰安瑞康药品配送有限公司	99.78%	99.61%	73.08%
东营瑞康药品配送有限公司	99.02%	97.36%	65.16%
淄博瑞康药品配送有限公司	99.86%	92.30%	58.28%
山东瑞康医药股份有限公司威海分公司	99.66%	94.56%	53.06%
山东瑞康医药股份有限公司	98.46%	93.03%	48.77%
山东瑞康医药股份有限公司济南分公司	98.33%	92.37%	48.28%
青岛瑞康药品配送有限公司	99.05%	93.38%	36.09%

来源：山东政府采购网，齐鲁证券研究所

4、加快外延服务步伐，公司盈利水平将稳步提升

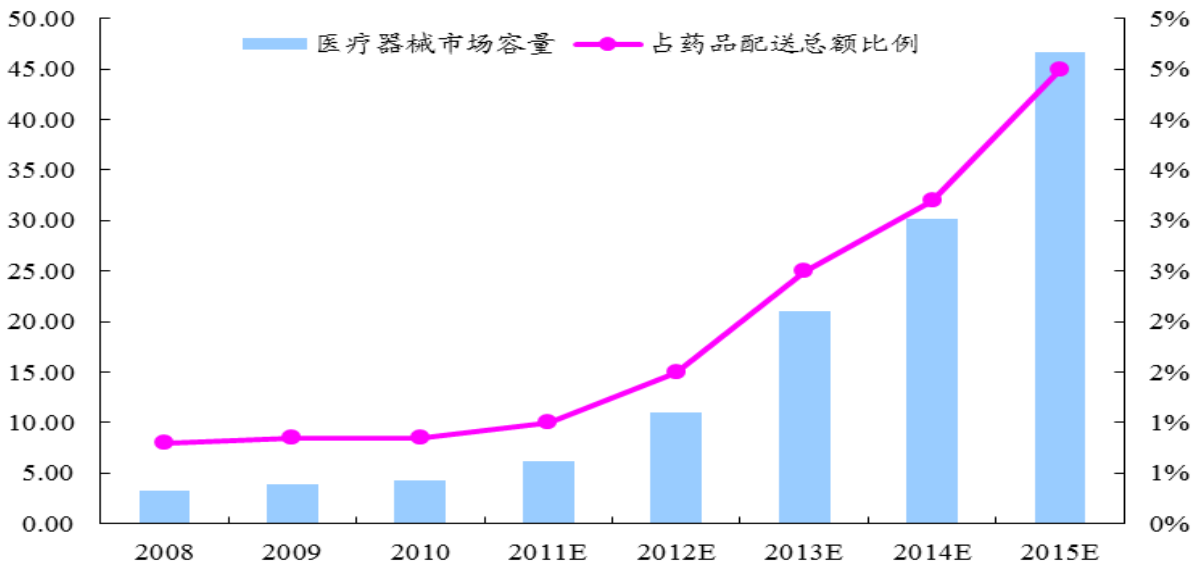
- 公司 2012 年 7 月发布非公开发行股票预案,主要涉及医疗器械配送项目、医用织物洗涤和生产项目,公司外延服务已经走在山东省内其他商业前列;
- 我们认为新项目有利于提升公司整体盈利水平,表现为:
 - **成熟渠道再利用**,公司目前业务人员超过 600 人,山东地区已经实现全覆盖,但市场占比依然甚小,在增加耗材配送的同时,公司业务人员无需增加,而是利用现有渠道即可达到全覆盖的目的;
 - **提升公司整体毛利率水平**:外延服务毛利率水平都将有利于提升公司整体毛利率水平;
 - **提升公司服务能力,有利于增强公司在终端市场竞争力**;

图表 28: 公司非公开发行募投预案项目分析

序号	投资项目	固定资产	铺底流动资金	投资总额	项目可行性	投资效益分析
1	医疗器械配送项目	13,460	6,000	19,460	立足山东市场的医疗耗材配送,低值医疗耗材集中配送后,对医院供应成本平均降低3%,同时物资供应的效率大幅提高,是未来医院增值服务的重要方式;	项目建设周期为1年,达产后年新增营业收入100,000万元、净利润10,606.52万元,项目投资财务内部收益率(税后)为22.12%,项目投资回收期(税后)为6.34年。
2	医用织物洗涤配送项目	10,357	443	10,800	洗涤业务外包;中国的医疗洗涤正处于转型时期,存在着巨大的市场机会和发展空间,公司项目主要以济南市及周边200公里范围内市场为主,根据济南市统计公报,2011年末拥有卫生机构5159个,卫生机构床位3.5万张,济南周边市场规模以上医院的总床位数约3.2万张。	项目建设周期为1年,达产后年新增营业收入4,928万元、净利润1,609.79万元,项目投资财务内部收益率(税后)为17.18%,项目投资回收期(税后)为6.07年。
3	医用织物生产项目	8,872	318	9,190	项目主要专注于医用服装和床上用品的生产,生产产品全部用于销售,目标市场主要以山东省市场为主。项目达产后,将实现医用织物的规模化生产,其中医用服装(夏季和冬季)40万套,床上用品40万套	项目建设周期为1年,项目达产后,年生产能力为80万套,年新增营业收入6,400万元、净利润1,520.01万元,项目投资财务内部收益率(税后)为17.91%,项目投资回收期(税后)为6.10年。
	小计	32,689	6,761	39,450		
4	补充流动资金	-	-	20,550		

来源: 齐鲁证券研究所

- **医疗器械配送业务有望规模和效益双丰收**
 - 根据 2011 年商业统计,山东地区医疗器械销售额约在 6.13 亿元,占山东医药商业规模 1%,远低于日本 4.8%的行业平均水平,更低于中国目前卫生材料 6%的行业水平;
 - 因此我们认为随着目前医疗服务水平的快速提升,未来医疗器械销售产品有望快速增长,预计到 2015 年山东省医疗器械配送业务有望达到 60 亿元;
 - 公司作为最先介入医疗器械配送行业的区域龙头,未来将充分享受先发优势,预计山东市场占有率将超过 10%,配送规模接近 10 亿元;
 - 同时根据美国器械配送超过 20%毛利率水平,预计毛利约在 2 亿元,相当于 25 亿元的药品配送额;
- **同时我们认为医用织物洗涤、配送以及生产项目将是未来服务项目的有益补充,通过目前配送药品的联动效用,对药品和相关服务起到互相促进作用,有效的提升公司在高端医疗市场的竞争力;**

图表 29: 未来医疗器械在山东地区药品销售额占比有望快速提升


来源: 齐鲁证券研究所

图表 30: 全国医药卫生材料及用品行业数据分析

项目	2011/12	2012/02	2012/03	2012/04	2012/05	2012/06
营业总收入 (亿元)	921	134	226	319	413	499
累计同比	39.38%	24.65%	25.54%	22.44%	22.46%	19.68%
/医药行业总收入	6.0%	5.8%	6.0%	6.2%	6.3%	6.1%
营业成本 (亿元)	710.3	99.9	176.4	248.0	318.4	385.4
%销售收入	77.13%	74.78%	77.93%	77.61%	77.12%	77.16%
毛利 (亿元)	211	34	50	72	94	114
毛利率	22.87%	25.22%	22.07%	22.39%	22.88%	22.84%
营业税金及附加	7.3	1.1	1.9	2.6	3.3	4.1
%销售收入	0.80%	0.82%	0.85%	0.81%	0.80%	0.81%
营业费用 (亿元)	55.5	9.1	14.7	21.5	26.2	30.8
%销售收入	6.03%	6.80%	6.49%	6.72%	6.34%	6.17%
管理费用 (亿元)	37.2	7.2	10.1	14.3	18.4	21.9
%销售收入	4.04%	5.37%	4.46%	4.48%	4.47%	4.39%
财务费用 (亿元)	9.8	1.8	2.9	3.6	4.5	5.3
%销售收入	1.06%	1.35%	1.27%	1.13%	1.10%	1.06%
三项费用率	11.13%	13.52%	12.21%	12.34%	11.91%	11.63%
营业利润 (亿元)	89.4	13.2	23.1	31.1	41.4	48.8
累计同比	41.62%	30.69%	38.97%	34.24%	30.20%	27.79%
/医药行业总利润	5.7%	6.3%	6.3%	6.3%	6.4%	6.0%
营业利润率	9.71%	9.88%	10.21%	9.73%	10.02%	9.77%
工业销售产值:累计	918.2	0.0	219.7	0.0	0.0	488.5
增长率	38.43%	0.00%	24.56%	0.00%	0.00%	19.98%
从业人员数 (万人)	14.2	14.0	14.2	15.2	15.2	15.3
人均销售额	65.0	9.5	16.0	21.0	27.2	32.7

企业数 (个)	520	562	562	569	569	569
/行业总企业数	8.4%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%

来源: CEIC, 齐鲁证券研究所

盈利预测、估值与投资建议

假设前提与盈利预测

- 我们对公司的盈利建立在以下几个重要假设之上:
 - 高端医疗市场份额不断提升, 未来三年保持 25% 以上增速;
 - 医疗器械配送业务 2013 年顺利实施;
 - 公司期间费用率和税率假设如下表:

图表 31: 公司期间费用率和所得税预测表

项目 (百万元)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业费用	-29.00	-39.74	-63.43	-94.10	-118.46	-150.68
%销售收入	1.81%	1.80%	1.98%	1.98%	1.98%	1.98%
管理费用	-27.45	-33.38	-47.83	-63.23	-79.59	-101.24
%销售收入	1.71%	1.51%	1.50%	1.33%	1.33%	1.33%
财务费用	-14.53	-18.67	-24.60	-34.01	-45.21	-41.84
%销售收入	0.91%	0.84%	0.77%	0.72%	0.76%	0.55%
所得税	-15.28	-21.04	-28.41	-37.93	-48.78	-67.90
所得税率	25.43%	25.30%	25.27%	25.27%	25.27%	25.27%

来源: 齐鲁证券研究所

- 我们预测公司 2012-14 年的营业收入分别为 47.4 亿元、61.6 亿元和 78.5 亿元, 同比分别增长 48.4%、29.9% 和 27.4%; 归属母公司净利润分别为 1.1 亿元、1.5 亿元和 2.0 亿元, 同比分别增长 33.5%、30.7% 和 38.2%, 在不考虑增发摊薄情况下对应 EPS 分别为 1.20 元、1.57 元和 2.15 元;

绝对估值法: 38.6 元/股

- 我们采用 DCF 估值法, 其核心假设见下表:

图表 32: 绝对估值的假设条件

永续增长率	2.0%	所得税率	25%
无风险利率	3.52%	风险溢价	10.00%
行业平均 Beta	0.78	股权比重	91.18%
Kd	6.50%	债务比重	8.82%
Ke	13.72%	WACC	12.94%

来源: 齐鲁证券研究所

- 根据 DCF 模型, 公司估值为 38.6 元, 对应 2012-2013 年 EPS 的市盈率分别为 32 倍和 24 倍 PE;

结合相对估值，预计合理价值区间：**38.5 元—40.9 元**

- 我们根据业务模式选取与公司业务相类似的相关企业作为可比对象，通过目前可比公司一致预期计算出 2012-13 年平均 PE 分别为 32×PE、和 26×PE，对应公司 2012-13 年 EPS 我们认为公司的合理价值为 38.5 元-40.9 元；
- 综合绝对估值和相对估值，认为公司合理价值区间为 **38.6 元—40.9 元**，对应 2012 年 EPS 元的市盈率分别为 32×PE 和 34×PE，首次给予“增持”投资评级；

图表 33：可比公司估值

证券代码	公司名称	收盘价(元)	2011 EPS	2012 EPS	2013EPS	2014EPS	2011 PE	2012 PE	2013 PE	2014 PE
600998.SH	九州通	13.70	0.29	0.29	0.35	0.44	46.92	47.21	38.96	30.84
000963.SZ	华东医药	33.90	0.93	1.11	1.39	1.77	36.51	30.43	24.35	19.20
002462.SZ	嘉事堂	10.04	0.22	0.35	0.45	0.59	44.96	29.05	22.17	17.11
000028.SZ	国药一致	33.54	1.18	1.52	1.84	2.25	28.45	22.05	18.22	14.91
	均值						39.21	32.18	25.93	20.52

来源：齐鲁证券研究所

风险提示

- 资金垫付带来的财务风险，由于在中国，医院终端的资金周转天数超过 60 天，因此需要商业公司垫付资金，导致很多商业公司流动资金少，银行贷款大幅增加，公司作为民营企业，在国内贷款利率不确定的情况下，利率变动将可能带来财务费用大幅增加的风险；
- 政策风险：随着国家对药品管制的日趋严格，未来不排除国家出台专门正对流通领域的负面措施；
- 医疗器械配送相关政策低于预期的风险，器械作为高附加值产品，由于招标权力并没有上升到省级，因此商业企业很难受益，如果医疗器械配送省级招标迟迟不能出台，将导致医疗器械配送业务低于预期；
- 药品质量问题导致大批退货的风险；

图表 34: 公司分产品预测表

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
药品						
销售收入	1,600.50	2,211.26	3,191.36	4,728.72	6,076.48	7,681.67
增长率 (YOY)	—	38.16%	44.32%	48.17%	28.50%	26.42%
毛利率	8.58%	8.28%	8.16%	7.45%	7.39%	7.33%
销售成本	1,463.18	2,028.17	2,930.95	4,376.43	5,627.43	7,118.61
增长率 (YOY)	—	38.61%	44.51%	49.32%	28.59%	26.50%
毛利	137.32	183.09	260.41	352.29	449.05	563.07
增长率 (YOY)	—	33.33%	42.23%	35.28%	27.47%	25.39%
占总销售额比重	99.93%	99.92%	99.91%	99.74%	98.64%	97.90%
占主营业务利润比重	99.90%	99.89%	99.90%	99.38%	96.50%	94.08%
非药品						
销售收入	1.06	1.73	3.02	12.22	83.62	165.01
增长率 (YOY)	—	63.21%	74.57%	304.54%	584.49%	97.32%
毛利率	12.73%	11.82%	8.53%	17.92%	19.50%	21.47%
销售成本	0.93	1.53	2.76	10.03	67.31	129.58
增长率 (YOY)	—	64.91%	81.08%	263.01%	571.28%	92.50%
毛利	0.13	0.20	0.26	2.19	16.31	35.43
增长率 (YOY)	—	51.54%	25.98%	749.79%	645.01%	117.22%
占总销售额比重	0.07%	0.08%	0.09%	0.26%	1.36%	2.10%
占主营业务利润比重	0.10%	0.11%	0.10%	0.62%	3.50%	5.92%
销售收入小计	1601.56	2212.99	3194.38	4740.93	6160.11	7846.68
销售成本小计	1464.10	2029.69	2933.71	4386.46	5694.75	7248.18
毛利	137.46	183.30	260.67	354.48	465.36	598.49
平均毛利率	8.58%	8.28%	8.16%	7.48%	7.55%	7.63%

来源: 齐鲁证券研究所

附录1: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	1,602	2,213	3,195	4,741	6,160	7,847
增长率	39.63%	38.2%	44.4%	48.4%	29.9%	27.4%
营业成本	-1,464	-2,030	-2,934	-4,386	-5,695	-7,248
%销售收入	91.4%	91.7%	91.8%	92.5%	92.4%	92.4%
毛利	138	184	262	354	465	598
%销售收入	8.6%	8.3%	8.2%	7.5%	7.6%	7.6%
营业税金及附加	-2	-4	-5	-7	-9	-12
%销售收入	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-29	-40	-63	-94	-122	-156
%销售收入	1.8%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-27	-33	-48	-63	-82	-105
%销售收入	1.7%	1.5%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%
息税前利润 (EBIT)	79	107	146	190	252	326
%销售收入	4.9%	4.8%	4.6%	4.0%	4.1%	4.2%
财务费用	-15	-19	-25	-34	-48	-50
%销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%	0.6%
资产减值损失	-1	-3	-8	-6	-6	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	63	85	114	150	197	270
营业利润率	3.9%	3.8%	3.6%	3.2%	3.2%	3.4%
营业外收支	-3	-2	-1	0	0	0
税前利润	60	83	112	150	197	270
利润率	3.8%	3.8%	3.5%	3.2%	3.2%	3.4%
所得税	-15	-21	-28	-38	-50	-68
所得税率	25.4%	25.3%	25.3%	25.3%	25.3%	25.3%
净利润	45	62	84	112	148	202
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	45	62	84	112	148	202
净利率	2.8%	2.8%	2.6%	2.4%	2.4%	2.6%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	45	62	84	112	148	202
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	8	14	18	22	26
非经营收益	12	14	19	25	44	68
营运资金变动	0	-14	-592	162	-137	-198
经营活动现金净流	61	71	-475	317	76	98
资本开支	19	38	29	355	-94	18
投资	-2	0	-17	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-21	-38	-45	-355	94	-18
股权募资	77	0	476	0	0	0
债权募资	70	76	61	200	400	400
其他	-84	-44	4	-25	-53	-78
筹资活动现金净流	63	32	542	175	347	322
现金净流量	103	65	21	137	517	402

资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	256	350	307	444	961	1,364
应收款项	569	814	1,423	1,577	2,076	2,654
存货	125	192	301	357	465	594
其他流动资产	25	31	67	91	108	141
流动资产	975	1,386	2,098	2,469	3,610	4,752
%总资产	93.8%	93.7%	94.6%	84.4%	91.4%	93.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	50	51	65	391	266	249
%总资产	4.8%	3.4%	2.9%	13.4%	6.7%	4.9%
无形资产	13	40	50	61	70	80
非流动资产	65	94	119	456	340	333
%总资产	6.2%	6.3%	5.4%	15.6%	8.6%	6.5%
资产总计	1,040	1,479	2,218	2,926	3,950	5,084
短期借款	180	256	318	518	918	1,318
应付款项	618	920	1,065	1,454	1,933	2,466
其他流动负债	8	7	18	35	42	51
流动负债	806	1,183	1,400	2,006	2,892	3,834
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	806	1,183	1,400	2,006	2,892	3,834
普通股股东权益	234	296	815	918	1,056	1,249
少数股东权益	0	0	2	2	2	2
负债股东权益合计	1,040	1,479	2,218	2,926	3,950	5,084

比率分析						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益 (元)	0.639	0.887	0.896	1.196	1.573	2.154
每股净资产 (元)	3.342	4.229	8.691	9.787	11.260	13.314
每股经营现金净流 (元)	0.877	1.008	-5.064	3.383	0.810	1.045
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	19.13%	20.98%	10.31%	12.22%	13.97%	16.18%
总资产收益率	4.30%	4.20%	3.79%	3.83%	3.74%	3.97%
投入资本收益率	37.15%	39.50%	13.16%	14.30%	18.55%	20.25%
增长率						
营业总收入增长率	39.63%	38.19%	44.37%	48.37%	29.93%	27.38%
EBIT增长率	43.87%	35.77%	36.18%	30.42%	32.44%	29.65%
净利润增长率	53.39%	38.77%	35.34%	33.45%	31.54%	36.93%
总资产增长率	45.34%	42.26%	49.89%	31.93%	35.02%	28.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	109.2	109.0	121.6	115.3	116.4	116.9
存货周转天数	29.1	28.5	30.6	29.7	29.8	29.9
应付账款周转天数	89.3	88.1	85.9	79.0	85.6	84.6
固定资产周转天数	10.3	8.2	5.8	7.9	12.0	11.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-32.44%	-31.62%	1.25%	7.96%	-4.15%	-3.70%
EBIT利息保障倍数	5.4	5.7	5.9	5.6	5.2	6.5
资产负债率	77.48%	79.99%	63.15%	68.56%	73.22%	75.40%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明
买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15% 以上

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。