

**瑞康医药(002589.SZ)**
**评级: 增持 前次: 增持**
**目标价(元): 38.6-40.9**

分析师

分析师

胡德军

生物医药小组

S0740511070005

021-20315083

hudj@r.qlzq.com.cn

2012年11月29日

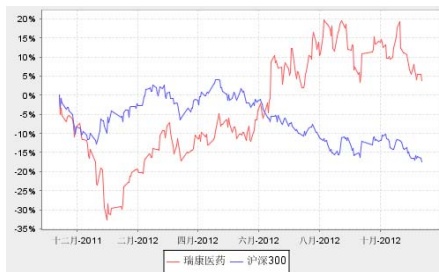
**短期波动提供买入良机**
**基本状况**

总股本(百万股)	93.80
流通股本(百万股)	41.12
市价(元)	31.46
市值(百万元)	2950.95
流通市值(百万元)	1293.50

**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)	0.89	0.90	1.20	1.57	2.15
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**

- 公司 2012 年 11 月 29 日股票下跌 8.85%，收于 27.6 元/股，对应我们 2012 年预测 EPS 的动态市盈率为 23 倍，对应 2013 年 EPS 为 17 倍 PE，公司前三季度净利润同比增长 40%，扣费后净利润同比增长 49%，全年增长趋势确立，股价大幅调整提供买入良机；
- 我们认为目前是医药商业流通领域正是经历黄金年代，三大驱动力正加速行业整合步伐：1、集中采购正驱动医药商业上游行业集中加速，大型医药企业的快速发展提高了对医药商业公司服务能力和配送能力的需求，小型商业公司受资金和覆盖面限制配送能力严重不足，竞争劣势毕现；2、医药终端中从传统的医院向第二和第三终端转移，多元化终端格局将进一步催化商业公司集中；同时随着电商的出现，医药商业的配送效率正经历前所未有的挑战，在第三终端，广覆盖考验商业公司配送能力，在医院，零库存压力对商业企业配送能力和管理能力提出了前所未有的挑战，同时提高配送效率，建设大型仓储基地等皆面临新一轮的淘汰竞争；3、政策出台提升行业门槛，特别是《药品批发企业物流服务能力评估指标》、《零售药店经营服务规范》、《药品流通企业诚信经营准则》、《药品流通行业职业经理人标准》、《药品流通企业通用岗位设置规范》等五个药品流通行业标准（以下简称五项标准）将于 2012 年 12 月 1 日起实施（商务部公告 2012 年第 58 号），行业门槛正不断提升，仅仅立足于小型区域的商业企业将彻底失去营业资质，最终将让出所有中小城市的配送市场，龙头企业加速介入；
- 瑞康依托山东经济优势，规模和盈利均具提升潜力；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；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；

- 同时公司正不断延伸现有业务，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；
- 维持前期盈利预测，预计公司 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，公司合理价值区间为 38.6 元—40.9 元，对应 2012 年 EPS 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，继续给予“增持”投资评级；

图表 1：公司分产品预测表

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>药品</b>						
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%
<b>非药品</b>						
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
<b>营业总收入</b>	<b>1,602</b>	<b>2,213</b>	<b>3,195</b>	<b>4,741</b>	<b>6,160</b>	<b>7,847</b>
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
<b>经营活动现金净流</b>	<b>61</b>	<b>71</b>	<b>-475</b>	<b>317</b>	<b>76</b>	<b>98</b>
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-21</b>	<b>-38</b>	<b>-45</b>	<b>-355</b>	<b>94</b>	<b>-18</b>
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
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>63</b>	<b>32</b>	<b>542</b>	<b>175</b>	<b>347</b>	<b>322</b>
<b>现金净流量</b>	<b>103</b>	<b>65</b>	<b>21</b>	<b>137</b>	<b>517</b>	<b>402</b>

**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%
<b>资产总计</b>	<b>1,040</b>	<b>1,479</b>	<b>2,218</b>	<b>2,926</b>	<b>3,950</b>	<b>5,084</b>
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
<b>负债</b>	<b>806</b>	<b>1,183</b>	<b>1,400</b>	<b>2,006</b>	<b>2,892</b>	<b>3,834</b>
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
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,040</b>	<b>1,479</b>	<b>2,218</b>	<b>2,926</b>	<b>3,950</b>	<b>5,084</b>

**比率分析**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>每股指标</b>						
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
<b>回报率</b>						
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%
<b>增长率</b>						
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%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
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。