

瑞康医药(002589.SZ)
加速发展器械业务，有望拓展省外市场

 评级: **增持** 前次: **增持**

目标价(元): 39.6-40.9

 分析师 分析师
 胡德军 生物医药小组

S0740511070005

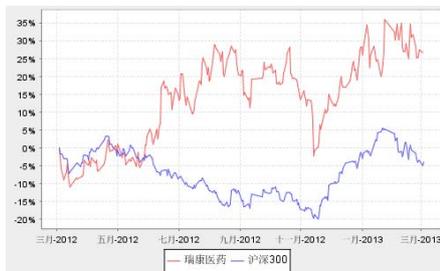
021-20315083

hudj@r.qlzq.com.cn

2013年3月20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)	35.75
市值(百万元)	3353.35
流通市值(百万元)	1469.88

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	3,195.4	4,622.2	6,309.6	7,955.8	9,589.5
营业收入增速	44.37%	44.65%	36.51%	26.09%	20.53%
净利润增长率	35.34%	31.64%	34.76%	23.03%	27.04%
摊薄每股收益(元)	0.90	1.18	1.59	1.96	2.48
前次预测每股收益(元)	0.9	1.2	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)	29.00	27.97	21.77	17.70	13.93
PEG	0.82	0.88	0.63	0.77	0.52
每股净资产(元)	8.69	9.77	11.36	13.32	15.80
每股现金流量	0.00	0.00	2.82	-0.37	0.48
净资产收益率	10.31%	12.07%	13.99%	14.69%	15.73%
市净率	2.99	3.38	3.05	2.60	2.19
总股本(百万股)	93.80	93.80	93.80	93.80	93.80

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司发布 2012 年年报, 2012 年公司实现营业收入 46.22 亿元, 同比增长 44.65%, 实现归属于母公司的净利润 11,065.14 万元, 较去年同期增长 2,659.40 万元, 增长 31.64%, 对应 EPS1.18 元, 和我们之前预测的 1.19 元基本一致, 公司 2012 年坏账计提较为充分, 业绩符合预期。公司同时公告 2013 年营业目标为收入增长 35% 以上, 并在适当时机拓展省外业务;
- 2012 年公司高端和基础市场均保持高增长态势: 其中高端市场销售同比增长 34.60%, 基础市场销售同比增长 105.00%; 分销及零售客户同比增长 57.42%。高端市场覆盖率达到 97.98%; 基础市场覆盖率达到 90.68%; 分销零售市场覆盖客户数也保持增长势头, 客户数量由 2011 年 956 家增长到 1070 家。012 年公司在山东省基层医疗机构采购平台上实现的基本药物销售额达到 4.32 亿元, 约占全省平台总交易额的 11%, 是全省配送生产厂家、配送产品品种、配送覆盖的区县数最多的医药商业企业。
- 随着公司 2012 年 1 月通过药品 GSP 复核认证, 公司在药品管理和配送能力远远领先于山东省内其他配送企业, 我们预计随着 GSP 认证的进一步规范, 小型商业公司有望加速退出, 公司有望进一步享受行业整合带来的高增长; 2012 年公司收购了潍坊中大医药有限公司、东营瑞康药品配送有限公司 20% 的股权, 成立了济南德一医疗器械有限公司和青岛康医堂诊所有限公司; 另外, 成立了西藏金岳医疗器械有限公司, 我们预计公司正在从一个省内龙头向区域性龙头进发, 未来有望逐步覆盖山东以外的药品流通市场。
- 同时公司规模效应的扩大和覆盖面的提高, 公司给上游药品供应商的服务能力也在不断提升, 因此对上游客户的吸引力不断增强, 目前与公司实际发生业务的供应商数量由 2010 年的 1380 家增加至 2012 年的 1772 家, 增幅达 28.41%, 预计 2013 年供应商客户有望超过 2000 家。

- 医疗器械业务配送正在成为公司新的盈利增长点：公司在药品业务稳定增长的基础上，在已开展药品配送业务的医疗机构开展器械配送业务，医疗器械在二级以上医院的开户率由年初的 0.8%，增长到年末的 60.36%，2012 年配送规模达到 2875 万元，我们预计 2013 年配送规模有望亿元，未来三年有望超过 10 亿元。
- 同时我们也看到公司 2012 年经营活动产生的现金流量净额为-1.71 亿元，本主要原因除了医院回款账期较长之外还有：①规模扩大后基础新增客户以及原有客户的增量业务导致应收账款增长 36.03%；②基药和器械供应商预付货款增长较大；③基药和器械配送增加了库存量以及销售增长库存需求量增加，导致存货较年初增长 28.20%；④2011 年公司上市后公司给予供应商提前付款以收取更多回款折让所致。
- 2012 年公司坏账损失计提充分：公司 2012 年比 2011 年坏账损失增加 13,240,177.58 元,增长 174.53%，主要应收款项增加计提坏账准备增加所致；
- 小幅调整盈利预测，预计公司 2013-15 年的营业收入分别为 63.1 亿元、79.6 亿元和 95.9 亿元，同比分别增长 36.5%、26.1%和 20.5%；归属母公司净利润分别为 1.49 亿元、1.83 亿元和 2.33 亿元，同比分别增长 34.8%、23.0%和 27.0%，在不考虑增发摊薄情况下对应 EPS 分别为 1.59 元、1.96 元和 2.49 元，公司合理价值区间为 39.6 元—40.9 元，继续给予“增持”投资评级；
- 主要风险：1、折旧带来的毛利率下滑风险：公司募集资金投资项目建成后，公司将新增固定资产 22413 万元。济南项目建成后每年增加折旧费 879 万元，烟台项目建成后每年新增折旧费 316 万元，合计 1195 万元。2、医药行业政策的不确定性风险；

图表1: 公司分产品预测表
产品销售收入

单位: 人民币百万元

项 目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
药品						
销售收入	2,211.26	3,191.36	4,586.56	6,206.04	7,790.86	9,379.51
增长率 (YOY)	—	44.32%	43.72%	35.31%	25.54%	20.39%
毛利率	8.28%	8.16%	7.85%	7.79%	7.73%	7.73%
销售成本	2,028.17	2,930.95	4,226.52	5,722.59	7,188.63	8,654.48
增长率 (YOY)	—	44.51%	44.20%	35.40%	25.62%	20.39%
毛利	183.09	260.41	360.04	483.45	602.23	725.04
增长率 (YOY)	—	42.23%	38.26%	34.27%	24.57%	20.39%
占总销售额比重	99.92%	99.91%	99.26%	98.36%	97.93%	97.81%
占主营业务利润比重	101.00%	99.98%	99.20%	98.46%	96.76%	96.34%
非药品						
销售收入	1.73	3.02	34.23	103.62	165.01	210.02
增长率 (YOY)	—	74.57%	1033.44%	202.73%	59.23%	27.28%
毛利率	11.82%	8.53%	8.53%	7.31%	12.24%	13.11%
销售成本	1.53	2.76	31.31	96.05	144.81	182.49
增长率 (YOY)	—	81.08%	1033.44%	206.78%	50.76%	26.02%
毛利	0.20	0.26	2.92	7.57	20.19	27.54
增长率 (YOY)	—	25.98%	1033.44%	159.27%	166.76%	36.36%
占总销售额比重	0.08%	0.09%	0.74%	1.64%	2.07%	2.19%
占主营业务利润比重	0.11%	0.10%	0.80%	1.54%	3.24%	3.66%
销售收入小计	2212.99	3194.38	4620.79	6309.66	7955.87	9589.54
销售成本小计	2031.71	2933.90	4257.83	5818.64	7333.44	8836.96
毛利	181.28	260.48	362.96	491.02	622.43	752.57
平均毛利率	8.19%	8.15%	7.86%	7.78%	7.82%	7.85%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 1: 公司单季度财务分析表

项目	2010单季度数据				2011单季度数据				2012单季度数据				备注	备注
	10-Q1	10-Q2	10-Q3	10-Q4	11-Q1	11-Q2	11-Q3	11-Q4	12-Q1	12-Q2	12-Q3	12-Q4		
(百万元)														
主营业务收入	433.5	565.6	602.3	612.0	632.4	745.3	865.5	952.3	998.0	1118.5	1266.6	1239.1	286.83	(27.49)
增长率(同比)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	45.9%	31.8%	43.7%	55.6%	57.8%	50.1%	46.3%	30.1%		
增长率(环比)	#DIV/0!	30.5%	6.5%	1.6%	3.3%	17.8%	16.1%	10.0%	4.8%	12.1%	13.2%	-2.2%		
累计主营业务收入	433.5	999.1	1,601.4	2213.4	632.4	1,377.7	2,243.2	3195.4	998.0	2,116.5	3,383.1	4,622.2		
增长率(同比)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	45.9%	37.9%	40.1%	44.4%	57.8%	53.6%	50.8%	44.7%		
营业成本	399.8	519.0	554.8	556.1	583.7	685.2	798.5	866.3	922.7	1,034.84	1,170.09	1,117.74	251.46	(52.35)
主营毛利	33.7	46.6	47.5	55.9	48.8	60.0	66.9	86.0	75.4	83.7	96.5	121.4	35.37	24.86
增长率(同比)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	44.7%	28.8%	40.9%	53.8%	54.5%	39.3%	44.2%	41.1%		
增长率(环比)	#DIV/0!	38.4%	1.9%	17.7%	-12.8%	23.1%	11.5%	28.5%	-12.4%	11.0%	15.4%	25.8%		
毛利率	7.8%	8.2%	7.9%	9.1%	7.7%	8.1%	7.7%	9.0%	7.6%	7.5%	7.6%	9.8%	0.76%	2.18%
销售费用	7.3	10.5	10.6	11.3	11.9	12.4	19.1	20.0	20.2	22.0	26.6	27.1	7.14	0.57
销售费用同比增长	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	62.7%	18.8%	79.6%	76.5%	69.9%	77.0%	39.2%	35.7%		
销售费用/收入	1.7%	1.8%	1.8%	1.9%	1.9%	1.7%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%	2.1%	2.2%	0.09%	0.09%
三项费用/收入	4.1%	4.2%	4.2%	4.2%	4.4%	4.1%	4.2%	4.3%	4.2%	4.0%	4.0%	4.8%	0.51%	0.75%
营业利润	15.2	20.7	21.5	27.8	20.0	24.6	29.2	39.8	31.9	31.3	43.4	45.3	5.53	1.86
增长率(同比)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	31.7%	18.8%	35.9%	43.2%	59.7%	27.2%	48.7%	13.9%		
增长率(环比)	#DIV/0!	36.5%	3.8%	29.2%	-28.1%	23.2%	18.7%	36.2%	-19.8%	-1.9%	38.8%	4.3%		
利润总额	14.9	19.2	21.4	27.6	20.0	24.5	28.9	39.1	31.4	30.9	40.3	45.2	6.10	4.88
增长率(同比)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	33.9%	27.2%	35.1%	41.5%	57.0%	26.4%	39.7%	15.6%		
增长率(环比)	#DIV/0!	28.8%	11.0%	29.3%	-27.6%	22.4%	17.9%	35.5%	-19.6%	-1.5%	30.3%	12.1%		
所得税	3.7	4.9	5.2	7.2	5.0	6.2	7.3	10.0	7.8	7.7	10.0	11.5	1.56	1.51
增长率(同比)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	33.9%	25.8%	38.2%	39.6%	56.9%	25.4%	38.4%	15.6%		
净利润	11.2	14.3	16.1	20.5	15.0	18.3	21.6	29.1	23.6	23.2	30.3	33.6	4.54	3.38
净利润率(%)	2.6%	2.5%	2.7%	3.3%	2.4%	2.5%	2.5%	3.1%	2.4%	2.1%	2.4%	2.7%	-0.34%	0.33%
少数股东损益	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	(0.02)	(0.01)	0.01	0.02	0.00	-0.01		
归属母公司所有者的净利润	11.2	14.3	16.1	20.5	15.0	18.3	21.6	29.1	23.6	23.2	30.3	33.6	4.54	3.38
增长率(同比)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	34.2%	27.7%	34.2%	42.2%	57.0%	26.6%	40.0%	15.6%		
增长率(环比)	#DIV/0!	28.3%	12.3%	27.1%	-26.7%	22.1%	18.1%	34.6%	-19.1%	-1.6%	30.6%	11.2%		
摊薄每股收益(元)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.20	0.23	0.31	0.25	0.25	0.32	0.36	0.05	0.04
ROE	0.0%	0.0%	0.0%	23.4%	4.9%	1.3%	3.9%	5.0%	2.8%	2.8%	3.5%	3.7%		
累计归母净利润(百万)	11.2	25.5	41.6	62.1	15.0	33.3	54.9	84.1	23.6	46.7	77.0	110.7		
增长率(同比)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	34.2%	30.5%	32.0%	35.3%	57.0%	40.3%	40.1%	31.64%		
对应累计EPS(元)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.36	0.59	0.90	0.25	0.50	0.82	1.18		

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	2,213	3,195	4,622	6,310	7,956	9,590	货币资金	350	307	398	471	852	1,178
增长率	38.19%	44.4%	44.7%	36.5%	26.1%	20.5%	应收账款	814	1,423	1,995	2,242	2,864	3,483
营业成本	-2,030	-2,934	-4,245	-5,819	-7,333	-8,837	存货	192	301	386	474	599	720
%销售收入	91.7%	91.8%	91.8%	92.2%	92.2%	92.2%	其他流动资产	31	67	109	119	154	198
毛利	184	262	377	491	622	753	流动资产	1,386	2,098	2,888	3,305	4,469	5,578
%销售收入	8.3%	8.2%	8.2%	7.8%	7.8%	7.8%	%总资产	93.7%	94.6%	92.6%	85.1%	90.6%	92.4%
营业税金及附加	-4	-5	-7	-9	-11	-14	长期投资	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	51	65	157	493	367	351
营业费用	-40	-63	-96	-131	-165	-199	%总资产	3.4%	2.9%	5.0%	12.7%	7.4%	5.8%
%销售收入	1.8%	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	无形资产	40	50	66	76	88	99
管理费用	-33	-48	-65	-91	-113	-138	非流动资产	94	119	232	578	465	460
%销售收入	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	%总资产	6.3%	5.4%	7.4%	14.9%	9.4%	7.6%
息税前利润 (EBIT)	107	146	210	260	333	402	资产总计	1,479	2,218	3,120	3,884	4,934	6,038
%销售收入	4.8%	4.6%	4.5%	4.1%	4.2%	4.2%	短期借款	256	318	640	840	1,240	1,640
财务费用	-19	-25	-37	-50	-65	-68	应付款项	920	1,065	1,434	1,839	2,296	2,756
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	其他流动负债	7	18	130	139	149	160
资产减值损失	-3	-8	-21	-10	-23	-23	流动负债	1,183	1,400	2,204	2,818	3,685	4,556
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	1,183	1,400	2,204	2,818	3,685	4,556
营业利润	85	114	152	199	245	311	普通股股东权益	296	815	916	1,066	1,249	1,482
营业利润率	3.8%	3.6%	3.3%	3.2%	3.1%	3.2%	少数股东权益	0	2	0	0	0	0
营业外收支	-2	-1	-4	0	0	0	负债股东权益合计	1,479	2,218	3,120	3,884	4,934	6,038
税前利润	83	112	148	199	245	311	比率分析						
利润率	3.8%	3.5%	3.2%	3.2%	3.1%	3.2%	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	
所得税	-21	-28	-37	-50	-62	-78	每股指标						
所得税率	25.3%	25.3%	25.1%	25.1%	25.1%	25.1%	每股收益 (元)	0.887	0.896	1.180	1.590	1.956	2.485
净利润	62	84	111	149	183	233	每股净资产 (元)	4.229	8.691	9.770	11.360	13.315	15.800
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	1.008	0.000	0.000	2.820	-0.373	0.477
归属于母公司的净利润	62	84	111	149	183	233	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	2.8%	2.6%	2.4%	2.4%	2.3%	2.4%	回报率						
							净资产收益率	20.98%	10.31%	12.07%	13.99%	14.69%	15.73%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.20%	3.79%	3.55%	3.84%	3.72%	3.86%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	投入资本收益率	39.50%	13.16%	13.55%	13.55%	15.22%	15.48%
净利润	62	0	0	149	183	233	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	营业总收入增长率	38.19%	44.37%	44.65%	36.51%	26.09%	20.53%
非现金支出	8	0	0	10	36	39	EBIT增长率	35.77%	36.18%	43.88%	23.83%	28.11%	20.88%
非经营收益	14	0	0	45	63	88	净利润增长率	38.77%	35.34%	31.64%	34.76%	23.03%	27.04%
营运资金变动	-14	0	0	60	-318	-315	总资产增长率	42.26%	49.89%	40.71%	24.46%	27.05%	22.37%
经营活动现金净流	71	0	0	264	-35	45	资产管理能力						
资本开支	38	29	112	346	-80	31	应收账款周转天数	109.0	121.6	124.8	121.1	122.4	122.3
投资	0	-17	-5	0	0	0	存货周转天数	28.5	30.6	29.5	29.7	29.8	29.7
其他	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	88.1	85.9	82.8	86.5	85.8	85.3
投资活动现金净流	-38	-45	-117	-346	80	-31	固定资产周转天数	8.2	5.8	4.3	6.6	10.1	9.9
股权募资	0	476	0	0	0	0	偿债能力						
债权募资	76	61	323	200	400	400	净负债/股东权益	-31.62%	1.25%	26.40%	34.64%	31.03%	31.18%
其他	-44	4	66	-46	-63	-88	EBIT利息保障倍数	5.7	5.9	5.7	5.2	5.1	5.9
筹资活动现金净流	32	542	389	154	337	312	资产负债率	79.99%	63.15%	70.63%	72.56%	74.69%	75.46%
现金净流量	65	496	271	73	382	326							

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。