

瑞康医药

基本面乐观，但股价涨幅过大，下调至“卖出”

药品配送省内市场份额仍有提升空间

公司纯销占比约 90%，对山东省三级医院、二级及以上医院、基层的覆盖率分别达到 100%、98%、95%，是省内渠道覆盖率最高的公司。目前，公司在山东药品配送市场占比约 10%，仍有提升空间，我们预计未来两年公司药品配送收入增速仍将维持在 20% 以上。

高毛利医疗器械和耗材配送业务快速增长

我们判断公司 2014 年医疗器械及耗材配送业务收入超过 5 亿元，实现翻倍增长，预计该业务 15/16 年将维持 40% 左右高速增长，驱动力有：1) 公司医院直销渠道覆盖率高，支持器械配送快速增长；2) 器械未来集中招标采购是趋势，行业集中度将提升；3) 医疗器械和耗材配送小企业众多，并购机遇多。同时，器械配送毛利率高（23% vs 药品 8%），对公司盈利拉动更明显。

定增有望近期完成，资金压力将缓解

因医院回款周期长，医药流通行业公司资金需求普遍较大、财务杠杆偏高。公司业务处于快速扩张期，资金链偏紧。前三季度公司净现金流为-2.91 亿元，资产负债率达 65.7%。1 月 24 日公司 12 亿非公开发行方案已获证监会批准，我们预计将于近期完成，将补充公司流动资金，加速创新业务扩张。

估值：短期股价涨幅过大，下调评级为“卖出”

我们略上调公司 2014-16 年 EPS 预测至 0.86/1.14/1.45 元，上调幅度为 0.5%/2.3%/1.5%，并考虑公司未来创新业务影响，将 15 年期收入增速从 9.1% 上调到 12.5%。根据瑞银 VCAM 贴现现金流模型 (WACC7.8%) 得到目标价 50.30 元 (原 43.96 元)。但近 1 个月在创新业务及网售处方药出台的政策预期催化下，公司股价上涨超过 60%，估值与可比公司相比偏高，我们将评级从“买入”下调为“卖出”。

Equities

中国
药品

12 个月评级 **卖出**
之前: 买入

12 个月目标价 **Rmb50.30**
之前: **Rmb43.96**

股价 **Rmb51.43**

路透代码: 002589.SZ 彭博代码 002589 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb51.43-21.87
市值	Rmb11.2 十亿/US\$1.80 十亿
已发行股本	218 百万 (ORDA)
流通股比例	23%
日均成交量(千股)	2,546
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb91.6
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb1.80 十亿
市净率 (12/14E)	6.2x
净债务 / EBITDA	1.2x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	0.86	0.86	0.48	0.86
12/15E	1.12	1.14	2.29	1.11
12/16E	1.43	1.45	1.45	1.40

季序我, 博士

分析师

S1460511080003

xuwo.ji@ubssecurities.com

+86-105-832 8980

林娜, 博士

分析师

S1460514080001

na.lin@ubssecurities.com

+86-105-832 8255

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	3,195	4,622	5,926	7,477	9,290	11,612	13,934	16,652
息税前利润(UBS)	146	210	273	300	426	551	660	789
净利润 (UBS)	85	114	145	187	249	316	375	445
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.52	0.61	0.75	0.86	1.14	1.45	1.72	2.04
每股股息 (Rmb)	0.06	0.06	0.08	0.09	0.11	0.15	0.17	0.20
现金 / (净债务)	(10)	(242)	(265)	(381)	(695)	(1,043)	(1,289)	(1,628)

盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	4.6	4.5	4.6	4.0	4.6	4.7	4.7	4.7
ROIC (EBIT) (%)	28.3	21.1	17.8	14.6	17.2	17.9	17.9	18.1
EV/EBITDA(core)x	-	13.9	15.0	37.7	27.5	21.9	18.6	16.0
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	-	24.6	27.4	59.9	45.0	35.4	29.9	25.2
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	-	(6.2)	(11.0)	(0.4)	(1.9)	(1.9)	(0.6)	(1.1)
净股息收益率(%)	-	0.4	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4

资料来源: 公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值: 根据该年度的平均股价得出, (E): 根据 2015 年 02 月 12 日 22 时 38 分的股价(Rmb51.43)得出;

投资主题

瑞康医药

投资理由

瑞康医药是山东省医药流通行业龙头。随着新版 GSP 的执行、医保和基药品种的招标，我们认为未来三年山东省医药流通行业的集中度有望进一步提升。作为区域龙头，公司对高端医院和基础市场的覆盖率均为省内最高。顺应行业趋势，我们预计公司药品配送业务收入有望持续维持 20% 以上的高增长，未来 3-5 年，公司在山东省内市场份额或将从目前的约 10% 提升至 20% 以上。同时，公司近年来着力开拓医疗器械业务。器械业务目前处于快速增长期，我们认为器械销售对公司的利润贡献将逐年快速增加。我们预测公司 14-16 年 EPS 为 0.86/1.14/1.45 元，高于市场一致预期 0.85/1.13/1.45 元，根据瑞银 VACM 现金流贴现模型（WACC7.8%）得到目标价 50.30 元。

乐观情景

若 2015 年药品配送收入有望达到 89.6 亿元，同比增长 30%，我们估算 EPS 为 1.2 元，高出我们预测约 5%，对应每股估值为 53 元。

悲观情景

若 2015 年药品配送收入低于预期仅为 79.2 亿元，同比增长 15%，我们估算其 EPS 为 1.10 元，低于我们预测约 3.5%，对应每股估值为 48 元。

近期催化剂

在增发完成，资金得到补充后，公司有望进入新业务领域。
器械业务收入增速有望超预期。

12 个月评级

卖出

12 个月目标价

Rmb50.30

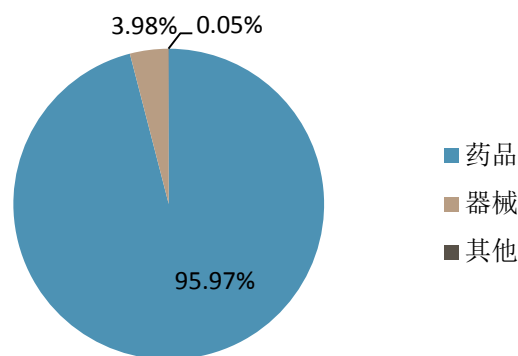
公司简介

瑞康医药是一家高成长性中型药品直销服务商，是以山东省为目标市场，以规模以上医院及基础医疗市场的直接销售为主营业务、以商业分销为补充、具备药品现代物流资质和能力、可采用电子商务等现代化交易手段经营的医药商业企业。公司在山东省内具备全面的医院终端网络和基层配送网络，近年销售规模扩张较快，盈利水平基本稳定。

行业展望

我们估计未来两年国内医药流通行业的整体收入增速在 13%-15%。随着新版 GSP 和山东省集中招标的执行，大部分中小流通企业可能面临整合甚至退出，大型商业企业有望通过市场份额提升获得超越行业均速的增长。此外，随着行业标准趋严，医疗器械行业也有望从分散走向集中。此过程中，我们认为公司或将成为山东省医疗器械市场的整合者。

收入按业务分布，2013



数据来源：公司公告、瑞银证券估算

各类业务毛利分拆

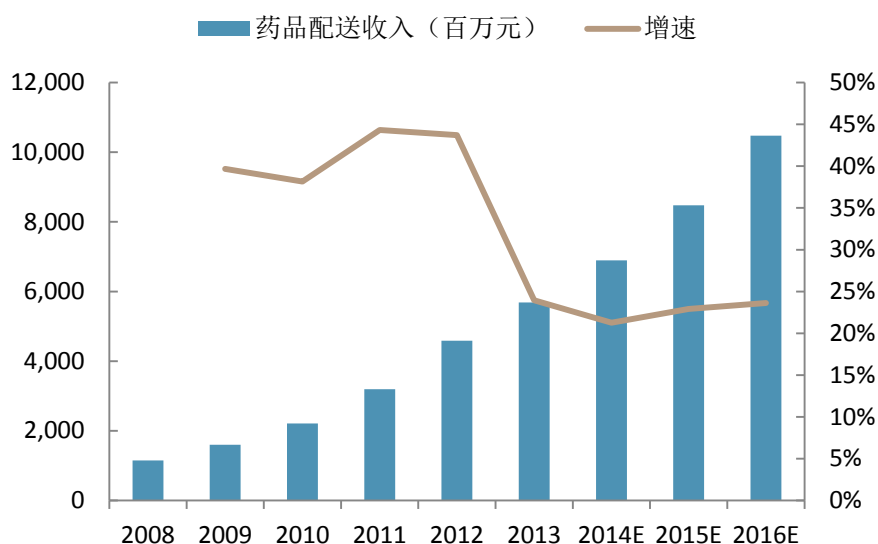
	2012	2013	2014	2015	2016
药品	368	453	525	648	808
器械	6	54	115	164	229
其他	3	2	5	10	15
总计	377	509	646	821	1052

来源：公司公告、瑞银证券估算

药品配送业务逐渐步入稳健增长期

瑞康医药聚焦于山东省医药流通业务。我们预计 2014 年公司药品配送业务实现收入约 70 亿元，我们估计其在山东药品市场的占比已超过 10%，与其他省份龙头市场份额相比，未来市场份额仍有至少 1 倍提升空间。

图表 1: 公司药品配送业务逐渐步入稳健增长期



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

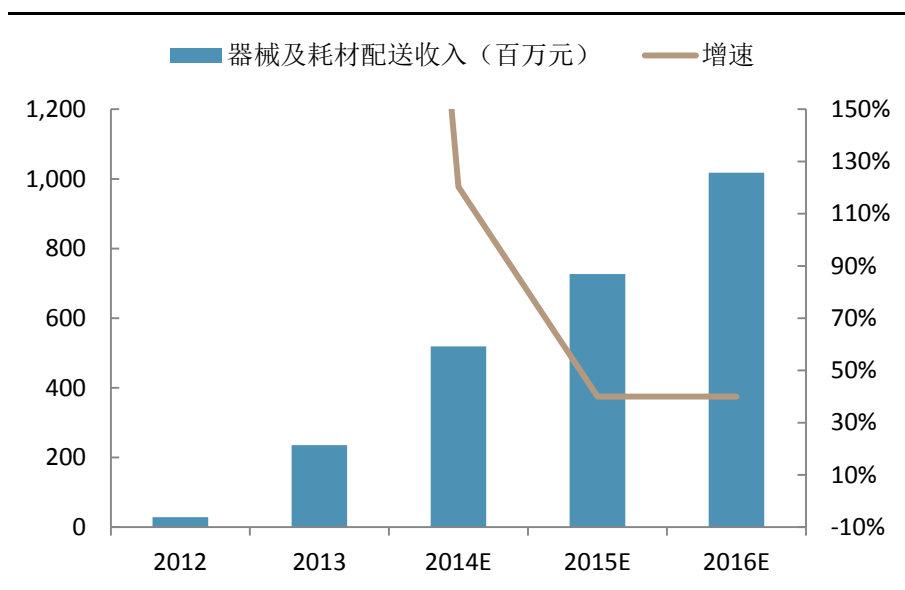
我们认为山东医药流通行业将呈现集中度快速提升的趋势，公司市场份额有望继续提升：1) 新版 GSP 提升行业认证标准，部分中小流通企业或将因无法满足标准而退出市场；2) 为了在新版 GSP 下保障产品供应，药企会更倾向于与大型流通企业合作。

目前公司已与山东省内 100%三甲医院、98%以上的二级医院、95%以上的城镇社区医疗和乡镇卫生院建立合作关系，业务基础坚实，高端市场和基础市场的覆盖率均为省内最高。顺应行业集中度提升的趋势，我们认为公司在山东省内的市场份额将稳步提升，预计未来两至三年公司药品配送业务收入仍能够维持 20%左右的快速增长。

医疗器械有望成为未来两年亮点

从 2011 年开始，公司采取业内创新的直销模式开拓医疗器械销售业务。2012-2013 年公司分别实现医疗器械销售收入 2875 万元、2.36 亿元，我们估算 2014 年收入约 5 亿元，器械业务处于快速增长期。

图表 2: 器械业务仍处于快速增长期



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

公司配送的医疗器械产品已涵盖普通耗材、护理类、骨科类、介入类等多种产品。我们认为, 随着行业监管的完善, 与药品流通行业类似, 医疗器械市场集中度也将逐渐提升。借助遍布全省的销售网络, 公司医疗器械业务收入有望在未来 2 年维持 40% 左右高速增长。

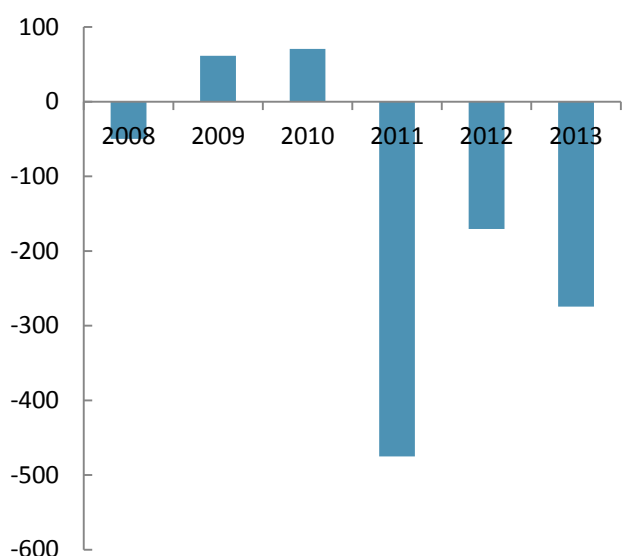
公司医疗器械业务采用直销模式, 利润率较高, 2013 年/2014 年上半年, 器械配送业务毛利率均超过 22%。器械业务的高速增长, 有望提升公司盈利能力, 带来可观盈利增长。

定增有望近期完成, 资金压力缓解

因医院回款周期长, 医药流通行业公司资金需求普遍较大、财务杠杆偏高。公司业务处于快速扩张期, 资金链偏紧。前三季度公司净现金流为-2.91 亿元, 资产负债率达 65.7%。1 月 24 日公司 12 亿元非公开发行方案已获证监会批准, 我们预计将于近期完成, 将补充公司流动资金, 为后续业务扩张提供资金支持, 带动业绩增长提速。

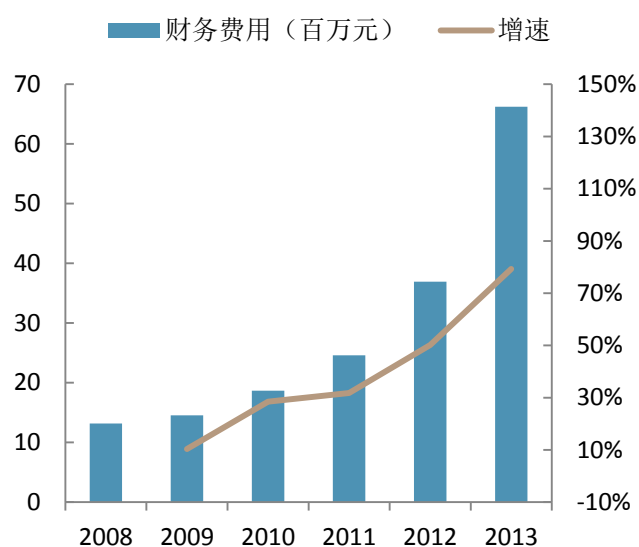
12 亿元的定增完成之后, 若仅补充流动资金, 我们预计将减少公司 2015 年财务费用 7200 万元 (按资金成本 6% 测算, 暂不考虑净资产上升导致信用评级上升, 从而降低整体资金成本), 本次非公开发行对 2015 年 EPS 略有增厚 (约 0.017 元/股)。

图表 3: 经营活动产生的现金流净额 (百万元)



来源: 万得资讯

图表 4: 公司近年财务费用加速上涨



来源: 万得资讯

估值:

我们预计 2014-2016 年公司销售收入将达到 74.77 亿元/92.90 亿元/116.12 亿元, 同比增长 26%/24%/25%。EPS 分别为 0.86 元/1.14 元/1.45 元, 较原来预测提高 0.5%/2.3%/1.5%。

公司正在进行的药品福利管理和医疗服务业务尝试有望拉动其未来增长, 我们将远期收入增速从 9.1% 上调到 12.5%。根据瑞银 VCAM 贴现现金流模型 (WACC7.8%) 得到目标价 50.30 元。

图表 5: 盈利预测的变化

		2014E	2015E	2016E
收入 (人民币 百万)	原先预测	7466	9,217	11,440
	现在预测	7477	9290	11612
	变动	0.15%	0.79%	1.50%
利润 (人民币 百万)	原先预测	186	244	312
	现在预测	187	249	316
	变动	0.48%	2.29%	1.45%
EPS (人民币元)	原先预测	0.86	1.12	1.43
	现在预测	0.86	1.14	1.45
	变动	0.48%	2.29%	1.45%

来源: 瑞银证券估算

图表 6: 瑞康医药 VCAM 估值假设

相对年	+1E	+2E	+3E	+4E	+5E	+6E	+7E	+8E	+9E	+10E
财年	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
息税前利润	426	551	660	789	982	1,157	1,350	1,559	1,781	2,012
折旧及摊销*	8	10	13	16	39	46	54	62	71	80
资本支出	(102)	(108)	(113)	(119)	(79)	(93)	(101)	(109)	(116)	(121)
运营资本变动	(462)	(519)	(478)	(623)	(672)	(777)	(854)	(923)	(981)	(1,024)
所得税 (营运)	(106)	(138)	(165)	(197)	(245)	(289)	(338)	(390)	(445)	(503)
其他	(218)	(279)	(279)	(326)	(358)	(422)	(463)	(501)	(532)	(556)
自由现金流	(454)	(482)	(362)	(460)	(333)	(377)	(351)	(301)	(222)	(111)
增长		NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM

估值	
明计现金流现值	299
期末价值 (第 25 年) 现值	11,240
企业价值	11,538
占永续价值百分比	97%
联营公司及其他	0
-少数股东权益	19
现金盈余**	231
-债务***	1,573
权益价值	10,178
已发行股数 [m]	217.9
每股权益价值 (Rmb/股)	46.70
权益成本	8.0%
股息收益率	0.2%
1年期目标价 (Rmb/股)	50.30

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	13.0%	12.5%	4.0%
息税前利润率	5.0%	5.0%	4.8%
资本支出/销售收入	0.3%	0.3%	0.2%
投资资本回报率	11.3%	11.6%	10.6%

估值对应指标			
财年	2015E	2016E	1年预期
企业价值 / 息税前利润	26.6x	20.6x	25.7x
企业价值 / 息税前利润	27.1x	21.0x	26.2x
自由现金流收益率	NM	NM	NM
市盈率 (现值)	41.0x	32.2x	39.7x
市盈率 (目标)	44.1x	34.7x	42.7x

加权平均资本成本	
无风险利率	3.63%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.87
债务/权益比	14.0%
边际税率	25.0%
权益成本	8.0%
债务成本	5.6%
WACC	7.8%

期末假设值	
VCH (年数)	25
对应的自由现金流增长	2.2%
投资资本回报率增幅	7.5%
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	9.2x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: 瑞银证券研究部

可比公司估值

公司传统业务为药品+器械纯销业务, 属典型医药商业行业。因此我们选取 A/H/及海外上市的医药商业板块公司作为可比对象。2015/16 年板块 PE 估值均值为 33/26 倍, 剔除业务创新的公司, 传统业务估值为 22/18 倍。

但 2014 年下半年以来，流通企业间估值水平分化明显，从最高 63/49 倍（九州通）到 16/13 倍（上海医药-A）不等，其估值分化主要在于公司是否基于其流通业务和硬件设施，进行例如医药电商、PBM（医疗福利管理）、慢病管理等为医疗服务行业进行增值服务等。

图表 7: 医药流通行业可比公司估值（以 2 月 12 日收盘价为准）

证券名称	证券代码	EPS			当前股价(LC)	PE		
		2014E	2015E	2016E		2014E	2015E	2016E
九州通*	600998	0.3	0.38	0.49	24.10	80	63	49
嘉事堂*	002462	0.5	0.74	1.02	37.48	75	50	37
一心堂	002727	1.21	1.53	1.89	54.50	45	36	29
南京医药	600713	0.12	0.2	0.29	9.65	80	48	33
浙江震元	000705	0.18	0.24	0.32	11.55	64	48	36
国药一致*	000028	1.8	2.24	2.78	48.89	27	22	18
国药股份	600511	1.05	1.28	1.54	32.09	31	25	21
上海医药	601607	0.92	1.07	1.28	17.07	19	16	13
柳州医药	603368	1.89	1.92	2.36	57.39	30	30	24
中国医药	600056	0.55	0.63	0.76	15.67	28	25	21
华东医药	000963	1.75	2.48	3.13	53.16	30	21	17
国药控股	1099.HK	1.03	1.22	1.46	26.80	26	22	18
CVS	CVS.N	4.5	5.13	5.83	102.59	23	20	18
均值						41	33	26
瑞康医药*	002589	0.86	1.14	1.45	51.43	60	45	35

来源: 万得资讯, Bloomberg, 瑞银证券估算。其中*为瑞银证券估算, 其余采用市场一致预期

对于医药电商、PBM 等有望颠覆现有医疗体系的新业态，伴随其盈利可见性增强、收入规模增加，因其未来的大空间、稀缺性及产业链上优势地位，市场乐意给予其高估值溢价。

公司利用其对药品、器械产业链的深入了解，及在山东省尤其是经济较发达的胶东地区良好的医院、政府关系，探索药品福利管理、转型医疗服务等新业务模式，市场将其视为尝试业务模式创新的流通公司。

我们对已进行业务模式创新的公司进行估值分析，选取了九州通（2014 电商收入约 4 亿元）、嘉事堂（增资连锁药店，有电商业务预期）、一心堂（云南零售药店龙头，有电商业务预期）、太安堂（收购医药电商康爱多，布局电商业务，收购承诺 2015 电商业务不低于 6.4 亿元）、南京医药（药事服务）、浙江震元（医疗服务）等公司，其 15 年动态 PE 估值均值为 47 倍。与瑞康医药目标价对应估值（44x）相近，我们认为，考虑公司未来业务模式创新处于初期，给予 44 倍估值基本合理。如未来公司创新业务有实质性进展，估值仍有提升空间。

图表 8: 医药流通行业涉业务创新公司估值表 (以 2 月 12 日收盘价为准)

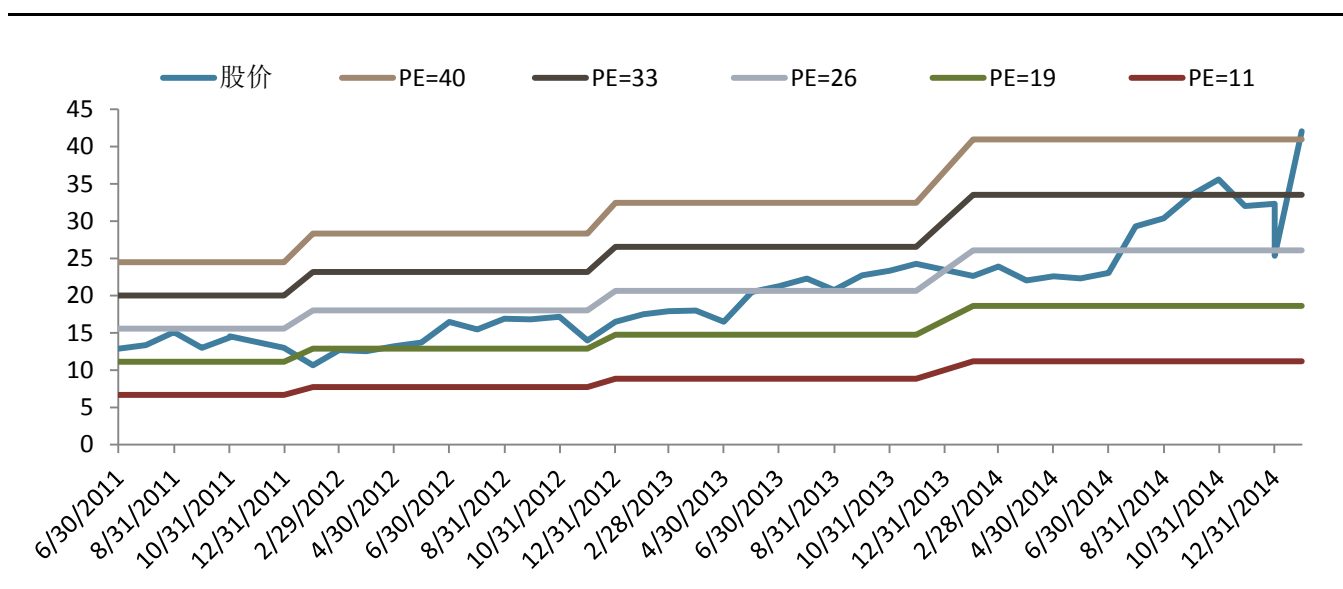
证券名称	证券代码	EPS			当前股价(LC)	PE		
		2014E	2015E	2016E		2014E	2015E	2016E
九州通*	600998	0.3	0.38	0.49	24.10	80	63	49
嘉事堂*	002462	0.5	0.74	1.02	37.48	75	50	37
一心堂	002727	1.21	1.53	1.89	54.50	45	36	29
太安堂	002433	0.27	0.37	0.48	14.00	52	38	29
南京医药	600713	0.12	0.2	0.29	9.65	80	48	33
浙江震元	000705	0.18	0.24	0.32	11.55	64	48	36
						66	47	36
瑞康医药*	002589	0.86	1.14	1.45	51.43	60	45	35

来源:wind, 瑞银证券估算。其中*公司为瑞银证券估算, 其余采用市场一致预期

现估值高于历史均值

公司历史平均动态估值 33 倍, 但公司处于转型初期, 现阶段估值高于历史均值。

图表 9: PE-band



来源: Bloomberg

瑞康医药 (002589.SZ)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	3,195	4,622	5,926	7,477	26.2	9,290	24.2	11,612	13,934	16,652
毛利	262	377	509	646	26.8	821	27.2	1,052	1,263	1,509
息税折旧摊销前利润(UBS)	152	218	285	308	7.9	434	41.1	561	673	805
折旧和摊销	(6)	(8)	(12)	(8)	-37.5	(8)	11.1	(10)	(13)	(16)
息税前利润(UBS)	146	210	273	300	9.9	426	41.9	551	660	789
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	(8)	(21)	(9)	2	-	(13)	-	(16)	(16)	(19)
净利息	(25)	(37)	(66)	(52)	21.6	(79)	-52.0	(111)	(143)	(175)
例外项目(包括商誉)	(1)	(4)	(5)	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	112	148	194	250	29.3	333	33.2	423	502	595
税项	(28)	(37)	(49)	(63)	-27.0	(83)	-33.2	(106)	(125)	(149)
税后利润	84	111	144	188	30.1	250	33.2	317	376	446
优先股股息及少数股权	0	0	(1)	0	31.7	(1)	-59.8	(1)	(1)	(1)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	84	111	144	187	30.4	249	33.1	316	375	445
净利润(UBS)	85	114	145	187	29.0	249	33.1	316	375	445
税率(%)	25.3	25.1	25.5	25.0	-1.8	25.0	0.0	25.0	25.0	25.0
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.52	0.61	0.75	0.86	14.1	1.14	33.1	1.45	1.72	2.04
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.52	0.59	0.75	0.86	15.3	1.14	33.1	1.45	1.72	2.04
每股收益(UBS, 基本)	0.52	0.61	0.75	0.86	14.1	1.14	33.1	1.45	1.72	2.04
每股股息净值(Rmb)	0.06	0.06	0.08	0.09	7.4	0.11	33.1	0.15	0.17	0.20
每股账面价值	4.99	4.88	7.49	8.28	10.6	9.34	12.8	10.68	12.25	14.12
平均股数(稀释后)	163.22	187.63	192.65	217.90	13.1	217.90	0.0	217.90	217.90	217.90
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	307	398	648	1,122	73.1	1,393	24.2	1,742	2,090	2,498
其他流动资产	1,791	2,458	3,342	4,014	20.1	4,983	24.2	6,226	7,471	8,927
流动资产总额	2,098	2,856	3,990	5,135	28.7	6,377	24.2	7,968	9,561	11,425
有形固定资产净值	50	58	225	287	27.8	318	10.7	360	411	468
无形固定资产净值	47	60	58	59	2.2	61	2.4	62	64	66
投资/其他资产	23	146	181	252	39.4	314	24.5	368	416	461
总资产	2,218	3,120	4,454	5,734	28.7	7,070	23.3	8,758	10,452	12,420
应付账款和其他短期负债	1,083	1,564	1,892	2,409	27.4	2,927	21.5	3,626	4,382	5,193
短期债务	318	640	913	1,502	64.57	2,088	39.02	2,785	3,379	4,126
流动负债总额	1,400	2,204	2,804	3,911	39.5	5,015	28.2	6,411	7,761	9,319
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	1,400	2,204	2,804	3,911	39.5	5,015	28.2	6,411	7,761	9,319
普通股股东权益	815	916	1,632	1,804	10.6	2,035	12.8	2,326	2,670	3,077
少数股东权益	2	0	18	19	2.6	20	4.0	20	22	23
负债和权益总计	2,218	3,120	4,454	5,734	28.7	7,070	23.3	8,758	10,452	12,420
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	84	111	144	187	30.4	249	33.1	316	375	445
折旧和摊销	6	8	12	8	-37.5	8	11.1	10	13	16
营运资本变动净值	(571)	46	(534)	(152)	71.6	(465)	-206.8	(559)	(505)	(664)
其他营业性现金流	90	(224)	93	50	-46.2	93	85.5	128	160	196
经营性现金流	(391)	(60)	(285)	93	-	(114)	-	(104)	42	(7)
有形资本支出	(29)	(112)	(153)	(143)	6.8	(102)	28.3	(108)	(113)	(119)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(17)	(5)	(17)	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(45)	(117)	(171)	(143)	16.5	(102)	28.3	(108)	(113)	(119)
已付股息	0	(9)	(11)	(15)	-30.7	(19)	-27.3	(25)	(32)	(38)
股份发行/回购	476	0	583	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	4	76	(97)	(52)	46.18	(79)	-52.03	(111)	(143)	(175)
债务及优先股变化	61	323	273	589	116.10	586	-0.56	697	594	747
融资性现金流	542	389	748	523	-30.1	488	-6.6	561	419	534
现金流量中现金的增加/(减少)	106	212	292	473	62.1	272	-42.6	348	348	408
外汇/非现金项目	(148)	(121)	(42)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	(42)	91	250	473	89.4	272	-42.6	348	348	408

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

瑞康医药 (002589.SZ)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	-	25.2	27.7	59.9	45.0	35.4	29.9	25.2
市盈率 (UBS, 稀释后)	-	24.6	27.4	59.9	45.0	35.4	29.9	25.2
股价/每股现金收益	-	22.9	25.2	57.5	43.5	34.3	28.9	24.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	-	(6.2)	(11.0)	(0.4)	(1.9)	(1.9)	(0.6)	(1.1)
净股息收益率(%)	-	0.4	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
市净率	-	3.0	2.8	6.2	5.5	4.8	4.2	3.6
企业价值/营业收入(核心)	-	0.7	0.7	1.6	1.3	1.1	0.9	0.8
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	-	13.9	15.0	37.7	27.5	21.9	18.6	16.0
企业价值/息税前利润(核心)	-	14.5	15.6	NM	28.0	22.3	18.9	16.3
企业价值/经营性自由现金流(核心)	-	14.9	28.9	NM	NM	28.7	22.8	19.8
企业价值/运营投入资本	-	3.1	2.8	5.6	4.8	4.0	3.4	3.0
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	-	2,793	3,996	11,206	11,206	11,206	11,206	11,206
净债务 (现金)	10	242	265	381	695	1,043	1,289	1,628
少数股东权益	1	1	9	19	19	20	21	22
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	-	3,036	4,270	11,605	11,920	12,269	12,516	12,856
非核心资产	0	0	0	0	0	0	0	0
核心企业价值	-	3,036	4,270	11,605	11,920	12,269	12,516	12,856
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	44.4	44.7	28.2	26.2	24.2	25.0	20.0	19.5
息税折旧摊销前利润(UBS)	36.1	43.3	31.0	7.9	41.1	29.2	20.0	19.6
息税前利润(UBS)	36.2	43.9	30.2	9.9	41.9	29.3	20.0	19.5
每股收益(UBS 稀释后)	14.5	16.5	24.3	14.1	33.1	27.0	18.6	18.6
每股股息净值	-2.0	0.0	33.3	7.4	33.1	27.0	18.6	18.6
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	8.2	8.2	8.6	8.6	8.8	9.1	9.1	9.1
息税折旧摊销前利润率	4.8	4.7	4.8	4.1	4.7	4.8	4.8	4.8
息税前利润率	4.6	4.5	4.6	4.0	4.6	4.7	4.7	4.7
净利 (UBS) 率	2.7	2.5	2.4	2.5	2.7	2.7	2.7	2.7
ROIC (EBIT)	28.3	21.1	17.8	14.6	17.2	17.9	17.9	18.1
税后投资资本回报率	21.2	15.8	13.1	10.9	12.9	13.5	13.4	13.6
净股东权益回报率(UBS)	15.3	13.1	11.4	10.9	13.0	14.5	15.0	15.5
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	0.1	1.1	0.9	1.2	1.6	1.9	1.9	2.0
净债务/总权益 %	1.3	26.4	16.0	20.9	33.8	44.5	47.9	52.5
净债务/(净债务 + 总权益) %	1.2	20.9	13.8	17.3	25.3	30.8	32.4	34.4
净债务/企业价值	-	8.0	6.2	3.3	5.8	8.5	10.3	12.7
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	0.9	2.4	2.6	1.9	1.1	0.9	0.8	0.7
息税前利润/净利息	5.9	5.7	4.1	5.8	5.4	4.9	4.6	4.5
股息保障倍数 (UBS)	8.7	10.1	9.4	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
股息支付率 (UBS) %	11.5	9.9	10.6	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	3,195	4,622	5,926	7,477	9,290	11,612	13,934	16,652
总计	3,195	4,622	5,926	7,477	9,290	11,612	13,934	16,652
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	146	210	273	300	426	551	660	789
总计	146	210	273	300	426	551	660	789

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	-2.2%
预测股息收益率	0.2%
预测股票回报率	-2.0%
市场回报率假设	8.6%
预测超额回报率	-10.6%

风险声明

我们认为公司可能面临的上行风险主要包括：1、创新业务进展超预期，如公司药品福利管理、远程医疗服务等业务进展超预期，则估值有进一步提升的空间；2、公司是涉及创新业务的流通公司，如在市场情绪催化下，该类公司估值继续上行，则公司估值有进一步提升的空间；3、医药电商等政策超预期。我们认为公司可能面临的下行风险主要包括：1、医院回款速度降低，对公司资金占用加大，公司可能存在资金成本提升的风险；2、器械业务拓展低于预期；3、新业务进展低于预期。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	37%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	42%	32%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 12 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率 (FSR)** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设 (MRA)** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期 (UR)**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义： **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外 (CBE)：** 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：季序我，博士；林娜，博士。

涉及报告中提及的公司的披露

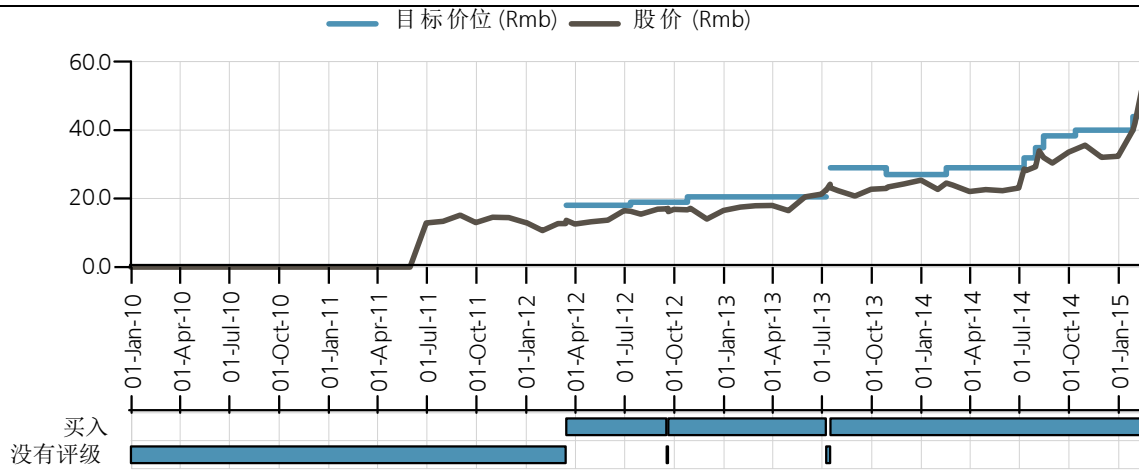
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
瑞康医药	002589.SZ	买入	不适用	Rmb51.43	2015 年 02 月 12 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

瑞康医药 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 2 月 12 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区： 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发（除非另有许可）。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业用户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：** 由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码：+912261556000 SEBI 注册号：NSE 现金交易：INB230951431，NSE 期货与期权：INF230951431；BSE 现金交易：INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2015 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

