

2017年08月28日

瑞康医药 (002589.SZ)

器械整合稳步推进,公司业绩符合预期

■事件:公司公告2017H1业绩,上半年实现营业收入103.93亿元,同比增长50.24%;归属上市公司股东净利润5.14亿元,同比增长136.70%;归母扣非净利润5.04亿元,同比增长141.46%;EPS 0.34元,上半年业绩符合预期。经营现金流净额-13.40亿元,比去年同期增长28.77%。公司预计2017年1-9月份归属股东净利润6.89-8.75亿元,同比增长85%-135%。

■二季度维持高增长态势,盈利能力提升明显:上半年综合毛利率17.14%,较去年同期提升3.77个百分点;净利润率4.95%,较去年同期增长1.81个百分点,盈利能力提升明显;分季度看,2017Q2实现销售收入56.53亿元,同比增长53.82%;归母净利润2.22亿元,同比增长68.63%,保持了一季度的高增长态势。

■省内内生业务增长稳健,省外扩张带动高增长:从山东省内业务看,上半年药品器械收入合计66.51亿元,同比增长了20.56%,省内毛利率13.04%,增加了1.13个百分点,省内业务增长比较稳健,器械占比提升带来毛利率提升。公司高增长主要来自省外器械贡献,目前公司已经完成了30个省的医疗器械省级平台公司建设。分业务看,上半年药品收入79.50亿元,同比增长38.13%,毛利率12.38%,提升2.64个百分点;省内药品增速预计接近20%,省外药品业务已经由去年的6省拓展至12省;器械实现收入24.09亿元,同比增长111.69%,毛利率32.73%,较去年同期提升1.22个百分点,器械业务逐渐成为公司的新增点;另外移动医疗实现收入1317.71万元,同比增长90.70%;其他项收入2156.72万元,同比增长19.82%;

■业务拓展销售管理人员增加导致费用有所增长:从费用端看,收购扩张带来销售管理人员增加及差旅费用增加导致销售管理费用都有所提升。上半年公司销售费用率6.65%,同比增加1.38个百分点;管理费用率3.17%,同比增加0.62个百分点;财务费用率0.58%,同比降低0.08个百分点;三项期间费用率合计10.40%,较去年同期增加1.92个百分点。

■省内获得多仓联动和药品器械第三方物流资质:公司省内获批两张(药品和器械)第三方物流配送资格证,同时取得了山东省内唯一一家集团内多仓联动资质,省内实现多仓联动大大降低了省内的配送成本,未来第三方物流业务开展将成为公司增长新增长点。

公司快报

证券研究报告

中成药

投资评级 买入-A

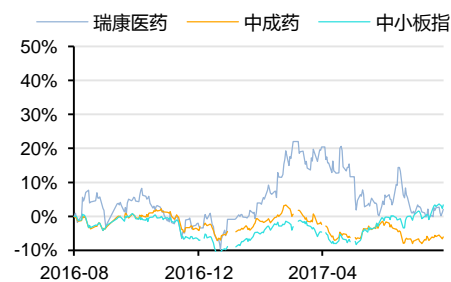
首次评级

6个月目标价: 19.60元
 股价(2017-08-25) 14.88元

交易数据

总市值(百万元)	22,390.09
流通市值(百万元)	10,360.03
总股本(百万股)	1,504.71
流通股本(百万股)	696.24
12个月价格区间	14.54/41.02元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.35	-23.3	-3.69
绝对收益	1.09	-11.59	-0.02

梁静静

报告联系人
liangjj@essence.com.cn

崔文亮

分析师
SAC 执业证书编号: S1450517040006
cuiwl@essence.com.cn
010-83321412

梁静静

报告联系人
liangjj@essence.com.cn

相关报告

■ **投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年的收入增速分别为 48.33%、34.16%、20.95%，净利润增速分别为 77.51%、51.10%、24.40%，成长性突出；首次覆盖，给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 19.60 元，相当于 2017 年 28.00 的动态市盈率。

■ **风险提示：**器械省外收购不及预期；应收帐款周转持续恶化

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	9,750.0	15,618.7	23,167.2	31,081.1	37,592.6
净利润	235.9	590.8	1,048.7	1,584.6	1,971.2
每股收益(元)	0.16	0.39	0.70	1.05	1.31
每股净资产(元)	2.12	4.57	5.19	6.14	7.32
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	94.9	37.9	21.4	14.1	11.4
市净率(倍)	7.0	3.3	2.9	2.4	2.0
净利润率	2.4%	3.8%	4.5%	5.1%	5.2%
净资产收益率	7.4%	8.6%	13.4%	17.1%	17.9%
股息收益率	0.1%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%
ROIC	11.8%	19.4%	16.4%	19.6%	17.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,750.0	15,618.7	23,167.2	31,081.1	37,592.6	成长性					
减:营业成本	8,680.3	13,171.4	19,133.8	25,300.0	30,450.0	营业收入增长率	25.2%	60.2%	48.3%	34.2%	21.0%
营业税费	15.1	56.8	52.9	77.4	218.0	营业利润增长率	31.0%	178.8%	65.3%	54.5%	26.3%
销售费用	408.6	932.0	1,552.2	2,116.6	2,518.7	净利润增长率	30.4%	150.4%	77.5%	51.1%	24.4%
管理费用	225.3	425.5	780.7	1,041.2	1,240.6	EBITDA 增长率	26.6%	140.1%	57.9%	55.5%	25.4%
财务费用	74.5	84.2	125.8	248.4	309.5	EBIT 增长率	22.7%	146.6%	63.9%	58.0%	26.1%
资产减值损失	38.3	89.7	100.0	100.0	80.0	NOPLAT 增长率	24.6%	148.3%	63.7%	58.1%	26.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	51.4%	93.7%	32.4%	40.6%	5.3%
投资和汇兑收益	1.2	2.3	2.0	2.0	2.1	净资产增长率	86.5%	120.4%	12.3%	18.3%	19.5%
营业利润	308.9	861.3	1,423.8	2,199.5	2,777.9	利润率					
加:营业外净收支	9.5	16.7	18.0	14.7	16.5	毛利率	11.0%	15.7%	17.4%	18.6%	19.0%
利润总额	318.5	878.1	1,441.8	2,214.3	2,794.4	营业利润率	3.2%	5.5%	6.1%	7.1%	7.4%
减:所得税	75.3	203.0	334.5	511.9	646.3	净利润率	2.4%	3.8%	4.5%	5.1%	5.2%
净利润	235.9	590.8	1,048.7	1,584.6	1,971.2	EBITDA/营业收入	4.4%	6.6%	7.0%	8.1%	8.4%
						EBIT/营业收入	3.9%	6.1%	6.7%	7.9%	8.2%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	21	20	15	10	8
货币资金	1,177.6	2,049.6	1,853.4	2,486.5	3,007.4	流动营业资本周转天数	79	80	96	114	117
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	231	234	233	239	244
应收账款	4,613.4	8,106.0	11,686.4	16,942.7	18,561.4	应收账款周转天数	146	147	154	166	170
应收票据	510.0	594.8	1,321.8	1,161.7	1,762.6	存货周转天数	32	31	29	29	29
预付账款	117.7	369.6	207.8	593.0	410.1	总资产周转天数	268	283	275	270	269
存货	1,025.4	1,707.2	1,994.0	3,073.6	3,028.7	投资资本周转天数	115	127	131	134	133
其他流动资产	8.4	22.7	14.4	15.2	17.4	投资回报率					
可供出售金融资产	-	3.2	1.1	1.4	1.9	ROE	7.4%	8.6%	13.4%	17.1%	17.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.7%	4.3%	5.6%	6.3%	7.3%
长期股权投资	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	ROIC	11.8%	19.4%	16.4%	19.6%	17.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	730.6	977.9	913.8	849.7	785.6	销售费用率	4.2%	6.0%	6.7%	6.8%	6.7%
在建工程	59.6	117.0	117.0	117.0	117.0	管理费用率	2.3%	2.7%	3.4%	3.4%	3.3%
无形资产	82.8	74.5	71.0	67.4	63.9	财务费用率	0.8%	0.5%	0.5%	0.8%	0.8%
其他非流动资产	529.6	1,627.4	1,582.0	1,587.0	1,593.4	三费/营业收入	7.3%	9.2%	10.6%	11.0%	10.8%
资产总额	8,861.7	15,656.8	19,769.3	26,901.8	29,356.0	偿债能力					
短期债务	1,583.8	1,922.5	2,247.7	2,657.3	3,168.6	资产负债率	61.6%	52.1%	55.5%	61.8%	58.2%
应付账款	3,086.0	5,341.3	5,989.6	8,341.1	9,314.6	负债权益比	160.3%	108.7%	124.6%	161.5%	139.4%
应付票据	697.9	650.8	1,263.3	1,451.6	1,692.3	流动比率	1.37	1.58	1.77	1.92	1.86
其他流动负债	89.7	239.5	134.8	194.3	196.0	速动比率	1.18	1.37	1.57	1.68	1.65
长期借款	-	-	860.6	3,443.6	2,224.8	利息保障倍数	5.15	11.23	12.32	9.86	9.98
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	5,457.3	8,154.2	10,496.0	16,087.8	16,596.3	DPS(元)	0.02	0.04	0.07	0.11	0.13
少数股东权益	210.0	627.0	606.5	722.3	895.1	分红比率	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%
股本	554.5	654.2	1,504.7	1,504.7	1,504.7	股息收益率	0.1%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%
留存收益	2,639.9	6,221.4	6,311.5	7,736.6	9,509.4						
股东权益	3,404.4	7,502.7	8,422.8	9,963.5	11,909.2						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.16	0.39	0.70	1.05	1.31
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	BVPS(元)	2.12	4.57	5.19	6.14	7.32
净利润	243.1	675.1	1,048.7	1,584.6	1,971.2	PE(X)	94.9	37.9	21.4	14.1	11.4
加:折旧和摊销	46.6	84.2	67.7	67.7	67.7	PB(X)	7.0	3.3	2.9	2.4	2.0
资产减值准备	38.3	89.7	-	-	-	P/FCF	-30.9	-8.7	-23.2	32.8	40.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	2.3	1.4	1.0	0.7	0.6
财务费用	75.8	94.7	125.8	248.4	309.5	EV/EBITDA	48.0	21.1	14.9	10.6	8.1
投资损失	-1.2	-2.3	-2.0	-2.0	-2.1	CAGR(%)	91.3%	47.1%	82.6%	91.3%	47.1%
少数股东损益	7.2	84.3	58.6	117.7	176.8	PEG	1.0	0.8	0.3	0.2	0.2
营运资金的变动	-858.4	-2,599.2	-3,220.4	-3,967.8	-785.0	ROIC/WACC	1.2	2.0	1.7	2.0	1.8
经营活动产生现金流量	-466.3	-1,759.0	-1,921.6	-1,951.5	1,738.1	REP	4.5	1.5	1.5	1.0	1.0
投资活动产生现金流量	-400.3	-638.6	4.1	1.6	1.6						
融资活动产生现金流量	1,345.5	3,232.6	1,721.3	2,583.0	-1,218.8						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034