

瑞康医药 (002589): 专注于山东市场的医药直销企业

分析师: 丁思德

执业证书编号: S0300511010008

联系人: 刘苗

Email: liumiao@lxzq.com.cn

日期: 2011年06月03日

www.lxzq.com.cn

投资要点:

1、专注于山东省的医药直销企业

山东瑞康医药股份有限公司成立于2004年,专注于山东省医药市场,2009年,公司在全国药品批发企业销售百强中排名第37位、山东省第3位。目前公司已经成为山东省药品配送领域的支柱企业之一。2008-2010年,公司营业收入年均增长率达39%。而山东省作为全国最大的医药市场之一,公司将受益于医药规模的快速增长。

2、完善的销售网络和较强的终端控制力

公司营销网络分为三部分,高端医疗市场(二级以上医院)、基础医疗市场(城镇社区医疗和新农合)、商业分销。至2010年末,公司已经完成对山东省84家三级医院、249家二级医院和988基础医疗单位达成覆盖,覆盖率分别为97.67%、60.58%和39.16%。另外,公司通过273家分销客户对全省未直接覆盖的医院及零售市场完成覆盖,其中济南、烟台和青岛为公司分销业务的主要市场。

公司在省内三级医院覆盖率由2008年的77.91%提升至2010年的97.67%,即基本实现了三级医院的全覆盖;规模以上医院终端的覆盖数量由2008年的224家上升到2010年的333家,覆盖率由45.07%上升到67.00%;基层医疗机构的覆盖数量由2008年的685家上升到2010年的988家,覆盖率由27.15%上升至39.16%,均呈迅速增长趋势。



联讯证券

图表 1 公司业务覆盖率

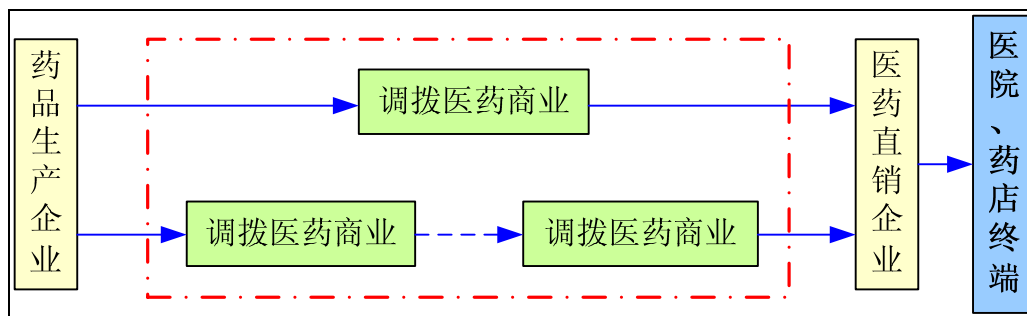
市场划分	2010 年		2009 年		2008 年	
	数量	覆盖率	数量	覆盖率	数量	覆盖率
二级以上医院	333	67.00%	306	61.57%	224	45.07%
其中:						
三级医院	84	97.67%	84	97.67%	67	77.91%
二级医院	249	60.58%	222	54.01%	157	38.20%
基础医疗	988	39.16%	837	33.17%	685	27.15%

资料来源：招股说明书、联讯证券投研中心

3、政策倾向利好公司发展

众所周知，目前政府医改的矛头直指流通行业，事实上医药流通也是最先被动刀的，不论是限价还是招标，针对的正是过多的流通中间环节（冗余的调拨商业企业）。公司作为直销企业几乎不受影响，而且是政府所支持和依赖的商业形态，且公司作为山东地区直销龙头企业，长期扎根并深耕于本省市场，在这个行业改革的大背景下，可以说公司是具备了“天时、地利和人和”，据了解，公司商业回款时间平均不到 4 个月，低于同行业 5 个月的回款时间。

图表 2 医药商业运作模式



资料来源：招股说明书、联讯证券投研中心

未来，随着烟台和济南募投项目的建成，公司将在原来市场动作的基础上，以济南为中心，加速扩展在山东西部地区市场。随着基本药物统一配送的实施，基层医疗市场必将持续快速发展，公司在这个区域的优势十分明显，值得看好。

4、盈利预测

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.96 元、1.32 元和 1.76 元。目前已确定发行价为 20 元，参考可比公司估值水平，我们建议给予公司 2011 年 25-30 倍 PE，对应价格区间 24-28.8 元。

5、风险提示

- 1) 大型商业企业竞争加剧
- 2) 国家药品配送政策变动的影响

图表3 盈利预测表

利润表(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2213.38	3076.60	4246.86	5654.27
营业成本	2029.63	2799.70	3864.65	5145.38
营业税金及附加	3.61	36.92	50.96	67.85
销售费用	39.74	55.38	76.44	101.78
管理费用	33.38	49.23	67.95	90.47
财务费用	18.67	15.38	21.23	28.27
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0	0	0	0
营业利润	85.14	119.99	165.63	220.52
营业外收入	0.12	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.09	0.00	0.00	0.00
利润总额	83.18	119.99	165.63	220.52
所得税费用	21.04	30.00	41.41	55.13
净利润	62.13	89.99	124.22	165.39
少数股东权益	0.02	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	62.11	89.99	124.22	165.39
EPS (元)	0.66	0.96	1.32	1.76

资料来源：联讯证券投研中心

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本资料而引致的任何直接或间接损失负任何责任。