

相关研究:

1、高盈利水平依旧,新增长点凸显-110927

**投资评级:** **买入**

**当前价格:** **21.71 元**

**目标价格:** **34.00 元**

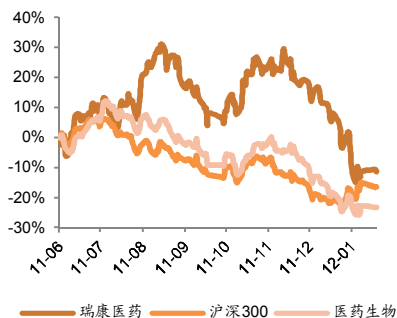
**目标期限:** **6 个月**

市场数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本(百万股)      | 93.80       |
| A 股股本(百万股)    | 93.80       |
| 流通股本(百万股)     | 23.80       |
| 12 个月最高/最低(元) | 32.20/19.96 |
| 第一大股东         | 张仁华         |
| 第一大股东持股比例     | 28.87%      |
| 上证综指/沪深 300   | 2,268/2,429 |

注: 2012 年 2 月 1 日数据

近十二个月股价表现



| %    | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|------|------|------|-------|
| 相对收益 | -20  | -16  | -     |
| 绝对收益 | -16  | -26  | -     |

注: 相对收益与沪深 300 相比

分析师: 叶侃

(8621) 68634510-8721

yk2880@xcsc.com

执业证书编号: S0500511080004

## 高盈利水平依旧, 新增长点凸显

### 事件:

公司公布 2011 年业绩快报, 经初步核算, 公司 2011 年度实现营业收入 31.95 亿元, 同比增长 44.37%; 实现归属于上市公司股东的净利润 8389 万元, 同比增长 35.07%; 基本每股收益为 1.024 元, 业绩基本符合预期。

### 投资要点:

#### □ 高端医院直销强势地位保证高盈利能力

根据业绩快报, 公司 2011 年销售净利率高达 2.63%, 虽然由于新业务的开展较 2010 年略有下降, 但依旧远高于 1% 出头的行业平均水平, 而公司的高盈利水平主要源自公司在山东省内高端直销领域的强势地位。截至 2010 年, 公司对山东省三级和二级医院的业务覆盖率分别达到 97.67% 和 60.58%; 而到 2011 年上半年公司已实现对三级医院的全覆盖, 规模以上医院的覆盖率位居全省第一, 渠道优势明显。以渠道优势为依托, 公司对上游供应商的议价能力也不断提升: 2008-2010 年期间, 与公司实际发生业务的供应商数量从 932 家增加至 1380 家, 增幅达 48%; 经营品种由 7204 种增加至 8687 种, 且多为高毛利率品种, 从而形成了品种优势。而品种优势又可反过来服务于终端渠道的开拓。因此, 公司在兼具品种和渠道优势方面已然形成了良性循环, 两者共同铸就的高端医院直销的渠道优势将保证公司高端医院直销业务的稳健快速增长, 进而维持高盈利水平。

#### □ 基药配送和省外分销新业务构筑业绩增长新引擎

如果说高端医院直销是公司高成长的基石, 那么基药配送和省外分销将是公司更进一步的业绩新引擎。

##### ■ 基药配送业务拓展迅速, 2012 年有望迎来丰收期

基药配送是公司 2011 年开始拓展的新业务, 但该业务的拓展却远超市场预期。截至 2011 年 8 月 31 日山东省基本药物配送企业配送区域、品种情况公示 (第三期), 公司在覆盖区县、已配送生产企业数量和已配送品规数量三方面均遥遥领先, 显示了公司在基药配送领域的竞争优势: 精细化管理是毛利率较低的基药配送业务的客观要求, 而公司以往低水平的期间费用率已然证明这一点; 强大的渠道覆盖能力保证了基药配送物流的边际效应。从 2011 年的情况来看, 公司对省内基层医疗机构的覆盖率已达到 75% 以上, 2012 年有望迎来基药配送业务的放量, 业绩增长新引擎已然成形。

##### ■ 以牵手辉瑞为契机, 步入省外分销的市场蓝海

2011 年 8 月 31 日, 瑞康医药与辉瑞公司签署了战略合作协议, 并与北中国 12 个省、1 个直辖市签署了分销协议; 随后公司获批进口资质, 并于 9 月通过修改公司章程新增了“经营各类商品和技术的进出口”项目, 为公司全面开展进口高端药分销业务奠定了基础。牵手辉瑞标志着公司正式进军省外分销市场, 前景广阔: 一方面, 省外分销市场面向全国, 相对于偏于一隅的现有业务犹如一片市场蓝海, 对公司来说具有战略意义; 另一方面, 公司在高端直销方面具有品种管理和渠道开拓的丰富经验, 有助于公司进一步吸引更多的像辉瑞一样的高端客户以及相关高端品种。

## □ 估值和投资建议

我们预计公司 2011-2013 年摊薄后每股收益为 1.02、1.36 和 1.68 元。我们认为，公司高端医院直销业务是高盈利能力的保证，仍将保持稳健增长；而基药配送和省外分销新业务将是公司实现持续高成长的新助力。当前股价对应 2011 年和 2012 年业绩的市盈率分别为 21 倍和 16 倍，估值较低。故我们维持公司“买入”的投资评级，6 个月目标价 34 元。

## □ 重点关注事项

**股价催化剂(正面):** 外延式并购进展

**风险提示 (负面):** 基药配送业务低于预期

**表 1 山东省基本药物配送企业配送区域、品规情况 (第三期) (仅罗列了前十名的企业)**

| 排名 | 配送企业                  | 已覆盖县市区数量(含高新区、开发区等) | 已配送生产企业数量 | 已配送品规数量 |
|----|-----------------------|---------------------|-----------|---------|
| 1  | 山东瑞康医药股份有限公司          | 152                 | 432       | 941     |
| 2  | 华润山东医药有限公司            | 121                 | 367       | 781     |
| 3  | 山东瑞康医药股份有限公司<br>济南分公司 | 113                 | 286       | 569     |
| 4  | 山东海王银河医药有限公司          | 80                  | 381       | 823     |
| 5  | 山东天士力医药有限公司           | 71                  | 144       | 345     |
| 6  | 山东鑫康弘医药有限公司           | 64                  | 321       | 736     |
| 7  | 国药控股山东有限公司            | 61                  | 105       | 195     |
| 8  | 济南药业集团有限责任公司          | 58                  | 331       | 698     |
| 9  | 山东齐都药业有限公司            | 54                  | 5         | 34      |
| 10 | 山东瑞康医药股份有限公司<br>青岛分公司 | 46                  | 266       | 489     |

注：本表数据为从实行网上采购交易以来，至 2011 年 8 月 31 日数据

数据来源：山东省药品采购网，湘财证券研究所

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

**买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

**增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

**中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上；

**卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

## 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接受人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。

在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。