

短期业绩压力不改长期向好

九州通 (600998.SH)

谨慎推荐 首次评级

投资要点:

1. 事件

近日,我们对公司的情况进行了跟踪。

2. 我们的分析与判断

(一)、基层市场表现低于预期

九州通是居于全国前三的医药商业流通企业,是仅有的具有全国性网络的两家企业之一。

公司专注于第三终端配送领域,基层市场是公司的主要市场。下游客户主要是药店、基层医疗机构、二级分销商等,从收入分布占比情况来看:以基层市场为主的二级分销商占比65%左右;药店、连锁药店占比约18%;医疗机构12%左右,其中二级医院(包含)以上占5-8%;其余为政府采购等。

今年以来,随着基本药物制度在全国各省市的推进,由于:1)基药生产厂商的学术化营销需求下降,基药生产厂商相对于流通企业的谈判能力加强;2)基本药物实施零差价药品销售,但基层医疗机构积极性有所降低,导致公司在基层市场表现低于预期。

(二)、费用控制能力优秀,成本略有压力

公司主要面向基层市场,采取快销模式,因此对成本和费用控制的要求较高。公司的营业费用率和管理费用率持续保持在较低水平,体现了民营企业良好的费用控制能力。

今年对公司净利润率影响较大的因素有:1)公司加大了对中高端医院的开发力度,由于医院品种与基层品种侧重不同,且医院开发难度大,因此产生费用较大;2)成本上升,包括人工成本以及新建成项目带来的折旧;3)由于融资规模上升导致财务费用的增加。

(三)、多元化经营,开拓电子商务

今年七月,公司通过增资控股北京好药师大药房的形式,与北京京东叁佰陆拾度电子商务公司合资开展医药电子商务B2C业务,主要通过互联网以电子商务方式出售OTC药品、保健品及其他商品。

目前好药师健康馆还在试运行,只上线了部分产品,估计月成交量几千单,且很快就会正式运营,届时品种会更加齐全。我们认为,药店多元化经营将成为我国药店经营模式的主要方向,我们看好公司在电子商务领域所做的尝试,该业务毛利相对较高(约20%),未来会有不错的发展。

分析师

黄国珍 行业分析师

☎: (8621) 2025 2609

✉: huangguozhen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511100004

特此鸣谢

郭思捷 ☎: (8610) 8357 4110

✉: guosijie@chinastock.com.cn

对此报告编制提供信息

市场数据 时间 2011.12.26

A股收盘价(元)	10.71
A股一年内最高价(元)	16.09
A股一年内最低价(元)	10.15
上证指数	2190.11
市净率	3.92
总股本(万股)	142051.58
实际流通A股(万股)	49682.06
限售的流通A股(万股)	92369.52
流通A股市值(亿元)	53.21

(四)、医药零售将重点发展直营店

公司在发展零售药店连锁战略方面,继续坚持以发展自营店为主、加盟店为辅的策略,同时为打造独立的医药流通零售连锁品牌,公司建立了"好药师大药房"连锁品牌,加大了加盟店的审核力度,改进了门店装修与运营标准。目前直营店已超过 100 家,加盟店从去年的 700 多家降到了 600 多家。

公司未来将通过收购等方式来重点发展直营店,围绕已有的配送中心进行布局,加快零售业务的发展。公司对加盟店只收取少量的管理费用,且加盟店盈亏自负。

3. 投资建议

作为目前中国医药流通行业前 10 名中唯一的民营企业,公司成本及费用控制能力强,管理优秀。我们认为,尽管短期面临一定的经营压力,但公司长期发展向好,且与京东商城的合作是不错的尝试。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.29 元, 0.32 元和 0.37 元,首次给予“谨慎推荐”评级。

表 1: 九州通 (600998.SH) 财务报表预测

资产负债表						利润表					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1578	1176	2486	2545	2509	营业收入	18958	21252	24931	28655	32935
应收票据	148	399	468	538	618	营业成本	17802	19875	23384	26883	30902
应收账款	360	556	652	749	861	营业税金及附加	31	29	34	39	45
预付款项	812	696	819	941	1082	销售费用	379	457	536	616	708
其他应收款	267	515	605	695	799	管理费用	311	321	384	441	507
存货	2631	3120	3671	4220	4851	财务费用	75	123	67	88	88
长期股权投资	53	72	72	72	72	资产减值损失	4	5	5	5	5
固定资产净额	838	878	942	1009	913	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	119	309	159	(0)	100	投资收益	2	(2)	0	0	0
无形资产净值	331	359	355	350	345	营业利润	358	439	521	582	681
递延所得税资产	7	8	8	8	8	营业外净收入	19	33	20	20	20
资产总计	7168	8119	10268	11159	12190	税前利润	378	472	541	602	701
短期借款	1491	787	2087	2087	2087	所得税	74	112	128	143	166
应付票据	2156	1490	1753	2015	2317	净利润	304	360	413	460	535
应付账款	966	982	1156	1329	1527	归属母公司净利润	298	353	405	451	525
预收款项	61	75	89	102	117	少数股东损益	6	7	8	8	10
应付职工薪酬	25	17	20	23	26	基本每股收益	0.23	0.25	0.29	0.32	0.37
应交税费	37	79	79	79	79	摊薄每股收益	0.23	0.25	0.29	0.32	0.37
其他应付款	130	120	120	120	120						
一年内到期的非	130	115	135	156	179						
长期借款	489	429	429	429	429						
长期应付款	0	0	0	0	0						
专项应付款	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	10	26	26	26	26						
负债合计	5495	4120	5893	6364	6906						
所有者权益合计	1673	3999	4375	4795	5284						
现金流量表						财务指标					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	304	360	413	460	535	成长性					
折旧与摊销	0	0	94	102	106	营业收入增长率	16%	12%	17%	15%	15%
经营活动现金流	301	362	98	171	179	EBIT 增长率	31%	31%	4%	14%	15%
投资活动现金流	0	0	(5)	(5)	(105)	净利润增长率	47%	19%	15%	11%	16%
融资活动现金流	0	0	1217	(108)	(109)	盈利能力					
净现金流	301	362	1310	58	(36)	毛利率	6%	6%	6%	6%	6%
期初现金余额	1378	1578	1176	2486	2545	净利率	2%	2%	2%	2%	2%
期末现金余额	1678	1940	2486	2545	2509	EBITDA/营业收入	3%	3%	3%	3%	3%
						ROE	18%	9%	9%	10%	10%
						ROIC	9%	8%	6%	7%	7%
						估值指标					
						PE	52	44	39	35	30
						P/S	1	1	1	1	0
						P/B	8	4	4	3	3
						EV/EBITDA	29	24	23	21	18
						股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

黄国珍，行业分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座
上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn