

## 证券研究报告—动态报告

医药保健

医疗器械与服务

**九州通(600998)**

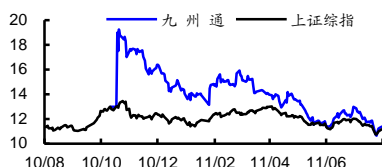
2011 半年报点评

**谨慎推荐**

(维持评级)

2011 年 8 月 16 日

## 一年该股与上证综指走势比较



## 股票数据

总股本 (百万股)	1,420.5/150.0
总市值 (百万元)	16,179.7/1,708.5
沪深 300/深圳成指	2,626.77/11,767.74
12 个月最高/最低 (元)	19.25/10.66

## 相关研究报告:

《九州通-600998-11 年关注新业务拓展》——2011-4-29

**证券分析师: 丁丹**

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120006

**证券分析师: 贺平鸽**

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

## 半年报点评

## 分销毛利率下降拉低利润增速

**●业绩低于预期**

上半年公司实现营业收入 120.30 亿元、营业利润 1.66 亿元及归属于上市公司股东净利润 1.26 亿元, 同比分别增长 17.01%、8.07% 和 7.49%; 实现 EPS0.09 元, 低于我们预期的 0.10 元/股。

**●毛利率下降拉低利润增速**

公司整体毛利率为 6.07%, 同比下降 0.18 个百分点。公司品种以 OTC (约占 40%) 和普药 (约占 30%) 为主, 今年由于招标限价等政策因素, 医药商业行业普遍面临毛利率下降压力。上半年公司西药、中成药、中药饮片等各项分销品类毛利率均出现下降。虽然制药业务毛利率明显上升 3.4 个百分点, 但收入规模非常小, 业绩贡献微薄。

**●费用控制仍优异**

公司管控仍较优异, 上半年期间费用率 4.51%, 同比微降 0.09 个百分点。上半年公司收入增速平稳, 但和行业内普遍遭遇的情况一样面临毛利率下降和银根收紧压力。公司曾在 10 年报中预计 11 年收入增速 20% 以上, 利润增速超过收入增速。上半年业绩虽低于预期, 但考虑由于公司分销品种里 OTC 药品及普药较多, 全年利润主要来自上游生产企业年末的返点, 因此前三个季度, 尤其是上半年的返点主要来自预提, 而公司一般预提得比较谨慎, Q3 逐步明朗后将体现更接近全年实际情况的增速, 全年业绩仍有望做到 20% 的增长。

**●风险提示**

新分销网络布局进展低于预期。

**●估值合理, 维持“谨慎推荐”评级**

下调 11-13 年 EPS 至 0.30、0.41、0.52 元/股 (原预测 0.34、0.46、0.57), 11-12PE38X、28X, 公司上市时定位不低, 经过近一年的调整后, 目前估值合理。公司是中国医药流通行业前 10 名中唯一的民营企业, 第三终端龙头, 关注公司在医药分销行业的独特定位及长线价值。维持“谨慎推荐”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	18,957.71	21,251.77	25,588	30,480	35,985
(+/-%)	16.39%	12.10%	20.4%	19.1%	18.1%
净利润(百万元)	297.89	353.43	432	580	738
(+/-%)	47.01%	18.64%	22.1%	34.4%	27.1%
每股收益 (元)	0.23	0.25	0.30	0.41	0.52
EBIT Margin	2.43%	2.85%	2.7%	3.0%	3.2%
净资产收益率 (ROE)	18.26%	9.11%	10.3%	12.7%	14.5%
市盈率 (PE)	48.58	45.78	37.5	27.9	21.9
EV/EBITDA	31.16	24.96	26.5	21.2	18.0
市净率 (PB)	8.87	4.17	3.87	3.53	3.17

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**表 1: 九州通分产品领域经营趋势**

单位: 亿元	销售收入			毛利率		
	2009	2010	10 增速	2009	2010	10 增速
西药、中成药	174.76	193.93	10.97%	5.95%	5.62%	0.33%
中药材与中药饮片	2.44	3.47	42.21%	20.03%	18.90%	-1.13%
医疗器械与计生用品	4.21	6.53	55.11%	10%	10.37%	0.37%
食品、保健品、化妆品等	7.81	8.28	6.02%	9.15%	9.34%	0.19%
零售连锁	0.57	1.69	198.23%	35.30%	15.68%	-19.62%
制药业务	0.96	1.09	13.54%	0.2806	0.3643	0.0837
	10H1	11H1	同比增速	10H1	11H1	同比变动
西药、中成药	93.88	108.6	15.68%	5.64%	5.54%	-0.10%
中药材与中药饮片	1.41	2.31	63.83%	21.10%	18.11%	-2.99%
医疗器械与计生用品	3.01	4.76	58.14%	10.26%	10.09%	-0.17%
食品、保健品、化妆品等	4.43	4.55	2.71%	9.18%	7.30%	-1.88%
零售连锁	0.72	1.02	41.29%	17.74%	18.09%	0.35%
制药业务	1.11	1.7	53.10%	22.03%	25.41%	3.38%

数据来源: wind、国信证券经济研究所整理

注: 前述 4 项细分领域品种数据包含零售连锁和制药业务下的品种。10 年零售业务口径变化, 加盟店配送业务计入批发业务。

**表 2: 九州通各细分业务收入及预测**

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>批发</b>	<b>12923</b>	<b>16137</b>	<b>18769</b>	<b>20944</b>	<b>25132</b>	<b>29908</b>	<b>35291</b>
增速		25%	16%	12%	20%	19%	18%
毛利率	4.88%	5.47%	5.85%	6.20%	6.10%	6.10%	6.10%
<b>零售</b>	<b>21</b>	<b>25</b>	<b>56</b>	<b>169</b>	<b>253</b>	<b>316</b>	<b>379</b>
增速		19%	129%	199%	50%	25%	20%
毛利率	35.02%	43.61%	35.47%	15.72%	17.00%	17.00%	17.00%
<b>工业</b>	<b>97</b>	<b>119</b>	<b>96</b>	<b>109</b>	<b>169</b>	<b>220</b>	<b>274</b>
增速		23%	-19%	13%	55%	30%	25%
毛利率	14.45%	16.41%	28.03%	36.45%	39.00%	39.00%	39.00%
<b>其他</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>36</b>	<b>31</b>	<b>34</b>	<b>37</b>	<b>41</b>
增速		-6%	400%	-15%	10%	10%	10%
毛利率	90%	80%	31%	41%	40%	40%	40%
<b>合计</b>	<b>13048</b>	<b>16288</b>	<b>18958</b>	<b>21252</b>	<b>25588</b>	<b>30480</b>	<b>35985</b>
增速		25%	16%	12.10%	20.40%	19.12%	18.06%
毛利率	5.05%	5.64%	6.10%	6.48%	6.47%	6.49%	6.50%

数据来源: wind、国信证券经济研究所整理

## 附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1176	1000	1000	1000	营业收入	21252	25588	30480	35985
应收款项	1470	2103	2505	2958	营业成本	19875	23932	28502	33645
存货净额	3120	3923	4671	5516	营业税金及附加	29	33	40	47
其他流动资产	696	838	998	1080	销售费用	457	542	579	666
<b>流动资产合计</b>	<b>6462</b>	<b>7863</b>	<b>9174</b>	<b>10554</b>	管理费用	321	385	438	482
固定资产	1188	1277	1298	1260	财务费用	123	136	167	181
无形资产及其他	359	345	330	316	投资收益	(2)	5	5	5
投资性房地产	38	81	81	81	资产减值及公允价值变动	(5)	(7)	(5)	(5)
长期股权投资	72	92	112	132	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>8119</b>	<b>9657</b>	<b>10996</b>	<b>12342</b>	营业利润	439	556	755	965
短期借款及交易性金融负债	902	1280	1515	1558	营业外净收支	33	20	20	20
应付款项	2472	3269	3893	4597	<b>利润总额</b>	<b>472</b>	<b>576</b>	<b>775</b>	<b>985</b>
其他流动负债	292	347	412	486	所得税费用	112	136	183	233
<b>流动负债合计</b>	<b>3666</b>	<b>4896</b>	<b>5820</b>	<b>6641</b>	少数股东损益	7	8	11	14
长期借款及应付债券	429	429	429	429	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>353</b>	<b>432</b>	<b>580</b>	<b>738</b>
其他长期负债	26	26	26	26					
<b>长期负债合计</b>	<b>455</b>	<b>455</b>	<b>455</b>	<b>455</b>					
<b>负债合计</b>	<b>4120</b>	<b>5351</b>	<b>6275</b>	<b>7095</b>					
少数股东权益	121	127	135	145					
股东权益	3878	4180	4586	5102					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8119</b>	<b>9657</b>	<b>10996</b>	<b>12342</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	353	432	580	738
资产减值准备	1	2	0	(0)
折旧摊销	91	117	138	148
公允价值变动损失	5	7	5	5
财务费用	123	136	167	181
营运资本变动	(1672)	(767)	(622)	(601)
其它	4	4	8	10
<b>经营活动现金流</b>	<b>(1218)</b>	<b>(205)</b>	<b>109</b>	<b>299</b>
资本开支	(308)	(200)	(150)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(326)</b>	<b>(220)</b>	<b>(170)</b>	<b>(120)</b>
权益性融资	1960	0	0	0
负债净变化	(60)	0	0	0
支付股利、利息	(124)	(129)	(174)	(221)
其它融资现金流	(450)	378	235	42
<b>融资活动现金流</b>	<b>1143</b>	<b>249</b>	<b>61</b>	<b>(179)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(402)</b>	<b>(176)</b>	<b>(0)</b>	<b>0</b>
货币资金的期初余额	1578	1176	1000	1000
货币资金的期末余额	1176	1000	1000	1000
企业自由现金流	(1454)	(320)	69	321
权益自由现金流	(1964)	(45)	177	225

关键财务与估值指标				
	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.25	0.30	0.41	0.52
每股红利	0.09	0.09	0.12	0.16
每股净资产	2.73	2.94	3.23	3.59
ROIC	10%	10%	11%	13%
ROE	9%	10%	13%	14%
毛利率	6%	6%	6%	7%
EBIT Margin	3%	3%	3%	3%
EBITDA Margin	3%	3%	3%	4%
收入增长	12%	20%	19%	18%
净利润增长率	19%	22%	34%	27%
资产负债率	52%	57%	58%	59%
息率	0.8%	0.8%	1.1%	1.4%
P/E	45.8	37.5	27.9	21.9
P/B	4.2	3.9	3.5	3.2
EV/EBITDA	30.8	26.5	21.2	18.0

资料来源: 国信证券经济研究所预测

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

### 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>固定收益</b>		<b>策略</b>	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				<b>技术分析</b>	
				闫莉	010-88005316
<b>交通运输</b>		<b>银行</b>		<b>房地产</b>	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈煜	010-66025229	黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
<b>商业贸易</b>		<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁及新材料</b>	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟				郭莹	010-88005303
<b>机械</b>		<b>基础化工</b>		<b>医药</b>	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁丹	0755-82134323	胡博新	0755-82133263
				刘勃	0755-82130833-1845
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张骏	010-88005311	刘明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙飞	
<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>通信</b>	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
<b>造纸</b>		<b>家电</b>		<b>计算机</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊丹					
<b>建材</b>		<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304				
<b>建筑</b>		<b>新兴产业</b>		<b>研究支持</b>	
邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
刘萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098
		孙伟	010-66026320	余辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
<b>量化投资产品</b>		<b>基金评价与研究</b>		<b>量化投资策略</b>	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓岳	0755-82150533	李腾	0755-82130833-6223	郑云	021-60875163
		刘洋	0755-82150566	毛甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱晶	0755-82130833-1367		
<b>量化交易策略与技术</b>		<b>数据与系统支持</b>			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

### 国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
<b>王立法</b> 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	<b>盛建平</b> 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>魏 宁</b> 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
<b>王晓建</b> 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	<b>马小丹</b> 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b> 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
<b>焦 戡</b> 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	<b>郑 毅</b> 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>林 莉</b> 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
<b>李文英</b> 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b> 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>王昊文</b> 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
<b>赵海英</b> 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	<b>刘 塑</b> 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>甘 墨</b> 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
<b>原 祎</b> 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	<b>叶琳菲</b> 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>段莉娟</b> 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
	<b>孔华强</b> 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	<b>徐 冉</b> 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		<b>颜小燕</b> 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		<b>赵晓曦</b> 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		<b>郑 灿</b> 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn