



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药

王军

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001
(8621) 2032 8310
jun.wang_sh@bocichina.com

焦阳

证券投资咨询业务证书编号: S130051209002
(8621)20328587
yang.jiao@bocichina.com

*寇嘉焯为本报告重要贡献者

九州通调研纪要

近日我们调研九州通(600998.CH/人民币 11.03, 未有评级), 与公司管理层就公司发展问题进行交流, 纪要如下:

一、业务结构:

1. 纯销业务: 2009年至今纯销业务快速增长, 其中二级以上医院纯销业务2012年有望在2011年基础上接近翻倍; 2013年有望在2012年基础上翻倍。增量来自于客户的快速拓展, 九州通在湖北、河南、山东等地快速扩张, 至2012年6月, 公司覆盖二级医院1,700余家, 三级医院300余家。纯销业务毛利率约10%。2011年该业务收入占公司商业收入比例达7%。
2. 基层医疗机构(这里特指二级以下医院及第三终端)配送业务: 2011年基层医疗机构配送业务收入占商业收入比重近6-7%左右。基层医疗市场配送业务近年保持15%左右的增速, 其中基药配送业务增速慢一些, 基药目录外基层用药配送业务增长更快。我们认为, 基层医疗市场增长乏力基于零差率导致医院终端无动力使用基药, 但2012年国家强制补贴的陆续到位, 情况有所好转。
3. 药店配送业务: 2011年收入占商业收入比重18%左右。面向药店的批发业务毛利率约6-8%。
4. 调拨业务: 2011年该业务收入占商业收入比66-67%, 覆盖7,000-8,000家二级经销商, 毛利率近5%。调拨回款周期0.5-1月, 远快于医院配送平均6个月的回款周期。

二、品种结构:

1. 非处方药及保健品: 非处方药收入占比约44%, 加上保健品收入占比超过50%。保健品配送毛利率可达8-9%。
2. 基药: 基药占比近30%, 公司大部分基药品种走的是调拨业务。
3. 其他非基药处方药: 占比约20%, 大部分处方药品种走调拨业务, 走纯销的很少。
4. 器械及耗材配送: 占比很小, 器械配送毛利率约10%, 耗材配送毛利率略低。业务快速增长, 同比增速40-50%。省级高端耗材招标在跟进, 公司也已开始与安徽等省洽谈。
5. 中药饮片配送: 占比很小, 中药饮片配送毛利率能达到15%以上。业务快速增长, 同比增速40-50%。

三、创新业务情况：

1. 电商 B to C:

- 1) 经营现状：高峰近 1 万名客户/天，月销售额在 1,000 万元以上（药品 200 万/月，保健品 400-500 万/月，器械 300-400 万/月）；客单价约 100 元。年营业额 1 亿以上（我们预计其收入与天猫医药馆相仿）。
- 2) 盈利状况：毛利率维持在 20% 以上，京东按单计费，九州通该业务处于微利状态。月环比增长约 20%。
- 3) 瓶颈：上线以来无法在京外地区实现票货同行依然是外埠扩张的瓶颈（目前依然是覆盖北京、上海、广州、武汉、成都 5 个城市），我们预计这方面政策短期无望放开，同时地方省市谈判中也无法实现通过收购或新建单体药店换取开发票的权利。瓶颈将持续存在。
- 4) 竞争优势：九州通认为医药电商做大的条件是：与上游谈判能力强+配送能力强+较长的成长周期中资金能持续跟得上；公司商业业务中非处方药方面本来就是优势，同时在后台配送及分拣方面也有优势。

2. 保健品进口代销：

1) 销售额规划：

Church and Dwight 保健品全球年销售额 30 亿美金，年同比增长缓慢。九州通的目标是 2013 年（首年）采购金额做到其年销售额的千分之一（约 300 万美金），按毛利率 60-70% 计算实际销售额约 900 万美金（约 6,000 万人民币），可以与前期投入打平。2014 年采购金额做到其全球千分之五，开始盈利；2017 年采购金额做到其全球百分之一。

2) 渠道规划及进展：

依赖九州通现有药店客户、商超及网络三大渠道，目前已开始导入。其中商超渠道截至 2011 年底已铺货 600 余家（略低于此前 1,000 家的预期），包括 300 多家沃尔玛店，公司终端促销外包给 1-2 名促销员/店；网络渠道也开始上线，团购也在导入。

3. 中药材产业链开发：

1) 定位：

公司打造的是从 GAP 种植到加工到销售一条产业链，是为满足客户需求，如提供原料、或提供市场销售空间等，若有试剂厂下订单，公司也会配合销售。公司做的是独立的大的采购加工销售体系。

2) 现状：

我们估计 12 年销售额约 6 亿元，目前工作重点是加强 GAP 生产基地布局及建设饮片加工厂。

4. 医院业务：

现状：九州通脑科医院及高端体检中心，原规划为 1.7 万平米，现在希望扩大到 3 万平米，因此开业时间要延后一些。

四、其他：

1. 商业企业并购：

在并购战略方面偏保守，公司认为商业企业通过并购快速增长存在以下问题：1) 地区性医药商业企业在所覆盖区域内存在很强的业务独立性，很难管理；2) 被并购企业往往在并购后由于不再节约和弥补欠账，出现费用快速增长现象，商业企业并购往往存在实际市盈率远高于交易市盈率现象；3) 被并购企业原股东通过并购赚一大笔钱，同时每年赚取少数股东分配的利润，往往没有动力做事。商业并购往往通过对赌协议控制并购后业绩，但对赌协议期一过往往出现业绩下滑现象。

2. 融资：

现金压力持续存在，我们估计 2013 年公司或有进一步融资需求。

3. 资本支出：

至 2014 年公司省一级资本开支建设项目基本结束（除陕西青海西藏等少数几个省区均已覆盖），随后将启动地市级扩建项目；我们预计未来 3 年资本支出约为 5 个亿左右水平。

4. 物流费用增长：

物流费用维持在收入的 1.5% 水平，其中运输费用收入占比 0.5-0.8%，低于其他商业公司；年增速与收入增速相当。

5. 人工成本增长：

我们估计一线员工收入年增长 15%，我们认为总体人工成本上涨略低于收入增速。

6. PE 投资情况：

公司在对**利德曼**(300289.CH/人民币 23.40, 未有评级)投资已取得 10 余倍的收益；此外公司在贵州、云南、北京等也有小型医药工业企业的投资项目。

7. 与华北制药合作情况：

成立合资公司九州通控股；合作目标主要是加强华药新股东冀州能源旗下矿区医院医疗服务供给能力，包括药品配送及其他一些服务。

8. 对于二次议价看法：

公司其实一直都是由医院主导的二次议价的倡导者，但目前终端医院在产业价值链上仍十分强势。此前芜湖试点基药配送的二次议价，医院压价很低，要求配送商跟上游生产商议价后返还较高比例的配送收入。

9. 对于区域医院统一配送与医院药房集成托管的看法：

海王生物潍坊枣庄集成配送托管难于复制。公司是希望在配送及托管方面可以市场开放性竞争，但实际上国内地方保护主义较为严重。

公司是 A 股中唯一的民营医药商业配送巨头，其商业模式难以复制，渠道拓展顺利，成本控制相对较好；但由于行业竞争激烈造成公司毛利率承压且财务成本高企，主营业务面临一定压力。公司积极介入电商、保健品进口代销、营利性医院运营及中药材产业链建设等领域，进行多元化发展，未来成长值得期待。我们看好保健品进口代销对公司未来利润的增厚及电商业务的未来想象空间，我们认为公司可享受估值溢价。公司现有估值水平约相当于 2013 年市场一致预期业绩的 30 倍市盈率，创新业务驱动公司业绩存在弹性，我们建议投资者积极关注。

图表 1. 投资摘要 (市场一致预期)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(人民币, 百万)	21,251.77	24,838.68	29,029.00	33,728.67	39,147.00
变动(%)	12.10	16.88	16.87	16.22	16.03
归属母公司的股东净利润(人民币, 百万)	353.43	374.13	436.25	509.85	585.31
变动(%)	18.64	5.86	16.60	17.91	14.80
每股收益(元)	0.25	0.26	0.31	0.36	0.41
市盈率(倍)	42.85	42.42	35.81	29.81	25.07
每股经营现金流(元)	(0.79)	(0.24)	NA	(0.25)	(0.57)

资料来源: 公司数据及万得资讯

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371