

UBS Investment Research

嘉事堂

首次覆盖：业务和商业模式创新驱动高增长

■ 特色区域性商业龙头，业务和商业模式创新驱动高增长

与资源优势明显的全国性龙头不同，我们认为嘉事堂的核心竞争力在于：公司对北京医药流通市场有独到理解，并能够根据行业内在需求和未来发展趋势进行前瞻性的业务和商业模式创新。回顾历史，正是在物流设施和基药市场的提前布局，使公司在北京数百家商业企业中脱颖而出；展望未来，我们认为医疗器械业务、GPO采购等一系列业务和商业模式创新已经使公司抢占市场先机，未来公司有望在创新过程中持续快速发展。

■ 商业模式创新进入收获期，流通主业有望进一步提速

我们认为公司多种创新商业模式进入收获期，医药流通主业有望进一步提速：1)医院纯销：增值服务带动纯销收入快速增长，首钢项目和总后招标的执行有望使增速进一步提升；2)基药配送：预计年内北京新基药即将开始执行，公司配送规模和利润率或将显著受益；3)医药物流：随着新版GSP执行、公司物流三期和京西物流基地建成，物流业务有望呈现量增价升局面。

■ 开拓器械耗材配送业务，未来有望再造“嘉事堂”

2011年以来，公司聚焦心内科高值耗材市场，通过合资和收购的方式重点培育医疗器械业务。我们认为，出于提升融资能力和企业品牌的考虑，中小器械企业的合作积极性较高。经过一系列收购，公司器械存量业务规模已达到6亿元。我们预计，被收购业务在得到公司资金和管理支持后有望加速增长，三年内器械业务规模或将接近10亿元，有望再造“嘉事堂”。

■ 估值：首次覆盖给予“买入”评级，12个月目标价18.5元

我们预测公司2013-2015年扣非后EPS为0.42、0.64、0.82元。根据瑞银VCAM模型得到目标价18.5元（WACC7.8%）。给予“买入”评级。

重要数据 (Rmb百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	1,801	2,554	3,966	6,662	8,681
息税前利润 (UBS)	61	84	137	252	346
净利润 (UBS)	50	64	101	154	197
每股收益 (UBS, Rmb)	0.21	0.27	0.42	0.64	0.82
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.15	0.12	0.09	0.13	0.16

盈利能力和估值	五年历史均值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润率 (%)	4.3	3.3	3.4	3.8	4.0
ROIC (EBIT) %	-	16.7	18.7	22.8	22.2
EV/EBITDA (core) x	-	15.7	19.2	12.0	9.7
市盈率 (UBS) (x)	-	33.6	37.1	24.5	19.1
净股息收益率 (%)	-	1.3	0.6	0.8	1.0

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年09月24日17时28分的股价 (Rmb15.68) 得出；

季序我, 博士

分析师

S1460511080003

xuwo.ji@ubssecurities.com

+86-105-832 8089

全球证券研究报告

中国

药品

12个月评级

买入

之前：未予评级

12个月目标价

Rmb18.50/US\$3.02

股价

Rmb15.68/US\$2.56

路透代码: 002462.SZ 彭博代码002462 CS

2013年9月25日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb15.68-6.80/US\$2.56-1.09

市值 Rmb3.76十亿/US\$0.61十亿

已发行股本 240百万 (ORDA)

流通股比例 34%

日均成交量 (千股) 4,314

日均成交额(Rmb 百万) Rmb56.2

资产负债表数据 12/13E

股东权益 Rmb1.18十亿

市净率 (UBS) 3.2x

净现金 (债务) Rmb0.18十亿

预测回报率

预测股价涨幅 +18.0%

预测股息收益率 0.6%

预测股票回报率 +18.6%

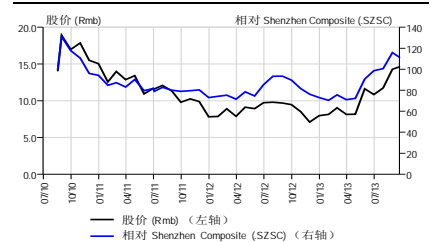
市场回报率假设 8.7%

预测超额回报率 +9.9%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/13E		12/12
	从	到市场预测	实际
Q1	-	0.07	- 0.06
Q2	-	0.13	- 0.11
Q3E	-	0.11	- 0.07
Q4E	-	0.11	- 0.03
12/13E	-	0.42	-
12/14E	-	0.64	-

股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

嘉事堂 2013年9月25日

目录	页
投资主题	3
— 关键催化剂.....	4
— 风险	4
— 估值和推导目标价的基础	4
— 乐观/悲观情景分析	5
— 瑞银预期相对市场一致预期	5
— 敏感性分析.....	5
风险分析	6
— 行业风险分析	6
— 企业风险	6
竞争分析	6
— 行业吸引力评估	6
— 竞争优势	8
— 管理层策略.....	8
模式创新进入收获期，医药商业有望持续快速增长	9
— 创新商业模式进入收获期，医院纯销收入有望大幅提升	9
— 北京新基药临近执行，预计公司配送规模将显著增长.....	11
— 新版GSP执行期限将近，第三方物流收入有望量价齐升.....	11
医疗器械业务快速扩张，未来有望再造“嘉事堂”	12
财务分析	15
— 杜邦分析	15
— 财务分析	15
估值	16
— 目标价推导.....	16
— 可比公司	17
公司背景	18

季序我, 博士

分析师

S1460511080003

xuwo.ji@ubssecurities.com

+86-105-832 8089

嘉事堂 2013年9月25日

投资主题

嘉事堂是一家植根于北京市场的区域性医药流通企业。公司自97年成立以来发展迅速，12年药品批发规模已在北京数百家医药商业企业中上升至第6位。与资源优势明显的全国性商业龙头不同，我们认为，嘉事堂高速发展所依赖的核心竞争力在于：公司对北京医药流通市场理解独到，并能够依据客户内在需求、行业发展趋势进行前瞻性的业务布局 and 模式创新：

- 回顾历史，公司03年投建现代化物流基地、06年参与北京基药配送。在业务布局上公司往往领先行业对手一步，并利用先发优势实现了快速发展。
- 展望未来，我们认为，公立医院改革、医药分开等行业新趋势，正在使医院终端对商业企业的需求多元化，过去简单的药品配送已无法满足客户需求。在新的行业环境下，预计嘉事堂的创新能力将进一步凸显优势。
- 2013年来，公司医院增值服务走向系统化、GPO采购模式首战告捷、京西物流基地进展顺利、器械业务迅速做大，多项创新商业模式和创新业务正逐步从规划变为现实，我们相信这为公司业绩的持续增长提供了旺盛动力。

随着一系列创新商业模式的逐步落实，我们认为公司业绩的高速增长值得期待。从医药流通主业来看：

- 医药纯销：公司贯彻“以服务争取份额”的策略，纯销收入从12年初的6千万/月快速提升至目前的过亿元/月，增长大幅领先于18%的行业平均增速。我们预计，下半年在首钢GPO项目和总后招标的拉动下，公司纯销收入或将在13年末突破2亿元/月。而京西物流基地、通州医疗城项目、区域配送中心建设等未来布局，有望为纯销业务的中长期增长提供支撑。
- 基药配送：近期随着北京新基药执行，各家企业的配送范围将重新洗牌。根据新中标区域估算，我们预计公司配送规模将有40-50%的增长，加上北京基药市场20%左右的内生增长，基药配送业务也有望迎来高速增长。
- 医药物流：13年6月新版GSP已开始执行。我们预计，北京超过6成的商业企业可能需要借助第三方物流才能通过新版认证。伴随需求大幅提升、公司医药物流三期和京西物流落成，物流业务或将呈现量价齐升的局面。

我们认为，公司医药流通业务尚未表现出跨区域扩张能力。但考虑到北京是国内最大的商业市场，公司在北京市场份额尚不足5%，我们认为公司的增长空间还非常大，在创新模式的带动下，未来数年医药商业主业仍有望快速增长。

在聚焦医药商业的同时，医疗器械业务正逐步成为公司另一大增长亮点。目前公司器械业务的发展模式已初步成型，即专注于心内科高值耗材，通过收购实现快速扩张。我们认为，出于现金流和提升企业品牌的考虑，耗材企业与合作积极性较高。一旦收购完成，随着公司现金流注入被收购业务也有望实现加速发展。目前公司器械业务已拥有近6亿元的业务存量，高值耗材的净利率通常在8%以上，未来随着业务规模扩大器械业务有望再造嘉事堂。

我们预测公司2013-2015年扣非后EPS为0.42、0.64、0.82元，并根据瑞银VCAM模型得到目标价18.5元。我们认为随着公司创新业务和商业模式的不断落实，公司未来业绩仍有较大超预期的可能，首次覆盖给予“买入”评级。

嘉事堂 2013年9月25日

关键催化剂

- 1、首钢GPO采购、新基药配送、总后招标在下半年的执行，以及未来进一步的商业模式创新，都可能使公司的纯销收入短期大幅提高，带动公司盈利能力快速增长；
- 2、京西物流基地建设和新版GSP的执行，有望使公司物流技术优势进一步放大，并可能带动公司第三方物流业务大幅增长；
- 3、在完成一系列合资和收购后，公司医疗器械业务的业绩贡献有望加速。

风险

- 1、未来若行政部门出台进一步的药品降价政策，可能使医药流通的利润率产生较大的负面影响；
- 2、竞争对手未来若加强医院增值服务和创新商业模式的开发力度，可能对公司市场份额构成冲击；
- 3、若公司新商业模式的实施效果不达预期，可能对业绩形成较大冲击。

估值和推导目标价的基础

我们预测公司2013年、2014年及2015年的扣非后EPS为0.42元、0.64元、0.82元。关键假设如下：

- 我们预测公司药品批发业务13-15年收入分别为34.06/56.98/74.39亿元，分别同比增长50.36%/67.30%/30.55%。药品批发业务是公司核心业务，我们预计在GPO采购、增值服务等创新商业模式的驱动下，公司药品批发业务有望持续快速增长。
- 我们预测公司医疗器械耗材销售业务13-15年收入分别为3.3/6.8/9.0亿元，分别同比增长305%/106%/32%。通过收购或合资的方式，公司目前器械耗材销售业务的存量规模已经达到6亿元。我们估计，经过半年的磨合后，14年公司 will 实现高增长状态。我们认为公司未来可能通过收购进一步扩展心内科产品线，预计器械业务有较大的可能性会出现超预期的情况。

我们根据瑞银VCAM给嘉事堂估值得到目标价为18.5元，对应13/14/15年PE约44/29/23倍，14年PE略高于行业同类公司水平。考虑到公司商业模式创新能力出众，业绩持续高速增长且存在进一步超预期的可能，我们认为目标价合理。首次覆盖，给予“买入”评级。

嘉事堂 2013年9月25日

乐观/悲观情景分析

公司主要收入来源为药品批发和医疗器械销售业务, 我们预计2013年公司药品批发收入34.06亿元, 同比增长50.4%; 医疗器械销售收入3.3亿元, 同比增长305%。

乐观情景分析: 若公司在GPO采购和医疗器械收购方面有进一步的合作, 药品批发收入将有望达到39亿元, 同比增长72%; 医疗器械销售收入3.6亿元, 同比增长341%。我们估算其13年EPS为0.45元, 高于我们预测7%, 对应每股估值19.5元。

悲观情景分析: 如果药品批发收入仅32亿元, 同比增长41%; 医疗器械收入仅3亿元, 同比增长268%。我们估算其13年EPS为0.39元, 低于我们预测7%, 对应每股估值17.5元。

瑞银预期相对市场一致预期

市场可能认为, 医药商业区域性龙头面临国药等全国性龙头企业的竞争, 成长前景并不乐观。我们承认大企业的实力很强, 但同时, 我们也想指出: 医药商业本质上是服务业, 围绕医疗机构的需求而存在。医改深化正在使医疗机构的利益和需求发生变化, 这样的变化牵一发而动全身, 我们预计将带来医药商业业态的深刻变化。尤其是零差率的逐步推行, 使医院对自身经营效率和药品成本的关注程度大幅提高。嘉事堂对医疗机构需求理解透彻, 战略布局前瞻性较强。通过专业服务和增值合作等策略, 公司有望实现市场份额快速增长, 甚至在局部市场形成垄断。未来五年, 我们认为公司有能力保持持续快速增长状态。

此外, 市场还可能认为, 流通企业在药品供应链上处于弱势地位, 盈利能力受药品降价的影响较大。我们则认为, 专业服务和增值合作的增加, 将使终端客户对公司的用户粘性增加, 使公司议价能力相应增强。若首钢GPO采购模式进一步推广, 公司应能从供应链的最弱势环节成长为较强势环节, 盈利能力有望得到巩固甚至有所提升。

我们认为, 公司多种创新商业模式已得到落实, 未来业绩高增长可期。同时, 考虑到公司目前市场份额尚低, 我们预计公司将有能力凭借进一步的创新维持长期高速增长。因此, 我们的预期较市场预期略高。

表1:瑞银预期对比市场一致预期

净利润(百万元)	2013E	2014E	2015E
瑞银证券预测	101	154	197
市场一致预期(过去30天)	98	144	188
差别	4%	7%	4%

数据来源: 万得资讯, 瑞银证券估算

敏感性分析

公司主要增长动力来自药品批发和医疗器械销售, 二者是公司业绩的决定性因素。我们以药品批发和医疗器械销售收入做敏感性分析, 结果如下:

嘉事堂 2013年9月25日

表2:公司13年EPS对药品批发和医疗器械销售收入的敏感性分析（元/股）

		药品配送收入（百万元）				
		2800	3100	3400	3700	4000
医疗器械销售收入（百万元）	300	0.38	0.39	0.40	0.41	0.42
	315	0.39	0.40	0.41	0.42	0.43
	330	0.40	0.41	0.42	0.43	0.44
	345	0.41	0.42	0.43	0.44	0.45
	360	0.42	0.43	0.44	0.45	0.46

数据来源：瑞银证券估算

风险分析

行业风险分析

我们认为，公司面临的主要行业下行风险包括：

- 医疗费用严格受控的风险：医疗费用，包括药品费用如果严格受控，将对药品流通整体市场规模产生影响；同时，如果这样的控制落实到监管部门对药品价格的的压制，将使得利润率的下滑从生产企业传导到流通企业，可能对嘉事堂的业绩构成不利影响；
- 行业竞争加剧的风险：现阶段，并购扩张是全国性流通企业的战略重点。未来若全国性龙头企业加大药事服务和商业模式创新力度，或将使竞争进一步激烈，对公司形成冲击。

企业风险

我们认为，公司面临的主要企业下行风险包括：

- 新商业模式不达预期的风险：我们预计首钢GPO采购、药房增值服务等新商业模式对公司短期业绩拉动作用较大，但目前尚处于试水阶段，若合作效果不达预期，可能对公司业绩产生较大影响。
- 对所收购的器械企业整合不达预期的风险：公司通过合资或收购的方式快速扩展医疗器械业务。若对被收购企业的整合效果不达预期，可能对公司业绩产生较大负面影响。

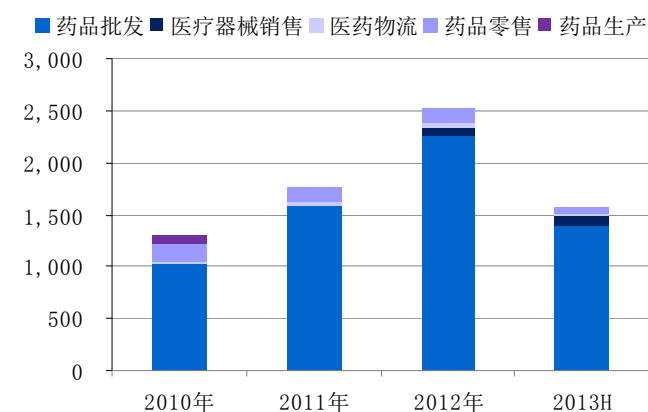
竞争分析

行业吸引力评估

嘉事堂是北京地区一家具备较强业务创新能力的医药商业企业。2011年以来，公司结合市场环境进行战略转型，在剥离医药生产业务后，逐步将业务重点聚焦于二级医院纯销、社区基药配送、第三方医药物流和医疗器械耗材销售四大板块。药品零售业务目前每年仍能为公司稳定贡献一千万元左右的净利润，尽管毛利占比较高，但费用也高，业务重要性在逐渐降低。

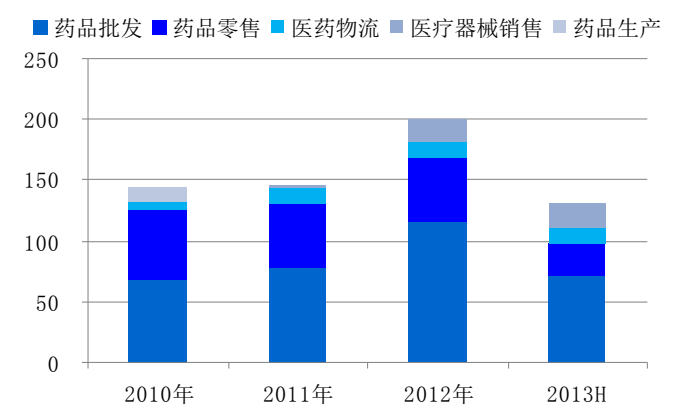
嘉事堂 2013年9月25日

图1:10-13H嘉事堂收入构成（单位：百万元）



数据来源：公司公告

图2:10-13H嘉事堂毛利构成（单位：百万元）



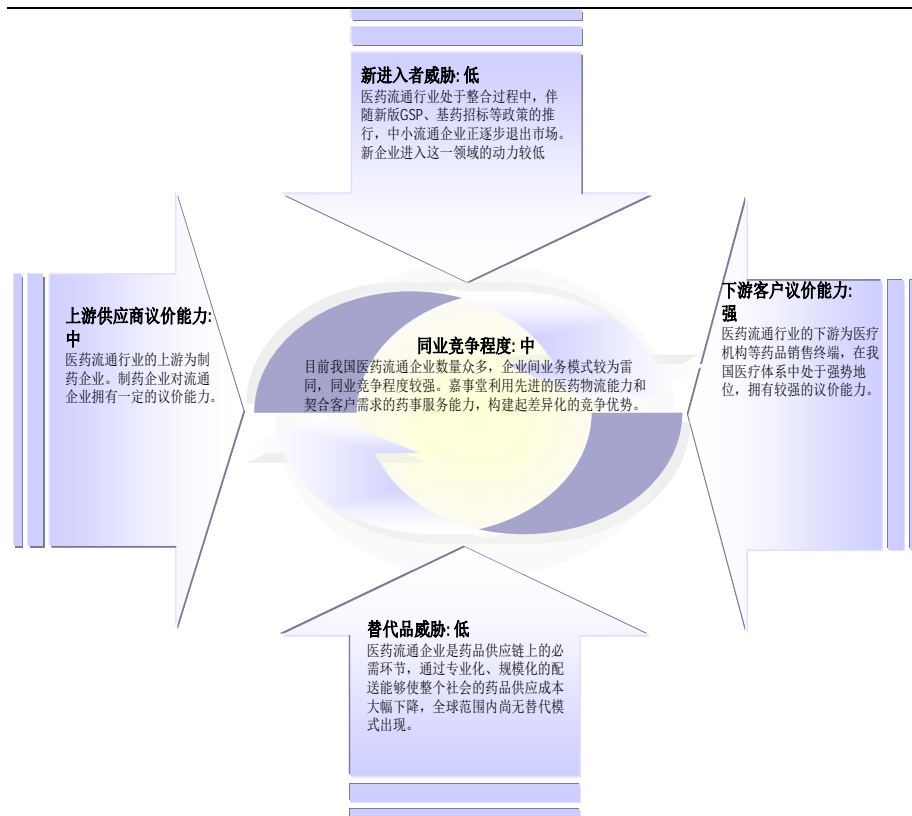
数据来源：公司公告

我们判断，嘉事堂所处的医药流通行业处于整合过程之中。尽管国内尚有约1.3万家商业企业存在，但是在新版GSP、基药招标等政策的推动下，中小流通企业将面临退出或被整合的风险，全国性和区域性商业龙头企业有望在产业集中度提升的过程中迎来快速发展。

同时，我们认为，过去医药商业企业对下游医院客户的议价能力较弱。但伴随医改深化，零差率等政策使医院对运行效率和药品采购成本的关注程度在大幅度提升。嘉事堂等优势企业有望通过药房托管改造、集中招标采购等增值服务构建起差异化优势，从而抢占更大的市场份额。同时，增值服务等创新业务，也有望使商业企业的议价能力和毛利率获得提升。

嘉事堂 2013年9月25日

图3:波特五力分析



数据来源：瑞银证券估算

竞争优势

我们认为，嘉事堂的最大优势在于商业模式创新能力。京西物流基地建设、首钢GPO采购模式、医院药房一体化解决方案等一系列布局，都反映出公司业务布局具备较强的前瞻性。目前公司利润基数尚小，新商业模式一旦成型对业绩的拉动作用应会非常明显。

同时，我们认为公司的物流配送能力具备优势。公司拥有华北地区规模最大、现代化程度最高的现代医药物流配送中心。近期物流三期工程和京西物流基地的建成，有助于公司的物流配送水平进一步提升。随着行业监管政策对流通企业的物流仓储要求提升，我们认为物流能力的优势将有利于公司抢占更多的市场份额，并带动第三方物流业务加速增长。

管理层策略

公司志在成为北京地区具备较强竞争力的区域性龙头。公司的主要策略包括：

- 1) 积极应对新医改变化，把握零差率后医疗单位商业业务调整机遇，通过专业服务和增值合作提高医院纯销业务；同时利用先进的物流技术，加大对基药市场和第三方物流的开发力度。
- 2) 重点通过收购模式开拓器械耗材业务，同时加大对调拨业务重视程度，未来寄望于依托上述业务向北京以外市场渗透。

嘉事堂 2013年9月25日

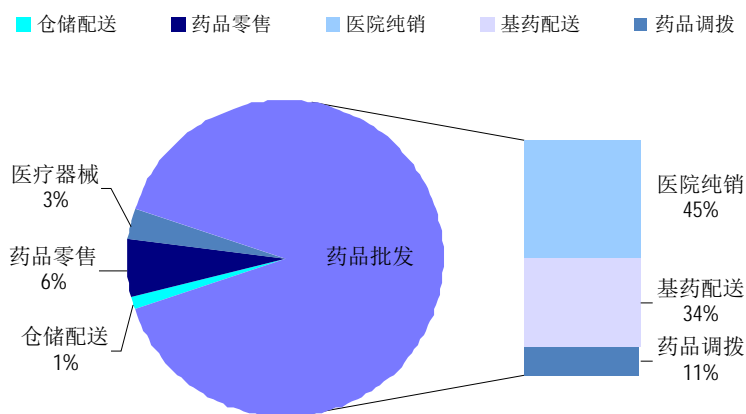
模式创新进入收获期，医药商业有望持续快速增长

2010年以来，公司剥离医药工业业务，逐步将战略重点聚焦于医药商业。从业务结构来看，我们认为公司已经形成了医院纯销、基药配送、第三方物流、医疗器械四大潜力业务板块：

- 医院纯销和基药配送是公司战略发展核心，也是公司最主要利润来源。12年两项业务的收入占比接近80%，利润占比超过50%。在首钢GPO采购、北京新基药配送等多项利好的刺激下，我们预计公司医院纯销和基药配送业务或将进一步提速。
- 医疗器械业务是公司近年来开拓的重点。通过一系列并购，公司已初步完成在心内科高值耗材领域的布局，并迅速积累起接近6亿元规模的业务存量。我们估计从13年起器械耗材销售的利润贡献将迅速增加。
- 第三方医药物流业务（仓储配送）尽管收入占比较低，但对公司利润贡献明显。公司医药物流业务由全资子公司嘉和嘉事负责。12年嘉和嘉事实现收入6067万元，净利润1867万元，净利润占公司净利润总额的28%。随着新版GSP的执行，我们预计公司医药物流业务也将快速增长。
- 药品零售和医药调拨等业务处于稳健发展状态，我们预计每年将为公司带来稳定的利润贡献。

伴随医改走向深化、公司创新商业模式逐步落实，我们认为公司医院纯销、基药配送、第三方医药物流、医疗器械销售四个业务板块均有望迎来高速增长，带动公司盈利水平快速提高。

图4:2012年公司医药商业收入构成



数据来源：公司公告，瑞银证券估算

创新商业模式进入收获期，医院纯销收入有望大幅提升

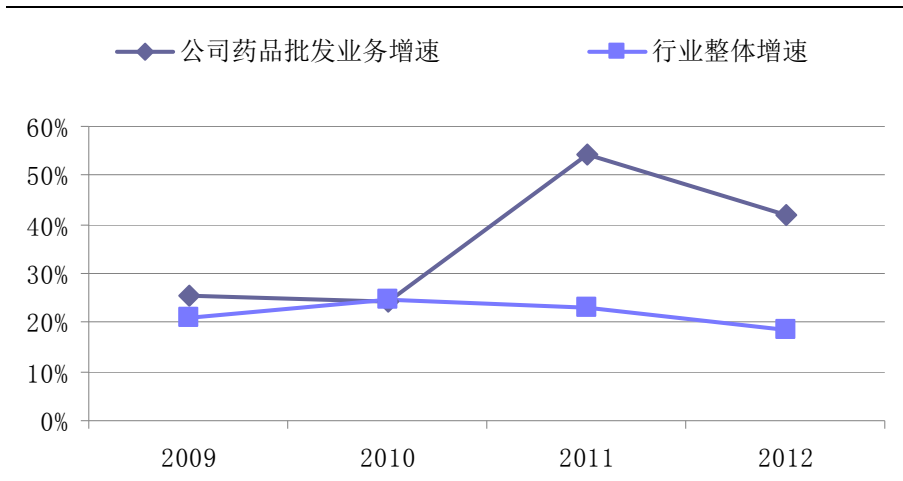
我们认为，前瞻性的战略布局是公司在北京市场激烈的市场竞争中后来居上的关键所在。回顾公司历史：

嘉事堂 2013年9月25日

- 成立之初，公司前瞻性地收购了海淀、丰台等北京五个区的区医药商业公司，为日后的发展打下坚实基础；
- 2004年，公司在销售额仅有2亿元的情况下开始筹建一期配送规模达到28亿的物流中心。正是现代化物流优势，使公司在其后2006年北京基药配送招标和2010年北京二三级招标中脱颖而出。
- 2006年，公司在医药商业公司对基药配送业务普遍重视程度较低的情况下积极参与北京基药配送招标，并与北京医股成为仅有的两家中标企业。随着北京基药市场逐步做大，目前基药配送已成为各家商业企业争夺的焦点。

随着业务规模扩大，公司的北京市场的竞争力迅速提高。2010年，公司在北京市二三级医院药品招标中获得7472个品种的配送资格，我们估算医院纯销收入从2011年起开始高速增长。

图5:公司药品批发业务增速大幅超越行业平均增速



数据来源：公司公告

我们认为，随着医改逐步深入，医院客户和行业监管者对流通企业的需求正在向多元化发展，公司在业务模式创新方面的优势有望得到更大程度的发挥。2012年以来，公司基本完成对北京二三级医院的覆盖。在药房自动化等医院增值服务的带动下，公司纯销收入已从2012年初的6000万/月快速上升至目前的过亿元/月，增速大幅超于18%左右的行业平均增速。

2013年以来，公司更多的创新商业模式逐步转化为现实。13年5月，公司与首钢总公司签署GPO合作协议，公司作为唯一主供应商为首钢总公司所属医疗机构提供药品和医用耗材供应和配送。我们估计，12年公司纯销收入在11亿元左右，而首钢下属医疗机构的年药品消耗量在10亿元水平，随着与首钢的合作逐步落实，公司纯销规模有望实现高速增长。此外，我们预计下半年进行的总后招标也将为公司纯销业务带来额外增量。

从公司已披露的部分举措来看，我们认为公司对纯销业务的未来部署仍具备前瞻性：1) GPO采购模式和药事服务，有望得到持续推广，带动公司市场份额迅速提升；2) 嘉事京西和嘉事红惠的设立，其实质是在当地设立子公司参与行政区域医改，有望使公司在整个行政区域内市场份额高速增长。我们认为，伴随未来更多创新模式的实现，公司纯销收入有望持续快速增长。

嘉事堂 2013年9月25日

表3: 公司利用商业模式创新抢占市场先机

措施	目标客户	战略意义
创立 GPO 采购模式	厂办医院、校属医院等存在收支压力的医疗机构	零差率逐步推行后，厂办医院等财政补贴不到位的医疗机构预计将面临较大的收支压力；GPO采购模式在为医院降低采购成本的同时，有望为公司贡献巨大纯销增量。
药房自动化等增值服务	收支压力较小，但是对经营效率提升有需求的医疗机构	在为医院提供的增值服务取得满意效果后，公司在该医院的销售收入通常会有数倍的增长。
设立嘉事京西物流公司	石景山及周边区域医疗机构	北京西部尚无现代化的医药物流基地，公司拟依托京西物流基地参与行政区域医改，为石景山及周边区域医疗机构提供药品配送服务
设立嘉事红惠医药公司	通州区医疗机构	作为首家注册于通州区的医药流通公司，嘉事红惠拟全面参与通州区医改，同时锁定未来通州高端医疗城项目的药事需求

数据来源：公司公告，瑞银证券整理

北京新基药临近执行，预计公司配送规模将显著增长

在2006年北京基药招标中，公司获得了海淀、石景山、门头沟三个区的基药独家配送资格，并一直执行至今。我们估计公司12年的基层医疗机构配送规模在接近9亿的水平。

北京已完成新基药的配送商遴选工作，嘉事堂共计获得了海淀、石景山、通州等八个区的配送资格，其中北京基药用量最大的海淀区仍为公司独家配送。我们估计，新基药配送有望在近期开始执行，公司的市场份额将随之扩大30%-40%。

表4:新基药执行后公司配送规模显著放大

区域	06版基药配送公司份额	12版基药配送
海淀区	公司独家	公司独家
石景山区、门头沟区	公司独家	公司股份约70%
通州、房山、怀柔、顺义、延庆	公司未进入市场	公司获得部分市场份额
合计	12年估算配送规模约9亿元	预计公司总市场份额扩大30-40%

数据来源：公司公告、瑞银证券估算

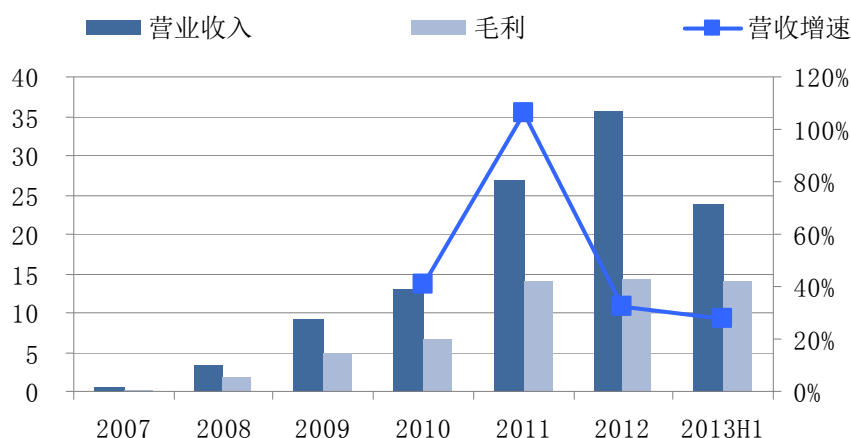
我们认为，北京鼓励患者分流的政策较为明确，基层医疗机构的用药量有望保持每年20%左右的内生增长。未来若基药使用向二三级医院扩展，公司基药配送规模将有望获得更大幅度提升。此外，北京新基药开始执行后公司二配费用有望下降，基药配送的净利润率有望上升至接近2%的水平，我们预计公司利润将显著增厚。

新版 GSP 执行期限将近，第三方物流收入有望量价齐升

嘉事堂医药物流业务由全资子公司北京嘉和嘉事经营。嘉和嘉事位于通州区光机电一体化产业基地，拥有华北地区规模最大、现代化程度最高的现代医药物流配送中心。嘉和嘉事除负担公司自有配送任务外，还经营第三方物流业务。2012年嘉和嘉事实现营收6067万元，其中对外的第三方物流收入3554万元，实现净利润1847万元。

嘉事堂 2013年9月25日

图6:公司第三方物流业务快速增长（百万元）



数据来源：公司公告

13年6月，医药流通行业已开始执行新版GSP准则。与旧版GSP比较，新版GSP对企业仓储物流设施的要求大幅提高，我们估计北京市场可能有超过60%的流通企业无法达到新版GSP的标准。由于设备改造成本巨大，第三方物流可能成为无法达标企业的主流选择。

目前除公司外，北京拥有第三方医药物流资质的企业仅有国药、上药科园、九州通等少数几家。随着医药流通企业进入认证期，我们预计北京第三方医药物流资源将逐步紧缺，公司医药物流的收费水平和利润率均有望提升。

13年6月，公司嘉和嘉事物流三期工程已竣工投入使用。按照公司规划，京西物流中心项目也将于14年6月投入使用。公司第三方物流的供应能力有望快速增加。我们预计，随着需求大幅提升、公司供给能力提高，公司第三方物流业务有望呈现量价齐升的局面，带动物流收入快速增长。

表5: 物流三期和京西物流相继竣工，公司第三方物流供给能力大幅提高

	（预计）投入使用时间	建筑面积（平米）	托盘储位数量
物流一期项目	2005年11月	11296	8000
物流二期项目	2010年4月	16889	21000
物流三期项目	2013年6月	10182	9200
京西物流中心	2014年6月	20007	5000

数据来源：公司公告

医疗器械业务快速扩张，未来有望再造“嘉事堂”

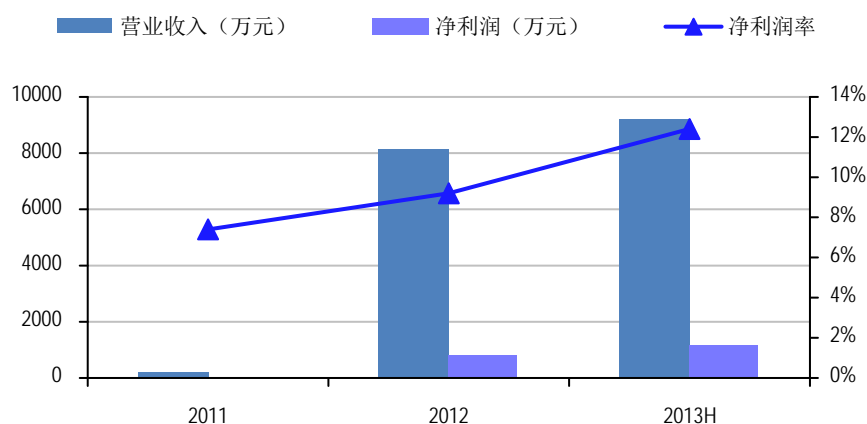
2011年10月，公司按51%持股比例投资组建北京嘉事盛世医疗器械有限公司，开始试水医疗器械耗材销售业务。

嘉事盛世主营心脏高值介入耗材产品，代理品牌包括美国强生、德国百多力、美国雅培等。嘉事盛世合作方原有业务约2亿元销售存量，但由于实体变更后公司需要在医院重新开设账户才能进行销售，12年仅实现销售收入8158万元。2013年以来，随着北京各医院医用耗材招标逐步进行，嘉事盛世的销售规模快

嘉事堂 2013年9月25日

速恢复，上半年嘉事盛世已完成销售收入9240万元，实现净利润1149万元，净利润率达12.44%。

图7:子公司嘉事盛世收入和利润率快速提升



数据来源：公司公告

在理顺嘉事盛世经营情况后，公司以嘉事盛世模式为范本开始进行更大范围的收购。13年8月17日，上海明伦、武汉恺通、深圳康元等医疗器械经营实体41.2%的股权。被收购公司13年上半年销售规模合计2.03亿元，净利润合计1420万元。

表6: 嘉事堂收购企业销售和利润规模（单位：百万元）

		2010年	2011年	2012年	2013H
上海明伦等五家单位	营业收入	115.9	164.7	234.9	127.1
	净利润	20.4	38.7	37.5	9.2
武汉恺通等三家单位	营业收入	25.4	39.3	47.0	25.4
	净利润	0.9	3.4	2.0	1.9
深圳康元等四家单位	营业收入	61.8	75.4	81.2	50.1
	净利润	3.1	3.9	4.7	3.2
合计	营业收入	203.1	279.5	363.2	202.6
	净利润	24.4	45.9	44.2	14.2

数据来源：公司公告

我们认为，本次收购意味着公司器械耗材业务已经形成较为清晰的业务发展模式，即聚焦心内科高值耗材，通过合作或收购实现快速扩张。我们认为这一模式具有较高的可行性和较大的成长空间。

■ 聚焦心内科高值耗材

心内科高值耗材主要包括电生理介入、心脏支架、起搏器等领域。我们估计三大领域国内市场规模合计在百亿元左右，其中电生理介入市场规模6-10亿元、心脏支架市场70-80亿元、起搏器市场15-20亿元。在完成一系列合作、收购后，公司已成为电生理介入市场的龙头，我们估计嘉事盛世、上海明伦合计能

嘉事堂 2013年9月25日

够占到国内电生理市场40%左右的市场份额。同时对深圳康元、武汉恺通的收购，也使公司在心脏支架、起搏器市场具备了一定的业务基础。

表7:公司通过收购快速实现心内科高值耗材布局

主营产品	
上海明伦等五家单位	强生电生理产品、美敦力药物支架、美敦力起搏器等
武汉恺通等三家单位	电生理类诊断导管、植入式起搏器、血管内药物洗脱支架系统、封堵器、冠脉支架等
深圳康元等四家单位	电生理类、起搏器类、心内介入类产品

数据来源：公司公告

■ 通过合资或收购实现快速扩张

我们认为，公司通过合资或收购的方式进行扩张，具备较强的可行性，且扩张速度较快。高值耗材的回款周期通常在九个月左右，中小耗材代理企业的现金流承受着巨大压力。随着行业监管趋严，上游生产商和下游医疗机构对耗材代理企业的资质要求也有进一步提高的趋势。出于提高融资能力和企业品牌、快速做大业务的考虑，我们认为中小耗材销售企业有较高的积极性与公司合作，这使得嘉事堂能够以较小的代价获得行业优质资源，本次收购公司收购价格仅略高于7倍PE。

表8:公司低估值收购行业优质资产

	持股比例	收购金额	2013H1被收购方净利润 (万元)	对应市盈率	支付方式	附加条款
上海明伦等五家单位	收购完成后嘉事堂持股31%，嘉实盛世持股20%，嘉事堂实际控制41.2%的股权	嘉事堂出资4254万元，嘉事盛世2745万元	916	7.5X	13年支付股权转让款的50%，14年支付转让款的30%，15年支付转让款的20%。	14/15年被收购方需完成营收增长不低于20%、净利润增长不低于10%的目标，否则按市盈率倍数扣减转让款
武汉恺通等三家单位		嘉事堂出资713万元，嘉事盛世460万元	189	6.5X		
深圳康元等四家单位		嘉事堂出资1415万元，嘉事盛世913万元	317	6.5X		
合计		嘉事堂出资6382万元，嘉事盛世4118万元	1422	7.2X		

数据来源：公司公告，瑞银证券整理

在完成一系列收购后，公司医疗器械耗材业务的存量销售规模已经接近6亿元。我们预计在本次收购的资产整合完成后，未来公司可能会通过收购补强市场空间的支架业务，并可能在市场份额达到一定水平后尝试向上游生产扩展。

我们认为，嘉事堂介入后被收购企业的现金流、企业品牌、经营管理能力都将得到大幅提升，业务有望实现加速增长。嘉事盛世经过公司三年的运营，13年上半年的净利润率已经上升至12.4%。考虑到在完成本轮收购后公司器械业务存量已经达到6亿元水平，我们保守估计公司13/14/15年医疗器械耗材销售收入3.3/6.8/9.0亿元，净利润率预计在8%以上，向医疗器械业务扩张有望再造“嘉事堂”。

嘉事堂 2013年9月25日

财务分析

我们预计公司药品批发业务将在GPO采购、增值服务等创新商业模式的驱动下实现快速增长。我们预计公司13-15年药品批发收入分别为34.06/56.98/74.39亿元，分别同比增长50.36%/67.30%/30.55%。

我们预测公司医疗器械销售业务通过收购或合资的方式，公司器械耗材销售业务有望快速做大，我们预计公司13-15年医疗器械销售业务收入分别为3.3/6.8/9.0亿元，分别同比增长305%/106%/32%。通过收购或合资的方式，公司器械耗材销售业务有望快速做大，并贡献可观业绩增量。

表9:公司分产品收入预测（单位：百万元）

		2011年	2012年	2013E	2014E	2015E
药品批发	营业收入	1594.2	2265.1	3405.6	5697.8	7438.6
	毛利率	4.86%	5.13%	5.37%	5.72%	5.80%
药品零售	营业收入	146	143	143	148	154
	毛利率	36.29%	36.68%	36.00%	36.00%	36.00%
第三方物流	营业收入	26.87	35.54	42.65	59.71	88.37
	毛利率	52.07%	40.39%	40.00%	42.00%	45.00%
医疗器械	营业收入	1.94	81.58	330	680	900
	毛利率	29.93%	22.31%	22.00%	22.50%	23.00%

数据来源：公司公告，瑞银证券估算

杜邦分析

我们认为，14/15年利润率较低的药品批发业务占比提升，将对公司净利润率产生小幅冲击。但随着资产周转率的稳步提升，公司13-15年ROE将逐年提升，盈利能力不断提高。

表10:嘉事堂杜邦分析

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
ROE	6.01%	5.96%	10.03%	11.40%	13.69%
净利率	2.78%	2.51%	2.57%	2.31%	2.26%
资产周转率	114.10%	133.04%	140.23%	148.99%	150.25%
权益乘数	149.10%	175.42%	229.55%	331.44%	390.03%

数据来源：公司公告，瑞银证券估算

财务分析

我们估算：

- 公司13-15年归属于母公司净利润为1.01/1.54/1.97亿元，同比增速59%/51%/27%，我们预计净利率为2.57%/2.31%/2.26%。
- 公司13-15年总资产为28/44/58亿元，负债为16/31/43亿元，股东权益为12/13/15亿元。

嘉事堂 2013年9月25日

- 公司13-15年税前利润为1.80/2.50/3.18亿元，折旧和摊销为0.39/0.51/0.60亿元。

估值

目标价推导

我们采取瑞银证券VCAM工具进行估值，VCAM是一种基于现金流贴现的估值方法。以下基准假设下，我们得出目标价为18.5元，我们预测公司2013/14/15年EPS0.42/0.64/0.82元，目标价对应2013-15年市盈率44/29/23倍。

我们的贴现现金流模型覆盖时间跨度为2013-2022年。我们采取7.8%贴现率，以反映公司的加权平均成本。为获得其权益成本，我们假设无风险利率为3.7%，权益风险溢价为5%。参照可比公司的的贝塔系数均值，我们将贝塔系数设为0.83。

嘉事堂 2013年9月25日

图8:绝对估值假设

相对年 财年	+1E 2013E	+2E 2014E	+3E 2015E	+4E 2016E	+5E 2017E	+6E 2018E	+7E 2019E	+8E 2020E	+9E 2021E	+10E 2022E
息税前利润	137	252	346	424	516	573	648	718	780	829
折旧及摊销*	39	51	60	80	103	118	140	162	185	207
资本支出	(179)	(231)	(286)	(334)	(362)	(354)	(394)	(429)	(456)	(474)
运营资本变动	(144)	(275)	(206)	(251)	(280)	(277)	(302)	(315)	(316)	(305)
所得税(营运)	(28)	(63)	(87)	(106)	(129)	(143)	(162)	(180)	(195)	(207)
其他	(42)	(81)	(61)	(76)	(84)	(86)	(93)	(97)	(98)	(95)
自由现金流	(218)	(346)	(233)	(263)	(236)	(169)	(163)	(140)	(100)	(45)
增长		NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM

估值	
明计现金流现值	69
期末价值(第25年)现值	3,826
企业价值	3,894
占永续价值百分比	98%
联营公司及其他	166
-少数股东权益	39
现金盈余**	432
-债务***	304
权益价值	4,149
已发行股数[m]	240.0
每股权益价值(Rmb/股)	17.30
权益成本	7.8%
股息收益率	0.8%
1年期目标价(Rmb/股)	18.50

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	12.0%	11.0%	4.9%
息税前利润率	2.8%	2.7%	2.3%
资本支出/销售收入	1.6%	1.2%	0.7%
投资资本回报率	10.3%	10.4%	9.8%

估值对应指标			
财年	2013E	2014E	1年预期
企业价值/息税折旧摊销	22.2x	12.8x	14.5x
企业价值/息税前利润	28.5x	15.4x	17.6x
自由现金流收益率	NM	NM	NM
市盈率(现值)	40.9x	27.0x	29.7x
市盈率(目标)	43.7x	28.9x	31.8x

加权平均资本成本	
无风险利率	3.70%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.83
债务/权益比 [§]	8.6%
边际税率	27.5%
权益成本	7.8%
债务成本	5.8%
WACC	7.8%

期末假设值	
VCH(年数)	25
对应的自由现金流增长	2.2%
投资资本回报率增幅	7.3%
企业价值/息税折旧摊销前利润	7.3x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

* 折旧和非商誉摊销

** 无须维持运营的现金部分

** 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

数据来源: UBS-VCAM

可比公司

我们认为,具备一定的增值服务和模式创新能力的区域性医药商业企业,是公司的可比对象。根据这一标准,我们选取了瑞康医药、九州通、英特集团、浙江震元等四家企业作为公司的可比对象。

我们预测公司2013/14/15年EPS0.42/0.64/0.82元,目标价18.5元对应13/14年市盈率44/29倍,14年市盈率小幅高于同类公司的估值水平。但是考虑到公司商业模式创新能力出众,未来五年公司净利润有望持续高速增长,因此我们认为估值合理,给予“买入”评级。

嘉事堂 2013年9月25日

表11:可比公司估值（股价截至2013/9/23收盘价）

证券简称	证券代码	EPS（元/股）			股价 （元/股）	PE		
		2012	2013E	2014E		2012	2013E	2014E
瑞康医药	002589.SZ	1.18	1.59	2.07	44.35	38	28	21
九州通	600998.SH	0.29	0.33	0.41	12.67	44	38	31
英特集团	000411.SZ	0.33	0.44	0.6	11.31	34	26	19
浙江震元	000705.SZ	0.36	0.44	0.61	14.61	41	33	24
平均								
嘉事堂	002462.SZ	0.27	0.42	0.64	15.68	69	44	29

数据来源：万得资讯，嘉事堂为瑞银证券预测，其他公司采用市场一致预期。

公司背景

嘉事堂是一家植根于北京地域的医药商业企业。公司具备较强的业务模式创新能力，上市以来实现了发展迅速。近期公司在医疗器械耗材领域逐步发力，未来有望在药品批发和器械耗材销售两大板块成长为北京市乃至全国商业龙头。

嘉事堂

损益表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业收入	965	1,134	1,342	1,801	2,554	3,966	55.3	6,662	68.0	8,681	30.3
营业费用 (不含折旧)	(902)	(1,069)	(1,270)	(1,731)	(2,454)	(3,791)	54.5	(6,358)	67.7	(8,274)	30.1
息税折旧摊销前利润 (UBS)	64	65	72	70	100	175	75.4	304	73.4	406	33.9
折旧	(12)	(10)	(11)	(9)	(16)	(39)	142.6	(51)	32.7	(60)	17.3
营业利润 (息税前利润, UBS)	51	55	61	61	84	137	62.7	252	84.8	346	37.2
其他盈利和联营公司盈利	1	2	2	1	2	0	-	0	-	0	-
净利息	(2)	0	2	7	6	11	83.2	(3)	-	(26)	852.1
非正常项目 (税前)	5	0	0	16	0	23	-	0	-100.0	0	-
税前利润	55	56	65	85	92	171	86.3	250	46.4	320	28.3
税项	(14)	(14)	(16)	(22)	(23)	(43)	88.2	(62)	46.4	(80)	28.3
税后利润	42	43	49	64	69	128	85.7	187	46.4	240	28.3
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	0	0	0	0	(4)	(15)	319.2	(34)	119.6	(43)	28.3
净利润 (本地会计准则)	41	42	49	64	65	113	72.6	154	36.4	197	28.3
净利润 (UBS)	36	38	44	50	64	101	59.3	154	51.3	197	28.4
税率 (%)	25	25	25	25	25	25	1.0	25	0.0	25	0.0
不计非正常项目前税率 (%)	28	32	31	28	27	21	-21.6	25	20.1	25	0.0
每股 (Rmb)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
每股收益 (本地会计准则)	0.23	0.24	0.24	0.27	0.27	0.47	72.6	0.64	36.4	0.82	28.3
每股收益 (UBS)	0.20	0.21	0.22	0.21	0.27	0.42	59.3	0.64	51.3	0.82	28.4
每股股息净值	0.12	0.12	0.20	0.15	0.12	0.09	-21.9	0.13	36.4	0.16	28.3
每股现金收益	0.27	0.27	0.28	0.25	0.33	0.58	75.9	0.85	46.2	1.07	25.6
每股账面净值	1.97	2.34	4.26	4.41	4.56	4.91	7.7	5.45	11.1	6.15	12.7
资产负债表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
有形固定资产净值	100	103	114	224	259	374	44.4	520	39.0	699	34.4
无形固定资产净值	47	51	49	34	34	32	-5.7	30	-6.2	28	-6.7
净营运资本 (包括其他资产)	97	134	275	196	330	506	53.2	826	63.2	1,088	31.7
其他负债	(16)	(36)	(33)	(34)	(36)	(36)	0.0	(36)	0.0	(36)	0.0
运营投入资本	228	251	405	419	587	876	49.2	1,340	52.9	1,779	32.7
投资	134	174	154	158	166	166	-0.1	166	-0.1	166	-0.1
运用资本总额	362	425	559	577	753	1,042	38.3	1,506	44.5	1,944	29.1
股东权益	473	562	1,022	1,059	1,094	1,178	7.7	1,309	11.1	1,475	12.7
少数股东权益	2	2	3	31	33	49	46.2	82	69.4	126	52.6
总股东权益	475	564	1,025	1,090	1,128	1,227	8.8	1,391	13.4	1,601	15.1
净债务 / (现金)	(113)	(139)	(466)	(513)	(374)	(185)	-50.7	114	-	343	200.7
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	362	425	559	577	753	1,042	38.3	1,506	44.5	1,944	29.1
现金流量表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	51	55	61	61	84	137	62.7	252	84.8	346	37.2
折旧	12	10	11	9	16	39	142.6	51	32.7	60	17.3
营运资本变动净值	2	(1)	(111)	(7)	(123)	(149)	21.3	(284)	90.8	(213)	-25.0
其他 (经营性)	(9)	50	29	62	86	35	-59.2	3	-92.2	26	840.8
经营性现金流 (税前/息前)	57	114	(10)	125	63	61	-2.5	22	-63.4	219	874.9
收到 / (支付) 利息净值	(2)	0	2	7	6	11	83.2	(3)	-	(26)	852.1
已付股息	0	(14)	(14)	(32)	(36)	(29)	-20.00	(23)	-21.85	(31)	36.45
已缴付税项	0	(63)	(41)	(84)	(106)	(43)	-59.7	(62)	46.4	(80)	28.3
资本支出	(22)	(64)	(65)	(66)	(66)	(179)	172.4	(231)	29.3	(286)	23.8
并购/处置净值	0	41	2	2	2	0	-	0	-	0	-
其他	-	43	35	177	81	(4)	-	(36)	740.6	(69)	90.5
股份发行	0	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) /减少	102	5	(119)	50	(137)	(190)	38.9	(299)	57.5	(229)	-23.3
外汇/非现金项目	-	21	446	(2)	(2)	0	-	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	-	26	327	47	(138)	(190)	37.1	(299)	57.5	(229)	-23.3
核心息税折旧摊销前利润	64	65	72	70	100	175	75.4	304	73.4	406	33.9
维护资本支出	(4)	(13)	(13)	(13)	(13)	(36)	171.2	(46)	29.4	(57)	23.9
维护营运资本净支出	0	0	(22)	(1)	(25)	(30)	21.3	(57)	90.8	(43)	-25.0
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	60	52	37	56	62	110	76.6	201	82.9	307	52.8

资料来源：公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注：对于部分公司而言，所提供的数据是该公司完整账目的摘录。

全球证券研究报告

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

中国

药品

12个月评级

买入

12个月目标价

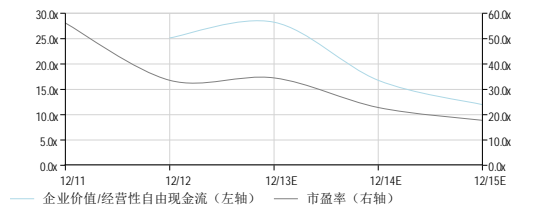
Rmb18.50

嘉事堂

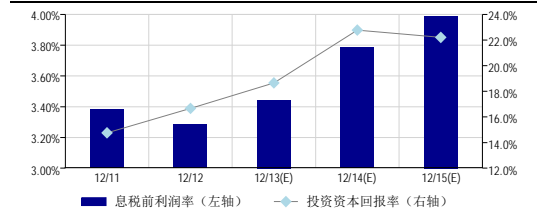
公司概况

嘉事堂是一家植根于北京地域的医药商业企业。公司具备较强的业务模式创新能力，上市以来实现了发展迅速。近期公司在医疗器械耗材领域逐步发力，未来有望在药品批发和器械耗材销售两大板块成长为北京市乃至全国商业龙头。

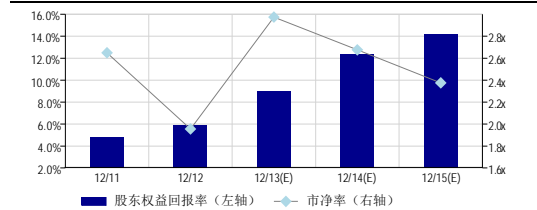
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



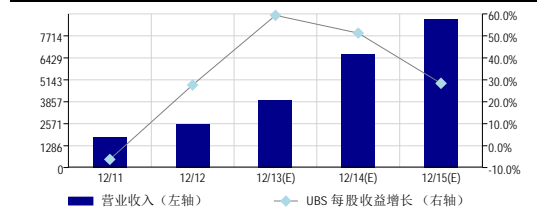
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长（UBS每股收益）



估值 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
市盈率（本地会计准则）	-	44.1	32.8	33.4	24.5	19.1
市盈率（UBS）	-	56.2	33.6	37.1	24.5	19.1
股价/每股现金收益	-	47.4	26.9	26.9	18.4	14.6
净股息收益率（%）	-	1.3	1.3	0.6	0.8	1.0
市净率	-	2.6	2.0	3.2	2.9	2.6
企业价值/营业收入（核心）	-	1.2	0.6	0.8	0.5	0.5
企业价值/息税折旧摊销前利润（核心）	-	31.0	15.7	19.2	12.0	9.7
企业价值/息税前利润（核心）	-	NM	18.6	24.6	14.4	11.3
企业价值/经营性自由现金流（核心）	-	NM	25.2	NM	18.1	12.8
企业价值/运营投入资本	-	5.3	3.1	4.6	3.3	2.5

企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值	2,805	2,140	3,763	3,763	3,763
+ 少数股东权益	17	32	41	65	104
+ 平均净债务（现金）	(489)	(444)	(280)	(35)	229
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(158)	(166)	(166)	(166)	(166)
核心企业价值	2,175	1,563	3,359	3,628	3,930

增长率（%）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	27.5	34.3	41.8	55.3	68.0	30.3
息税折旧摊销前利润（UBS）	11.9	-2.8	42.3	75.4	73.4	33.9
息税前利润（UBS）	13.1	-0.9	37.8	62.7	84.8	37.2
每股收益（UBS）	7.1	-6.2	27.6	59.3	51.3	28.4
每股现金收益	5.2	-10.4	34.6	75.9	46.2	25.6
每股股息净值	0.0	-25.0	-20.0	-21.9	36.4	28.3
每股账面净值	23.3	3.6	3.4	7.7	11.1	12.7

利润率（%）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税折旧摊销前利润/营业收入	5.1	3.9	3.9	4.4	4.6	4.7
息税前利润/营业收入	4.3	3.4	3.3	3.4	3.8	4.0
净利润（UBS）/营业收入	3.1	2.8	2.5	2.6	2.3	2.3

资本回报率（%）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润的投资资本回报率（UBS）	-	14.8	16.7	18.7	22.8	22.2
税后投资资本回报率	-	10.6	12.2	14.8	17.1	16.7
净股东权益回报率	-	4.8	5.9	8.9	12.3	14.2

偿付比率	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润/净利息	-	-	-	-	NM	13.4
股息保障倍数（UBS 每股收益）	1.6	1.4	2.2	4.5	5.0	5.0
股息支付率（%，UBS 每股收益）	64.6	72.1	45.2	22.2	20.0	20.0
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	NM	NM	NM	0.4	0.8

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入/运营投入资本	-	4.4	5.1	5.4	6.0	5.6
营业收入/固定资产	-	8.6	9.3	11.3	13.9	13.6
营业收入/净营运资本	-	12.0	13.1	12.2	12.3	11.0

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
经营性自由现金流/息税前利润	0.9	0.9	0.7	0.8	0.8	0.9
资本支出/营业收入（%）	3.6	3.7	2.6	4.5	3.5	3.3
资本支出/折旧	4.9	7.2	4.1	4.6	4.5	4.8

资本结构（%）	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净债务/总权益	(38.1)	(48.4)	(34.2)	(15.7)	8.7	23.3
净债务/（净债务 + 权益）	(61.6)	(93.9)	(52.0)	(18.6)	8.0	18.9
净债务（核心）/企业价值	-	(22.5)	(28.4)	(8.3)	(1.0)	5.8

资料来源：公司报表、UBS 估算。（UBS）估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

估值：根据该年度的平均股价得出，（E）：根据2013年09月24日17时28分的股价（Rmb15.68）得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

季序我, 博士

分析师

S1460511080003

xuwo.ji@ubssecurities.com

+86-105-832 8089

嘉事堂 2013年9月25日

■ 嘉事堂

嘉事堂是一家植根于北京地域的医药商业企业。公司具备较强的业务模式创新能力，上市以来实现了发展迅速。近期公司在医疗器械耗材领域逐步发力，未来有望在药品批发和器械耗材销售两大板块成长为北京市乃至全国商业龙头。

■ 风险声明

我们认为，嘉事堂面临的下行风险主要包括：1、未来若行政部门对药价的压制进一步严厉，可能使医药流通的利润率产生较大的负面影响；2、国药等全国性龙头未来若加强医院增值服务和商业模式创新的力度，可能对公司构成冲击；3、若新商业模式的执行不达预期，可能对公司业绩造成较大负面影响。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

嘉事堂 2013年9月25日

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	45%	35%
中性	持有/中 性	44%	37%
卖出	卖出	10%	22%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	33%
卖出	卖出	低于1%	20%

1：全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2：12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3：全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4：短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2013年06月30日。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

嘉事堂 2013年9月25日

主要定义

预测股票收益率 (FSR) 指在未来的12个月内, 预期价格涨幅加上股息总收益率

市场收益率假设 (MRA) 指一年期当地利率加上5% (假定的并非预测的股票风险溢价)

处于观察期 (UR): 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”, 以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

短期评级 反映股票的预期近期 (不超过三个月) 表现, 而非基本观点或投资卖点的任何变

股票目标价 的投资期限为未来12个月。

例外和特殊案例

英国和欧洲投资基金的评级和定义: 买入: 结构、管理、业绩、折扣等因素积极; 中性: 结构、管理、业绩、折扣等因素中性; 减持: 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

主要评级段例外 (CBE): 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此, 被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用时, 会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格, 因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 季序我, 博士。

涉及报告中提及的公司的披露

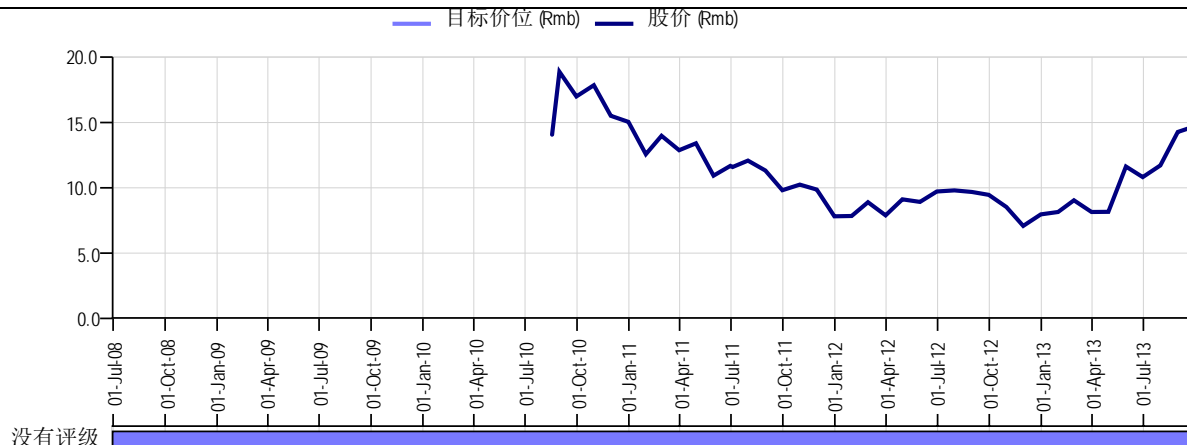
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
嘉事堂	002462.SZ	未予评级	不适用	Rmb14.60	2013年09月23日

资料来源: UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级, 它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出, 请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

嘉事堂 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2013年9月23日

嘉事堂 2013年9月25日

嘉事堂 2013年9月25日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表:既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用 and 解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区:除非在此特别申明,本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACP)和金融市场监管局(AMF)监管。如果 UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A.编制。**德国:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:**由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第 32 号法令第 15 (d) (ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:**由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯:**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士:**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。意大利:由 UBS Limited 编制,UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A.编制。**南非:**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列:**UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:**本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的公司,成立于瑞士,注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel 和 Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia (瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号 1010257812,注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号 08113-37。**美国:**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:**由 UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港:**由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡:**由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 033/11/2012 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请向 UBS Securities Pte Ltd,一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问;或向 UBS AG 新加坡分行,一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本:**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd.编制,则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者,出版人及发布人。**澳大利亚:**由 UBS AG(澳大利亚金融服务执照号:231087)和/或 UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务执照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:**由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:**由 UBS AG Dubai Branch 分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:**由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)于马来西亚分发。**印度:**Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2013 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

