



新市场、新品类、新模式，纵横拓展双管齐下

2014. 2. 16

谨慎推荐(首次)

现价: 18.56

目标价: 21.3

股价空间: 15%

医药生物行业

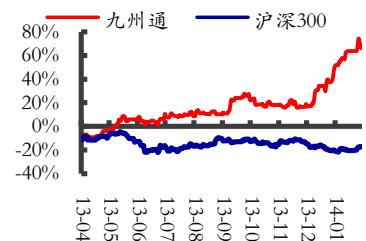
分析师: 徐舜	分析师: 潘天奇
电话: 020-88836105	020-88836116
邮箱: xushun@gzgzhs.com.cn	pantq@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310513070003	A1310513110001

核心观点:九州通在稳固原有传统核心业务的基础上,着力拓展新市场、扩充新品类、开发新模式,营收规模和盈利能力有望得到稳步提升。此外,随着公司增发项目的获批,近21亿的资金将为公司完善产业布局、外延扩张提供强有力的支持。

投资要点:

- **拓展新市场: 医院纯销发展迅速, 增发募资将为该业务的加快发展提供坚实的资金支持。** 医院纯销业务是公司现在重要战略业务,从开始筹建队伍的2009年至今一直维持快速增长。2009年-2012年,纯销业务收入从5.46亿增至28.97亿,年复合增速74%,占总营收的比重从3%大幅提升至10%。2013年上半年纯销业务依然保持强劲的增长势头,收入达16.75亿,同比增长51%。公司的纯销业务是全国布局,在湖北、北京、河南等优势地域发展较好,采取的策略是聚焦于竞争相对没那么激烈的县、地级市等级别的医院。医院纯销业务毛利率比公司原有核心业务的毛利率高4.5个百分点,但对资金占用较大。公司增发项目目前已通过证监会审批,预计募集资金20.8亿,这些资金将全部用于补充营运资金。增发资金的到位将为公司医院纯销业务的加快发展提供坚实的支持。
- **扩充新品类: 从纯药品销售向大健康产品销售转型。** 公司销售的品类中,西药和中成药营收占比超过八成。为了充分利用渠道优势和提升毛利率,公司积极扩充医疗器械、中药材、食品、保健品、化妆品等,从单纯的药品销售向平台大健康产品销售平台转型。中药材布局全产业链,控制上游优质资源;医疗器械拓展高毛利的进口品种,并考虑建立自己的品牌;其他健康产品大力拓展食品、保健品、化妆品及快速消费品。公司目前扩充的新品类毛利率均超过西药和中成药5个百分点以上,这些新品类的增速也远远快于西药和中成药,未来随着营收占比的提升,综合毛利率将稳步提升。此外,公司渠道优势明显,新品类填充所需投入的增量费用有限,所以整体的盈利能力也将获得稳步提升。

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
九州通	61.7	40.4	48.0
医药生物 (申万)	38.0	13.4	7.1
沪深300	-10.9	-0.4	-2.3

基本资料

总市值(元)	263.65 亿
总股本(股)	14.21 亿
流通股比例	100.00%
资产负债率	70.86%
大股东	上海弘康实业 投资有限公司
大股东持股比例	30.49%

相关报告



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

- **创新商业模式：积极与互联网相结合。** 药品产业由于其高要求的安全标准而一直受到严格的政府管控。因而，在风起云涌的互联网改造传统商业行业的浪潮中，传统药品商业所受到的冲击较其他行业要小得多。2012 年全国药品流通行业销售总额达 1.12 万亿元，而网上交易量占比连 1% 都不到，这意味着未来存在巨大的改造空间。公司在医药电商方面的布局既有 B2B，也有 B2C，主要包括好药师自有网站和与其他平台网站进行网络的联合营销。
- **外延扩张预期强烈。** 从国外产业发展历程来看，医药商业行业必然走向寡头垄断的竞争格局，在这一过程中伴随的是巨头公司对中小企业不断的并购重组。公司作为国内排名前十的医药商业巨头，有望凭借民营企业灵活的机制和上市公司通畅的融资渠道来实施持续并购的战略。公司将在零售连锁、医疗器械、中药产业等方面积极寻找战略并购机会。
- **盈利预测与估值：** 我们预计公司 13、14、15 年收入同比增速 11.8%、12.4%、12.3%，净利润同比增速为 19.4%、18.6%、26.1%，EPS 分别为 0.35、0.41、0.52 元，2 月 14 日股价对应 PE 分别为 53、45 倍、36 倍。我们认为，公司积极拓展新市场、扩充新品类、创造与互联网相关联的新商业模式，营入规模和盈利能力有望得到稳步提升。此外，随着公司增发项目的获批，近 21 亿的资金将为公司完善产业布局、外延扩张提供强有力的支持。基于估值水平，首次覆盖给予“谨慎推荐”评级，目标价 21.3 元（对应 2014 年 PE 为 52 倍）。
- **风险提示：** 1. 纯销业务发展低于预期；2. 基于互联网的新商业模式进展不利；3. 并购低于预期。



资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E	单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	11885.9	19765.0	21208.7	21980.9	营业收入	29507.7	32983.2	37070.0	41644.2
货币资金	2399.9	8514.0	8241.9	7072.1	减: 营业成本	27616.9	30766.4	34554.7	38754.6
应收帐款	2724.1	4311.5	5047.6	5897.3	营业税费	48.1	53.8	60.5	67.9
应收票据	1135.9	1265.1	1421.9	1597.3	销售费用	678.6	758.6	860.0	970.3
预付帐款	1489.3	1797.0	2142.5	2530.1	管理费用	465.2	521.1	585.7	658.0
存货	4136.8	3877.4	4354.8	4884.1	财务费用	285.8	272.6	229.7	199.8
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	9.5	10.0	10.0	10.0
非流动资产	2795.9	3229.9	3258.0	3286.6	投资和汇兑收益	91.3	0.3	0.0	0.0
长期股权投资	221.4	260.0	270.0	280.0	营业利润	492.8	601.9	770.4	984.6
固定资产	1451.2	1652.6	1793.7	1890.9	加: 营业外净收支	59.6	63.0	50.0	50.0
在建工程	429.4	615.6	500.9	420.6	利润总额	552.5	664.9	820.4	1034.6
无形资产	588.7	593.3	598.0	602.7	减: 所得税	139.8	146.3	205.1	258.6
其他非流动资产	105.2	108.4	95.4	92.4	净利润	412.6	518.6	615.3	775.9
资产总额	14804.0	23154.4	24637.4	25449.3	减: 少数股东损益	-0.1	25.9	30.8	38.8
流动负债	6230.6	10313.9	10393.1	10077.8	母公司所有者净利润	412.7	492.7	584.5	737.1
短期债务	2610.3	3336.5	3108.8	2886.0	EPS	0.29	0.35	0.41	0.52
应付帐款	2479.6	6743.3	7100.3	7007.7	主要财务比率				
其他流动负债	1140.7	234.0	184.0	184.0		2012	2013E	2014E	2015E
非流动负债	1688.3	4897.9	3287.9	3287.9	成长能力				
长期借款	50.0	2435.6	1635.6	1635.6	营业收入增长率	18.8%	11.8%	12.4%	12.3%
其他非流动负债	1638.3	2462.3	1652.3	1652.3	营业利润增长率	40.8%	22.1%	28.0%	27.8%
负债总额	9968.1	17740.5	16521.1	16550.9	净利润增长率	10.3%	19.4%	18.6%	26.1%
少数股东权益	249.3	272.6	300.3	335.2	获利能力				
股本	1420.5	1420.5	1609.6	1609.6	毛利率	6.4%	6.7%	6.8%	6.9%
留存收益	3166.1	3720.9	6206.4	6953.5	净利率	1.4%	1.5%	1.6%	1.8%
股东权益	4835.9	5414.0	8116.3	8898.3	ROE	8.5%	9.6%	7.6%	8.7%
负债与股东权益	14804.0	23154.4	24637.4	25449.3	ROIC	10.3%	9.1%	14.1%	13.6%
现金流量表					偿债能力				
单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E	资产负债率	67.3%	76.6%	67.1%	65.0%
经营活动产生现金流量	-368.9	3908.4	-28.8	-522.7	负债权益比	206.1%	327.7%	203.6%	186.0%
净利润	412.6	518.6	615.3	775.9	流动比率	1.44	1.54	1.60	1.66
加: 折旧和摊销	135.4	122.0	133.4	143.3	速动比率	0.94	1.24	1.27	1.29
资产减值准备	9.5	10.0	10.0	10.0	营运能力				
财务费用	174.3	285.8	272.6	229.7	总资产周转率	2.2	1.7	1.6	1.7
投资收益	-91.3	-0.3	0.0	0.0	存货周转率	7.4	8.2	9.0	9.0
少数股东损益	-0.1	25.9	30.8	38.8	应收账款周转率	22.6	12.9	9.9	9.4
营运资金的变动	-1102.0	2958.6	-1049.0	-1691.5	估值比率				
投资活动产生现金流量	-708.1	-576.3	-146.0	-146.0	PE(X)	63.9	53.5	51.1	40.5
融资活动产生现金流量	1262.8	2809.0	-17.3	-412.5	PB(X)	5.5	4.9	3.7	3.4
现金流净增加额	-275.7	10061.7	-178.9	-1575.1	EV/EBITDA	33.4	26.9	25.5	22.6



分析师简介:

徐舜: 医药行业高级分析师; 中山大学硕士, 理工科和经管类复合专业背景, CPA, 通过 CFA 三级考试。具备多年三甲医院工作经历, 对医药政策和医疗服务行业的经营运作有深刻的理解; 具备三年券商研究经验, 善于结合政策动向和行业趋势精选成长股, 是 2013 年金牛分析师团队 (第二名) 成员。

潘天奇: 医药行业高级分析师; 四川大学化学学士, 美国匹兹堡大学有机与高分子化学硕士, 有机与高分子化学博士项目研究生, 匹兹堡大学卡茨商学院金融 MBA; 曾就职于恒瑞医药上海研发中心任药物化学研究员, 2011 年 10 月加入广证研究所 (现更名为“广证恒生”), 2013 年中证报“金牛分析师”团队核心成员。

广证恒生:

地址: 广州市天河区珠江江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼

电话: 020-88836132, 020-88836133

邮编: 510623

股票评级标准:

强烈推荐: 6 个月内相对强于市场表现 15% 以上;

谨慎推荐: 6 个月内相对强于市场表现 5%—15%;

中性: 6 个月内相对市场表现在 -5%—5% 之间波动;

回避: 6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

分析师承诺:

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内, 公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示:

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东 (广州证券有限责任公司) 各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度, 有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下, 投资者阅读本报告时, 我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下, 我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险, 投资需谨慎。

特别鸣谢: 于珊、李璧君对报告提供的相关数据支持。