

首次覆盖

九州通

电商，或将颠覆公司的产业链定位

努力探寻增长机会的民营医药流通龙头企业

九州通是医药流通龙头中唯一的民企。早期公司凭借灵活的体制和现代化的物流技术，在药店、诊所等第三终端市场快速发展，终成行业龙头之一。然而，2007年以来，基药制度的执行对第三终端整体市场形成很大冲击，致使公司业绩增速持续处于低位。近年来，公司在医院纯销、中药材/饮片、医疗器械等多个领域进行探索，力图加快发展速度。我们预计这些业务对公司业绩的拉动作用将逐步显现，未来三年公司业绩增速有望稳定提升。

医药电商，九州通开启二次高增长的历史契机

在公司众多的探索方向中，我们尤其看好其医药电商业务的发展前景。我们认为，电商业态能够在诊疗资源匹配、药品流通等多个环节提升现有医疗体系效率，具备广阔的成长空间。我们认为公司在业务基础、商业模式等方面均具备较大竞争优势，是最有希望成为国内医药电商龙头的企业之一。医药电商领域的开拓，有望在中长期大幅提升公司的成长天花板。

伴随电商业务后续延展，公司产业链定位和盈利能力或将出现显著变化

我们预计公司在医药电商领域的布局绝不仅局限于 B2C 业态。在行业环境进一步成熟后，公司势必将依托 B2C 业务，围绕如何提升医疗效率和患者诊疗感受进行更多业务创新，如保健咨询、慢病管理等。这些拓展有望使公司完成从“药品搬运工”到“现行医疗体系效率优化器”的角色转变。我们预计届时公司业务附加值将大幅提升，行业地位和盈利能力也将随之发生显著变化。

估值：首次覆盖给予目标价 18 元，给予“买入”评级

我们预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.30/0.37/0.48 元，根据瑞银 VCAM (WACC7.0%) 得到目标价 18 元，对应 14 年 60 倍 PE。考虑到公司电商业务的广阔前景，我们认为估值合理。首次覆盖给予“买入”评级。

Equities

中国
药品

12 个月评级 **买入**
之前: 未予评级

12 个月目标价 **Rmb18.00**
之前: -

股价 **Rmb15.54**

路透代码: 600998.SS 彭博代码 600998 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb19.99-12.29

市值 Rmb25.0 十亿/US\$4.07 十亿

已发行股本 1,610 百万 (ORDA)

流通股比例 29%

日均成交量(千股) 7,368

日均成交额(Rmb 百万) Rmb103.1

普通股股东权益 (12/14E) Rmb7.59 十亿

市净率 (12/14E) 3.3x

净债务 / EBITDA 1.6x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/14E	-	0.30	-	0.39
12/15E	-	0.37	-	0.47
12/16E	-	0.48	-	0.61

季序我, 博士
分析师

S1460511080003

xuwo.ji@ubssecurities.com

+86-105-832 8980

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	24,839	29,508	33,438	39,160	46,538	55,668	66,589	79,986
息税前利润(UBS)	530	699	834	872	1,030	1,341	1,724	2,190
净利润 (UBS)	257	304	366	483	593	770	1,029	1,322
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.18	0.21	0.26	0.30	0.37	0.48	0.64	0.82
每股股息 (Rmb)	0.00	0.00	0.10	0.12	0.15	0.18	0.24	0.30
现金 / (净债务)	(260)	(1,838)	(2,642)	(1,722)	(2,988)	(4,376)	(5,872)	(7,573)
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	2.1	2.4	2.5	2.2	2.2	2.4	2.6	2.7
ROIC (EBIT) (%)	12.6	12.9	12.0	10.4	10.3	11.2	12.2	13.1
EV/EBITDA(core)x	28.5	21.4	19.3	25.2	21.5	17.7	14.7	12.3
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	69.5	55.6	46.5	51.8	42.1	32.5	24.3	18.9
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(2.6)	(3.4)	(3.1)	(3.1)	(3.4)	(3.4)	(3.6)	(3.8)
净股息收益率(%)	0.0	0.0	0.8	0.8	0.9	1.2	1.5	1.9

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 2014 年 08 月 20 日 17 时 56 分的股价(Rmb15.54)得出;

投资主题

九州通

投资理由

九州通是国内第四大医药商业企业，同时也是国内最大的民营医药商业企业。2009 年以来，基层医疗机构的兴起对公司药店、诊所等第三终端市场构成很大冲击，致使公司近年来增速持续处于低位。在逆境中，公司相继培育出了医院纯销、中药材、医疗器械等多项高增长的战略业务。随着这些业务占比不断提升，我们预计未来三年公司业绩有望持续提速。在公司众多的战略业务中，我们尤其看好医药电商业务的发展潜力。我们认为，公司是最有希望成为医药电商龙头的企业之一，有望充分享受行业高速增长所带来的收益。我们预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.30/0.37/0.48 元，根据瑞银 VCAM (WACC7.0%) 得到目标价 18 元，给予买入评级。

乐观情景

我们认为，相对于短期业绩浮动，医药电商业务的发展情况对公司股价影响更为明显。若 2014 年互联网处方药销售政策正式出台，且公司医药电商业务进展较快，则我们公司每股估值有望达到 22.5 元，高出我们的目前预测 25%。

悲观情景

若 2014 年互联网药品销售的政策进展低于预期，公司在医药电商领域的发展空间将受到较大限制。则我们预计公司每股估值可能下滑至 13.5 元，低于我们的目前预测 25%。

近期催化剂

我们预计，医药电商领域的政策呈现明确的放开趋势，未来在处方药网上销售、网上医保支付等关键问题上有望出现进一步的政策推进，将对公司构成利好；

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb18.00

公司简介

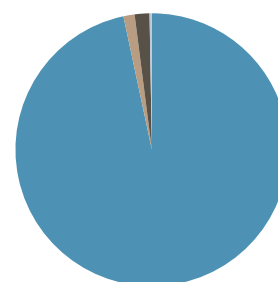
以年销售额计，九州通是国内第四大医药商业企业，同时也是国内最大的民营医药商业企业。公司核心业务为医药分销（商业批发+终端配送），同时涵盖医院纯销、医疗器械、中药材与中药饮片业务、零售连锁、电子商务、基药与处方药、总代理业务和医药工业等多种战略业务。

行业展望

公司业务聚焦于医药流通领域。我们认为，在新一轮各省新一轮基本药物和医保品质招标过程中，品种将进一步向优势企业集中，带动行业集中度提升。此外，在处方药允许网上销售、医疗机构执行零差率等政策的刺激下，医药电商、区域中央药房等新型业态有望兴起。部分体制灵活、具备较强创新能力的企业有望迎来新一轮的发展契机。

公司 2013 年收入构成

■ 医药批发及相关业务 ■ 医药工业 ■ 医药零售 ■ 其他



来源: 公司公告

公司毛利构成

(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
医药工业	66	91	109	132	161
医药零售	98	119	149	188	238
医药批发	1664	1973	2522	3195	4058
其他	62	46	46	46	46
合计	1891	2230	2826	3561	4503

来源: 公司公告, 瑞银证券估算

目录

投资分析	4
风险.....	5
估值和我们推导目标价的基础.....	5
瑞银预期对比市场一致预期.....	5
敏感性分析.....	6
风险分析	6
行业风险.....	6
企业风险.....	6
竞争分析	7
行业吸引力评估.....	7
竞争优势.....	8
管理层策略.....	8
努力探寻增长机会的民营医药流通龙头	9
医药电商，或将颠覆公司的产业链地位	12
增值服务，医药商业企业的价值提升源泉.....	12
电商，国内医药商业企业实现增值服务创新的最佳平台.....	15
以 B2C 为起点，九州通医药电商业务有望不断扩展.....	17
公司产业链地位或将出现显著变化，蕴含极大盈利潜力.....	19
财务状况	19
损益表.....	19
资产负债表.....	20
现金流量表.....	21
资本回报率.....	22
估值	22
目标价推导.....	22
可比公司估值.....	24
公司介绍	25

季序我, 博士
分析师

S1460511080003
xuwo.ji@ubssecurities.com
+86-105-832 8980

投资分析

九州通是医药流通龙头企业中唯一的民企。医药流通行业受政策影响较大，民企在政策层面难有优势，因此公司专注于受政策影响小、市场化程度相对高的第三终端市场（药店、诊所等），凭借灵活的体制和现代化的物流技术，最大程度发挥了效率优势，终成行业龙头之一。然而，2007年以来，基药制度的执行和基层医疗机构的兴起对第三终端整体市场造成很大冲击，公司无法主导政策变化，只能接受现实，业绩增速持续处于低位。近年来，公司在医院纯销、中药材和中药饮片、医疗器械、电子商务、快消品等多个领域进行了积极探索，力图加快发展速度。随着这些业务度过培育期，我们预计这些业务对公司业绩的拉动作用将逐步显现，未来三年公司业绩增速有望稳定提升。

在公司众多探索方向中，我们尤其看好医药电商业务的发展前景。我们认为：

- **医药电商具备广阔发展空间：**电商业态能够在诊疗资源分配、患者获取药品的便捷性等多个方面优化现有医疗体系效率。在看病贵、看病难问题突出的背景下，我们认为医药电商的发展不仅契合行业需求，也将得到政策层面的支持。未来电商渠道若能够在我国万亿元规模的药品市场中占据10%甚至20%的市场规模，那么行业龙头就能具备极大的业绩弹性。
- **公司是最有希望成长为医药电商行业龙头的企业之一：**从先天条件来说，公司的分拣和物流能力、品种和客户资源均较为适合发展电子商务，原有业务向电商业务的切换成本较低；就后天努力而言，公司是最早介入电商业务的企业之一，在客户量、商业模式等方面已抢占先机。中长期，我们看好公司医药电商业务的发展前景，及由此带来的业绩增厚。

需要特别强调的是，我们认为医药电商业务对公司的意义绝不仅仅在于由此带来的销售额增长。更为重要的是，一旦公司医药电商平台成型，公司将能够围绕如何提升现有医疗体系效率和改善患者诊疗体验，展开多样化的业务创新。

从Cvs Caremark、Walgreens等海外领先医药商业企业的发展经验来看：以互联网和实体药店为依托，分别向医疗服务链条的上游（保健咨询、初级诊断等）和下游（用药辅导、慢性病管理等）领域拓展，是医药商业企业提升自身业务附加值、实现超越行业增长的主要路径。

我们认为，一旦九州通的医药电商平台成型，公司也有可能复制CVS、Walgreens等公司的成长轨迹。伴随电商行业环境的不断成熟，公司有望以医药B2C业务为起点，进一步向产业链上游的保健咨询、导医服务和产业链下游的用药辅导、慢性病管理进行拓展，完成从“药品搬运工”到“医疗体系效率优化者”的角色转变。我们预计届时公司的业务附加值将大幅提升，行业地位和盈利能力也将随之发生显著变化。

我们预计公司2014-16年EPS分别为0.30/0.37/0.48元，根据瑞银VCAM（WACC7.0%）得到目标价18元。我们的目标价对应公司2014年60倍PE，远高于行业平均水平。但考虑到公司主业增速稳步提升、在医药电商领域的布局可能带来行业地位和盈利能力的显著变化，我们认为估值合理。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险

我们认为，公司面临的下行风险主要包括：

- 若在新一轮各省招标中药品承受较大降价压力，可能对行业增速和公司业绩构成较大负面影响；
- 若公司医院纯销、中药材、医疗器械销售等战略业务的增速出现下滑，将对公司短期业绩造成一定影响，从而形成股价下行风险；
- 若公司医药电商业务的经营情况不达预期，可能错失这一领域的最佳发展时期，将对公司未来成长空间构成较大负面影响；

估值和我们推导目标价的基础

我们预计公司 2014-16 年营业收入分别为 392/465/557 亿元，分别同比增长 17.1%/18.8%/19.6%，关键假设如下：

- 在医院纯销、中药材及中药饮片等战略业务的拉动下，公司医药批发及相关业务的增长呈提速状态。2014-16 年实现营业收入 378/449/536 亿元，分别同比增长 17.0%/18.7%/19.5%；
- 公司零售连锁业务维持较快增长状态，2014-16 年实现营业收入 7.3/9.2/11.6 亿元，分别同比增长 25%/26%/26%；
- 公司医药工业业务维持平稳增长状态，2014-16 年实现营业收入 5.3/6.4/7.8 亿元，分别同比增长 20%/21%/22%。

我们预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.30/0.37/0.48 元，根据瑞银 VCAM（WACC7.0%）得到目标价 18 元，给予“买入”评级。

瑞银预期对比市场一致预期

市场可能认为，公司业绩增速难以提升。因为现有业务聚焦于第三终端市场，这一领域市场分散、内生增长缓慢，对公司主业发展构成很大影响。我们则认为，近年来，公司在稳固第三终端市场的基础上，相继开拓出了中高端医院纯销、医疗器械与计生用品、中药材与中药饮片等多项新业务。这些业务的现阶段收入增速普遍维持在 30% 以上，且远未到成长瓶颈。2013 这些业务的收入占比已超过 20%，我们估计毛利占比已接近 35%。随着占比提升，我们预计新业务对公司业绩增速的拉动作用将越来越大，未来三年公司业绩有望呈现加速增长状态。

我们看好公司医药电商业务的发展潜力，并将此作为给予公司高估值的依据。市场可能认为，医药电商市场目前整体规模较小，且随着准入条件不断放宽，竞争将趋于激烈，该业务未来可能难以对公司形成明显的业绩拉动。我们则认为，医药电商未来或将呈现少数企业占据绝大部分市场份额的局面，而九州通是最有希望成长为医药电商龙头的企业之一。因为医药电商行业的壁垒在于品种和流量资源，与其他电商领域类似，最终市场的集中度可能会比较高。考虑到公司在分拣和物流能力、品种和客户资源等方面具备良好基础，且已在医药电商领域深耕数年，我们认为公司是最有希望成长为医药电商龙头的企业之一。目前国内药品市场的规模已在万亿元左右，未来一旦电商渠

道占据药品流通市场的 10% 甚至 20% 市场份额，医药电商龙头有望体现出极大的业绩弹性。

此外，我们认为投资者需要特别关注公司医药电商业务的延展性。随着行业环境的进一步成熟，公司有望以医药 B2C 为依托，围绕如何提升现有医疗体系效率和患者诊疗体验展开多样化的业务创新，如用药辅导、慢性病管理等。这类创新，契合国家缓解“看病贵、看病难”问题的外部需求，同时也契合公司追求高增长机会的内在激励。我们预计届时公司的业务附加值和盈利能力或将出现显著变化。

我们预计医药电商业务对公司业绩的拉动作用主要体现在中长期。我们预计公司 2014-16 年归属母公司净利润分别为 5.86/6.97/8.73 亿元（扣非净利润分别为 4.83/5.93/7.70 亿元），与市场预期基本一致。

图表 1: 瑞银预期对比市场一致预期（单位：亿元）

	2014E	2015E	2016E
市场一致预期净利润（归属母公司）	5.67	6.83	8.42
瑞银预测净利润（归属母公司）	5.86	6.97	8.73
瑞银对比市场一致预期	3.35%	2.05%	3.68%

来源:来源:Wind 资讯、瑞银证券估算

敏感性分析

公司营业收入的主要来源为药品批发及相关业务。2013 年公司医药批发及相关业务实现收入 323 亿元，毛利 19.7 亿元，分别占比 96.7%、88.5%；我们以公司药品批发业务的收入增速和毛利率对公司 14 年 EPS 做敏感性分析，结果如下：

图表 2: 九州通敏感性分析（元）

		医药批发业务毛利率				
		6.50%	6.60%	6.70%	6.80%	6.90%
医药批发业务收入增速	15%	0.24	0.26	0.28	0.30	0.32
	16%	0.25	0.27	0.29	0.31	0.33
	17%	0.26	0.28	0.30	0.32	0.34
	18%	0.27	0.29	0.31	0.33	0.35
	19%	0.28	0.30	0.32	0.34	0.36

来源:瑞银证券估算

风险分析

行业风险

我们认为，公司面临的主要行业下行风险：

- 若在新一轮各省招标中药品承受较大降价压力，将对行业增速和公司业绩构成负面影响；

企业风险

我们认为，公司面临的主要企业下行风险：

- 若公司医院纯销、中药材、医疗器械销售等战略业务的增速出现下滑，将对公司短期业绩造成一定的影响，从而形成股价下行的风险；
- 若公司医药电商业务的经营情况不达预期，可能错失这一领域的最佳发展时期，将对公司未来成长空间构成较大负面影响；

竞争分析

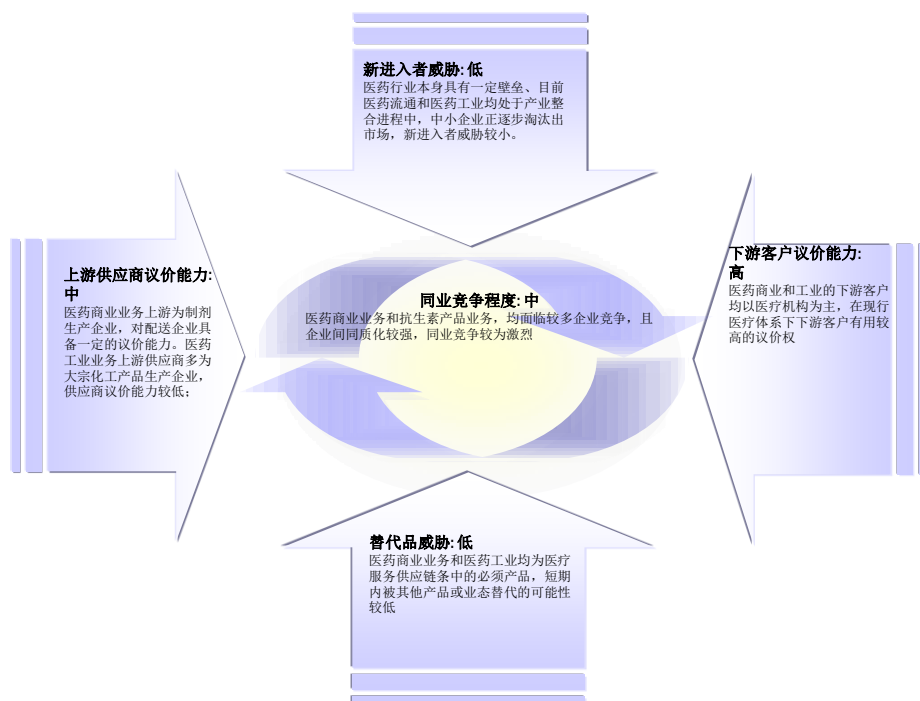
行业吸引力评估

公司主业为医药商业，其中针对第三终端的快批业务占据公司过半销售规模。此外，公司医药商业还涵盖二级以上医院纯销、医疗器械、零售连锁等业务。

我们认为，国内医药流通行业处于深刻变革之中。一方面，新版 GSP 等政策的影响下，行业集中度呈稳步提升的趋势，行业新进入者的威胁较低；另一方面，随着行业变革的深入，新业态正迎来快速发展的历史机遇：由于医院药房药品零差率的推行，药房托管大行其道；处方药网上销售的逐步放开，医药电商有了更大的发挥空间。我们预计新兴业态在药品流通渠道中的市场份额有望大幅提高。

在传统的医药流通链条中，医药流通企业对上游医药工业企业和下游医疗机构的议价能力较弱，毛利率呈现不断下降的趋势。但药房托管、医药电商等新兴业态中，由于医药流通企业能够在一定程度上影响药品的销售情况，对上游医药工业的议价能力或将显著提升。

图表 3:医药商业波特五力分析



来源: Michael Porter, 瑞银证券估算

竞争优势

我们认为，公司的竞争优势主要包括：

（1）领先于国内行业水准的现代物流信息技术和物流运行效率。公司拥有 400 多人的物流研发和开发队伍。公司也是目前国内行业中唯一具备独立整合物流规划、物流实施、系统集成能力的医药分销企业。与国内医药商业企业引进物流设备和物流技术相反，公司反而向客户输出技术与提供供应链整合方案，并通过技术输出增强了双方业务粘连度和业务量。

（2）较为完善的全国性三级医药物流配送体系：公司目前已在全国大部分区域中心城市和省会城市（除西北和西南部分省会城市外）建设有 22 个省级大型医药物流仓储与配送中心、31 个地市级中小型医药仓储与配送中心和近 400 个终端配送点。完善的物流体系是过去公司进行二级以上医院纯销、中药材和中药饮片销售、医疗器械和计生用品销售、快消品等新业务探索的基础，也是未来公司发展医药电商业务的重要优势。

（3）众多的上下游客户资源与丰富的经营品种。截至目前，公司经营品种达 1.4 万多种、经营品规达 16 万多个，上游供货商 5600 多家，下游客户 7 万多家。上下游品种和客户资源为，公司发展医药 B2C 业务，以及后续向医药 O2O 模式扩展，奠定了良好基础。

（4）灵活的民营服务机制：公司是拥有全国布局的医药商业企业中唯一的民营企业。公司运营效率较高，公司的销售费用率和管理费用率低于同行业平均水平。医药电商领域的市场化程度较高，利于公司发挥效率优势。

管理层策略

公司始终贯彻核心业务做强、战略业务做大、新兴业务稳步推进的发展战略。医药分销（商业批发+终端配送）定位为公司唯一核心业务，围绕医药分销业务公司打造出了领先行业的物流能力和物流体系，并积累下丰富的客户和品种资源。在此基础上，公司依靠覆盖全国的药品销售系统，在中高端医院纯销、医疗器械与计生用品、中药材与中药饮片、零售连锁、医药电子商务等领域展开新业务探索，不断寻求高增长的机遇。

在做大做强现有业务的同时，公司也在探索如何能够通过业务模式创新提升医药行业的运行效率。公司是最早尝试药房托管的医药商业企业之一。而随着医药电商领域放开，我们相信公司将拥有更大的空间进行新业务的尝试。

努力探寻增长机会的民营医药流通龙头

九州通是国内医药流通行业龙头中唯一的民企。医药流通行业受政策影响较大，民企在政策层面难有优势，因此公司专注于受政策影响小、市场化程度相对高的第三终端市场（药店、诊所等），并形成了独具特色的九州通模式。

图表 4: 九州通与大型医药流通企业商业模式对比

经营模式对比	九州通模式	大型流通企业主流经营模式
目标市场	以药店、下游分销商为主	以中高端医疗机构（二级以上医院）为主
经营品种	以日常用药（普药）为主，OTC 产品占比较大	以处方药为主，处方药占比较大
市场化程度	市场化程度高，进入壁垒低	需要在招标后获得产品配送权方能进入市场，政策影响较大
资金周转速度	平均回款周期 1-2 个月	平均回款周期多在 3-6 个月，甚至 6 个月以上

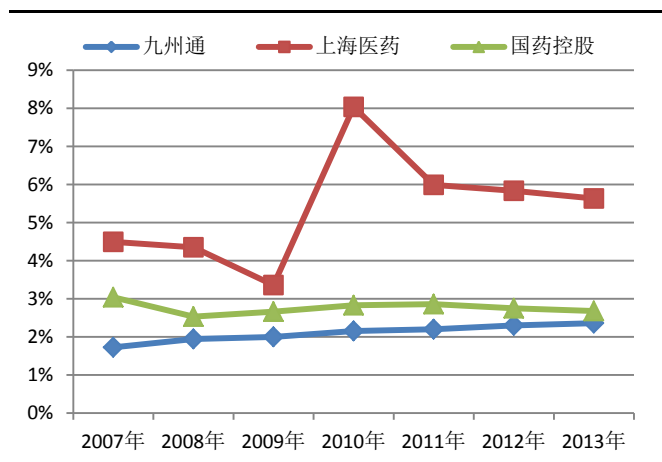
来源:公司公告, 瑞银证券整理

经过长期市场竞争的历练，公司的物流技术和物流体系已积累起较大优势：

- 公司具备领先于国内行业水准的现代物流信息技术和物流运行效率。公司是目前国内行业中唯一具备独立整合物流规划、物流实施、系统集成能力的医药分销企业。
- 公司具备覆盖全国的物流体系：公司已在全国大部分区域中心城市和省会城市（除西北和西南部分省会城市外）建设有 22 个省级大型医药物流仓储与配送中心、31 个地市级中小型医药仓储与配送中心和近 400 个终端配送点。

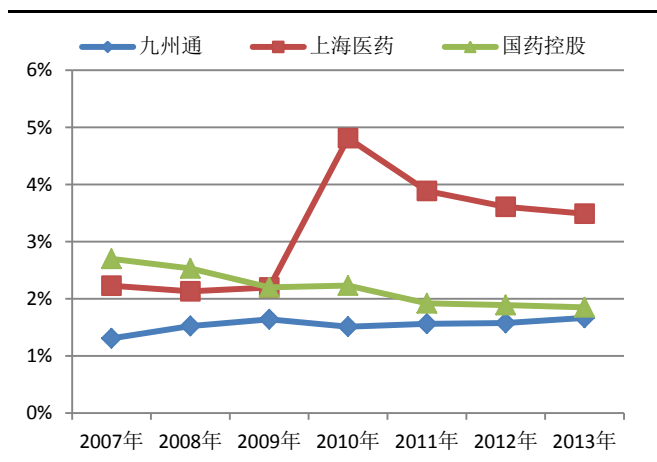
公司在竞争中表现出了极强的经营效率。尽管公司经营品种以单价低、分拣难度大的普药为主，但在销售费用率、管理费用率等指标上，公司大幅领先于国药、上药等其他全国医药流通行业龙头。正是凭借极出众的经营效率，公司在第三终端市场获得了快速发展，终成行业龙头之一。

图表 5: 全国性医药商业龙头销售费用率对比



来源: 各公司年报

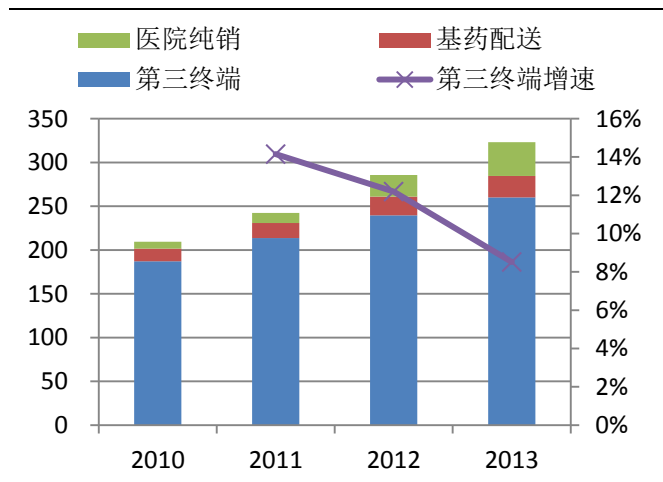
图表 6: 全国性医药商业龙头管理费用率对比



来源: 各公司年报

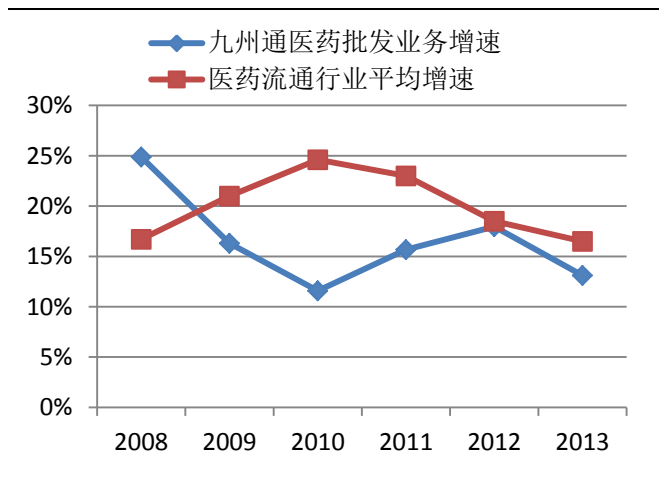
然而，2007 年以来，基药制度的执行和基层医疗机构的兴起，对第三终端整体市场形成很大冲击。受行业现实所限，公司业绩增速持续处于低位。

图表 7: 九州通第三终端收入增速平缓



来源: 公司公告

图表 8: 九州通业务持续增速慢于行业平均增速

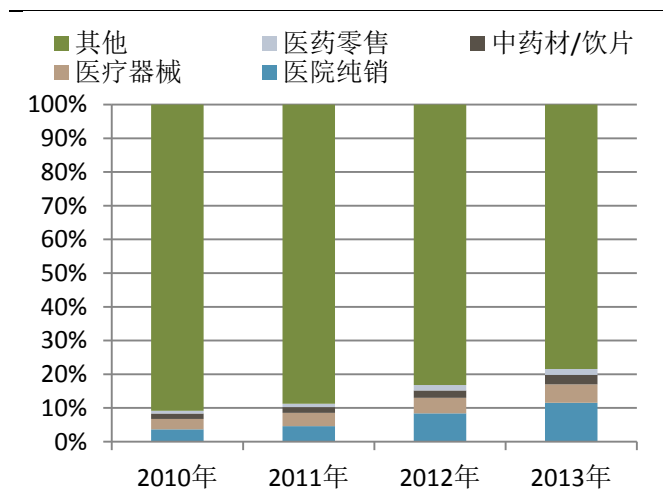


来源: 医药流通行业运行统计公报、公司公告

面对不利的行业环境，公司在稳固主业的同时，相继在医院纯销、基药配送、中药材及中药饮片、医疗器械及计生用品、食品保健品与化妆品、医药工业、医药零售连锁、医药电子商务、进口产品代理等众多领域进行了新业务探索。依托公司覆盖全国的药品流通体系，这些业务普遍获得了较快增长。公司原有业务基数很大，新业务在培育阶段由于基数较小，对公司业绩的拉动作用并不明显。

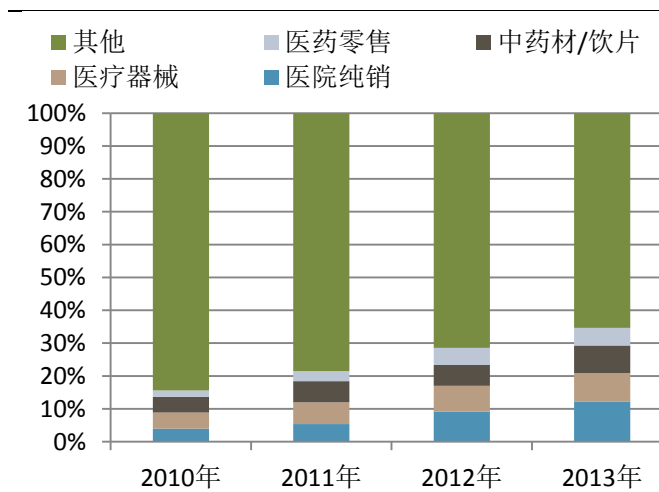
但从 2013 年的业务占比来看，我们认为新业务已开始能够对公司业绩产生较明显的拉动作用。2013 年仅医院纯销、中药材和中药饮片、医疗器械、医药零售等四项持续快速增长的战略业务，其收入合计已经超过 20%。由于这些业务利润率普遍较高，我们预计其毛利占比已经接近 35%。

图表 9: 公司战略业务收入占比不断提高



来源: 公司公告, 瑞银证券估算

图表 10: 公司战略业务毛利占比不断提高

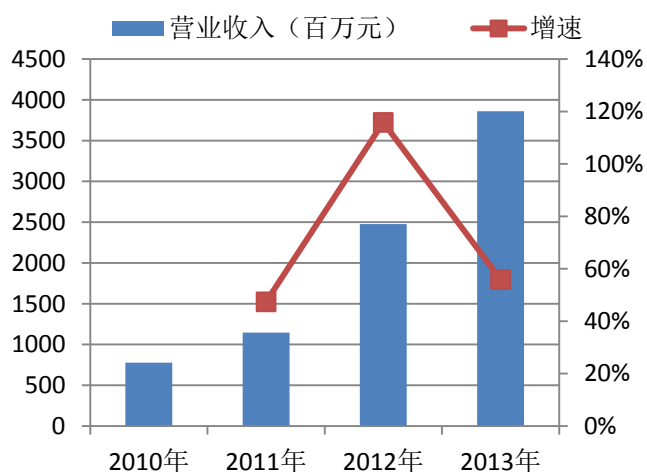


来源: 公司公告, 瑞银证券估算

目前上述四项战略业务均保持快速增长状态，2013 年医院纯销、医疗器械销售、中药材和中药饮片三项业务的收入增速均在 30%以上，医药零售业务的收入增速也达到 25%。

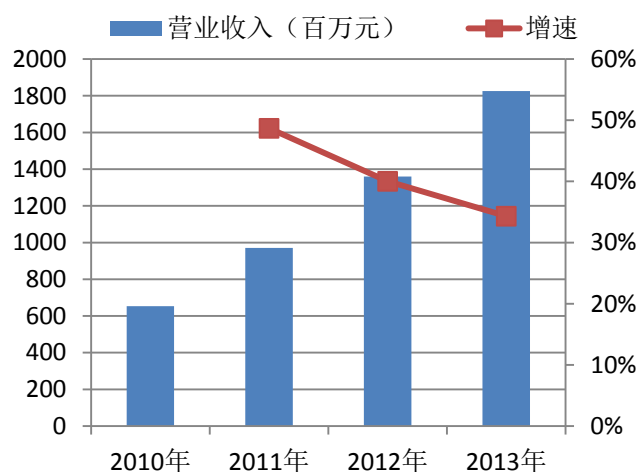
我们认为，作为一家全国性的医药商业企业，公司上述业务远未到增长瓶颈，未来仍有望继续保持快速增长状态。伴随这些战略业务的业务占比提升，我们预计，未来新业务对公司业绩的拉动作用将越来越明显。未来三年，公司业绩有望呈现稳步提升状态。

图表 11: 公司二级以上医院纯销收入保持快速增长



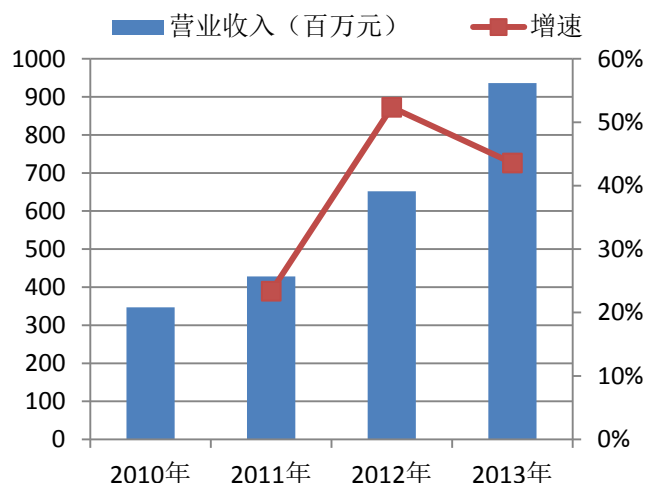
来源: 公司公告

图表 12: 公司医疗器械和计生用品收入保持快速增长



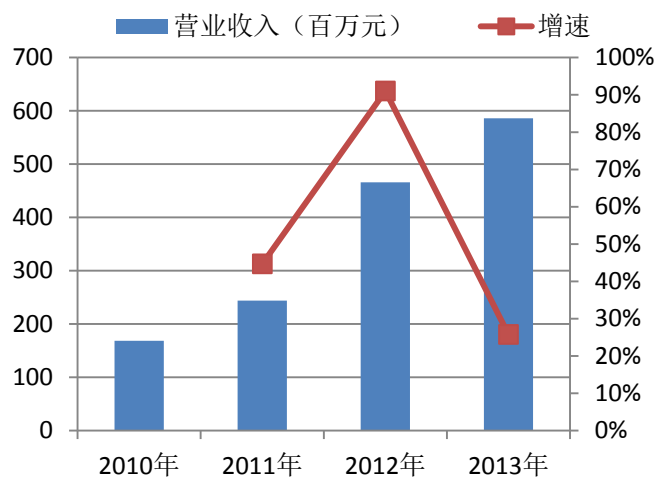
来源: 公司公告

图表 13: 公司中药材和中药饮片收入保持快速增长



来源: 公司公告

图表 14: 公司医药零售收入保持较快增长



来源: 公司公告

医药电商，或将颠覆公司的产业链地位

在公司众多的战略业务中，我们尤其看好其医药电商及后续业务的发展潜力。我们认为，电商业态契合我国新医改需求，未来或将成为我国重要的药品销售渠道。中长期，医药电商业务有望为公司带来显著业绩增厚。

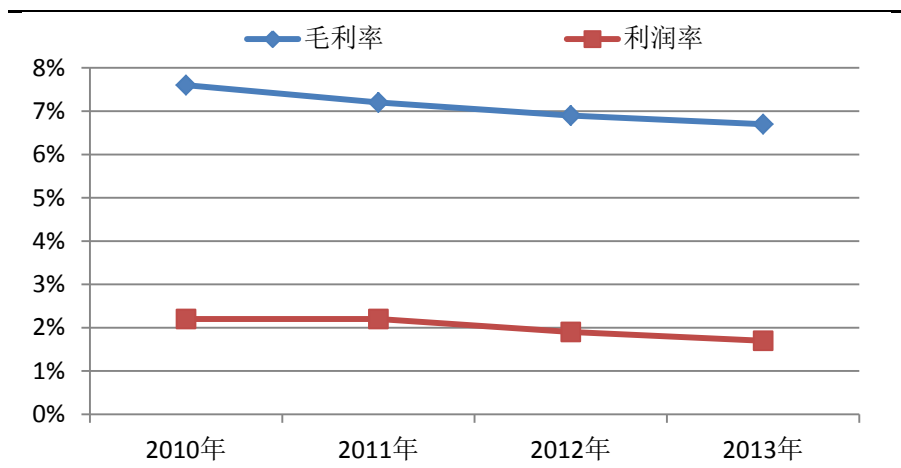
在业绩增量之外，我们认为，医药电商业务更大的潜力在于：互联网便捷、开放的特性，使得医药电商业态在适宜的商业模式能够成为提升现有医疗体系运行效率的重要手段。就公司而言，一旦医药电商平台成型，我们预计公司将顺势向诊疗链条上游的预防保健、预约挂号等业务，以及诊疗链条下游的用药辅导、慢病管理等业务进行延伸。在此过程中，公司的业务附加值和产业链定位都将有望大幅提升。

在新一轮医改中，我们认为，“开源”（增加医疗服务供给能力）和“节流”（提升现有医疗服务体系运行效率）同样重要。因此，依托互联网所进行的就医流程优化，其意义将不亚于社会资本办医。从政策层面来看，国家逐步放开医药电商经营权限的政策方向也已经越发明确。我们看好公司医药电商业务的成长潜力，以及由此所带来的价值提升。

增值服务，医药商业企业的价值提升源泉

在传统的医药医药健康产业链条中，流通企业扮演着“药品搬运工”的角色，产业链地位和盈利能力均处于弱势。近年来，在医保控费压力日趋严峻的情况下，医药商业企业的平均利润水平也无可避免的呈现出缓慢下降的趋势。

图表 15: 医药商业企业平均毛利率和利润率处于持续下滑状态



来源: 历年药品流通行业运行统计分析报告

我们认为，虽然短期内医药商业龙头仍可能通过市场份额的提升实现超越行业的增长，但不可能长期持续。那么，对医药商业企业而言，如何能够实现持续快速增长？我们认为，利用增值服务来提升自身业务附加值，使商业企业能够在医药健康产业链中分享更大比例的利润，将是未来国内医药商业企业实现价值提升的根本源泉。

在过去一个阶段中，国内的医药商业企业也进行了诸如药房自动化改进、药房托管、GPO 采购等多种增值服务尝试。部分原有业务基数较小的区域商业龙头如嘉事堂等，在此过程中表现出了极大的业绩弹性。但这些增值服务创

新仍然停留在原有医药健康体系中的局部改进。而医药电商业态的兴起，或将会在医药健康产业的部分环节实现显著改进，使得涉足其中的医药商业企业获得更多的价值提升。

美国案例：CVS Caremark，给患者更多，让付费方花费更少

我们认为，美国领先医药商业企业 CVS Caremark 的发展经验，对于国内同类企业发展医药电商业务和实现自身价值提升，均具有较大的参考意义。近 10 年来，正是依靠对于“给患者更多，让付费方花费更少（Give patients more while payors spend less）”这一问题的持续探索，CVS 获得了超越行业的增长。

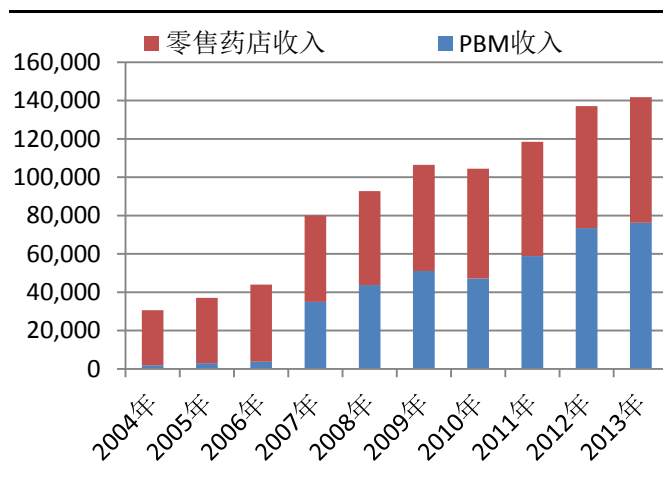
▪ 在医保控费背景下，借助药品福利管理（PBM）业务实现快速发展

CVS 的原有业务以连锁药店为主。2000 年以来，伴随医疗卫生支出的快速增长，美国医保控费压力日趋严峻。公司顺应行业趋势，开始谋求向医疗服务链条的两端进行业务延伸。

2006 年底，公司收购了美国领先的药品福利管理公司。在美国医疗体系中，药品福利管理（PBM）公司充当着协助医保优化医疗卫生支出使用效率的角色。其提供的服务包括：为医保组织设定药品报销目录、为医保患者提供药品邮购、对医生的处方进行审核等等。通过上述服务，药品福利公司帮助医保组织节省医疗费用，并分享部分收益。

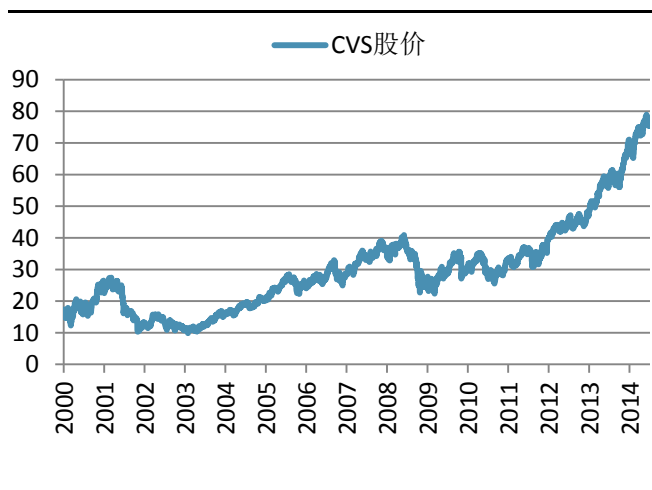
在收购 Caremark 后，CVS 的业务变为了“向上协助医保优化医疗支出使用效率、自下协助患者提升诊疗体验和健康水平”的二元业务格局。从 2007 年开始，在 PBM 业务的拉动下，CVS 实现业务规模和股价快速提升。

图表 16: PBM 业务带动公司业务规模快速提升



来源: Bloomberg

图表 17: CVS 股价与其在 PBM 业务的兴起高度相关



来源: Bloomberg

▪ 采用 O2O 模式，提升患者诊疗体验和医疗支出使用效率

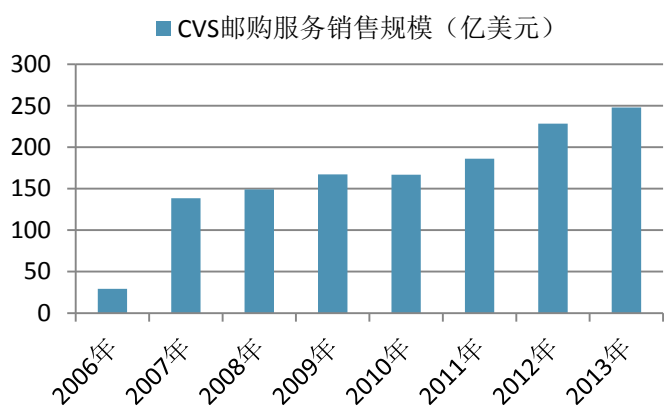
CVS 的 PBM 业务和零售药店业务实现了很好的互动。一方面，PBM 部门的部分药品销售由 CVS 自己的连锁药店承担，从而大幅提升了药店销售收入；另一方面，CVS 的连锁药店和便捷诊所承担起了为患者提供初级诊断、用药辅导的功能，直接提升了 PBM 会员用药体验的同时，也间接降低了医保支出。

依托其遍布美国的 7600 家零售药店，CVS 设计出了门户网站和手机 APP、邮购服务、实体药店相结合的 O2O 业务模式。在 O2O 模式下：

- 1) 一方面，患者凭借处方可以选择邮购的方式获得最多 90 天的药品。对于高血压、高血脂等慢性病患者而言，邮购渠道极大的提高了患者获取药品的便捷性；
- 2) 另一方面，患者也可以到就近的药店自提药品。选择就近自取的方式，患者可以面对面的接受药剂师的用药指导。此外，对于部分对温度非常敏感的专科药，药店自提也能够在最大程度上避免在运输过程中的药品失效风险。

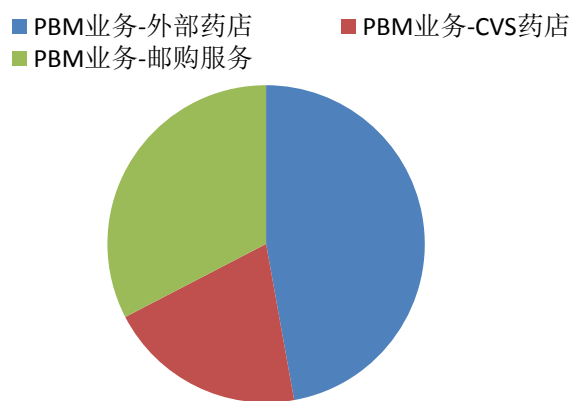
2013 年 CVS 的 PBM 部门业务规模约已达 760 亿美元。其中，约 248 亿美元的药品通过邮购服务的方式销售，患者药店自取药品的规模约为 512 亿美元（药店自取业务约 30%由 CVS 内部药店销售，其余部分通过外部药店完成）。

图表 18: CVS 的邮购业务规模快速增长



来源: CVS 年报

图表 19: CVS 药品福利管理业务分拆



来源: CVS2013 年年报

■ **CVS 的未来拓展方向：初级诊断、用药辅导**

给患者更多，让付费方花费更少（Give patients more while payors spend less）始终是 CVS 进行创新业务探索，实现自身更大价值的基础。结合美国医药卫生产业现状，CVS 下一个阶段的战略重点业务，如 Pharmacy Advisor、MinuteClinic 等，都指向了慢病管理市场。

Pharmacy Advisor 业务旨在为参与 PBM 计划的患者提供用药辅导，2011 年开始针对糖尿病患者试点，目前已扩展至 10 种慢性病。美国第三方机构的研究显示，1 美元在用药监督上的投入，能够使药品支出减少 5-10 美元。

MinuteClinic 战略的出发点，在于公司对于美国未来初级保健医生（primary care physicians）缺口的判断。根据公司的预测，到 2020 年，美国的初级保健医生将面临 45000 人的缺口。CVS 的便捷诊所将为 PBM 计划覆盖的患者提供疾病筛查、健康辅导等服务，从而更好地管理自己的疾病。

2000 年以来，CVS 通过一系列创新举措，使自身从一个简单的“药品搬运工”，成功转型为美国医疗体系演进的参与者和实验样板。在此过程中，公司的经营业绩和市值规模也出现可观增长。

电商，国内医药商业企业实现增值服务创新的最佳平台

我们认为，电商业态是医药商业企业进行增值服务模式探索的最佳平台。借助电商平台，国内相关企业将能够像 CVS 一样，进行多样化的增值服务创新：

- 在传统的医药商业业态中，医院药房是药品销售的主要终端。医药商业企业承担着“药品搬运工”的角色，主要业务在于从生产企业手中采购药品，然后配送至医院药房。在这种业态下，医药商业企业与医保、患者几乎没有交集，即使想做增值服务，也只能局限于药房托管、GPO 采购等原有流通体系下的微创新。
- 而医药电商领域的放开，将使相关企业进行增值服务创新的空间和力度都大幅提升。涉足企业可以以医药 B2C 业务为起点，与患者、医保建立起密切联系，并在此基础上向诊疗链条的上下游进行更多样化的增值服务拓展。

我们认为，医药电商的基础形式——药品 B2C 业务，至少能够从以下方面提升现有医疗体系效率：

- **提升医疗资源利用效率和患者诊疗体验：**目前医院门诊普遍采取“急三慢七、行动不便两周量”的开药标准（即医生通常给急诊患者开三天的药量，给慢性病患者开七天的药量）。这使得处于病痛中的患者需要频繁到医院取药，不仅占用患者大量时间，也很大程度上造成了开药需求对医师诊疗资源的占用。利用电商业态，将能够节省患者大量时间，并解放医师资源。
- **处方电子化预计将利于医药分开、挤压药品灰色利益：**从更长期的层面来看，医药 B2C 业务的发展，势必推进处方电子化的进程。我们认为，处方电子化和网上药品销售，不仅更有利于药品流通环节的监控，也将有利于监控医生处方行为，挤压药品中的灰色利益。

而随着行业环境的逐步成熟，我们预计电商业务将能够把业务向诊疗链条的上下游延伸，产生更多样化的增值服务业务：

- **向诊疗链条的上游——预防保健、预约挂号拓展：**目前，国内患者在就医时，普遍倾向于去大医院就医，“大专家看小病”的情况普遍存在。针对这一情况，好大夫在线、春雨医生等企业以优化医生资源和患者需求对接为切入点，介入诊疗链条的上游领域。在移动医疗和大数据技术的支持下，我们预计未来这类企业将进一步向民众的健康管理拓展，成为诊疗链条前段的效率优化者。
- **向诊疗链条的下游——用药辅导、慢病管理拓展：**在现行的医疗体系下，医院机构主要负责为患者提供诊断服务。但在患者从医院药房获取药品之后，后续的用药辅导和慢病管理处于相对空白的状态。我们认为，未来一旦电商渠道成为慢性病用药销售的主要渠道，那么电商企业在向患者销售药品的基础上进一步提供用药辅导和慢性病管理服务的可能性和可行性均较高。事实上，用药辅导和慢性病管理，对于提升诊疗效率具有很好的作用。用药辅导、慢性病管理等业务，目前也是 CVS Caremark 等国外商业企业发展的重点。

图表 20: 互联网将如何优化医疗服务链条

	诊疗流程上游		诊断	治疗	处方	诊疗流程下游		
	健康管理	就诊前咨询/导诊/候诊				买药/取药	医保支付	康复/用药辅导/慢病管理
现状	“健康管理”概念未得到广泛理解，重治疗、轻预防	就医前获得的指导不足 患者往往集中于大医院 现场挂号	诊断结果的获取不方便； 重复检查时有发生	较大程度依赖医生经验 患者治疗过程中信息告知不足	处方集中在医院药房，外流不畅	大部分患者从医院买药/取药；	医保报销限制多，如异地报销受限，且报销流程繁琐 医保与药店（线上、线下）对接程度不足 医保对医生处方的监管不足	医院只承担诊疗环节，对康复和慢性病管理着力甚少
弊病	医疗费用配置不合理，不符合卫生经济学	就医决策较盲目 医疗服务资源浪费，可能出现大专家看小病 患者就医感受差	患者感受差 医疗资源和医保资金一定程度上被浪费	医生负担重，而治疗效果受影响 患者感受差	衍生出“以药养医”问题	患者就医感受差	患者权利无法得到合理保障，报销感受不好 医保资金使用不尽合理	患者长期康复效果不佳 不符合卫生经济学
可能的改进	依托移动医疗等手段，提供健康管理服务	开展在线咨询服务平台 开发预约挂号平台	推进检验结果互认； 更为便捷地获取诊断结果及其解读 加快发展独立诊断机构	更多使用数字化设备辅助治疗 运用移动医疗等手段，让患者掌握更多信息	推进处方电子化；	依靠网络，简化药品销售/配送	加强药店与医保对接，特别是推动网上药店与医保对接 引入药品福利管理（PBM）等模式，加强对医生处方行为监管	依托数据管理系统，为患者提供康复辅导/慢性病管理
目的	节约医疗支出	优化医生资源和患者需求的对接 改善挂号效率，提升就医体验	减少资源浪费 改善就医者体验 提升诊断效率和质量	减轻医生负担，同事改善治疗效果 改善患者就医体验	便于处方自由流通，最终实现医药分开；	减少取药需求对医院资源的挤占； 节省患者时间成本	使得就医者的报销流程便捷化 提升医保资金使用效率	提升医疗卫生资金的使用效率
涉及公司	掌上春雨、好医生等	掌上春雨、好医生等	迪安诊断等	掌上春雨、好医生等	九州通/天士力等	九州通/天士力等	海虹控股等	九州通/天士力等

来源:瑞银证券整理

互联网便捷、开放的特性，使得医药电商业态能够在优化医疗资源利用效率、提升患者诊疗体验等问题上起到不可低估的作用。与鼓励社会办医类似，我们认为医药电商也将成为行政部门缓解“看病贵、看病难”问题的重要手段。

伴随 2014 年 6 月出台《互联网食品药品经营监督管理办法(征求意见稿)》的来看，我们认为监管部门放开医药电商领域经营权限的趋势已经较为明确。

我们相信随着后续细化政策不断落地，电商业态将在我国未来的医药健康系统中扮演越来越重要的角色。

以 B2C 为起点，九州通医药电商业务有望不断扩展

我们认为，九州通具备良好的软硬件基础来支持公司医药电商业务的发展。短期来看，医药 B2C 业务仍将是公司发展的重点。随着行业条件的成熟，公司的电商业务有望逐渐向诊疗链条两端的其它增值业务进行扩展。

▪ 医药 B2C 业务

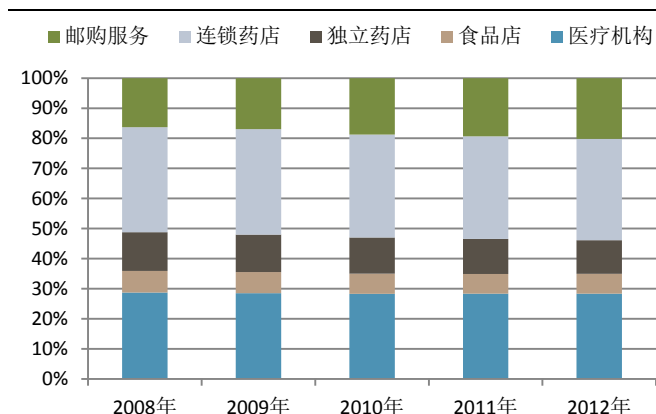
我们预计，医药 B2C 业务，即药品网上销售业务，仍将是公司短期内的重点。从软硬件条件来看，我们认为公司是未来国内最有希望成为医药电商龙头的企业之一。

从先天条件来说，公司原有业务向医药电商拓展的切换成本较低：首先，九州通作为民营企业机制灵活，本身就较为适宜在医药电商这一市场化程度较高的领域发展。其次，九州通目前主要业务为药店、诊所等第三终端市场的快批业务，上下游资源为公司切入医药电商领域打下了良好基础。此外，相对医院纯销，快批业务具有小批量、多批次的特点，这使得九州通积累起了领先行业的分拣和物流能力，有望以更低的成本实现分拣配送。

从后天努力来说，九州通是国内最早布局医药电商业务的企业之一，已在医药电商企业间的竞争中占据领先身位。目前公司已积累其一定数量的用户资源，并与微信等平台形成了较为深入的合作关系。2013 年，公司旗下好药师大药房的 B2C 线上业务实现交易额 2.04 亿元，较上年同期增长 167.05%；实现净利润 192.5 万元，为未来医药电商业务的加速扩张奠定了良好基础。

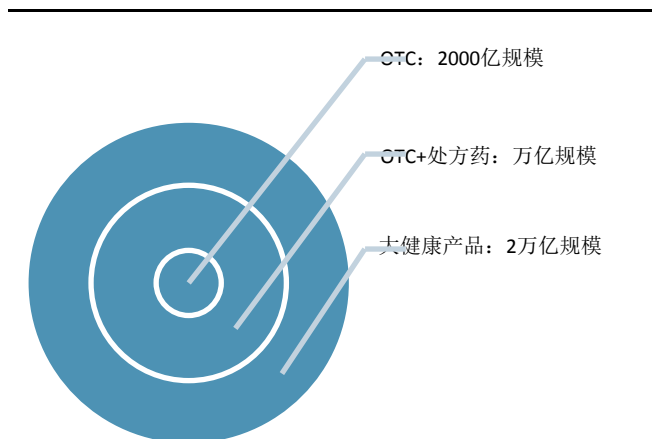
我们预计，未来随着互联网药品销售的经营权限快速放开，医药电商业务有望在低基数的情况下呈现持续翻番式增长。我国的药品市场规模已经达到万亿元左右，如果加上保健品等相关产品，我们估计国内大健康产品的总体市场规模在 2 万亿元以上。未来，随着处方药市场的逐步放开，如果电商渠道能够占据我国大健康产业 10% 甚至 20% 的市场份额，那么电商龙头企业在中长期将表现出极大的业绩弹性。

图表 21: 邮购服务成为美国药品流通重要渠道



来源: IMS

图表 22: 我国大健康产业市场空间广阔



来源: 瑞银证券估算

▪ O2O 业务

相对医药 B2C 业务，O2O 业务具有更高的业务壁垒，用户体验也更好。公司的 O2O 业务通过与微信合作的“药急送”功能来实现。公司是成为微信上第一个开展医药类 O2O 业务的用户。对于部分急性药品，用户通过微信下单后，药品将通过临近的药店在短时间内快速送达用户手中。我们认为这一模式具备较强的可行性：

1) 对患者而言：未来在业务大规模铺开，公司在一线城市具备在半小时内将药品送达的能力。对因突发情况急需药品的用户来说，我们认为部分经济能力支持的用户将乐意付出少量费用以便及时获得药品。

2) 对药店而言：公司 O2O 业务主要针对一线城市，药店网络主要依靠外部药店来构建。市区内通常存在药店密度过大的问题，每平方公里范围内一般有多家药店存在。在这种情况下，公司的 O2O 业务一旦形成稳定的订单量，将直接影响到用药需求在区域内不同药店间的分布。我们认为待业务铺开，零售药店拥有较强的动力与公司合作。

现在公司与微信合作的 O2O 业务已在上海、北京等地开展试点。初期公司以模式摸索和药店布点为主，尚未进行大规模的宣传。一旦试点成熟，公司有望利用旗下分布在全国的下属公司物流体系以及公司现有的药店客户资源等，迅速快捷开通其他城市的更多药店的 O2O 业务。

未来伴随着处方药网上销售的放开，我们预计公司的 O2O 网络将有更大的运作空间。如果引入线下用药辅导等服务，应会使线上和线下的互动更加丰富，从而带动公司 O2O 网络的价值大幅提升。

值得特别关注的是，通过药急送等一系列举措，目前公司已经与微信形成了较为深入的合作关系。从国内外的经验来看，手机移动端正成为用户流量的主要来源。我们认为，与微信的深度合作，将为公司医药电商业务长远发展提供强有力支撑。

▪ 处方药网上销售及后续业务拓展

处方药网上销售仍然是我们最为看重的领域。这是因为：一方面，处方药尤其是慢性病用药用户粘性大、客单价高，非常适宜电商渠道销售，如果放开应会使医药电商的市场空间大幅提升；另一方面，在掌握了部分慢性病用药人群后，电商企业应能够顺势向用药辅导、慢病管理等业务拓展，使自身的业务附加值和产业链地位大幅提升。

在《互联网食品药品经营监督管理办法(征求意见稿)》出台后，我们认为放开处方药网上销售的趋势已经非常明确。未来的问题将集中于处方如何获取、如何实现医保支付等关键细节。

由于处方药销售对安全性的要求较高，我们估计监管部门可能通过试点的形式，逐步探索可行的处方药网上销售模式。公司在 2013 年年报中亦明确提出：公司正利用自身既有药品经营管理的优势，探讨获得网上电子处方的途径，努力拓展网上药品的经营范围。我们期待公司的处方药网上销售业务有突破性进展出现，并以此为起点进行更多的增值服务创新。

公司产业链地位或将出现显著变化，蕴含极大盈利潜力

我们认为，电商业务对于公司的价值，不仅仅在于互联网药品销售所带来的业绩增厚。作为一家不断寻求增长机遇的民营企业，我们预计公司会依托互联网科技，在医疗服务领域进行更多的增值服务模式探索，如用药辅导、慢性病管理乃至预防保健、预约挂号等等。在此过程中，公司的产业链地位或将出现显著变化，业务附加值和盈利能力也有望大幅增加。

在行业内生需求和政策激励的背景下，我们预计未来中国很可能会产生一类将互联网科技和医疗行业需求相结合的新型大型企业，而公司将是这一角色的最有力的竞争者之一。

财务状况

损益表

我们预计公司 2014-16 年营业收入分别为 392/465/557 亿元，分别同比增长 17.1%/18.8%/19.6%，关键假设如下：

- 在医院纯销、中药材及中药饮片等战略业务的拉动下，公司医药批发及相关业务的增长呈提速状态。2014-16 年实现营业收入 378/449/536 亿元，分别同比增长 17.0%/18.7%/19.5%；
- 公司零售连锁业务维持较快增长状态，2014-16 年实现营业收入 7.3/9.2/11.6 亿元，分别同比增长 25%/26%/26%；
- 公司医药工业业务维持平稳增长状态，2014-16 年实现营业收入 5.3/6.4/7.8 亿元，分别同比增长 20%/21%/22%。

我们预计公司 2014-16 年归属母公司扣非净利润分别为 4.83/5.93/7.70 亿元，同比增速为 32%/23%/30%，我们预计公司净利润率为 1.2%/1.3%/1.4%。

图表 23: 九州通损益表

损益表(Rmb 百万)	11-Dec	12-Dec	13-Dec	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	24,839	29,508	33,438	39,160	46,538	55,668	66,589	79,986
毛利	1,504	1,891	2,230	2,826	3,561	4,503	5,386	6,469
息税折旧摊销前利润(UBS)	635	834	992	1,072	1,264	1,617	2,046	2,562
折旧和摊销	-105	-135	-158	-200	-234	-276	-322	-372
息税前利润(UBS)	530	699	834	872	1,030	1,341	1,724	2,190
联营及投资收益	3	2	3	3	3	3	3	3
其他非营业利润	13	29	19	51	45	48	50	48
净利息	-174	-286	-361	-274	-283	-370	-371	-443
例外项目 (包括商誉)	117	109	112	103	103	103	103	103
税前利润	490	552	607	755	898	1,125	1,509	1,901
税项	-114	-140	-136	-169	-201	-252	-377	-475
税后利润	376	413	471	586	697	873	1,132	1,426
优先股股息及少数股权	-1	0	7	0	0	0	0	0
非常项目	0	0	0	0	0	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	374	413	478	586	697	873	1,132	1,426
净利润 (UBS)	257	304	366	483	593	770	1,029	1,322
税率(%)	23.3	25.3	22.4	22.4	22.4	22.4	25	25

来源:瑞银证券估算

资产负债表

我们预计公司 2014-16 年总资产为 241/272/311 亿元，负债为 163/189/221 亿元，股东权益为 76/81/87 亿元。我们认为作为医药商业企业，在业务快速扩张的过程中公司将面临负债率快速上升的风险。

图表 24: 九州通资产负债表

资产负债表(Rmb 百万)	11-Dec	12-Dec	13-Dec	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	2,148	2,408	3,206	5,878	5,589	5,571	4,998	4,003
其他流动资产	7,619	9,486	11,942	14,198	16,990	20,294	24,249	29,137
流动资产总额	9,767	11,894	15,148	20,076	22,578	25,864	29,247	33,140
有形固定资产净值	1,205	1,451	1,783	1,954	2,181	2,461	2,764	3,078
无形固定资产净值	379	589	631	694	764	840	924	1,017
投资/其他资产	488	870	1,034	1,366	1,660	1,925	2,146	2,333
总资产	11,839	14,804	18,596	24,091	27,183	31,091	35,081	39,567
应付账款和其他短期负债	5,095	5,669	7,336	8,591	10,208	12,107	14,336	17,071
短期债务	2,055	2,610	4,237	5,990	6,966	8,336	9,259	9,965
流动负债总额	7,150	8,280	11,573	14,581	17,174	20,443	23,596	27,037
长期债务	354	1,636	1,610	1,610	1,610	1,610	1,610	1,610
其它长期负债	31	53	73	73	73	73	73	73
优先股	0	0	0	0	0	0	0	0
总负债(包括优先股)	7,535	9,968	13,257	16,264	18,858	22,127	25,279	28,720
普通股股东权益	4,111	4,587	5,100	7,587	8,086	8,725	9,563	10,607
少数股东权益	193	249	240	240	240	240	240	240
负债和权益总计	11,839	14,804	18,596	24,091	27,183	31,091	35,081	39,567

来源:瑞银证券估算

现金流量表

- 经营性现金流: 考虑到公司未来一个时期有望处于快速增长阶段, 营运资本可能因业务需要大幅增加, 我们预期公司未来一个阶段经营性现金流可能为负。
- 投资现金流: 我们预计公司未来仍将持续扩张, 2014-16 年资本支出为 7.40/7.82/8.36 亿元;
- 融资现金流: 考虑到公司于今年一季度完成增发, 我们预计 2014-16 年公司融资性现金流为 33.79/4.96/7.66 亿元。

图表 25: 九州通现金流量表

现金流量表(Rmb 百万)	11-Dec	12-Dec	13-Dec	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	374	413	478	586	697	873	1,132	1,426
折旧和摊销	105	135	158	200	234	276	322	372
营运资本变动净值	-288	-998	40	-1,008	-1,190	-1,421	-1,743	-2,176
其他营业性现金流	-161	493	-597	194	192	257	237	291
经营性现金流	31	44	79	-28	-68	-14	-52	-88
有形资本支出	-486	-623	-614	-740	-782	-836	-849	-863
无形资本支出	0	0	0	0	0	0	0	0
净(收购)/处置	6	91	58	61	64	67	70	74
其他投资性现金流	-20	-176	62	0	0	0	0	0
投资性现金流	-501	-708	-494	-679	-718	-769	-779	-789
已付股息	-142	0	0	-161	-197	-235	-294	-381
股份发行/回购	0	0	0	2,062	0	0	0	0
其他融资性现金流	552	1,011	-463	-274	-283	-370	-371	-443
债务及优先股变化	1,193	252	1,597	1,752	976	1,370	923	706
融资性现金流	1,603	1,263	1,134	3,379	496	766	258	-118
现金流量中现金的增加/(减少)	1,133	599	719	2,672	-289	-18	-573	-995
外汇/非现金项目	-161	-339	79	0	0	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	972	260	798	2,672	-289	-18	-573	-995

来源:瑞银证券估算

资本回报率

我们预计, 伴随二级以上医院纯销、医疗器械、中药材和中药饮片等利润率较高的业务占比提升, 公司的 ROE 和净利润率有望呈提升趋势。

我们预计未来公司的经营效率保持稳定。2014 年由于增发造成总资产快速上升, 资产周转率和权益乘数或将有所下降。其后随着业务逐步展开, 公司资产周转率和权益乘数可能呈小幅上升趋势。

图表 26: 九州通杜邦分析

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROE	7.0%	7.6%	7.6%	7.6%	9.2%
净利润率	1.0%	1.1%	1.2%	1.3%	1.4%
资产周转率	199.3%	179.8%	162.6%	171.2%	179.0%
权益乘数	306.1%	348.3%	307.8%	326.5%	346.8%

来源:公司公告, 瑞银证券估算

估值

目标价推导

我们预计公司 2014-16 年营业收入分别为 392/465/557 亿元, 分别同比增长 17.1%/18.8%/19.6%, 关键假设如下:

- 在医院纯销、中药材及中药饮片等战略业务的拉动下，公司医药批发及相关业务的增长呈提速状态。2014-16 年实现营业收入 378/449/536 亿元，分别同比增长 17.0%/18.7%/19.5%；
- 公司零售连锁业务维持较快增长状态，2014-16 年实现营业收入 7.3/9.2/11.6 亿元，分别同比增长 25%/26%/26%；
- 公司医药工业业务维持平稳增长状态，2014-16 年实现营业收入 5.3/6.4/7.8 亿元，分别同比增长 20%/21%/22%。

我们预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.30/0.37/0.48 元，根据瑞银 VCAM (WACC7.0%) 得到目标价 18 元。

图表 27: UBSS-VCAM 对九州通 (SS600998) 的估值

相对年 财年	+1E 2014E	+2E 2015E	+3E 2016E	+4E 2017E	+5E 2018E	+6E 2019E	+7E 2020E	+8E 2021E	+9E 2022E	+10E 2023E
息税前利润	872	1,030	1,341	1,724	2,190	4,082	4,479	4,912	5,384	5,899
折旧及摊销*	200	234	276	322	372	440	484	532	584	641
资本支出	(740)	(782)	(836)	(849)	(863)	(880)	(919)	(957)	(993)	(1,026)
运营资本变动	(689)	(874)	(1,011)	(1,241)	(1,548)	(1,083)	(1,059)	(1,158)	(1,266)	(1,384)
所得税(营运)	(227)	(262)	(332)	(463)	(580)	(1,021)	(1,120)	(1,228)	(1,346)	(1,475)
其他	(111)	(158)	(207)	(258)	(328)	(240)	(263)	(287)	(314)	(343)
自由现金流	(695)	(811)	(769)	(766)	(757)	1,299	1,602	1,813	2,049	2,312
增长		NM	NM	NM	NM	NM	23.4%	13.1%	13.0%	12.9%

估值	
明计现金流现值	7,689
期末价值(第15年)现值	21,803
企业价值	29,491
占永续价值百分比	74%
联营公司及其他	389
-少数股东权益	240
现金盈余**	4,542
-债务***	6,957
权益价值	27,226
已发行股数[m]	1,609.6
每股权益价值(Rmb/股)	16.90
权益成本	7.1%
股息收益率	0.9%
1年期目标价(Rmb/股)	18.00

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	9.8%	5.5%	4.0%
息税前利润率	4.6%	2.9%	2.2%
资本支出/销售收入	0.8%	0.7%	0.7%
投资资本回报率	17.1%	10.9%	8.2%

估值对应指标			
财年	2014E	2015E	1年期预期
企业价值 / 息税前利润	27.5x	23.3x	24.7x
企业价值 / 息税前利润	33.8x	28.6x	30.3x
自由现金流收益率	NM	NM	NM
市盈率(现值)	56.4x	45.8x	49.2x
市盈率(目标)	60.0x	48.8x	52.4x

加权平均资本成本	
无风险利率	4.20%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.58
债务/权益比	28.5%
边际税率	25.0%
权益成本	7.1%
债务成本	6.8%
WACC	7.0%

期末假设值	
VCH(年数)	15
对应的自由现金流增长	3.1%
投资资本回报率增幅	6.6%
企业价值 / 息税前利润	9.1x

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

来源: UBS-VCAM

可比公司估值

公司属于典型的医药商业企业，药品批发业务占公司收入的比重超过 95%。我们选取医药商业板块中所有拥有 14-16 年盈利预测的公司作为可比对象。2014/15 年，除九州通外其他医药商业公司市值加权平均估值水平为 27/21 倍。但企业间的估值水平已开始明显分化，嘉事堂、瑞康医药这类业务创新卓有成效、业绩弹性较大的公司，其 2014 年的 PE 已经接近 40 倍。

图表 28: 可比公司估值

证券代码	证券简称	每股收益 (元)			当前股价 (元/股)	市盈率		
		2014E	2015E	2016E		2014E	2015E	2016E
000028.SZ	国药一致	1.8	2.24	2.78	50.42	28.01	22.51	18.14
000705.SZ	浙江震元	0.49	0.66	0.87	19.64	40.08	29.76	22.57
000963.SZ	华东医药	1.72	2.32	2.85	56.9	33.08	24.53	19.96
002462.SZ	嘉事堂	0.52	0.7	0.9	19.64	37.77	28.06	21.82
002589.SZ	瑞康医药	0.86	1.11	1.38	32.01	37.22	28.84	23.20
002727.SZ	一心堂	1.14	1.4	1.71	33.52	29.40	23.94	19.60
600511.SH	国药股份	1.05	1.28	1.56	24.86	23.68	19.42	15.94
600713.SH	南京医药	0.11	0.19	0.27	6.64	60.36	34.95	24.59
601607.SH	上海医药	0.92	1.07	1.28	13.01	14.14	12.16	10.16
按市值加权平均						27.16	20.94	16.87
600998.SH	九州通	0.3	0.37	0.48	15.54	51.80	42.00	32.38

来源: 九州通、国药一致、瑞康医药、嘉事堂、上海医药数据为瑞银证券估算，其余取自万得市场一致预期，股价为 8 月 20 日收盘价

九州通目前股价对应 2014-16 年预测 PE 数据为 52/42/32 倍，大幅高于行业平均水平。但我们认为若医药电商业务发展顺利，公司股价仍有较大上升空间。原因在于：

- 从历史估值来看，九州通上市以来的估值水平始终大幅高于板块平均水平，反应出市场对公司业务创新能力和未来业绩潜力的高度认可。公司目前的估值水平与过去三年的平均估值平均水平接近，可见并未给予医药电商业务过多的估值溢价。

图表 29: 九州通市盈率水平持续位于高位



来源: 万得资讯

- 公司的医药电商领域具备两个特性：1) 互联网特性，前期投入较大、盈利周期较长；2) 属于可能在局部颠覆现有医疗体系的重大业务模式变革。一旦成型，国内医疗体系的运行效率将有望得到较大提升，公司也可能会因此分享极大的收益。考虑到上述因素，我们认为市场对公司的估值弹性将会很高。一旦电商业务出现较大进展，公司估值水平有进一步提升的能力。

我们认为，海虹控股的案例可以说明：对于这类有望颠覆现有医疗体系的新业态，一旦成型的确定性增加，市场将乐意给予其很高的估值溢价。

海虹控股目前业务重点为医疗福利管理业务。这一业务在欧美国家已经成为较为成熟的医保控费模式，但在国内尚未得到推广。从市场一致预期来看，医疗福利管理业务对海虹控股短期的业绩拉动作用很小。但 2012 年以来，随着公司的药品福利管理业务在部分省市进入试点状态，公司股价出来大幅上涨。目前股价对应的 2014 年估值水平已超过 1000 倍。

图表 30: 海虹控股预测净利润的市场一致预期

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
归属母公司净利润（百万元）	24.09	12.98	13.9	20.21	22.06
EPS	0.027	0.014	0.016	0.023	0.025
当前股价对应 PE	708	1365	1194	831	764

来源:万得资讯，股价取自 2014 年 8 月 20 日收盘价

我们预计公司 2014-16 年 EPS 分别为 0.30/0.37/0.48 元，根据瑞银 VCAM（WACC7.0%）得到目标价 18 元。我们的目标价对应 14 年 60 倍 PE，但考虑到公司医药电商业务的广阔发展前景，我们认为估值合理。首次覆盖，给予“买入”评级。

公司介绍

以年销售额计，九州通是国内第四大医药商业企业，同时也是国内最大的民营医药商业企业。公司核心业务为医药分销（商业批发+终端配送），同时涵盖医院纯销、医疗器械、中药材与中药饮片业务、零售连锁、电子商务、基药与处方药、总代理业务和医药工业等多种战略业务。

九州通 (600998.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	24,839	29,508	33,438	39,160	17.1	46,538	18.8	55,668	66,589	79,986
毛利	1,504	1,891	2,230	2,826	26.8	3,561	26.0	4,503	5,386	6,469
息税折旧摊销前利润(UBS)	635	834	992	1,072	8.1	1,264	17.9	1,617	2,046	2,562
折旧和摊销	(105)	(135)	(158)	(200)	26.1	(234)	17.4	(276)	(322)	(372)
息税前利润(UBS)	530	699	834	872	4.6	1,030	18.0	1,341	1,724	2,190
联营及投资收益	3	2	3	3	0.0	3	0.0	3	3	3
其他非营业利润	13	29	19	51	167.3	45	-12.1	48	50	48
净利息	(174)	(286)	(361)	(274)	24.0	(283)	-3.1	(370)	(371)	(443)
例外项目(包括商誉)	117	109	112	103	-7.7	103	0.0	103	103	103
税前利润	490	552	607	755	24.5	898	18.9	1,125	1,509	1,901
税项	(114)	(140)	(136)	(169)	-24.5	(201)	-18.9	(252)	(377)	(475)
税后利润	376	413	471	586	24.5	697	18.9	873	1,132	1,426
优先股股息及少数股权	(1)	0	7	0	-	0	-	0	0	0
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	374	413	478	586	22.7	697	18.9	873	1,132	1,426
净利润(UBS)	257	304	366	483	32.0	593	22.9	770	1,029	1,322
税率(%)	23.3	25.3	22.4	22.4	0.0	22.4	0.0	22.4	25.0	25.0
每股(Rmb)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
每股收益(UBS 稀释后)	0.18	0.21	0.26	0.30	16.5	0.37	22.9	0.48	0.64	0.82
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.26	0.29	0.34	0.36	8.3	0.43	18.9	0.54	0.70	0.89
每股收益(UBS, 基本)	0.18	0.21	0.26	0.30	16.5	0.37	22.9	0.48	0.64	0.82
每股股息净值(Rmb)	0.00	0.00	0.10	0.12	22.7	0.15	18.9	0.18	0.24	0.30
每股账面价值	2.89	3.23	3.59	4.71	31.3	5.02	6.6	5.42	5.94	6.59
平均股数(稀释后)	1,420.52	1,420.52	1,420.52	1,609.62	13.3	1,609.62	0.0	1,609.62	1,609.62	1,609.62
资产负债表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
现金和现金等价物	2,148	2,408	3,206	5,878	83.4	5,589	-4.9	5,571	4,998	4,003
其他流动资产	7,619	9,486	11,942	14,198	18.9	16,990	19.7	20,294	24,249	29,137
流动资产总额	9,767	11,894	15,148	20,076	32.5	22,578	12.5	25,864	29,247	33,140
有形固定资产净值	1,205	1,451	1,783	1,954	9.6	2,181	11.6	2,461	2,764	3,078
无形固定资产净值	379	589	631	694	10.0	764	10.0	840	924	1,017
投资/其他资产	488	870	1,034	1,366	32.1	1,660	21.5	1,925	2,146	2,333
总资产	11,839	14,804	18,596	24,091	29.5	27,183	12.8	31,091	35,081	39,567
应付账款和其他短期负债	5,095	5,669	7,336	8,591	17.1	10,208	18.8	12,107	14,336	17,071
短期债务	2,055	2,610	4,237	5,990	41.36	6,966	16.30	8,336	9,259	9,965
流动负债总额	7,150	8,280	11,573	14,581	26.0	17,174	17.8	20,443	23,596	27,037
长期债务	354	1,636	1,610	1,610	0.0	1,610	0.0	1,610	1,610	1,610
其它长期负债	31	53	73	73	0.0	73	0.0	73	73	73
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	7,535	9,968	13,257	16,264	22.7	18,858	15.9	22,127	25,279	28,720
普通股股东权益	4,111	4,587	5,100	7,587	48.8	8,086	6.6	8,725	9,563	10,607
少数股东权益	193	249	240	240	0.0	240	0.0	240	240	240
负债和权益总计	11,839	14,804	18,596	24,091	29.5	27,183	12.8	31,091	35,081	39,567
现金流量表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
净利润(支付优先股股息前)	374	413	478	586	22.7	697	18.9	873	1,132	1,426
折旧和摊销	105	135	158	200	26.1	234	17.4	276	322	372
营运资本变动净值	(288)	(998)	40	(1,008)	-	(1,190)	-18.1	(1,421)	(1,743)	(2,176)
其他营业性现金流	(161)	493	(597)	194	-	192	-1.1	257	237	291
经营性现金流	31	44	79	(28)	-	(68)	-140.9	(14)	(52)	(88)
有形资本支出	(486)	(623)	(614)	(740)	-20.5	(782)	-5.7	(836)	(849)	(863)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	6	91	58	61	5.0	64	5.0	67	70	74
其他投资性现金流	(20)	(176)	62	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(501)	(708)	(494)	(679)	-37.4	(718)	-5.7	(769)	(779)	(789)
已付股息	(142)	0	0	(161)	-	(197)	-22.7	(235)	(294)	(381)
股份发行/回购	0	0	0	2,062	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	552	1,011	(463)	(274)	40.83	(283)	-3.15	(370)	(371)	(443)
债务及优先股变化	1,193	252	1,597	1,752	9.74	976	-44.28	1,370	923	706
融资性现金流	1,603	1,263	1,134	3,379	198.1	496	-85.3	766	258	(118)
现金流量中现金的增加/(减少)	1,133	599	719	2,672	271.9	(289)	-	(18)	(573)	(995)
外汇/非现金项目	(161)	(339)	79	0	-100.0	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	972	260	798	2,672	234.9	(289)	-	(18)	(573)	(995)

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。

九州通 (600998.SS)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	47.7	41.0	35.6	42.7	35.9	28.6	22.1	17.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	69.5	55.6	46.5	51.8	42.1	32.5	24.3	18.9
股价/每股现金收益	49.3	38.5	32.5	36.7	30.2	23.9	18.5	14.8
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(2.6)	(3.4)	(3.1)	(3.1)	(3.4)	(3.4)	(3.6)	(3.8)
净股息收益率(%)	0.0	0.0	0.8	0.8	0.9	1.2	1.5	1.9
市净率	4.3	3.7	3.3	3.3	3.1	2.9	2.6	2.4
企业价值/营业收入(核心)	0.7	0.6	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	28.5	21.4	19.3	25.2	21.5	17.7	14.7	12.3
企业价值/息税前利润(核心)	NM	25.6	22.9	NM	26.4	21.3	17.4	14.4
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	21.8	NM	NM	24.5	19.6	16.2
企业价值/运营投入资本	4.3	3.3	2.7	3.2	2.7	2.4	2.1	1.9
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	17,855	16,912	17,013	25,013	25,013	25,013	25,013	25,013
净债务 (现金)	150	1,049	2,240	2,182	2,355	3,682	5,124	6,722
少数股东权益	193	249	240	240	240	240	240	240
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	18,198	18,210	19,493	27,435	27,608	28,935	30,377	31,975
非核心资产	(107)	(335)	(389)	(389)	(389)	(389)	(389)	(389)
核心企业价值	18,091	17,875	19,104	27,046	27,219	28,546	29,988	31,586
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	16.9	18.8	13.3	17.1	18.8	19.6	19.6	20.1
息税折旧摊销前利润(UBS)	-3.8	31.3	18.9	8.1	17.9	27.9	26.5	25.3
息税前利润(UBS)	-6.9	31.8	19.3	4.6	18.0	30.2	28.6	27.1
每股收益(UBS 稀释后)	-	18.4	20.3	16.5	22.9	29.7	33.6	28.6
每股股息净值	-	-	-	22.7	18.9	25.3	29.6	26.0
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	6.1	6.4	6.7	7.2	7.7	8.1	8.1	8.1
息税折旧摊销前利润率	2.6	2.8	3.0	2.7	2.7	2.9	3.1	3.2
息税前利润率	2.1	2.4	2.5	2.2	2.2	2.4	2.6	2.7
净利 (UBS) 率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7
ROIC (EBIT)	12.6	12.9	12.0	10.4	10.3	11.2	12.2	13.1
税后投资资本回报率	8.7	8.8	8.7	7.7	7.6	8.5	8.9	9.7
净股东权益回报率(UBS)	6.4	7.0	7.6	7.6	7.6	9.2	11.2	13.1
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	0.4	2.2	2.7	1.6	2.4	2.7	2.9	3.0
净债务/总权益 %	6.1	38.0	49.5	22.0	35.9	48.8	59.9	69.8
净债务/(净债务 + 总权益) %	5.7	27.5	33.1	18.0	26.4	32.8	37.5	41.1
净债务/企业价值	1.4	10.3	13.8	6.4	11.0	15.3	19.6	24.0
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	2.0	2.1	1.8	1.9	1.7	1.5	1.3	1.1
息税前利润/净利息	3.0	2.4	2.3	3.2	3.6	3.6	4.7	4.9
股息保障倍数 (UBS)	-	-	2.6	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8
股息支付率 (UBS) %	-	-	38.8	40.9	39.5	38.2	37.1	36.3
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	24,839	29,508	33,438	39,160	46,538	55,668	66,589	79,986
总计	24,839	29,508	33,438	39,160	46,538	55,668	66,589	79,986
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	530	699	834	872	1,030	1,341	1,724	2,190
总计	530	699	834	872	1,030	1,341	1,724	2,190

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。

预测回报率

预测股价涨幅	+15.8%
预测股息收益率	1.0%
预测股票回报率	+16.8%
市场回报率假设	9.2%
预测超额回报率	+7.6%

风险声明

我们认为，公司面临的主要下行风险包括：1) 若在新一轮各省招标中药品承受较大降价压力，可能对行业增速和公司业绩构成较大负面影响；2) 若公司医药电商业务的经营情况不达预期，可能错失这一领域的最佳发展时期，将对公司未来成长空间构成较大负面影响。

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。

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。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	48%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	41%	30%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
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 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
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 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2014 年 06 月 30 日。

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服务的公司占全部公司的比例。

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。当此类例外适用的时候，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

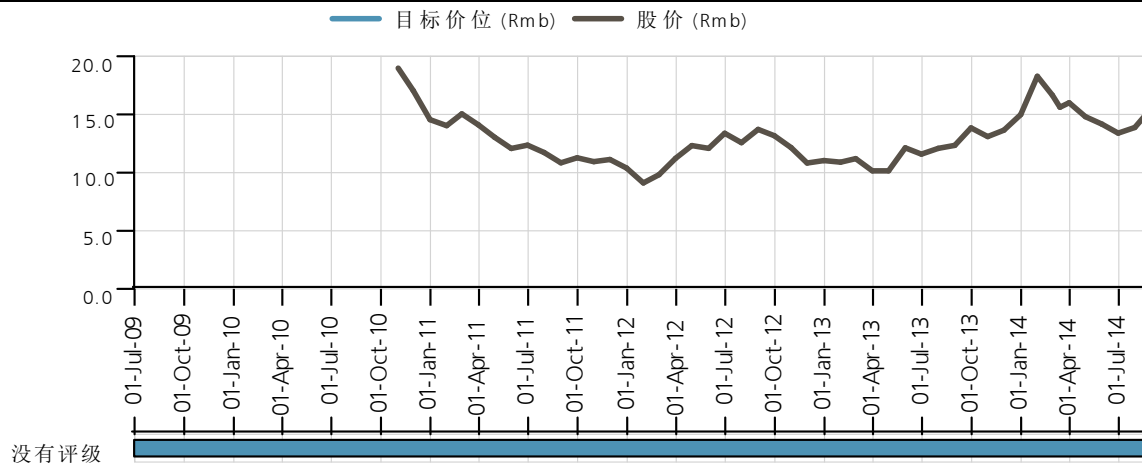
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
九州通	600998.SS	未予评级	不适用	Rmb14.90	2014 年 08 月 19 日

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。

九州通 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 8 月 19 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下述情形之任何地区、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(或部分)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。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

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、使用和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）和金融市场管理局（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) 条的规定，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。UBS AG 受瑞士金融市场监督管理局（FINMA）监管。**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：**本文件由 UBS Limited 分发，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。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。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士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股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and 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。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。**巴西：**除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的合格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd [mica (p) 107/09/2013 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. 向专业投资者分发（除非另有许可）。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，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：**UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载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 761G 条所定义的“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。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecs-research-fsg。**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，仅供专业用户使用，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：**由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。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 2014 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。

