

嘉事堂

商业模式创新有望迎来丰收期

三季度增速良好，2014-16 年有望成为公司商业模式创新的丰收期

公司发布三季报，2014 年 Q1-Q3 实现收入 38 亿元，扣非净利润 8866 万元，分别同比增长 59.6%、30.3%。伴随前期收购的器械业务逐步并表，公司盈利增速快速提升，三季度单季度利润增速高达 67.8%。我们预计，2014-16 年将是公司过去一个阶段 GPO 采购、高值耗材外延扩张等商业模式创新的业绩兑现期，公司有望在前期高增长的基础上盈利增速再上台阶。

药品配送业务：模式创新保障快速成长

我们估计，目前公司在北京药品配送市场的份额仅为 5% 左右。依托现代化物流体系以及领先的增值服务能力，公司药品配送业务仍有望保持较高的内生增长。与此同时，伴随医改深入医疗机构尤其是企业办医院对公司 GPO 采购模式的认可度不断提高。我们预计，公司未来两年或将有更多 GPO 采购业务成型，伴随规模扩大 GPO 业务的利润率也有望获得提升。

耗材业务：心内科龙头地位隐现，布局高端配送平台打开未来成长空间

2013 年以来，公司已相继并购/新建上海明伦等十余家高值耗材销售实体，在心内科高值耗材领域形成了较为完善的全国布局。2014-16 年伴随这些业务逐步并表，公司盈利有望进一步大幅提升。与此同时，针对国内高端耗材市场缺乏现代化配送体系的现状，公司已着手在北京、上海等区域建立具备国际化标准的医疗器械配送平台。我们认为，医疗器械现代化配送平台契合国内外器械生产企业及代理商的需求，公司器械业务的成长空间有望进一步打开。

估值：上调目标价至 30 元，维持“买入”评级

我们认为公司未来两年盈利高增长可见度较高，上调公司 14/15/16 年 EPS 预测至 0.50/0.73/1.01 元（原为 0.50/0.70/0.90 元）。我们基于瑞银 VCAM 工具（WACC7.8%），通过现金流贴现得到新目标价 30 元（原 25 元）。

Equities

中国
药品

12 个月评级 **买入**
保持不变

12 个月目标价 **Rmb30.00**
之前: **Rmb25.00**

股价 **Rmb24.16**

路透代码: 002462.SZ 彭博代码 002462 CS

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb26.13-14.06
市值	Rmb5.80 十亿/US\$0.95 十亿
已发行股本	240 百万 (ORDA)
流通股比例	34%
日均成交量(千股)	3,431
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb78.9
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb1.36 十亿
市净率 (12/14E)	4.3x
净债务 / EBITDA	NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/14E	0.50	0.50	0.19
12/15E	0.70	0.73	4.69
12/16E	0.90	1.01	12.09

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	1,801	2,554	3,544	5,605	7,851	10,206	12,758	15,692
息税前利润(UBS)	61	84	134	194	289	412	553	711
净利润 (UBS)	50	64	85	120	175	242	321	413
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.21	0.27	0.35	0.50	0.73	1.01	1.34	1.72
每股股息 (Rmb)	0.15	0.12	0.15	0.24	0.20	0.28	0.37	0.48
现金 / (净债务)	513	374	164	256	84	(19)	(62)	(52)
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(%)	3.4	3.3	3.8	3.5	3.7	4.0	4.3	4.5
ROIC (EBIT) (%)	14.8	16.7	16.9	18.5	22.9	25.7	28.2	30.3
EV/EBITDA(core)x	31.0	15.7	16.1	23.5	16.6	12.4	9.7	7.7
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	56.2	33.6	33.5	48.3	33.1	24.0	18.0	14.0
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(0.6)	(4.8)	(10.2)	2.6	(1.9)	(0.6)	0.9	2.4
净股息收益率(%)	1.3	1.3	1.3	1.0	0.8	1.2	1.5	2.0

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 2014 年 10 月 23 日 20 时 27 分的股价(Rmb24.16)得出;

投资主题

嘉事堂

投资理由

嘉事堂是一家植根于北京市场的区域性医药流通企业。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。随着医改深入，我们认为公司 GPO 采购、医院增值服务等多种创新商业模式已进入收获期，医药流通主业有望在未来 3-5 年内维持高速增长。同时，公司近年来着力开拓的医疗器械业务已初具规模，由于规模增长快、利润率高，医疗器械业务有望在未来三至五年内再造“嘉事堂”。我们预测公司 14-16 年 EPS0.50/0.73/1.01 元，同期市场一致预期为 0.61/0.73/0.96 元。2014 年由于公司非经常性损益较多，而我们采用扣非后净利润，因此造成我们的预测低于市场一致预期。我们根据瑞银 VACM 贴现现金流模型（WACC7.8%）得到目标价 30 元。

乐观情景

若公司 14 年在医院增值服务和医疗器械收购方面有进一步的合作，药品收入比基准情况高出 15%，14 年公司药品批发收入将有望达到 50.6 亿元，同比增长 69%；医疗器械销售收入 16.0 亿元，同比增长 403%。我们估算其 14 年 EPS 为 0.61 元，高于我们预测 22%，对应每股估值 36 元。

悲观情景

如果 14 年药品批发收入仅 37.4 亿元，同比增长 24.6%；医疗器械收入仅 9 亿元，同比增长 183%。我们估算其 14 年 EPS 为 0.44 元，低于我们预测 12%，对应每股估值 24 元。

近期催化剂

医改深化为公司商业模式创新提供了更好的舞台，14 年公司可能有进一步的创新商业模式出现。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb30.00

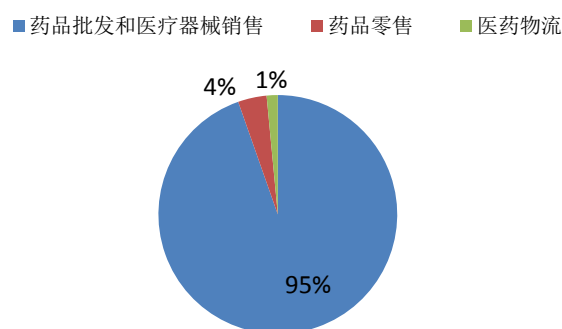
公司简介

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。

行业展望

我们判断，在新版 GSP 等政策推动下医药流通行业或将出现持续整合，龙头企业的市场份额有望进一步提升。同时，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。我们相信增值服务能力将成为流通企业间竞争的关键因素，嘉事堂的优势有望进一步放大。

2013 年收入构成 (%)



各类产品毛利

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
药品批发	116	159	227	295	384
药品零售	52	50	50	50	50
第三方物流	14	17	24	34	41
医疗器械销售	18	70	180	288	432
其他	13	34	30	53	46
合计	214	330	511	721	953

来源：公司数据，瑞银证券估算

商业模式创新有望迎来丰收期

公司发布 2014 年三季报，2014 年前三季度公司已实现收入 38.3 亿元，扣非净利润 8866 万元，分别同比增长 59.6%、30.3%。伴随器械业务逐步并表，公司业绩增速呈现出快速提升的趋势，三季度单季度利润增速高达 67.8%。

2011-13 年，依托领先行业的战略布局，公司扣非净利润增速从 12.5% 到 27.6% 再到 33.4%，一年一个台阶稳步提升。我们预计，2014-16 年或将是公司药品 GPO 采购、高值耗材外延扩张等商业模式创新的业绩兑现期，公司盈利或将以超过 40% 的速度持续快速增长。

药品配送：模式创新保障快速增长

按照《2013 年药品流通行业运行统计分析报告》中的统计，2013 年北京市的药品类销售总额约为 867 亿元，在全国各省市中位列第一。以此估算，公司目前在北京市药品配送市场的占比仅为 5% 左右，市场份额仍具有充足的提升空间。我们认为，依托现代化物流体系以及领先的增值服务能力，公司药品配送业务在未来三年仍有望通过市场份额提升保持 30% 左右的内生增长。

于此同时，我们高度看好公司药品 GPO 采购模式的发展空间。2013 年 5 月，公司与首钢集团签署协议，嘉事堂作为唯一主供应商为首钢集团下属医疗机构提供集中采购服务，成功实践了 GPO 采购。目前双方合作运行良好，2014 年上半年公司与首钢集团实际销售金额已达到 2.9 亿元。

我们认为，公司 GPO 采购模式具有很强的可复制型，短期来看大型央企或国企的下属医疗机构有望成为 GPO 合作的重点。企业办医院尽管也隶属于公立医院，但在人员编制、财政补贴等方面与政府办医院具有明显差距。伴随新医改的深入以及零差率的执行，企业办医院通过 GPO 采购降低药品成本、提升利润水平的动力正在不断增强，我们预计未来三年公司将有越来越多的 GPO 采购业务成型，2016 年公司药品及低值耗材的 GPO 采购规模或将达到 25 亿元以上。

由于公司的 GPO 采购业务尚处于摸索阶段，目前该业务的净利润率较低，仅为 1.5% 左右。伴随公司药品和低值耗材 GPO 采购业务规模做大，我们认为公司将有望获得更低的采购价格，从而带动 GPO 业务的利润率适度提升。由于大型国有企业下属医疗机构的药品采购金额很高，GPO 采购模式的推广有望在未来三年为公司带来显著利润贡献。

耗材业务：心内科龙头地位隐现，布局高端配送平台打开未来成长空间

心内科高值耗材业务是公司业务扩张的另一个重点。2013 年以来，公司已相继并购/新建上海明伦等十余家高值耗材销售实体，在心内科高值耗材领域形成了较为完善的全国布局。

仅以 2013 年规模计算，公司子公司嘉事盛世及下列被收购企业的收入规模合计已超过 20 亿元。由于涉及医院账户变更，耗材业务从被收购公司转入上市公司体内需要一定周期。我们预计 2014-16 年这些被收购业务将逐步并表，使公司业绩显著增厚。

图表 1: 2013 年 8 月公司以 41.2% 的持股比例收购下列企业

单位: 百万元		2012 年	2013H	2013E
武汉恺通	营业收入	47.0	25.4	50.8
	净利润	2.0	1.9	3.8
深圳康元	营业收入	81.2	50.1	100.3
	净利润	4.7	3.2	6.3
上海明伦	营业收入	234.9	127.1	254.1
	净利润	37.5	9.2	18.3
合计	营业收入	363.2	202.6	405.2
	净利润	44.2	14.2	28.4

来源: 公司公告

图表 2: 2013 年 12 年公司以 41.1% 的持股比例收购下列企业

单位: 百万元		2012	2013Q1-Q3	2013E
广州吉健	营业收入	149.8	208.1	277.5
	净利润	13.0	15.8	21.1
北京爱瑞格恩	营业收入	54.1	65.0	78.0
	净利润	4.5	2.3	2.8
江苏益科达	营业收入	21.3	30.2	40.2
	净利润	2.3	1.8	2.4
合计	营业收入	225.2	303.3	404.4
	净利润	19.7	19.9	26.5

来源: 公司公告

图表 3: 2014 年 4 月公司以 41% 股权比例收购下列企业

单位: 百万元		2013	2014 年 1-2 月
广州嘉事怡核	营业收入	143.8	19.5
	净利润	10.1	1.4
广州嘉事百洲	营业收入	178.1	34.5
	净利润	12.5	2.4
合计	营业收入	321.9	54.0
	净利润	22.5	3.8

来源: 公司公告

图表 4: 2014 年 9 月公司以 51% 的持股比例收购下列企业

单位: 百万元		2013	2014 年 1 月-8 月 25 日
四川馨顺和	营业收入	141.6	115.8
	净利润	10.4	8.6
浙江嘉事杰博	营业收入	232.4	174.3
	净利润	16.4	12.2
上海嘉意国际	营业收入	254.1	188.7
	净利润	18.0	13.5
重庆臻跃生物	营业收入	95.1	75.8
	净利润	6.5	4.9
合计	营业收入	723.1	554.6
	净利润	51.2	39.2

来源: 公司公告

近期，针对国内高端耗材市场缺乏现代化配送体系的现状，公司已着手在北京、上海等区域建立具备国际化标准的医疗器械配送平台。配送平台一方面将支持公司自身医疗器械物流配送的需求，另一方面将为国内外领先医疗器械供应商提供第三方物流配送服务。我们认为，专业化的高值耗材配送平台契合行业需求，有望成为公司器械业务未来增长的重要驱动。

估值：上调目标价至 30 元，维持“买入”评级

鉴于新的高值耗材并购、高值耗材现代化配送平台、未来潜在的 GPO 采购均有望为公司带来利润增厚，我们小幅上调 15 年 EPS 预测并上调公司其后年度 EPS 预测，新的 14-16 年 EPS 预测为 0.50/0.73/1.01 元（原为 0.50/0.70/0.90 元）。

图表 5: 公司收入预测调整

		2013	2014E	2015E	2016E	2017E
收入增速	调整前	38.76%	58.15%	32.6%	28.00%	23.00%
	调整后	38.76%	58.15%	40.07%	30.00%	25.00%

来源:瑞银证券估算

我们基于瑞银 VCAM 工具（WACC7.8%），通过现金流贴现得到新目标价 30 元。我们的目标价对应 2014-16 年 PE 为 60X/41X/30X。这一估值水平高于医药商业板块的平均估值水平。我们认为，目前医药商业板块估值水平较低，主要是受到上海医药、国药一致、国药股份等增长平稳、市值较大的企业的拖累。值得关注的是，目前医药商业板块公司间的估值水平已经显著分化。一部分具备较强业务模式创新能力的区域性龙头企业，如嘉事堂、瑞康医药等，均拥有较高的估值水平。

图表 6: 可比公司估值

证券代码	证券简称	每股收益（元）			当前股价 （元）	市盈率		
		2014E	2015E	2016E		2014E	2015E	2016E
000028.SZ	国药一致	1.80	2.24	2.78	49.60	27.56	22.14	17.84
000705.SZ	浙江震元	0.24	0.33	0.44	10.05	41.44	30.40	23.01
000963.SZ	华东医药	1.76	2.47	3.06	59.20	33.70	23.95	19.32
002589.SZ	瑞康医药	0.86	1.12	1.43	34.36	39.95	30.68	24.03
002727.SZ	一心堂	1.16	1.44	1.76	46.63	40.24	32.38	26.47
600511.SH	国药股份	1.05	1.29	1.56	25.28	24.02	19.66	16.18
600713.SH	南京医药	0.11	0.19	0.27	7.58	71.51	40.38	28.04
600998.SH	九州通	0.30	0.38	0.49	16.41	54.70	43.18	33.49
601607.SH	上海医药	0.92	1.07	1.28	14.08	15.30	13.16	11.00
	按市值加权平均					33.65	25.87	20.55
002462.SZ	嘉事堂	0.50	0.73	1.01	24.16	48.32	33.10	23.92

来源:九州通、国药一致、瑞康医药、嘉事堂、上海医药的业绩预测数据为瑞银证券估算，其他取自万得一致预期，股价以 2014 年 10 月 23 日收盘价为准。

考虑到公司是国内区域性商业龙头企业中商业模式创新能力最为突出的企业之一，且未来三至五年内公司的盈利增速仍有望大幅领先于行业平均增速，我们认为公司理应享有高于行业平均的估值水平。我们认为 30 元目标价所对应的估值水平较为合理，继续维持“买入”评级。

嘉事堂 (002462.SZ)

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	1,801	2,554	3,544	5,605	58.1	7,851	40.1	10,206	12,758	15,692
毛利	166	214	330	511	54.9	721	41.2	953	1,191	1,465
息税折旧摊销前利润(UBS)	70	100	155	237	52.2	340	43.8	468	617	788
折旧和摊销	(9)	(16)	(22)	(43)	97.0	(51)	19.8	(57)	(64)	(76)
息税前利润(UBS)	61	84	134	194	44.9	289	49.0	412	553	711
联营及投资收益	1	2	30	137	351.4	0	-	0	0	0
其他非营业利润	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利息	7	6	1	3	NM	(4)	-	(18)	(30)	(40)
例外项目 (包括商誉)	16	0	30	0	-100.0	0	-	0	0	0
税前利润	85	92	194	334	72.0	284	-14.9	394	523	671
税项	(22)	(23)	(48)	(84)	-75.4	(71)	14.9	(98)	(131)	(168)
税后利润	64	69	147	251	71.0	213	-14.9	295	392	504
优先股股息及少数股权	0	(4)	(16)	(45)	-173.9	(38)	14.9	(53)	(71)	(91)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	64	65	130	206	57.9	175	-14.9	242	321	413
净利润 (UBS)	50	64	85	120	41.6	175	46.0	242	321	413
税率(%)	25.3	24.8	24.5	25.0	1.9	25.0	0.0	25.0	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)	0.21	0.27	0.35	0.50	41.6	0.73	46.0	1.01	1.34	1.72
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.27	0.27	0.54	0.86	57.9	0.73	-14.9	1.01	1.34	1.72
每股收益 (UBS, 基本)	0.21	0.27	0.35	0.50	41.6	0.73	46.0	1.01	1.34	1.72
每股股息净值(Rmb)	0.15	0.12	0.15	0.24	58.6	0.20	-14.9	0.28	0.37	0.48
每股账面价值	4.41	4.56	4.94	5.65	14.3	6.14	8.7	6.95	8.01	9.36
平均股数(稀释后)	240.00	240.00	240.00	240.00	0.0	240.00	0.0	240.00	240.00	240.00
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	513	384	303	893	194.5	1,155	29.2	1,509	1,893	2,335
其他流动资产	592	997	1,870	2,184	16.8	3,059	40.1	3,975	4,968	6,111
流动资产总额	1,105	1,382	2,173	3,077	41.6	4,213	36.9	5,484	6,862	8,446
有形固定资产净值	224	259	320	388	21.5	469	20.6	555	643	730
无形固定资产净值	34	34	133	131	-1.4	130	-1.5	128	126	124
投资/其他资产	217	245	162	203	25.2	216	6.2	229	241	251
总资产	1,579	1,920	2,788	3,800	36.3	5,027	32.3	6,396	7,872	9,551
应付账款和其他短期负债	454	746	1,315	1,608	22.3	2,245	39.6	2,910	3,635	4,467
短期债务	0	10	140	638	356.80	1,071	67.88	1,528	1,955	2,387
流动负债总额	454	756	1,454	2,246	54.4	3,316	47.7	4,439	5,590	6,855
长期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其它长期负债	34	36	31	36	19.0	36	0.0	36	36	36
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	488	792	1,485	2,282	53.7	3,353	46.9	4,475	5,626	6,891
普通股股东权益	1,059	1,094	1,187	1,356	14.3	1,474	8.7	1,668	1,922	2,245
少数股东权益	31	33	117	162	38.7	200	23.7	253	324	414
负债和权益总计	1,579	1,920	2,788	3,800	36.3	5,027	32.3	6,396	7,872	9,551
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)	64	65	130	206	57.9	175	-14.9	242	321	413
折旧和摊销	9	16	22	43	97.0	51	19.8	57	64	76
营运资本变动净值	(7)	(123)	(431)	117	-	(237)	-	(251)	(269)	(310)
其他营业性现金流	(18)	5	(33)	(88)	-165.7	43	-	71	101	131
经营性现金流	49	(37)	(312)	278	-	31	-88.7	119	217	310
有形资本支出	(66)	(66)	22	(126)	-	(141)	-11.9	(154)	(162)	(171)
无形资本支出	0	0	0	(1)	-	(1)	0.0	(1)	(1)	(1)
净(收购)/处置	2	2	41	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	100	0	23	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	35	(64)	87	(127)	-	(142)	-11.8	(155)	(163)	(171)
已付股息	(32)	(36)	(29)	(36)	-25.0	(57)	-58.6	(49)	(67)	(89)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(2)	0	(4)	3	-	(4)	-	(18)	(30)	(40)
债务及优先股变化	23	8	184	498	170.74	433	-13.10	457	427	432
融资性现金流	(11)	(28)	151	466	208.0	372	-20.2	391	329	303
现金流量中现金的增加/(减少)	73	(128)	(75)	617	-	261	-57.7	354	384	442
外汇/非现金项目	(25)	0	(6)	(27)	-320.3	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	47	(129)	(81)	590	-	261	-55.7	354	384	442

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。

嘉事堂 (002462.SZ)

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)	44.1	32.8	21.8	28.2	33.1	24.0	18.0	14.0
市盈率 (UBS, 稀释后)	56.2	33.6	33.5	48.3	33.1	24.0	18.0	14.0
股价/每股现金收益	47.4	26.9	26.7	35.7	25.6	19.4	15.0	11.9
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(0.6)	(4.8)	(10.2)	2.6	(1.9)	(0.6)	0.9	2.4
净股息收益率(%)	1.3	1.3	1.3	1.0	0.8	1.2	1.5	2.0
市净率	2.6	2.0	2.4	4.3	3.9	3.5	3.0	2.6
企业价值/营业收入(核心)	1.2	0.6	0.7	1.0	0.7	0.6	0.5	0.4
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	31.0	15.7	16.1	23.5	16.6	12.4	9.7	7.7
企业价值/息税前利润(核心)	NM	18.6	18.7	28.7	19.5	14.2	10.8	8.5
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	25.2	NM	23.7	21.4	15.1	11.2	8.8
企业价值/运营投入资本	5.3	3.1	3.2	5.3	4.5	3.6	3.0	2.6
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	2,805	2,140	2,837	5,798	5,798	5,798	5,798	5,798
净债务 (现金)	(489)	(444)	(269)	(210)	(170)	(32)	41	57
少数股东权益	17	32	75	139	181	227	289	369
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	2,333	1,729	2,643	5,728	5,810	5,993	6,128	6,225
非核心资产	(158)	(166)	(140)	(166)	(165)	(165)	(165)	(165)
核心企业价值	2,175	1,563	2,503	5,562	5,644	5,828	5,962	6,060
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	34.3	41.8	38.8	58.1	40.1	30.0	25.0	23.0
息税折旧摊销前利润(UBS)	-2.8	42.3	55.7	52.2	43.8	37.7	31.8	27.6
息税前利润(UBS)	-0.9	37.8	59.5	44.9	49.0	42.5	34.3	28.7
每股收益(UBS 稀释后)	12.5	27.6	33.0	41.6	46.0	38.2	32.8	28.5
每股股息净值	-25.0	-20.0	25.0	58.6	-14.9	38.3	32.8	28.5
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	9.2	8.4	9.3	9.1	9.2	9.3	9.3	9.3
息税折旧摊销前利润率	3.9	3.9	4.4	4.2	4.3	4.6	4.8	5.0
息税前利润率	3.4	3.3	3.8	3.5	3.7	4.0	4.3	4.5
净利 (UBS) 率	2.8	2.5	2.4	2.1	2.2	2.4	2.5	2.6
ROIC (EBIT)	14.8	16.7	16.9	18.5	22.9	25.7	28.2	30.3
税后投资资本回报率	10.6	12.2	13.2	9.1	17.2	19.3	21.2	22.8
净股东权益回报率(UBS)	4.8	5.9	7.4	9.4	12.4	15.4	17.9	19.8
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	(7.3)	(3.8)	(1.1)	(1.1)	(0.2)	0.0	0.1	0.1
净债务/总权益 %	(47.0)	(33.2)	(12.6)	(16.8)	(5.0)	1.0	2.8	2.0
净债务 / (净债务 + 总权益) %	(88.8)	(49.7)	(14.4)	(20.2)	(5.3)	1.0	2.7	1.9
净债务/企业价值	(23.6)	(24.0)	(6.5)	(4.6)	(1.5)	0.3	1.0	0.9
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	(142.5)	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	3.7	2.6	NM	2.3	1.8	1.5	1.3	1.1
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	67.5	22.7	18.2	17.7
股息保障倍数 (UBS)	1.4	2.2	2.4	2.1	3.6	3.6	3.6	3.6
股息支付率 (UBS) %	72.1	45.2	42.5	47.6	27.8	27.8	27.8	27.8
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	1,801	2,554	3,544	5,605	7,851	10,206	12,758	15,692
总计	1,801	2,554	3,544	5,605	7,851	10,206	12,758	15,692
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	61	84	134	194	289	412	553	711
总计	61	84	134	194	289	412	553	711

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	+24.2%
预测股息收益率	1.0%
预测股票回报率	+25.2%
市场回报率假设	9.3%
预测超额回报率	+15.9%

风险声明

我们认为，嘉事堂面临的下行风险主要包括：1、未来若药品降价政策超预期，可能会对公司利润率产生较大负面影响；2、若公司新商业模式的执行不达预期，可能对业绩造成较大冲击。

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。	47%	34%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	28%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
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 09 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

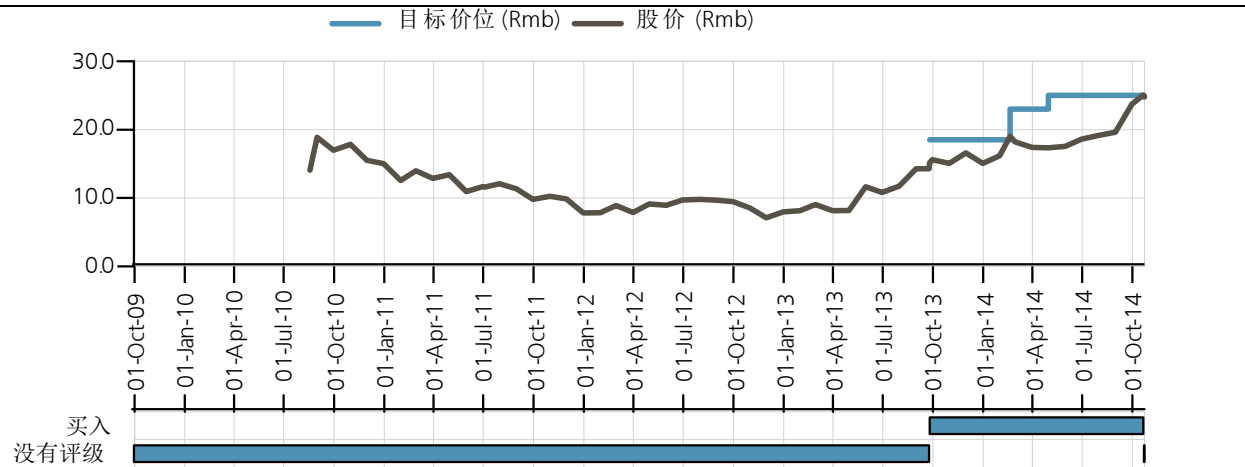
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
嘉事堂	002462.SZ	暂停评级	不适用	Rmb24.78	2014 年 10 月 22 日

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 2014 年 10 月 22 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(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表述的观点不一致。

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 (spółka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział 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/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股份有限公司，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。**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有资格投资者，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，出版人及发布人。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。**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。**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。

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主体或元素。© 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。

