

沪港通股票

九州通

医药电商，有望开启二次高增长的历史契机

医药电商，九州通开启二次高增长的历史契机

2007年以来，基药制度的执行对药店、诊所等第三终端形成很大冲击，致使公司业绩增速持续处于低位。近年来，公司也在医院纯销、中药材/饮片等多个领域进行探索，但由于原有业务规模庞大，新业务所带来的业绩弹性较为有限。我们认为，医药电商潜在市场空间很大，且相对市场化，非常适宜公司发展。医药电商业态的兴起，或将为公司提供再次高增长的历史契机。

软硬件基础过硬，公司或将成为未来医药电商领域龙头企业之一

我们认为，九州通发展医药电商业务具备较好的软硬件基础。从先天条件来看，公司具备领先的分拣和物流能力，品种和下游客户资源丰富；从后天努力来看，是国内最早布局医药电商业务的企业之一，已在商业模式探索、客户资源积累等方面具备领先优势。我们认为，一旦处方药网售政策放开，公司将是更有希望成长为国内医药电商龙头的企业之一。

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

我们认为，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。我们预计伴随后续业务延展，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：目标价 21.3 元，维持“买入”评级

我们预计公司 14-16 年扣非 EPS 为 0.30/0.38/0.49 元，基于瑞银 VCAM 工具（WACC7.0%），通过现金流贴现得到目标价 21.3 元。我们的目标价对应 15 年 PE56 倍（过去 1 年估值水平处于 40-68 倍），维持“买入”评级。

Equities

 中国
药品

12 个月评级 买入
12 个月目标价 Rmb21.30
股价 Rmb17.54
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	Rmb19.99-12.43
市值	Rmb28.2 十亿/US\$4.57 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)	13,806
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb234.7
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb7.59 十亿
市净率 (12/14E)	3.7x
净债务 / EBITDA	1.6x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	UBS	市场预测
12/14E	0.30	0.34
12/15E	0.38	0.42
12/16E	0.49	0.53

 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	1,053	1,363	1,757	2,230
净利润 (UBS)	257	304	366	483	612	789	1,055	1,355
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.18	0.21	0.26	0.30	0.38	0.49	0.66	0.84
每股股息 (Rmb)	0.00	0.00	0.10	0.12	0.15	0.19	0.24	0.31
现金 / (净债务)	(260)	(1,838)	(2,642)	(1,722)	(2,969)	(4,345)	(5,820)	(7,497)
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	2.3	2.4	2.6	2.8
ROIC (EBIT) (%)	12.6	12.9	12.0	10.4	10.5	11.4	12.4	13.4
EV/EBITDA(core)x	28.5	21.4	19.3	28.2	23.6	19.4	16.0	13.4
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	69.5	55.6	46.5	58.5	46.1	35.8	26.8	20.8
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(2.6)	(3.4)	(3.1)	(2.7)	(2.9)	(3.0)	(3.1)	(3.3)
净股息收益率(%)	0.0	0.0	0.8	0.7	0.9	1.1	1.4	1.7

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 12 月 09 日 15 时 27 分的股价(Rmb17.54)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（以年销售额计），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 0.30/0.38/0.49 元，根据瑞银 VCAM 工具（WACC7.0%）通过现金流贴现得到目标价 21.3 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 年末或 2015 年上半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，则我们公司每股股价有望达到 26.6 元，高出我们的预测 25%。

悲观情景

若 2014 /15 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 16 元，低于我们的预测 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

Rmb21.30

公司简介

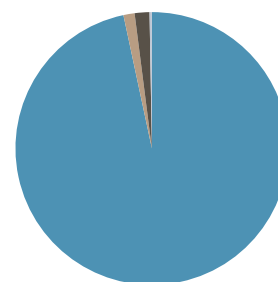
以年销售额计，九州通是国内第四大医药商业企业，同时也是国内最大的民营医药商业企业。公司核心业务为医药分销（商业批发+终端配送），同时涵盖医院纯销、医疗器械、中药材与中药饮片业务、零售连锁、电子商务、基药与处方药、总代理业务和医药工业等多种战略业务。

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	2405	2980	3721
其他	62	46	163	261	383
合计	1891	2230	2826	3561	4503

来源：公司公告，瑞银证券估算

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	1,287	20.1	1,639	2,079	2,602
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	1,053	20.7	1,363	1,757	2,230
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	(282)	-2.9	(368)	(368)	(439)
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	922	22.0	1,149	1,545	1,945
税项	(114)	(140)	(136)	(169)	-24.5	(207)	-22.0	(257)	(386)	(486)
税后利润	376	413	471	586	24.5	715	22.0	892	1,159	1,459
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	715	22.0	892	1,159	1,459
净利润(UBS)	257	304	366	483	32.0	612	26.7	789	1,055	1,355
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	0.38	26.7	0.49	0.66	0.84
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.26	0.29	0.34	0.36	8.3	0.44	22.0	0.55	0.72	0.91
每股收益(UBS, 基本)	0.18	0.21	0.26	0.30	16.5	0.38	26.7	0.49	0.66	0.84
每股股息净值(Rmb)	0.00	0.00	0.10	0.12	22.7	0.15	22.0	0.19	0.24	0.31
每股账面价值	2.89	3.23	3.59	4.71	31.3	5.04	6.8	5.44	5.97	6.64
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	6,947	15.99	8,305	9,208	9,890
流动负债总额	7,150	8,280	11,573	14,581	26.0	17,156	17.7	20,412	23,544	26,961
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	18,839	15.8	22,096	25,228	28,645
普通股股东权益	4,111	4,587	5,100	7,587	48.8	8,105	6.8	8,756	9,614	10,682
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	715	22.0	892	1,159	1,459
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	-	191	-1.4	255	234	287
经营性现金流	31	44	79	(28)	-	(50)	-77.0	2	(28)	(58)
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	(241)	(300)	(390)
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	(282)	-2.91	(368)	(368)	(439)
债务及优先股变化	1,193	252	1,597	1,752	9.74	958	-45.34	1,358	903	682
融资性现金流	1,603	1,263	1,134	3,379	198.1	478	-85.8	749	234	(147)
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	48.2	39.5	31.7	24.4	19.4
市盈率 (UBS, 稀释后)	69.5	55.6	46.5	58.5	46.1	35.8	26.8	20.8
股价/每股现金收益	49.3	38.5	32.5	41.4	33.4	26.5	20.5	16.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(2.6)	(3.4)	(3.1)	(2.7)	(2.9)	(3.0)	(3.1)	(3.3)
净股息收益率(%)	0.0	0.0	0.8	0.7	0.9	1.1	1.4	1.7
市净率	4.3	3.7	3.3	3.7	3.5	3.2	2.9	2.6
企业价值/营业收入(核心)	0.7	0.6	0.6	0.8	0.7	0.6	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	28.2	23.6	19.4	16.0	13.4
企业价值/息税前利润(核心)	NM	25.6	22.9	NM	28.9	23.3	18.9	15.6
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	21.8	NM	NM	26.7	21.3	17.4
企业价值/运营投入资本	4.3	3.3	2.7	3.6	3.0	2.7	2.3	2.1
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	17,014	28,233	28,233	28,233	28,233	28,233
净债务 (现金)	150	1,049	2,240	2,182	2,346	3,657	5,083	6,659
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	30,654	30,818	32,130	33,555	35,131
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	30,265	30,429	31,740	33,166	34,742
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	20.1	27.3	26.8	25.2
息税前利润(UBS)	-6.9	31.8	19.3	4.6	20.7	29.4	28.9	26.9
每股收益(UBS 稀释后)	-	18.4	20.3	16.5	26.7	28.9	33.8	28.4
每股股息净值	-	-	-	22.7	22.0	24.7	29.9	25.9
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	2.8	2.9	3.1	3.3
息税前利润率	2.1	2.4	2.5	2.2	2.3	2.4	2.6	2.8
净利 (UBS) 率	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.6	1.7
ROIC (EBIT)	12.6	12.9	12.0	10.4	10.5	11.4	12.4	13.4
税后投资资本回报率	8.7	8.8	8.7	7.7	7.8	8.6	9.1	9.8
净股东权益回报率(UBS)	6.4	7.0	7.6	7.6	7.8	9.4	11.5	13.4
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	2.3	2.7	2.8	2.9
净债务/总权益 %	6.1	38.0	49.5	22.0	35.6	48.3	59.1	68.6
净债务/(净债务 + 总权益) %	5.7	27.5	33.1	18.0	26.2	32.6	37.1	40.7
净债务/企业价值	1.4	10.3	13.8	5.7	9.8	13.7	17.5	21.6
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	3.7	3.7	4.8	5.1
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	39.4	38.1	37.0	36.2
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	1,053	1,363	1,757	2,230
总计	530	699	834	872	1,053	1,363	1,757	2,230

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。