

## 九州通 (600998)

# 与福建医科大学孟超肝胆医院 签订合作协议,探索新型供应链 服务平台模式 增持 (首次)

2016年7月28日

证券分析师——洪阳

执业资格证书号码: S0600513060001

0512-62938572

[Hongyang614@gmail.com](mailto:Hongyang614@gmail.com)

研究助理——全铭

010-66573567

quanm@dwzq.com.cn

### 投资要点

#### 一、事件:

九州通与福建医科大学孟超肝胆医院于2016年7月26日签署了《关于供应链服务平台及智慧服务战略合作框架协议》。在供应链服务平台和智慧医疗服务平台方面开展合作,共同打造一种新型的服务模式,以满足患者用药的需求,降低患者的医药费用和医疗机构使用药品和耗材的成本。

#### 二、我们的观点:

**1、该合作模式将实现公司医用耗材供应链管理技术向合作医院及医联体延伸,实现药品供应链管理平台与合作医院的 HIS 系统对接,将加快公司高端医院的开发进度。**

福建医科大学孟超肝胆医院是一所集医疗、教学、科研和新技术研发于一体的综合三级甲等专科医院,承担着福建省各种肝病、肝癌及感染病的诊治、培训、会诊和教学任务,具有引领医疗服务模式创新的示范作用,承担着国家医改的使命,牵头成立福建省肝病医联体并负责其规划、运行、诊疗以及相关的服务工作,构建立体化连续性的健康管理新模式。

**2、重申看好流通行业的整合机遇和龙头公司的加速发展逻辑。**医药流通行业政策密集出台。新政策环境下部分中小流通企业原有模式难以为继,或退出,或被并购。医药商业龙头企业并购热情高涨,集中度提高是大势所趋。

公司可转债近期可以转股,外延并购预期强烈,同时业绩保持高增长。我们预计公司2016年、2017年的净利润为9.0亿、11.3亿,对应EPS为0.55元、0.69元,对应PE为35倍、28倍。我们认为公司已经到了上市以来的估值底部,业绩有望在未来几年维持高增长,继续强烈推荐。

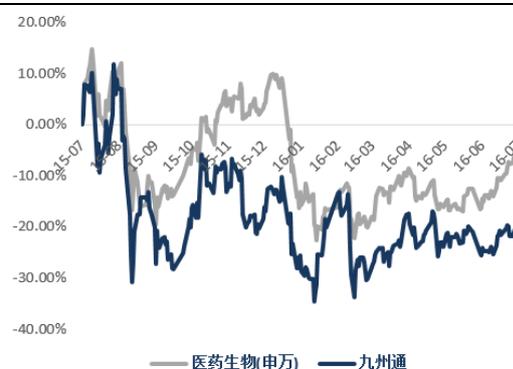
#### 三、盈利预测和投资评级:

我们预计公司2016年、2017年的净利润为9.0亿、11.3亿,对应EPS为0.55元、0.69元,对应PE为35倍、28倍。我们认为公司已经到了上市以来的估值底部,业绩有望在未来几年维持高增长,首次给予“增持”评级。

#### 四、风险提示

- 1、药品招标降价幅度超预期
- 2、医院纯销业务拓展低于预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	20.12
一年最低价/最高价	13.89 / 24.78
市净率	3.24
流通 A 股市值(亿元)	298

### 基础数据

每股净资产(元)	6.51
资产负债率(%)	69.78
总股本(百万股)	1647.01
流通 A 股(百万股)	1442.00

## 一、事件：

九州通与福建医科大学孟超肝胆医院于2016年7月26日签署了《关于供应链服务平台及智慧服务战略合作框架协议》。在供应链服务平台和智慧医疗服务平台方面开展合作，共同打造一种新型的服务模式，以满足患者用药的需求，降低患者的医药费用和医疗机构使用药品和耗材的成本。

## 二、我们的观点：

**1、该合作模式将实现公司医用耗材供应链管理技术向合作医院及医联体延伸，实现药品供应链管理平台与合作医院的 HIS 系统对接，将加快公司高端医院的开发进度。**

该合作模式将实现公司医用耗材供应链管理技术向合作医院及医联体延伸，实现药品供应链管理平台与合作医院的 HIS 系统对接，将加快公司高端医院的开发进度。

福建医科大学孟超肝胆医院是一所集医疗、教学、科研和新技术研发于一体的综合三级甲等专科医院，承担着福建省各种肝病、肝癌及感染病的诊治、培训、会诊和教学任务，具有引领医疗服务模式创新的示范作用，承担着国家医改的使命，牵头成立福建省肝病医联体并负责其规划、运行、诊疗以及相关的服务工作，构建立体化连续性的健康管理新模式。

### ► 此次合作内容主要包括三个方面：

	合作内容	东吴点评
1	医用耗材供应链管理 平台 1) 九州通建设一个院内耗材供应链管理系统，该系统可以用于合作医联体。 2) 该医用耗材供应链管理平台与医院及其授权的下属公司的耗材库房链接， <b>同时与医院医药耗材的直接使用的科室链接，实现自动补货。</b> 帮助医院实现耗材管理中央库房零库存， <b>建立起面向医院的科室配送模式</b> ，实现供应链服务延伸，达到降费增效的目的。	<b>肝胆医院的耗材全部由九州通供应，耗材直接由九州通供应到科室。</b>
2	药品供应链管理 平台 1) 建设一个与医院对接的药品供应链管理 <b>平台，该平台与医院 HIS 系统对接，</b>	<b>1) 武汉中心医院处方外流模式异地复</b>

	<p>传输处方信息，向患者提供药品供应服务。</p> <p>2) 根据用药依从性原则，在患者首诊之后，医院可以通过慢病管理系统，对慢病患者进行管理。</p> <p>3) 以具有经营药品的零售药店为载体，该药店应当严格依据 GSP 药店建设标准建设、管理，与九州通仓储信息管理系统对接，采用自动存储货架、电子标签、条形码、无线手持终端等先进的物流技术和设备，实行精细化的货位管理和药品卖出的批号追踪。</p>	<p>制成功，首诊到医院，复诊处方流动九州通。</p> <p>2) C 端拓展——“健康小屋”初现模型。</p>
3	智慧服务平台	<p>智慧服务平台应当与九州通授权的公司进行供药系统对接，实现处方信息向药品供应链管理平台推送。</p> <p>搜集处方及病例数据，为公司未来拓展高端医院提供大数据。</p>

## 2、重申看好流通行业的整合机遇和龙头公司的加速发展逻辑

### 1) 行业层面:

医药流通行业政策密集出台。3月5日，李克强总理在作2016年政府工作报告时提出，今年全面实施“营改增”。4月24日，国务院印发《深化医药卫生体制改革2016年重点任务》，要求：优化药品购销秩序，压缩流通环节，综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”。5月3日，药监局下发《关于药品批发企业违法经营行为的公告》，要求证、票、帐、货、款一致，挂靠、走票等行为成为令行禁止的重点。7月1日有报道称，国务院医改办已在近期召开“落实药品流通两票制有关工作”的座谈会，全国性落地政策文件出台预期强烈。

新政策环境下部分中小流通企业原有模式难以为继，或退出，或被并购。医药商业龙头企业并购热情高涨，集中度提高是大势所趋。

### 2) 公司层面:

- 可转债自2016年7月21日可以转股，转股价格18.65元/股。目前公司实际控制人刘宝林及其一致行动人持有17.58%的可转债，近期有推动股价的预期。同时，楚昌投资通过增资上海弘康和点金投资。有利于实际控制人加大股权比例，外延并购预期强烈。

- ▶ 逐季来看，公司已经进入加速发展的态势。受益于两票制、营改增等政策因素推动，以及公司高毛利的医院纯销、中药材、医疗器械业务的占比扩大，以及电商业务有望扭亏增厚业绩。我们估计公司半年报的扣非利润增速将超过30%。
- ▶ 两票制、营改增等政策推动分销企业洗牌，提供医药流通集中度是大势所趋。九州通作为全国性的民营商业龙头，有望受益于行业集中度提升。同时，分级诊疗、医药分开等政策推动处方外流，公司在基层市场上有较大优势，同时积极探索了武汉市中心医院的处方外流+电商的模式，未来公司将积极推动C端的整合，成为公司未来收入的重要增量。

### 三、 盈利预测和投资评级：

我们预计公司2016年、2017年的净利润为9.0亿、11.3亿，对应EPS为0.55元、0.69元，对应PE为35倍、28倍。我们认为公司已经到了上市以来的估值底部，业绩有望在未来几年维持高增长，首次给予“增持”评级。

### 四、 风险提示

- 1、 药品招标降价幅度超预期
- 2、 医院纯销业务拓展低于预期

## 九州通主要财务数据

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	<b>3353.98</b>	<b>4765.79</b>	<b>5991.26</b>	<b>8039.57</b>	<b>营业收入</b>	<b>6620.52</b>	<b>7730.97</b>	<b>9100.83</b>	<b>10662.84</b>
现金	574.39	1189.81	2128.61	3225.87	营业成本	<b>2575.33</b>	<b>2970.24</b>	<b>3449.22</b>	<b>3998.57</b>
应收款项	1789.08	2467.22	2535.75	3319.13	营业税金及附加	<b>81.01</b>	<b>96.35</b>	<b>113.42</b>	<b>132.88</b>
存货	983.92	1102.16	1320.31	1487.99	销售费用	<b>2541.68</b>	<b>2967.99</b>	<b>3493.89</b>	<b>4093.56</b>
其他	6.59	6.59	6.59	6.59	管理费用	<b>606.30</b>	<b>734.44</b>	<b>910.08</b>	<b>1119.60</b>
<b>非流动资产</b>	<b>4395.32</b>	<b>3891.98</b>	<b>3360.82</b>	<b>2824.94</b>	财务费用	<b>27.20</b>	<b>-13.17</b>	<b>-37.29</b>	<b>-60.20</b>
长期股权投资	68.91	78.91	91.91	104.91	资产减值损失	<b>102.79</b>	<b>100.00</b>	<b>80.00</b>	<b>70.00</b>
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	<b>6.78</b>	<b>6.00</b>	<b>6.00</b>	<b>6.00</b>
固定资产	3671.09	3203.37	2705.65	2183.20	其他	<b>-0.18</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
无形资产	375.77	348.66	322.23	295.80	<b>营业利润</b>	<b>692.80</b>	<b>881.13</b>	<b>1097.52</b>	<b>1314.43</b>
其他	279.55	261.04	241.03	241.03	营业外净收支	<b>115.12</b>	<b>73.67</b>	<b>73.67</b>	<b>73.67</b>
<b>资产总计</b>	<b>7749.30</b>	<b>8657.77</b>	<b>9352.08</b>	<b>10864.51</b>	<b>利润总额</b>	<b>807.92</b>	<b>954.80</b>	<b>1171.19</b>	<b>1388.11</b>
<b>流动负债</b>	<b>2538.30</b>	<b>2797.60</b>	<b>2695.77</b>	<b>3264.76</b>	所得税费用	<b>148.36</b>	<b>142.32</b>	<b>174.78</b>	<b>207.32</b>
短期借款	250.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	<b>36.92</b>	<b>45.48</b>	<b>55.78</b>	<b>66.10</b>
应付账款	2288.30	2797.60	2695.77	3264.76	<b>归属母公司净利润</b>	<b>622.64</b>	<b>767.00</b>	<b>940.63</b>	<b>1114.69</b>
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	EBIT	<b>828.74</b>	<b>941.63</b>	<b>1133.90</b>	<b>1327.91</b>
<b>非流动负债</b>	<b>401.10</b>	<b>401.10</b>	<b>401.10</b>	<b>401.10</b>	EBITDA	<b>1149.71</b>	<b>1527.96</b>	<b>1723.06</b>	<b>1931.79</b>
长期借款	0.70	0.70	0.70	0.70	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2015E</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
其他	400.40	400.40	400.40	400.40	每股收益(元)	1.57	1.93	2.37	2.81
<b>负债总计</b>	<b>2939.40</b>	<b>3198.70</b>	<b>3096.87</b>	<b>3665.86</b>	每股净资产(元)	10.96	12.48	14.35	16.56
少数股东权益	463.64	509.12	564.90	631.00	发行在外股份(百万股)	396.63	396.63	396.63	396.63
归属母公司股东权益	4346.26	4949.95	5690.30	6567.65	ROIC(%)	13.60%	16.92%	21.68%	26.46%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7749.30</b>	<b>8657.77</b>	<b>9352.08</b>	<b>10864.51</b>	ROE(%)	14.33%	15.50%	16.53%	16.97%
					毛利率(%)	61.10%	61.58%	62.10%	62.50%
					EBIT Margin(%)	12.52%	12.18%	12.46%	12.45%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	销售净利率(%)	9.96%	10.51%	10.95%	11.07%
经营活动现金流	934.17	1129.93	1171.15	1343.78	资产负债率(%)	37.93%	36.95%	33.11%	33.74%
投资活动现金流	<b>-558.42</b>	<b>-114.38</b>	<b>-69.38</b>	<b>-69.38</b>	收入增长率(%)	19.41%	16.77%	17.72%	17.16%
筹资活动现金流	<b>-314.88</b>	<b>-400.14</b>	<b>-162.99</b>	<b>-177.14</b>	净利润增长率(%)	20.67%	23.18%	22.64%	18.50%
现金净增加额	64.36	615.42	938.79	1097.26	P/E	32.2	26.1	21.3	18.0
折旧和摊销	320.96	586.33	589.16	603.88	P/B	4.6	4.0	3.5	3.0
资本开支	477.13	178.00	133.00	133.00	EV/EBITDA	17.4	12.6	10.7	9.0
营运资本变动	<b>-180.41</b>	298.19	402.20	397.69					

资料来源: 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

