

分析师：涂羚波
 执业证书编号：S0050208010103
 Tel：010-59355910
 Email：tulb@chinans.com.cn
 地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



医药生物

合理估值区间(元) **14.8**

发行上市资料

发行价格(元)	13.00
发行市盈率(倍)	65.00
发行股数(万股)	15000
发行后总股本(万股)	157052
发行日期	2010/10/25
发行方式	网下向询价对象配售和网上定价发行相结合
主承销商	国信证券
上市日期	2010/11/2

基础数据(发行前)

每股净资产(元)	1.28
总股本/流通 A 股(万股)	142052/0
流通 B 股/H 股(万股)	0/0
2010年10月25日	

相关研究

九州通(600998.SH)

定位于基层医疗市场的商业龙头

投资要点

● 公司是定位于基层医疗市场的医药商业龙头。公司下属 74 家企业，直营和加盟的零售连锁药店 744 家，经营的药品、医疗器械品种品规超过 14,000 个，拥有上游厂家 4,200 多家，下游客户 69,500 多家，取得国内 230 多种药品的全国或区域总经销或总代理资格，已初步形成了覆盖全国大部分县级行政区域的物流配送网络，是具有全国性医药分销网络的两家商业企业之一。

● 竞争优势在于高效的供应链管理和领先的行业盈利能力。公司过去三年营业收入的复合增长率为 21%，是快批和和快配模式的开创者。公司以其先进的物流信息技术和集中采购模式，获得了成本优势，同时，资金周转和运营效率大幅提高，在毛利率较低的情况下，获得了行业内领先的净利率水平。

● 极大地受益于医改和行业流通整合。公司极大收益于医改带来的基层医疗市场的扩容，同时，作为业界的龙头企业，医药流通行业的兼并重组为公司做强做大也提供了很好的发展机遇。

● 募集资金将主要投入医药物流中心新建和补充流动资金等8个项目。本次拟发行 1.5 亿股，占发行后总股本 10.6%。募投项目的实施进一步扩大公司国内业务的覆盖地区和覆盖密度，建立健全全国性的医药商业流通网络，提高综合竞争实力和医药配送能力。

● 合理估值 14.8 元。我们预计公司 2010、2011、2012 年实现净利润 4.41 亿元、5.79 亿元、7.60 亿元，同比增长 48%、31%、31%，每股收益 0.28 元、0.37 元、0.48 元。我们给予公司 2010 年 40 倍 PE 估值，合理估值 14.8 元。

盈利预测

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	16287.60	18957.71	22736	28397	35470
增长率(%)	24.82	16.39	19.93	24.90	24.91
净利润(百万)	202.64	297.89	440.66	579.09	759.92
增长率(%)	26.81	47.00	48	31	31
EPS(元)	0.17	0.25	0.28	0.37	0.48
毛利率(%)	5.64	6.09	6	6	6
净资产收益率(%)	14.06	18.26	11	13	14

财务指标

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2007A	1.20	0.69	71.05	0.00	0.00
2008A	1.17	0.64	74.16	69.44	8.44
2009A	1.16	0.63	76.66	65.39	7.56

来源：招股说明书、民族证券

表 1：公司收入和毛利预测
单位：百万元

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
批发	18769	22523	28154	35192
增长率 (%)	16.00%	20.00%	25.00%	25.00%
毛利率 (%)	5.85%	6.00%	6.15%	6.30%
零售	56	67	81	97
增长率 (%)	129.00%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	35.47%	35.00%	35.00%	35.00%
工业	96	110	127	146
增长率 (%)	-19.00%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率 (%)	28.03%	28.00%	28.00%	28.00%
其他	36	36	36	36
增长率 (%)	400.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	31.00%	31.00%	31.00%	31.00%
总收入	18958	22736	28397	35471
增长率 (%)	16.00%	19.93%	24.90%	24.91%
营业成本率	93.90%	93.77%	93.64%	93.51%
毛利率 (%)	6.10%	6.23%	6.36%	6.49%

资料来源：民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5795	7684	9772	12340
现金及等价物	1578	2631	3466	4471
应收帐款	507	608	760	949
存货	2631	3151	3930	4903
其它流动资产	1078	1293	1615	2018
非流动资产	1373	9504	9962	10934
长期股权投资	53	53	53	53
固定资产及其他	960	8640	9087	9932
投资性房地产	20	20	20	20
无形资产	333	784	795	922
其它非流动资产	7	7	7	7
资产总计	7168	17218	19763	23303
流动负债	4996	4042	5041	6288
短期借款	1621	0	0	0
应付帐款	3122	3739	4664	5817
其它流动负债	252	302	377	470
非流动负债	499	9104	10059	11577
长期借款	489	9091	10043	11558
其它非流动负债	10	12	15	19
负债合计	5495	13145	15100	17865
少数股东权益	41	50	62	78
归属于母公司所有者权益	1631	4022	4601	5361
负债和股东权益	7168	17218	19763	23303

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-526	752	832	1001
净利润	304	450	591	775
资产减值准备	4	0	0	0
折旧和摊销	0	471	494	543
公允价值变动损失	0	0	0	0
财费用	75	0	0	0
营运资本变动	-907	-169	-253	-317
投资收益	-2	0	0	0
投资活动现金流	-291	-8602	-952	-1515
资本支出	-286	-8602	-952	-1515
其它	-6	0	0	0
融资活动现金流	1016	8933	955	1518
权益性融资	-108	1950	0	0
负债净变化	1199	6983	955	1518
财务费用	-75	0	0	0
现金净增加额	198	1083	835	1005
期初现金余额	1350	1549	2631	3466
期末现金余额	1549	2631	3466	4471

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	18958	22736	28397	35470
营业成本	17802	21319	26590	33167
营业税金及附加	31	36	45	57
销售费用	379	455	568	709
管理费用	311	364	454	568
财务费用	75	0	0	0
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	2	0	0	0
营业利润	358	562	739	969
营业外收入	25	0	0	0
营业外支出	5	0	0	0
利润总额	378	562	739	969
所得税	74	112	148	194
净利润	304	450	591	775
少数股东损益	6	9	12	16
归属于母公司所	298	441	579	760
EBITDA	435	562	739	969
EPS (元)	0.21	0.28	0.37	0.48

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	16.4%	19.9%	24.9%	24.9%
营业利润	40.6%	57.0%	31.4%	31.2%
归属母公司净利	47.0%	47.9%	31.4%	31.2%
获利能力				
毛利率	6.1%	6.2%	6.4%	6.5%
净利率	1.6%	1.9%	2.0%	2.1%
ROE	18.3%	11.0%	12.6%	14.2%
ROIC	9.2%	3.4%	4.0%	4.6%
偿债能力				
资产负债率	76.7%	76.3%	76.4%	76.7%
流动比率	1.2	1.9	1.9	2.0
速动比率	0.6	1.1	1.2	1.2
营运能力				
总资产周转率	2.6	1.3	1.4	1.5
应收帐款周转率	37.4	37.4	37.4	37.4
应付帐款周转率	5.7	5.7	5.7	5.7
每股指标(元)				
每股收益	0.21	0.28	0.37	0.48
每股经营现金	(0.37)	0.48	0.53	0.64
每股净资产	1.15	2.56	2.93	3.41
估值比率				
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	38.7	29.9	22.8	17.4

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备8年医药行业的从业经验，以及8年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn