

九州通 (600998)

增持 (维持)

政策利好业绩加速，看好公司未来发展

2016年05月27日

市场数据

报告日期	2016-05-27
收盘价(元)	17.30
总股本(百万股)	1647.01
流通股本(百万股)	1430.41
总市值(百万元)	28493.26
流通市值(百万元)	24746.09
净资产(百万元)	9355.09
总资产(百万元)	32584.97
每股净资产	5.68

主要财务指标

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	49589	62892	78039	93718
同比增长	20.8%	26.8%	24.1%	20.1%
净利润(百万元)	695	868	1059	1266
同比增长	23.9%	25.0%	22.0%	19.5%
毛利率	7.6%	8.0%	8.1%	8.2%
净利润率	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
净资产收益率(%)	7.4%	8.3%	9.2%	9.9%
每股收益(元)	0.42	0.53	0.64	0.77
每股经营现金流(元)	0.26	0.17	0.19	0.44

相关报告

《九州通(600998)跟踪报告:业绩增长加速,积极布局承接处方外流》2016-04-13
《民营医药流通王者》2010-11-02

分析师:

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

研究助理:

赵垒

投资要点

- **摘要:** 近期我们跟踪了九州通的相关动态。我们认为公司作为国内医药流通领域的民营龙头企业,机制较为灵活,并且有望从近年来医药分开、两票制和处方外流等系列医改政策中受益。自去年以来公司业绩增速逐季加快,医院纯销业务和其它高毛利业务发展较为迅速,也带动了公司整体毛利率的提升。公司不断探索传统业务和电商业务的新模式。公司旗下好药师电商业务已经初具规模,近期公司又和武汉中心医院以及第三方合作进行处方外流配送的试点,表明公司积极面对行业变革,努力进行新业务的探索。我们预计公司2016-2018年的EPS分别为0.53、0.64、0.77元,对应2016-2018年的估值分别为33倍、27倍和23倍,继续维持“增持”评级。
- **股价催化剂:** 医改政策利好超预期,电商业务超预期。
- **风险提示:** 新业务拓展慢于预期。



报告正文

研究观点

- **两票制和营改增利好九州通等规范性好的大型流通药企。**2016年各级财政对医保补助标准继续提高，居个人缴费水平也逐步提升，整个医药行业的市场规模仍在不断扩大。医药流通领域尽管有些利空因素如医保控费等，但医保控费重点影响的是原来用药弹性较大、回扣较高的产品；两票制、营改增等系列政策削弱了小型不规范药企的竞争优势，驱动行业走向规范整合，大型医药流通龙头的规模效应不断凸显，利好九州通等大型规范化的流通企业。公司未来会通过各种方式整合下游的分销和配送商资源，充分利用其医院终端的优势加大对终端的覆盖，扩大市场份额。
- **行业竞争格局不断演进，竞争优势逐步显现。**此前国内其它几家大型国有医药流通企业在金融危机后获得大量低成本资金，但目前陆续进入还债期，公司现在资金成本和其它几家巨头已经比较接近（公司2016年度第一期10亿元超短期融资券发行利率3.04%），但凭借高效率和低成本的经营模式，逐步扩大市场规模。公司通过快速复制的模式自建物流中心，土地成本较低。从业绩来看，近年来公司业绩增速逐步提升，同样高于其他几家主要竞争对手的水平。
- **医院纯销业务持续高增长，多措并举缓解资金压力。**我们预计今年医院纯销业务预计在120-150亿（含税）左右，占总营收比重约的30%，近年来公司纯销业务增速保持了30%以上的增长，预计未来2-3年仍将保持30-40%的增速。由于医院纯销业务对资金的占用较大，公司采取了多种途径缓解资金压力，比如充分利用银行授信、对医院进行信用评估、发行中票/可转债、长债置换短债、试点应收账款的证券化等，有效减轻了资金压力。
- **战略业务快速增长提升公司毛利水平。**近年来公司战略业务发展较快，中药材及饮片（59%+）、医疗器械（58%+）、食品/保健品/化妆品（38%+）、零售连锁（32%+）等战略业务的增速显著高于传统的药品业务的增速（17%）。由于上述业务的毛利率较高，也带动了公司总体毛利率的提升，未来这一趋势仍将延续。并且在食品等领域有望依托公司冷链运输等优势不断拓展高附加值的新业务。
- **电商业务盈利水平改善，积极布局承接处方外流。**2015年公司B2C电商业务亏损近3000万元，从今年目前的情况来看，全年预计大幅减亏。由于目前政策对于处方药网售等政策还未完全放开，行业还未进入爆发期。公司目前的电商战略是保持现有的业务处于第一梯队的行列，等待政策明朗后再视情况大规模投入。此外，公司顺应政策变化，不断探索新模式，此前公司和武汉市中心医院合作探索处方药配送的新模式，积极探索承接处方外流。未来也不排除和其他大型医院/医疗机构开展合作的可能。此外，九州通率先在行业中开创了医药信息服务及电子商务交易业务，并具备向上、下游客户提供需求解决方案及增值服务的能力，未来有望通过一系列技术输出增强上下游客户黏性。

- **盈利预测：**我们认为公司作为国内医药流通领域的民营龙头企业，机制较为灵活，并且有望从近年来医药分开、两票制和处方外流的医改政策中受益。自去年以来公司业绩增速逐季加快，医院纯销业务和其它高毛利业务发展较为迅速，也带动了公司整体毛利率的提升。公司不断探索传统业务和电商业务的新模式。公司旗下好药师电商业务已经初具规模，近期公司又和武汉中心医院以及第三方合作进行处方外流配送的试点，表明公司积极面对行业变革，努力进行新业务的探索。我们预计公司 2016-2018 年的 EPS 分别为 0.53、0.64、0.77 元，对应 2016-2018 年的估值分别为 33 倍、27 倍和 23 倍，继续维持“增持”评级。
- **风险提示：**新业务拓展慢于预期。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	27221	36214	44499	53410
货币资金	6109	10063	11706	14058
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	7798	9321	11565	13889
其他应收款	2448	3088	3832	4602
存货	8114	8391	10759	12899
非流动资产	5363	5157	4921	4681
可供出售金融资产	258	250	250	250
长期股权投资	504	615	615	615
投资性房地产	1	0	0	0
固定资产	2788	2939	2901	2754
在建工程	756	378	189	94
油气资产	0	0	0	0
无形资产	884	884	884	884
资产总计	32585	41371	49419	58091
流动负债	21010	28768	35705	43111
短期借款	5847	7833	11153	13837
应付票据	5761	6366	7890	9459
应付账款	6278	11574	14705	17629
其他	3124	2996	1957	2187
非流动负债	1729	1635	1687	1687
长期借款	0	0	0	0
其他	1729	1635	1687	1687
负债合计	22739	30403	37393	44798
股本	1647	1647	1647	1647
资本公积	3988	3988	3988	3988
未分配利润	2677	4551	5542	6727
少数股东权益	491	491	491	491
股东权益合计	9846	10967	12027	13293
负债及权益合计	32585	41371	49419	58091

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	695	868	1059	1266
折旧和摊销	242	212	232	243
资产减值准备	53	31	35	41
无形资产摊销	43	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	513	599	833	1099
投资损失	-48	-50	-50	-50
少数股东损益	9	0	0	0
营运资金的变动	-1012	-1287	-1866	-1879
经营活动产生现金流量	436	278	305	717
投资活动产生现金流量	-1538	31	50	50
融资活动产生现金流量	2777	3645	1288	1585
现金净变动	1675	3954	1643	2352
现金的期初余额	2298	6109	10063	11706
现金的期末余额	3973	10063	11706	14058

利润表

单位:百万元

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	49589	62892	78039	93718
营业成本	45834	57869	71730	85994
营业税金及附加	77	94	117	141
销售费用	1226	1818	2240	2680
管理费用	1078	1440	1787	2193
财务费用	509	599	833	1099
资产减值损失	53	53	53	53
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	48	50	50	50
营业利润	860	1069	1330	1609
营业外收入	114	100	100	100
营业外支出	18	10	10	10
利润总额	956	1159	1420	1699
所得税	252	291	361	433
净利润	704	868	1059	1266
少数股东损益	9	0	0	0
归属母公司净利润	695	868	1059	1266
EPS(元)	0.42	0.53	0.64	0.77

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长性				
营业收入增长率	20.8%	26.8%	24.1%	20.1%
营业利润增长率	34.0%	24.3%	24.5%	20.9%
净利润增长率	23.9%	25.0%	22.0%	19.5%
盈利能力				
毛利率	7.6%	8.0%	8.1%	8.2%
净利率	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
ROE	7.4%	8.3%	9.2%	9.9%

偿债能力

资产负债率	69.8%	73.5%	75.7%	77.1%
流动比率	1.30	1.26	1.25	1.24
速动比率	0.91	0.97	0.94	0.94

营运能力

资产周转率	174.9%	170.1%	171.9%	174.3%
应收帐款周转率	760.4%	726.4%	738.3%	727.5%

每股资料(元)

每股收益	0.42	0.53	0.64	0.77
每股经营现金	0.26	0.17	0.19	0.44
每股净资产	5.68	6.36	7.00	7.77

估值比率(倍)

PE	40.7	32.6	26.7	22.3
PB	3.0	2.7	2.5	2.2

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的12个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于15%;
增 持: 相对大盘涨幅在5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605(100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座701(518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路1199弄证大五道口广场1号楼20层(200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。