

深入基层，突显市场分销优势

九州通（600998）

建议询价区间：8.4 元-9.6 元

新股定价报告

2010 年 10 月 20 日 星期三

东海证券医药研究小组

袁舰波

执业证书编号：S0630208010052

医药生物行业 高级分析师

021-50586660-8628

屈朕

执业证书编号：S0630208010053

医药生物行业 分析师

021-50586660-8643

投资要点

□ 公司本次 IPO 计划公开发行人民币普通股（A 股）15,000 万股，募集资金主要投资于耗资 5.8 亿元的 7 个医药物流中心新建项目，分别分布在上海、杭州、湖北、黑龙江、天津和厦门，以完善公司的全国性分销网络。此外，由于商业流通企业占用周转资金较大的特点，公司根据业务发展需要补充 3.2 亿元的流动资金。

□ 公司处于医药流通业，市场份额连续三年居全国第三，是国内仅有的两家拥有全国性分销网络的企业之一。与以纯销为主的国药不同，公司建立以市场分销为主的经营模式，具有低毛利率、低费用率、高资产周转率和应收账款周转率的特点，被行业内称为“九州通模式”。

□ 以满足最广大人群的基本医疗保障为特点的新医改，正推动我国基层医疗机构蓬勃发展，这意味着未来药品消费的重点将从少数大医院转向众多基层医疗机构，这对药品分销企业的订单处理能力、物流配送能力具有更高的要求。因此，具有信息技术和现代物流技术支撑的医药物流企业将会在未来的市场竞争中具有明显优势。公司早年就以第三终端（社区、农村、城镇卫生院等基层医疗市场）为主要目标市场，有较大的市场规模、快捷的物流运营能力以及良好的管理和成本控制能力，是这一领域最有希望的产业整合者。

□ 我们预测公司 2010-2012 年 EPS（摊薄）分别为 0.24 元、0.31 元和 0.44 元。公司定位明确，在第三终端市场有明显的领先优势，借助新医改基层医疗发展的东风，是这一领域最有潜力的企业。考虑到公司未来良好的成长性，再综合医药上市公司估值水平，我们认为公司的合理价位在 8.4 元-9.6 元，对应公司 2010 年的 EPS 市盈率分别为 35-40 倍。

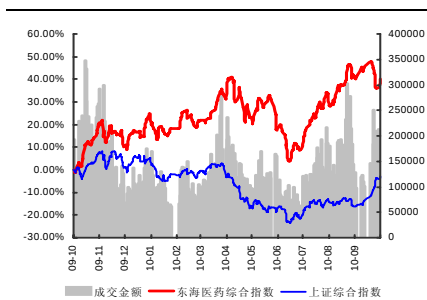
发行数据

发行前总股本(万股)	127,051.5819
本次发行股数(万股)	15,000
发行后总股本(万股)	142,051.5819

发行后股权结构

上海弘康实业投资有限公司	29.83%
狮龙国际集团（香港）有限公司	24.41%
武汉楚昌投资有限公司	11.59%
中山广银投资有限公司	9.34%
北京点金投资有限公司	7.23%
自然人股东（63 人）	7.04%

医药行业相对上证综指走势图

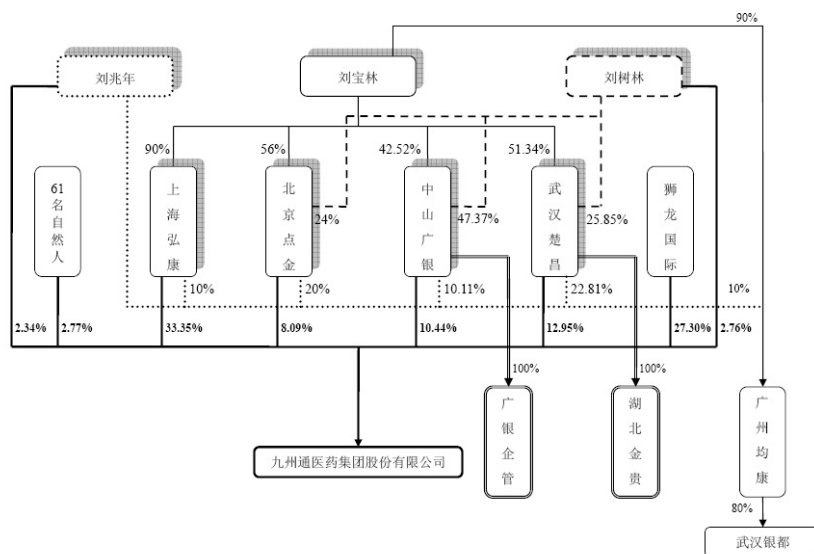


1、公司基本情况

1.1 公司股权结构

公司前身为 1999 年 3 月成立的武汉均大储运有限公司，2008 年整体变更为九州通医药集团股份有限公司，本次发行前实际控制人刘宝林先生通过上海弘康、武汉楚昌、北京点金等公司间接控制公司 54.39% 股份，发行完成后仍将间接控制 48.65% 左右的股份，刘宝林先生仍为公司的实际控制人。本次发行不超过 15,000 万股股票，占发行后公司总股本的 10.56%。

图 1：IPO 前九州通股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

1.2 公司主营业务

九州通集团是一家以药品、医疗器械等产品的批发、零售连锁及药品生产和研发以及有关增值服务为核心业务的中外合资股份公司，是全国最大的三家医药商业流通企业之一，是医药商业领域仅有的具有全国性网络的两家企业之一。公司业务由医药批发、零售、工业三块组成。2009 年大部分的收入和毛利率来源于批发业务。

医药批发业务主要是为药品生产企业及其他供货商提供分销、物流配送、药品信息服务以及其他增值服务。我国现有批发业务主要分为以下两种模式：

1) 面向二级以上医疗机构为主的经营模式，即纯销模式。该模式以中高端医疗机构为主要对象，毛利率和费用均较高，帐期较长，应收账款较高。因此强调人脉和关系营销，代表企业为国药控股。

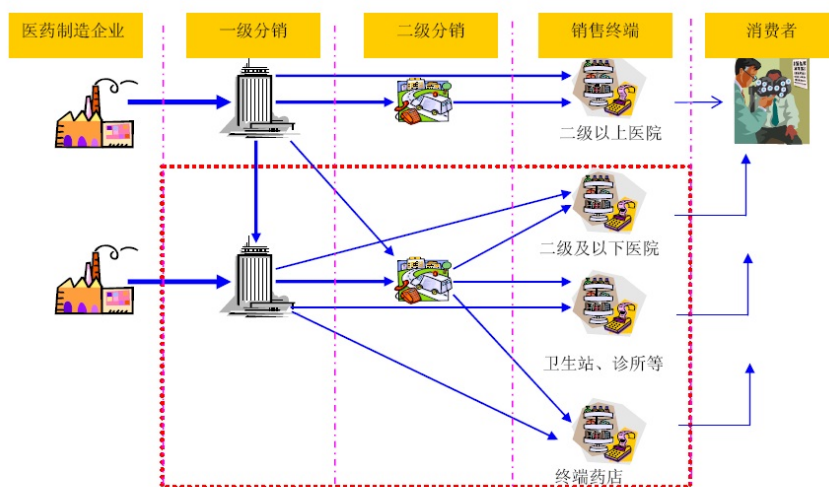
2) 以市场分销为主的经营模式。该模式以基层医疗机构、药店、下游分销商为主要对象，毛利率和费用均较低，库存周转速度快，账期较短。九州

通建立了这一领域的“快批”模式，被行业内成为“九州通模式”。

2、公司所处行业背景

公司所处行业为医药流通业，是连接上游医药生产企业和下游零售终端承上启下的重要环节。医药流通企业从上游医药生产企业采购药品，然后再批发给下游的医药分销企业、医院、药店等，通过交易差价及提供增值服务获取利润。医药行业的产业链如下图所示：

图 2：医药行业产业链



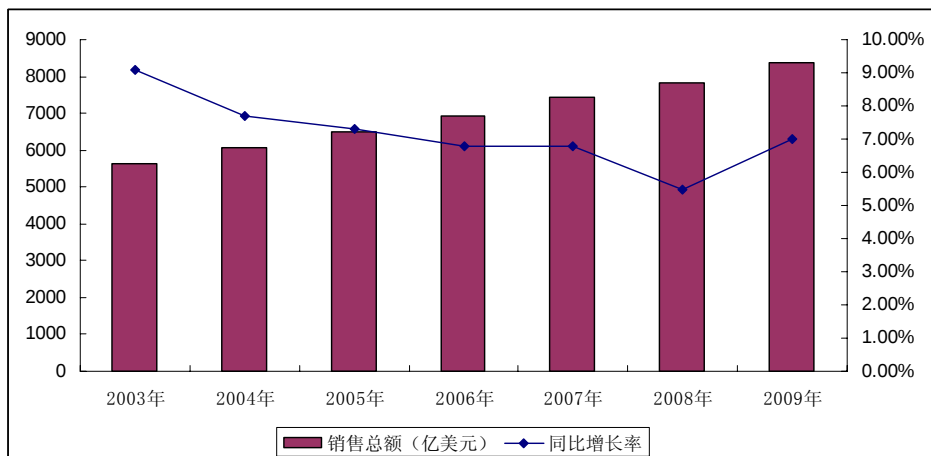
资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

2.1 国际医药流通业发展状况

2009 年从全球范围来看，北美是最大的药品市场，占全球医药市场的 38.7%，欧洲市场稳居第二，日本市场药品销售额为 950 亿美元，占全球药品市场的 11.3%，销售额同比增长 7.6%；亚洲（除日本）、澳洲、非洲市场销售总额为 1,066 亿美元，同比增长 12.7%；拉美市场发展迅速，药品销售额为 479 亿美元，占全球药品市场的 5.7%，同比增长 10.6%。

在西方资本主义发达国家和地区，医药商业相对成熟，呈现相对垄断的格局，企业寡头化、经营规模化是国际医药商业产业的总体特点和发展趋势。

图 3：2003-2009 年全球医药市场规模及增长情况



资料来源: IMS - Health, 东海证券研究所

2.2 国内医药流通业发展状况

中国目前是全球第七大药品市场,预计到2011年以前将成为全球第三大药品市场,2020年将成为仅次于美国的世界第二大市场。

我国的医药流通领域包括三个环节:药品批发环节、药品零售企业和医院门诊药房。经过多年发展,医药流通行业规模逐渐扩大,企业实力不断增强。近十年来,我国医药流通行业适应市场发展和规模化的需要,开始采用现代物流技术和信息技术,一些大型医药商业企业的产业化升级已达到国际先进水平。随着自动化立体仓库储存系统、自动分拣系统和物流信息管理系统等现代物流技术和信息技术的采用,一些大型医药商业企业大大提高了医药物流的作业效率,降低了差错率,进而大幅度地降低了医药物流成本。

2.3、国内行业竞争格局

我国医药商业流通企业按照业务覆盖的地域范围划分,可以分为两类:

1) 全国性医药商业流通企业

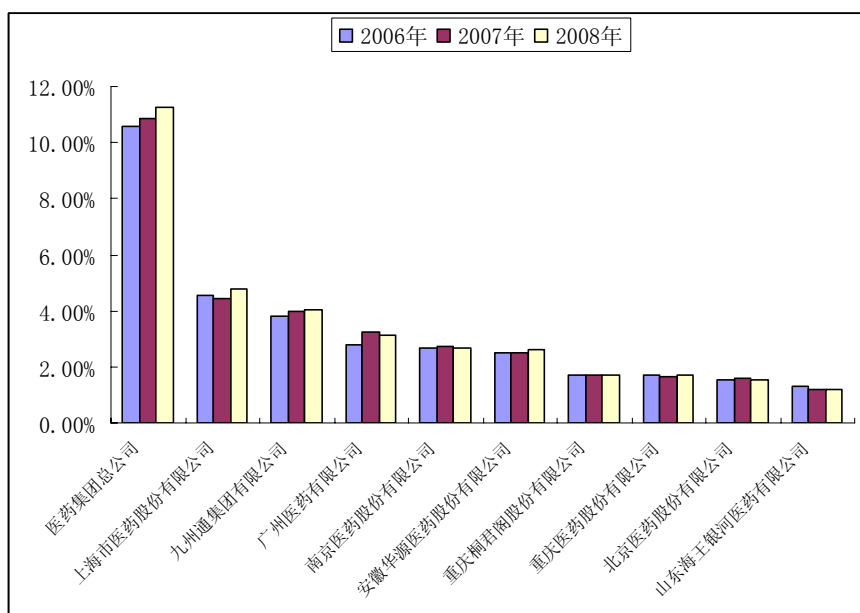
我国目前业务范围可以覆盖全国主要地区的医药商业流通企业仅有两家:一是中国医药集团公司下属的国药控股股份有限公司;二是九州通,九州通目前已经在湖北、广东、福建、上海、江苏、山东、北京、重庆、河南、新疆、甘肃、辽宁、内蒙古、江西、浙江等地设立了医药商业流通企业。

2) 区域性医药商业流通企业

区域性医药商业流通企业数量众多,一部分为原各省(市)地方国有医药公司,另一部分为医药商业流通市场放开后进入的民营企业。国内目前区域性医药商业流通企业主要有:华东地区的上海医药、南京医药、安徽华源等;西南地区的桐君阁、重庆医药等;华南地区的广州医药;北京地区的北

京医药集团等。另外还存在大量的业务范围只覆盖几家医院或局限于某一市县的医药批发公司。

图 4. 2006-2008 年我国前十大医药流通企业市场份额占比



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

由图4可看出，排名前三名及前十名的医药流通企业的市场份额逐年稳步上升，呈现出趋向集中的行业趋势。九州通连续三年排名第三，同时，公司具有较好的成长性，市场份额呈现出良好的上升趋势。

3、公司核心竞争能力分析

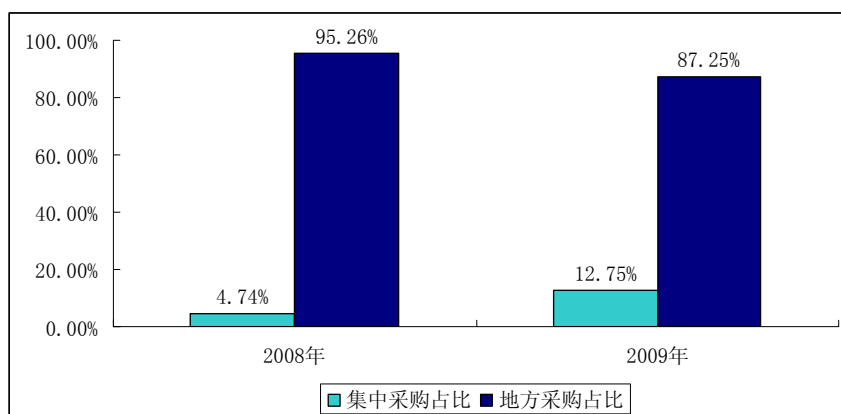
3.1 借助新医改东风，主要目标市场快速增长

公司的主要目标市场是第二终端如零售药店和第三终端如社区、农村、乡镇卫生院等基层医疗市场。随着新医改的正式出台，国家提出要“进一步完善医疗服务体系，一方面要大力发展农村医疗卫生服务，体系，建立城市医院对口支援农村医疗卫生工作的制度，另一方面要完善以社区卫生服务为基础的新型城市医疗卫生服务体系，建立城市医院与社区卫生服务机构的分工协作机制，引导一般诊疗下沉到基层，逐步实现社区首诊、分级医疗和双向转诊。”这意味着未来药品消费的重点将从少数大医院转向众多基层医疗机构，这对药品分销企业的订单处理能力、物流配送能力具有更高的要求。因此，具有信息技术和现代物流技术支撑的医药物流企业将会在未来的市场竞争中具有明显优势。九州通早年切入第三终端市场，有较大的市场规模、快捷的物流运营能力以及良好的管理和成本控制能力，是这一领域最有希望的产业整合者。

3.2 规模效应，集中采购模式降低成本

对于医药商业，产品的购销差价是毛利率的主要来源，因此经营品种的采购成本直接决定了毛利率的高低。公司从 2008 年下半年开始尝试集中采购，相对于区域性的地方采购，集中采购加大了与上游供应商议价的话语权，降低进价。从数据上来看，集中采购对毛利率的提升有明显作用：08 至 10 年上半年，公司毛利率由 5.61% 上升至 6.13%。

图 5. 近两年公司集中采购与地方采购占比



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

3.3 先进的现代物流管理和信息技术

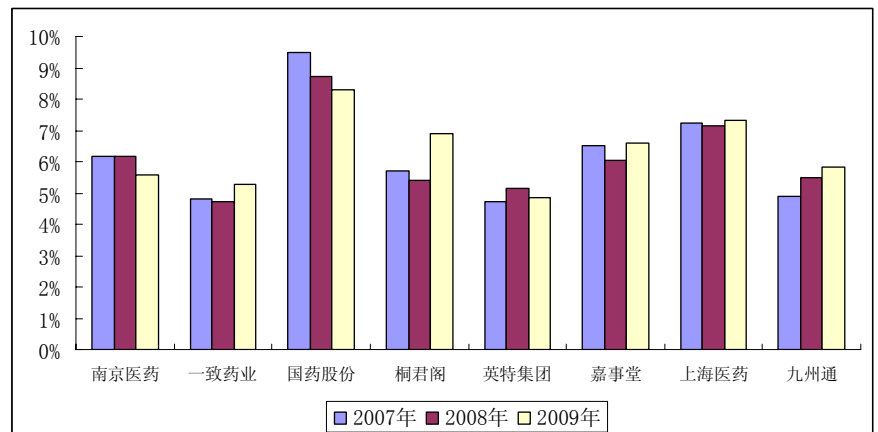
为了降低医药物流成本，提高经营产品的配送效率，早在 2001 年九州通就开始进行现代医药物流流程以及相关物流技术的研究，组建了业内顶尖的物流技术研发与物流管理团队。在近 9 年时间里，九州通共规划投资了 34 座医药物流配送中心。根据各个医药物流中心的不同功能，采用了现代物流设施、设备，研发了与之相匹配的物流管理系统和信息管理系统，形成了仓储管理系统（WMS）、设备控制系统（WCS）、运输管理系统（TMS）等三大自主研发成果。九州通的现代医药物流系统和信息管理系统，可以满足客户多批次、多品规、小批量、物流量大的要求，在保持较低的物流成本和具有很高的运行效率的条件下，服务的客户群体范围大大增加，业务的范围进一步拓宽，并成为九州通的核心竞争力。

4、公司财务分析

公司“以市场分销为主的创新经营模式”决定了公司的低毛利率、低费用率、高资产周转率和应收账款周转率。在同业中，与以纯销为主的公司相比，公司的毛利率较低，但由于在成本控制方面采取有力的措施，扣费后净

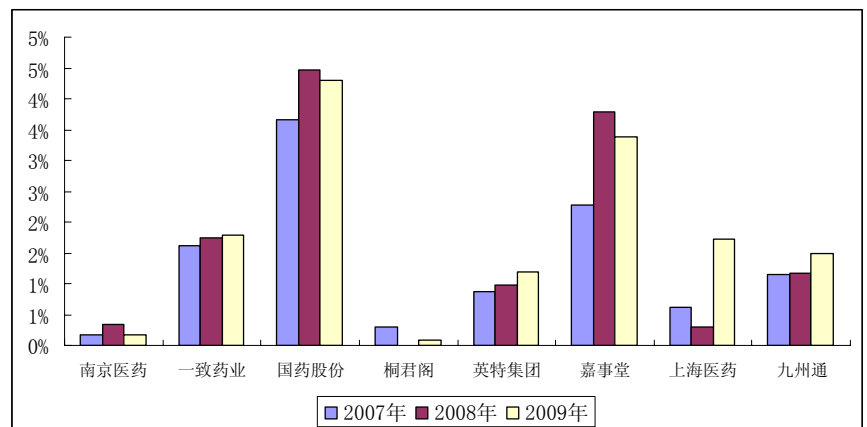
利率与纯销公司相当。

图 6：近三年同业综合毛利率比较



资料来源: wind、东海证券研究所

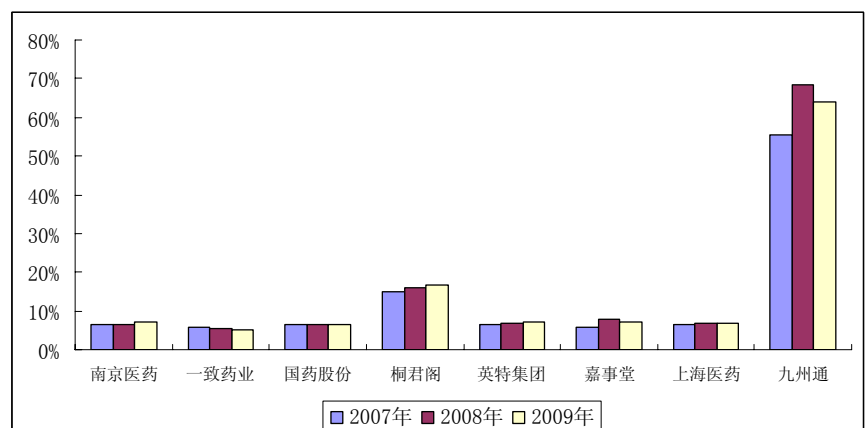
图 7：近三年同业销售净利率（扣非）比较



资料来源: wind、东海证券研究所

由于公司创新的经营模式，应收账款周转率远远领先于其他公司。

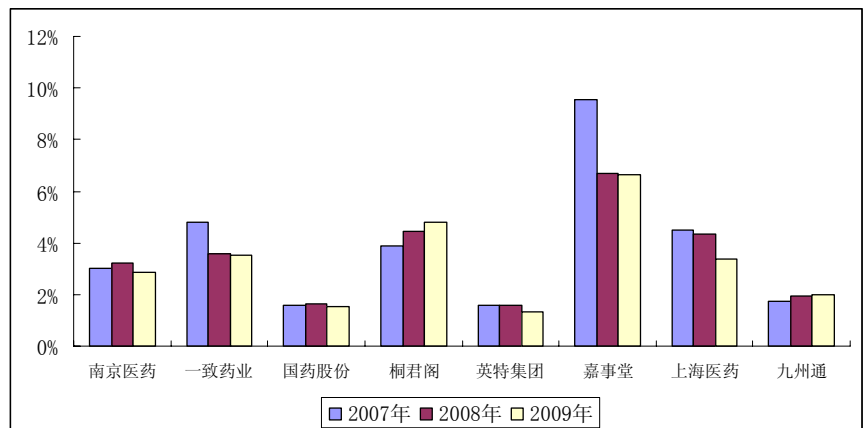
图 8：近三年同业应收账款周转率比较



资料来源: wind、东海证券研究所

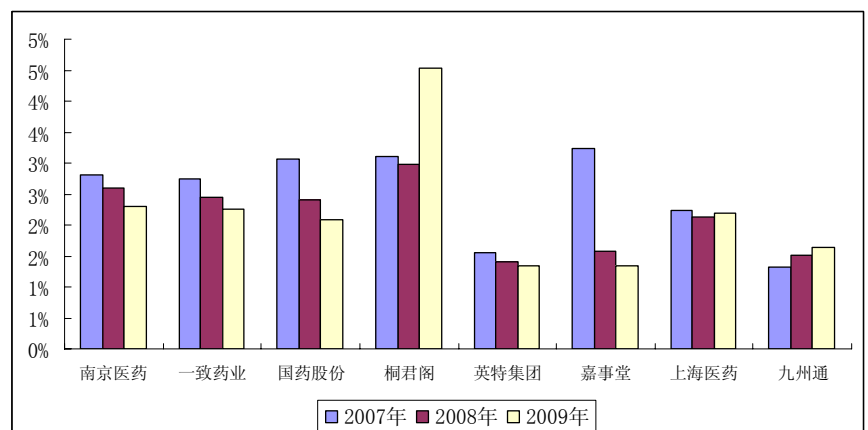
公司领先的物流和信息技术,使其费用率明显低于同业其他公司。

图 9: 近三年同业销售费用率比较



资料来源: wind、东海证券研究所

图 10: 近三年同业管理费用率比较



资料来源: wind、东海证券研究所

5、公司主要风险

5.1 经营模式的风险

公司在竞争激烈的医药流通市场率先开创了以市场为导向的经营模式,具有市场化的价格形成机制、丰富的经营品种、快捷的配送速度和快速的资金周转速度和良好的客户服务体系。公司这一经营特点对公司各环节提出较高要求:对采购与销售环节的定价能力,成本、费用控制能力,物流配送能力提出了较高要求;要强化资金管理、库存管理、信用管理及对下属子公司的管理;要不断强化物流、信息技术的研究与开发以降低业务成本提供优质服务。一旦上述环节出现问题,公司将面临盈利能力下降的风险。

5.2 行业政策相关风险

本公司经营的是特殊商品——药品，容易受到国家以及地方有关政策的影响，特别是医疗卫生、医疗保障、医药流通体制改革的影响。医疗、医保、药品供应三大体制的改革将在深层次上改变医药流通领域的格局，引发医药市场的分化与重组。在新医改实施过程中，公司将争取获得公立医疗机构药品配送的资格。虽然公司目前已取得 12 个省市的基层医疗机构配送资格，但在未公布基本药物配送资格的省市，公司能否成为当地政府主管部门的指定药品配送企业将取决于各地招标竞争的结果。

6、募集资金投向

公司本次 IPO 计划公开发行人 15,000 万股，所募集资金将全部投资到 8 个项目，其中包括 7 项医药物流中心的新建项目，此外，公司根据业务发展需要补充流动资金 32,000 万元。综上，上述募集资金项目投资总额为 89,980 万元。物流中心项目具体列示如下：

表 1：医药物流中心新建项目及金额

序号	项目名称	总投资（万元）	建设期
1	上海九州通达医药仓储中心（一期）项目	15,000	24 个月
2	九州通集团杭州医药有限公司现代医药分拣配送中心项目	12,000	24 个月
3	湖北地市级（十堰、宜昌、恩施）医药物流中心建设项目	9,000	12 个月
4	九州通集团安国中药材物流中心（一期）项目	7,000	12 个月
5	黑龙江九州通医药有限公司现代医药仓储中心（一期）项目	6,000	24 个月
6	天津九州通达医药有限公司年处理 250000 万元药品仓储和配送能力项目（一期）	4,980	12 个月
7	厦门九州通现代医药物流中心厂房及配套设施（一期）项目	4,000	12 个月
	合计	57,980	

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设：

- 1、占公司主要销售额的批发业务增速 10-12 年的增速分别为 18%，23%，27%，毛利率略升，维持在 6%；
- 2、三项费用保持平稳；

在上述假设下，我们预测公司 2010-2012 年 EPS（摊薄）分别为 0.24 元和 0.31 元和 0.44 元。

表 2: 九州通盈利预测

利润表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1628760	1895771	2277769	2781839	3492321
增长率	24.8%	16.4%	20.2%	35.0%	40.0%
营业成本	1536896	1780151	2148391	2621049	3279988
营业税金及附加	2073	3122	3400	4500	5800
销售费用	31678	37904	43278	52855	66354
管理费用	24789	31102	38722	47291	59369
财务费用	7833	7545	9000	8000	8500
利润总额	26387	37755	45200	57962	83217
所得税费用	6121	7376	10396	13331	19140
归属于母公司净利润	20264	29789	34098	43726	62778
EPS	0.17	0.25	0.24	0.31	0.44

资料来源: 招股说明书、东海证券研究所

7.2 上市定价

我们认为公司定位明确, 在第三终端市场有明显的领先优势, 借助新医改基层医疗发展的东风, 是这一领域最有潜力的企业。考虑到公司未来良好的成长性, 再综合医药上市公司估值水平, 我们认为公司的合理价位在 8.4 元-9.6 元, 对应公司 2010 年的 EPS 市盈率分别为 35-40 倍。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122