

分析师： 乔洋 (8621) 68751070 cuiwei@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120007

联系人： 崔伟 (8621) 68751070 cuiwei@cjsc.com.cn

业务创新，“通”行九州

事件描述

九州通今日发布 2011 年半年报

表 1：九州通 2011 年上半年度主要财务指标

	本报告期末	上年度期末	本报告期末比上年度期末增减(%)
总资产	9,949,055,796.32	8,160,483,281.06	21.92
所有者权益（或股东权益）	3,861,456,722.99	3,901,438,597.28	-1.02
归属于上市公司股东的每股净资产（元/股）	2.7183	2.7465	-1.026
	报告期（1-6月）	上年同期	本报告期比上年同期增减(%)
营业利润	165,918,705.27	153,530,602.25	8.07
利润总额	177,689,445.48	163,085,489.02	8.95
归属于上市公司股东的净利润	126,368,430.33	117,568,103.30	7.49
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	118,106,002.69	110,393,018.57	6.99
基本每股收益（元）	0.089	0.0925	-3.78
扣除非经常性损益后的基本每股收益（元）	0.0831	0.0869	-4.37
稀释每股收益（元）	0.089	0.0925	-3.78
加权平均净资产收益率（%）	3.26	6.86	减少 3.6 个百分点
经营活动产生的现金流量净额	-895,733,594.19	-187,275,470.02	不适用
每股经营活动产生的现金流量净额（元）	-0.6306	-0.1474	不适用

资料来源：公司公告，长江证券研究部

- 2011 年上半年，公司实现营业收入 1,028,070 万元，同比上升 17.01%；营业成本 1,012,583 万元，同比上升 17.20%；归属于上市公司股东的净利润 11,757 万元，同比上升 7.49%，基本每股收益为 0.089 元，同比下降 3.78%。
- 其中，2011 年第二季度，公司实现营业收入 593,710 万元，同比提升 18.23%，环比一季度下降 2.55%，归属于上市公司股东的净利润 5,448 万元，同比降低 2.74%，环比一季度降低 24.22%，基本每股收益为 0.04 元，同比下降 10.59%，环比一季度下降 25.49%。

- 公司将继续紧紧围绕核心业务，加快发展战略业务，大力创新并拓展新兴业务；同时，利用公司现有的信息与物流技术优势，进行行业供应链资源整合，以向客户提供个性化供应链管理整体解决方案为目标，延伸公司信息物流服务领域，提高公司与客户的业务粘力度，从而逐步推动公司由传统商业向现代服务业的转变；在不断完善的覆盖全国的物流网络支持下，将实现“通”行九州的目标。我们预计公司2011-2013年EPS分别为0.32、0.42、0.64元，对应8月15日收盘价11.39元的PE分别为36、27、18倍，给予公司“谨慎推荐”评级。

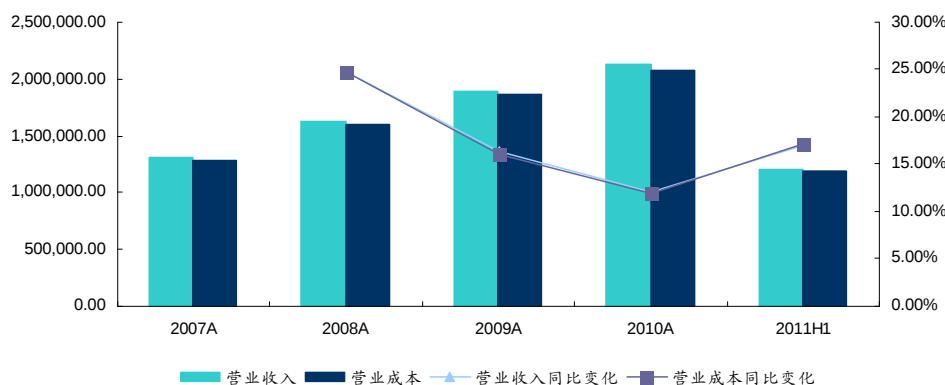
事件评论

第一、上半年营业收入 102.8 亿元，同比增长 17.01%

2011 年上半年，公司实现营业收入 1,028,070 万元，同比上升 17.01%；营业成本 1,012,583 万元，同比上升 17.20%；归属于上市公司股东的净利润 11,757 万元，同比上升 7.49%，基本每股收益为 0.089 元，同比下降 3.78%。

其中，2011 年第二季度，公司实现营业收入 593,710 万元，同比提升 18.23%，环比一季度下降 2.55%，归属于上市公司股东的净利润 5,448 万元，同比降低 2.74%，环比一季度降低 24.22%，基本每股收益为 0.04 元，同比下降 10.59%，环比一季度下降 25.49%。

图 1：上半年营业收入与营业成本同比均上升 17%左右



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究部

第二、公司毛利率、净利率维持稳定，营业收入与净利润稳步提高

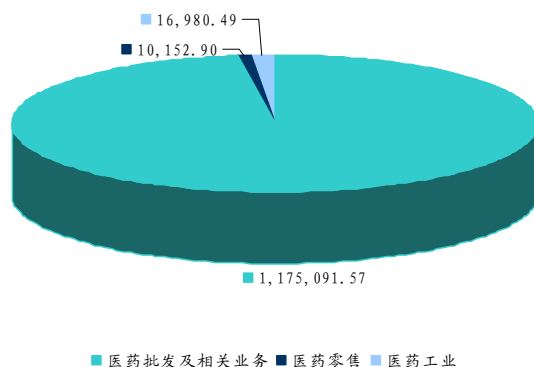
报告期内公司毛利率为 6.07%，与去年同期相比下降 0.18 个百分点，其中 2011 年二季度公司毛利率 5.79%，同比下降 0.46 个百分点，环比今年一季度下降 0.55 个百分点。今年上半年公司净利润率为 1.06%，较去年同期减少 0.11 个百分点；二季度净利润率为 0.94%，较去年同期下降 0.19 个百分点，环比下降 0.24 个百分点。

表 2：上半年医药批发及相关业务营业利润率同比减少 0.30 个百分点，导致公司整体业绩下滑

分行业或分产品	营业收入 (万元)	营业成本 (万元)	营业利润率 (%)	营业收入比上年同期增减 (%)	营业成本比上年同期增减 (%)	营业利润率比上年同期增减 (%)
分行业						
医药批发及相关业务	1,175,091.57	1,108,785.31	5.64	16.64	17.02	减少 0.30 个百分点
医药零售	10,152.90	8,316.71	18.09	41.29	40.7	增加 0.34 个百分点
医药工业	16,980.49	12,660.61	25.44	53.1	46.46	增加 3.38 个百分点

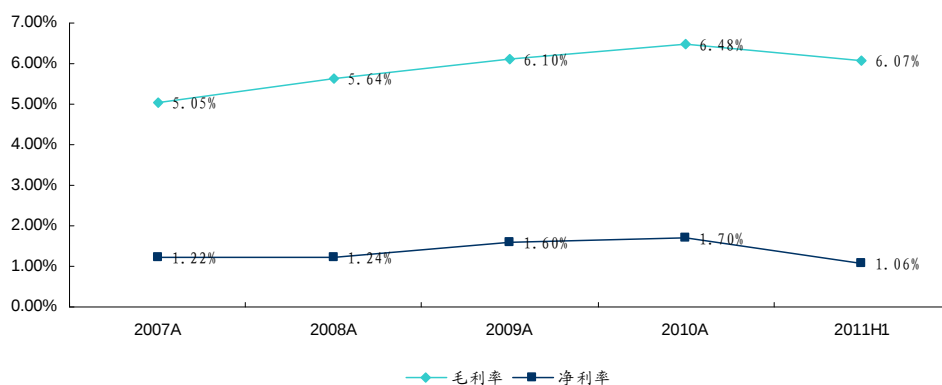
资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2: 公司主营业务收入构成情况



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

图 3: 公司毛利率仍保持在 6% 以上

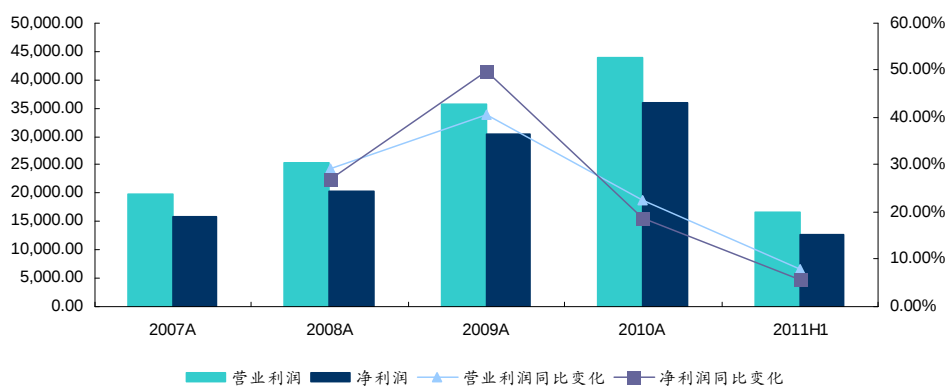


资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究部

报告期内公司营业利润为 16,592 万元，同比提高 8.07%。其中二季度公司营业利润达到 7,737 万元，较去年同期上升 1.71%，环比下降 12.63%。

上半年公司实现净利润 12,772 万元，较去年同期上升 5.71%。二季度净利润为 5,593 万元，同比下降 1.99%，环比一季度下降 22.09%。

图 4: 上半年公司营业利润和净利润同比有所提升



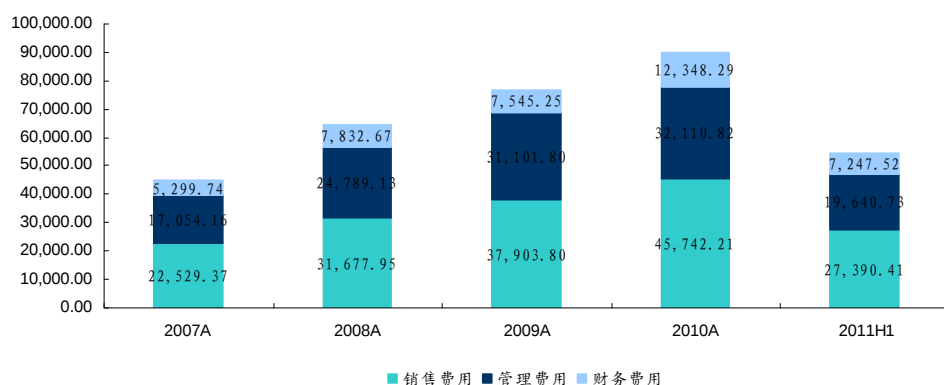
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究部

第三、公司销售规模扩大导致销售费用上升，费用率基本维持不变

2011 年上半年，公司销售费用为 27,390 万元，同比增加 16.35%，主要系公司销售规模扩大，分支机构增加导致对应的销售费用上升所致；管理费用为 19,641 万元，同比增加 15.74%；财务费用为 7,248 万元，同比增加 7.05%，主要是由于借款利率提高及本年度内银行借款发生数量增加所致。

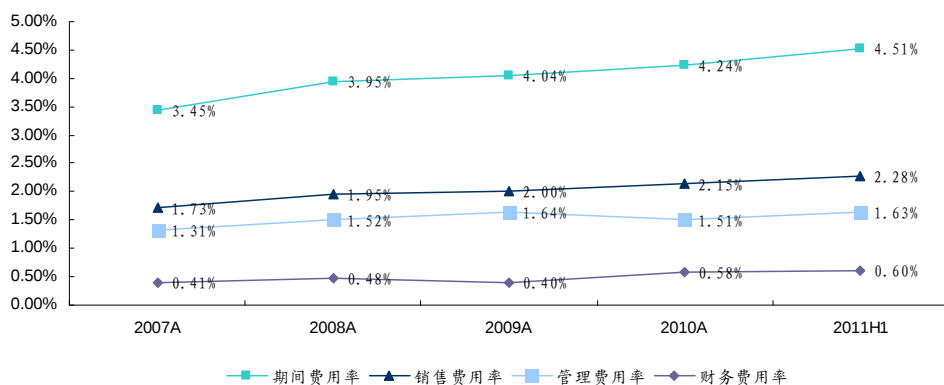
上半年公司销售费用率为 2.28%，较去年同期下降 0.01 个百分点。管理费用率为 1.63%，较去年同期下降 0.02 个百分点。财务费用率为 0.60%，较去年同期下降 0.06 个百分点。总体期间费用率为 4.51%，较去年同期下降 0.09 个百分点。总体来说，上半年公司费用率基本维持不变。

图 5：期间费用情况



资料来源：wind，公司公告，长江证券研究部

图 6：期间费率情况



资料来源：wind，公司公告，长江证券研究部

第四、专注医药物流服务业发展，积极创新并拓展新业务

公司将继续专注于医药物流服务业的发展，同时充分利用公司现有在医药信息与物流技术方面的优势，加快医药供应链资源整合，延伸公司服务领域。

积极参与以省为单位各地进行的基本药物配送的招投标，并利用公司现有与上游厂家的良好关系，争取厂家中标品种的配送，确保公司在基层医疗机构基本药物的销售配送市场份额稳定增长；

大力整合中药资源、零售网络与客户资源，促进公司中药材、中药饮片、医疗器械及计生用品等战略业务的持续快速增长；

继续寻找合适的零售连锁药店资源，通过收购兼并等方式，加快发展自己的药品零售连锁体系；

利用与京东商城的合作，大力推进公司医药B to C电子商务业务，力争下半年该项业务获得稳步发展，在行业内创立自己品牌；

在与北大人民医院医用耗材合作的供应链模式取得成功的基础上，利用公立医院改革与新一轮医院药品招标的契机，创新进入中高端医院市场，推进公司在中高端医院市场的持续增长，加快向其他医院的推广力度；

在商务部等政府部门的大力支持下，充分发挥公司现有的信息物流技术与研发团队的独特优势，提供适合医院等客户需求的个性化物流管理等整体供应链管理解决方案，延伸公司信息物流服务领域，提高公司与客户的业务粘连度，并以此逐步推动公司由传统商业向现代服务业的转变。

第五、预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.32、0.42、0.64 元，给予“谨慎推荐”评级

公司将继续紧紧围绕核心业务，加快发展战略业务，大力创新并拓展新兴业务；同时，利用公司现有的信息与物流技术优势，进行行业供应链资源整合，以向客户提供个性化供应链管理整体解决方案为目标，延伸公司信息物流服务领域，提高公司与客户的业务粘连度，从而逐步推动公司由传统商业向现代服务业的转变；在不断完善的覆盖全国的物流网络支持下，将实现“通”行九州的目标。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.32、0.42、0.64 元，对应 8 月 15 日收盘价 11.39 元的 PE 分别为 36、27、18 倍，给予公司“谨慎推荐”评级。

第六、风险提示

零售药店连锁业务风险；基本药物配送商资格风险；基本药物制度政策影响风险；医药商业政策变动风险。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	21252	24704	31069	41122	货币资金	1176	2470	3107	4112
营业成本	19875	23099	28962	38158	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1377	1605	2107	2964	应收账款	1071	1271	1599	2116
% 营业收入	6.5%	6.5%	6.8%	7.2%	存货	3120	3602	4516	5950
营业税金及附加	29	34	42	56	预付账款	696	807	1012	1334
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	457	543	684	905	流动资产合计	6462	8620	10825	14294
% 营业收入	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	321	371	466	617	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	长期股权投资	72	102	131	160
财务费用	123	93	147	205	投资性房地产	24	24	24	24
% 营业收入	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	固定资产合计	1188	1354	1568	1864
资产减值损失	5	4	6	9	无形资产	359	355	352	348
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-2	10	10	10	递延所得税资产	8	1	1	2
营业利润	439	570	772	1182	其他非流动资产	6	6	6	6
% 营业收入	2.1%	2.3%	2.5%	2.9%	资产总计	8119	10463	12908	16699
营业外收支	33	30	30	30	短期贷款	902	2295	3294	4840
利润总额	472	600	802	1212	应付款项	2472	2867	3595	4737
% 营业收入	2.2%	2.4%	2.6%	2.9%	预收账款	75	124	155	206
所得税费用	112	142	190	287	应付职工薪酬	17	23	29	38
净利润	360	457	612	925	应交税费	79	99	131	194
归属于母公司所有者					其他流动负债	120	144	180	238
的净利润	353.4	449.1	600.4	907.9	流动负债合计	3666	5552	7385	10252
少数股东损益	7	8	11	17	长期借款	429	429	429	429
EPS (元/股)	0.25	0.32	0.42	0.64	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	26	26	26	26
经营活动现金流净额	-1032	272	130	116	负债合计	4120	6007	7840	10706
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	3878	4327	4927	5835
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	5	-20	-20	-20	少数股东权益	121	129	141	158
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	3999	4456	5068	5993
固定资产投资	-380	-257	-326	-431	负债及股东权益	8119	10463	12908	16699
其他	-25	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-400	-277	-346	-451		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.249	0.316	0.423	0.639
股权融资	1960	0	0	0	BVPS	2.73	3.05	3.47	4.11
银行贷款增加 (减少)	-799	1393	999	1546	PE	45.78	36.03	26.95	17.82
筹资成本	124	-93	-147	-205	PEG	1.24	0.97	0.73	0.48
其他	225	0	0	0	PB	4.17	3.74	3.28	2.77
筹资活动现金流净额	1510	1300	852	1341	EV/EBITDA	24.99	21.69	16.24	11.36
现金净流量	78	1294	637	1005	ROE	9.1%	10.4%	12.2%	15.6%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。