

# 人民同泰 (600829)

## 收入端受政策影响较大，但利润端稳步提升，业绩符合预期

2018年1月30日

证券分析师 焦德智

执业资格证书号码: S0600516120001  
[jiaodzh@dwzq.com.cn](mailto:jiaodzh@dwzq.com.cn)

证券分析师 全铭

执业资格证书号码: S0600517010002  
 010-66573567  
[quanm@dwzq.com.cn](mailto:quanm@dwzq.com.cn)

盈利预测与估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8008.9	8739.7	9692.7	10598.0
同比	-11.1%	9.1%	10.9%	9.3%
归母净利润(百万元)	254.2	296.4	347.5	400.0
同比	13.2%	16.6%	17.2%	15.1%
ROE	15.8%	15.5%	15.4%	15.1%
每股收益(元)	0.44	0.51	0.60	0.69
P/E	28.4	23.9	20.4	17.7
P/B	4.4	3.7	3.1	2.7

### 投资要点

#### 一、事件：公司发布 2017 年年报

2017 年公司实现营业收入 80.09 亿元，同比增长-11.07%；归属于上市公司股东的净利润为 2.54 亿元，同比增长 13.22%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.47 亿元，同比增长 9.58%。公司年报业绩符合预期。

2017 年第四季度，公司实现营业收入 17.71 亿元，同比增长-26.31%；归属于上市公司股东的净利润为 0.46 亿元，同比增长 51.19%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 0.43 亿元，同比增长 26.47%。

#### 二、我们的观点：收入同比增长-11.07%，“两票制”、“招标降价”、“二次议价”等政策影响有望逐渐出清

2017 年在医药商业大环境面临“两票制”、“招标降价”、“二次议价”等政策影响下，公司实现营业收入 80.09 亿元，同比增长-11.07%，延续了前三个季度的趋势。与此同时，公司通过提高经营效率和毛利率等方式有效的提高了公司的净利润率，归属于上市公司股东的净利润为 2.54 亿元，同比增长 13.22%，保证了净利润端的稳定的增长，基本完成了公司在年初的 2016 年报中“净利润 2.5 亿元”的水平。

#### 1) “两票制”、“招标降价”、“二次议价”等行业政策影响公司收入增长。

2017 年是医药流通行业的变革大年，亦为黑龙江省的招标大年，“两票制”、“招标降价”、“二次议价”等行业新政策逐渐实施的背景下，公司作为黑龙江省医药商业的绝对龙头，受到的压力较大，对公司业造成了一定的负面影响。

首先“两票制”的全面推行导致公司调拨业务出现了大幅的负增长，2017 年调拨业务收入 16.73 亿元，同比增长-34.24%。其次“招标降价”在黑龙江省内的落地执行，导致公司在医疗分销业务受到相应影响，全年分销销售收入 50.58 亿元，同比增长-2.84%。公司药店

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	12.24
一年最低价/最高价(元)	11.60/16.43
市净率	4.40
流通 A 股市值(亿元)	70.98

### 基础数据

每股净资产(元)	2.78
资产负债率(%)	66.70
总股本(亿股)	5.80
流通 A 股(亿股)	5.80

### 相关报告

- 1、第三季度收入端恢复增长，利润端稳步提升，业绩符合预期-2017/10/20
- 2、行业变革影响公司营业收入；内部挖潜，毛利率、净利率持续提升确保业绩增长-2017/07/29
- 2、内部挖掘潜力，外部行业利好不断，公司进入发展快车道-2017/02/25
- 3、内部效率提升初见成效，毛利率、净利率快速提升，业绩超预期-2016/08/04

业务受到政策影响较小,2017 年收入为 11.62 亿元,同比增长 0.87%,保持了小幅增长的态势。

2017 年在政策影响下,公司收入端承受一定压力,其表现在公司收入端出现 11.07%的负增长,我们认为 2018 年公司有望走出政策影响导致的收入下降,逐步迎来行业集中度提升带来业绩增长的新机遇。

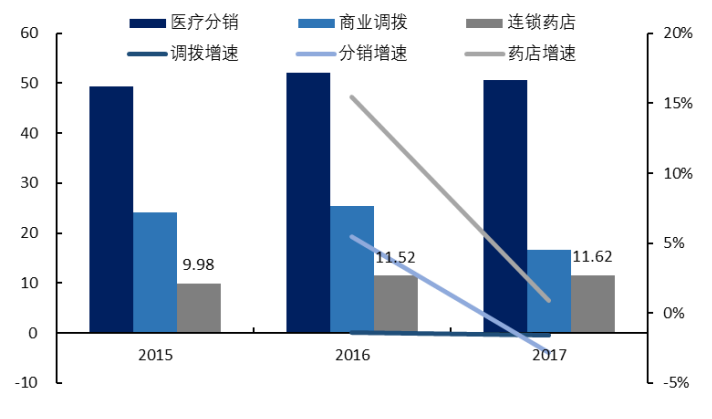
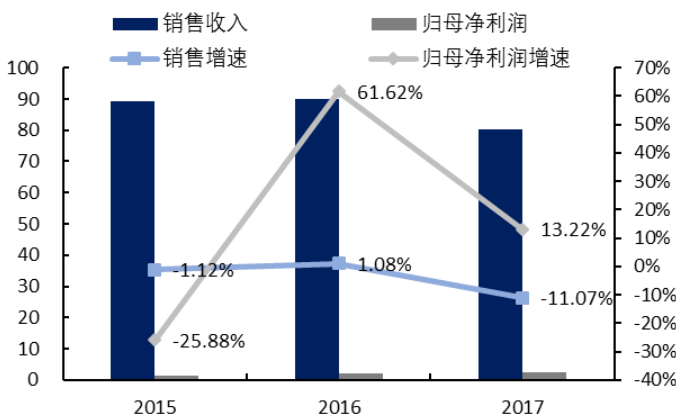
**2) 经营效率持续改善,毛利率和净利率进一步提高。**

公司从 2015 年进入全年改革之后,毛利率和净利率等经营指标持续提升。2017 年公司毛利率和净利率分别达到 11.60%和 3.17%,明显好于 2016 年水平。

公司毛利率提高主要是分销业务效率提升带来的效应。报告期内,公司分销业务毛利率达到 9.29%,高于 2016 年同期水平 1.64 个百分点;调拨业务的毛利率为 4.56%,同比下降 0.52 个百分点;药店业务毛利率稳定,为 28.10%,略低于 2016 年 28.28%的毛利率水平。

图表 1: 公司销售收入和净利润变化情况 (亿元)

图表 2: 公司分销、调拨和药店业务的变化情况 (亿元)

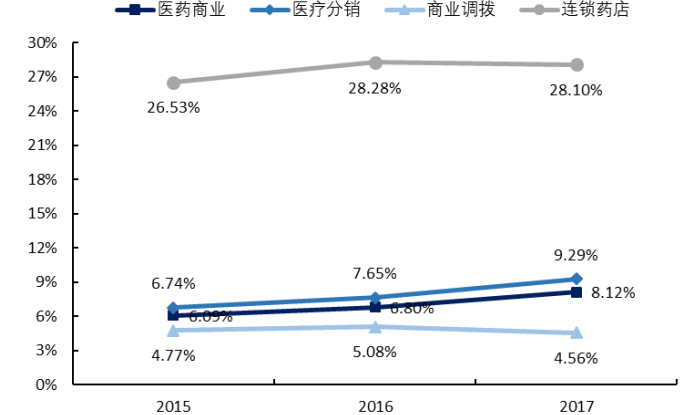
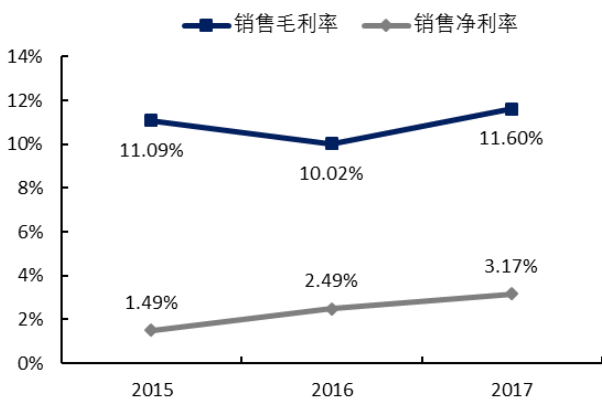


数据来源: wind, 东吴证券研究所

数据来源: wind, 东吴证券研究所

图表 3: 公司毛利率和净利率稳步提升

图表 4: 公司各项业务的毛利率变化情况

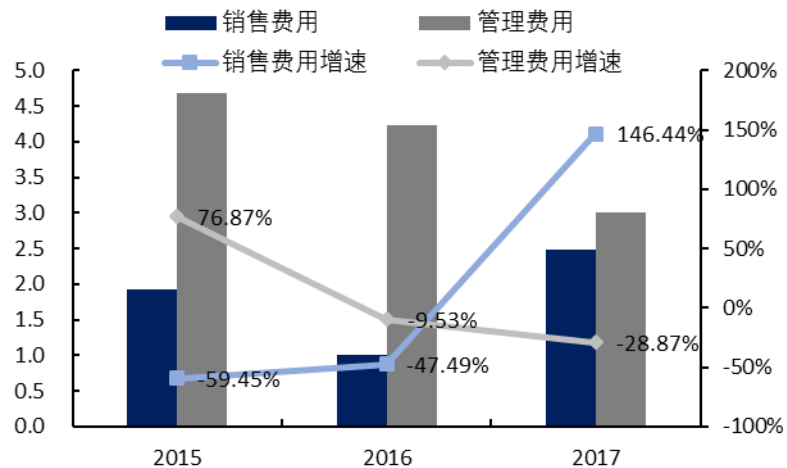


数据来源: wind, 东吴证券研究所

数据来源: wind, 东吴证券研究所

公司 2017 年销售费用随着行业的变化出现大幅上升,达到 2.48 亿元,同比上涨 146.44%;管理费用为 3.01 亿元,同比下降 28.87%。在费用管控和毛利率提升的双重作用下,公司的净利率水平同比 2016 年上升了 0.68 个百分点,达到 3.17%,进一步提升了公司的利润水平。

图表 5: 公司销售费用率和管理费用变化情况 (亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

### 三、盈利预测与投资建议:

我们预计 2018-2020 年公司销售收入为 87.4 亿元、96.9 亿元和 106.0 亿元, 同比归属母公司净利润为 2.96 亿元、3.48 亿元和 4.00 亿元, 对应摊薄 EPS 分别为 0.51 元、0.60 元和 0.69 元。我们认为, 虽然行业变革阶段性对公司医药商业批发业务有一定影响, 但公司为黑龙江省的医药分销和零售药店龙头, 国企背景, 内部改革坚决, 效率提升明显。目前公司由于重大资产重组处于停牌过程中, 我们暂不出具投资建议, 待公司复牌后根据实际进展再做进一步跟踪。

### 四、风险提示:

药店业务拓展低于预期; 内部整合低于预期; 黑龙江省招标导致的降价程度超出预期; 重大资产重组风险。

## 人民同泰 (600829) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2017	2018E	2019E	2020E	利润表	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	4317.5	4728.6	5213.9	6049.4	营业收入	8008.9	8739.7	9692.7	10598.0
现金	443.3	277.4	443.5	748.6	营业成本	7079.6	7689.5	8511.3	9284.9
应收票据&账款	112.7	3402.7	3525.3	4049.8	营业税金及附加	27.6	30.1	33.4	36.5
其它应收款	7.9	47.3	13.9	53.0	营业费用	248.1	270.5	299.7	327.3
预付账款	49.9	58.8	61.5	69.8	管理费用	301.1	345.0	383.0	419.2
存货	938.4	908.5	1135.8	1094.3	财务费用	17.7	6.4	-1.1	-6.4
其他	33.9	33.9	33.9	33.9	资产减值损失	4.1	4.1	4.1	4.1
非流动资产	523.9	446.8	429.2	418.4	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	305.6	361.3	350.5	339.8	营业利润	338.8	394.1	462.3	532.2
无形资产	28.7	28.7	28.7	28.7	营业外损益	1.1	1.1	1.1	1.1
其他	130.2	56.8	49.9	49.9	利润总额	339.9	395.2	463.3	533.3
资产总计	4841.4	5175.5	5643.1	6467.8	所得税	85.7	98.8	115.8	133.3
流动负债	3077.9	3267.0	3387.2	3811.9	净利润	254.2	296.4	347.5	400.0
短期借款	224.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	1495.9	2909.0	3019.6	3447.9	归属母公司净利润	254.2	296.4	347.5	400.0
其他	361.2	358.0	367.5	364.0	EBITDA	386.9	408.1	468.8	526.5
非流动负债	151.4	0.0	0.0	0.0	EPS (元)	0.44	0.51	0.60	0.69
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	151.4	0.0	0.0	0.0					
负债合计	3299.4	3267.0	3387.2	3811.9	<b>主要财务比率</b>				
发行在外股本	579.9	579.9	579.9	579.9	营业收入增速	-11.1%	9.1%	10.9%	9.3%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	归母公司净利润增速	13.2%	16.6%	17.2%	15.1%
归属母公司股东权益	1612.0	1908.4	2255.9	2655.9	毛利率	11.6%	12.0%	12.2%	12.4%
负债和股东权益	4841.4	5175.5	5643.1	6467.8	净利率	3.1%	3.4%	3.6%	3.8%
					ROE	15.8%	15.5%	15.4%	15.1%
<b>现金流量表</b>					ROIC	9.68%	18.3%	19.8%	20.4%
经营活动现金流	139.1	194.2	157.2	290.9	资产负债率	66.7%	63.1%	60.0%	58.9%
折旧摊销	34.1	13.5	13.5	6.6	总资产周转率	1.66	1.69	1.72	1.64
营运资金变动	71.9	90.0	365.1	410.7	P/E	28.4	23.9	20.4	17.7
投资活动现金流	-7.0	0.8	0.8	0.8	P/B	4.4	3.7	3.1	2.7
筹资活动现金流	-183.1	-223.4	8.1	13.4	EV/EBITDA	19.4	16.9	14.4	12.3
现金净增加额	-51	277.4	443.5	748.6	每股净资产(元)	2.78	3.29	3.89	4.58

数据来源: wind, 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>

