

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

增持（首次）

2016年8月5日

证券分析师 洪阳

执业资格证书号码:

S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

研究助理 焦德智

[021-60199780](tel:021-60199780)jiaodzh@dwzq.com.cn

投资要点

一、事件：公司中报业绩超预期

公司发布2016年中期报告，实现营业收入45.16亿元，同比下降6.28%；归属于上市公司所有者的净利润为1.26亿元，同比增长20.18%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润1.24亿元，同比增长22.36%。在公司完全剥离医药工业集中发展商业之后，2016年中报业绩全面超越去年，尤其是净利润和扣非净利润超预期。

二、我们的观点：内部机制逐渐捋顺，迎来业绩爆发拐点

2016年上半年，公司实现营业收入45.16亿元，同比下降6.28%，其主要原始制药工业收入的剥离。如2015年剔除制药工业收入的影响，医药商业实现营业收入44.71亿元，占总今年营业收入的99%，同比增长3.68%。

“效率”提升放出公司利润，也是公司未来腾飞的基础。

半年报，实现归属于上市公司所有者的净利润为1.26亿元，同比增长20.18%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润1.24亿元，同比增长22.36%。净利润的提升上升主要来自于销售收入增长的同时，有效的控制了成本和销售费用、管理费用，实现了公司内部挖掘潜力，提升效率的第一步。

销售费用和管理费用分别只有1.02亿元和1.34亿元，同比分别下降了31.05%和48.77%，直接为公司节省1.73亿元的费用，带动净利润率达到2.78%，比2015年全年净利润率的1.49%提高了1.29个百分点。在运营效率上也体现出公司的进步，毛利率也得到一定的改善。

公司亮点在于哈药集团重新梳理了医药商业优质资产注入公司之后，实现了毛利率和净利率的大幅提升，说明公司逐渐步入规范化管理，但毛利率水平仍然远低于行业平均水平，随着公司治理能力的进一步提升，业绩提升空间依然巨大。

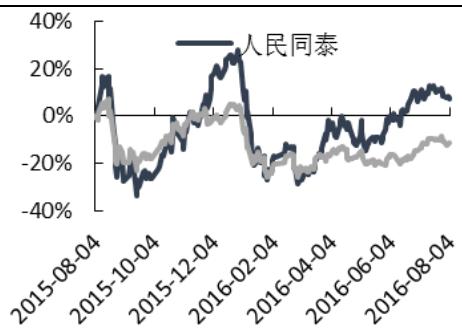
三、盈利预测与投资建议：

我们预计2016-2018年公司销售收入为98亿元、107.8亿元和118.6亿元，归属母公司净利润为2.33亿元、3.29亿元和4.22亿元，对应摊薄EPS分别为0.40元、0.57元和0.79元。我们认为，公司为黑龙江省的医药分销和零售药店龙头，国企背景，但内部改革坚决，效率提升明显。同时，公司具备了向黑龙江省外延发展的能力，业务有望逐步扩张到吉林、辽宁等地区，发展潜力巨大。因此，我们首次覆盖，维持给予“增持”评级。

四、风险提示：

药店业务拓展低于预期；内部整合低于预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.55
一年最低价/最高价(元)	8.79 / 17.52
市净率	5.67
流通A股市值(亿元)	84.37

基础数据

每股净资产(元)	2.5
资产负债率(%)	64.6%
总股本(亿股)	5.80
流通A股(亿股)	5.80

一、事件：公司中报业绩超预期

公司发布 2016 年中期报告，实现营业收入 45.16 亿元，同比下降 6.28%；归属于上市公司所有者的净利润为 1.26 亿元，同比增长 20.18%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.24 亿元，同比增长 22.36%。在公司完全剥离医药工业集中发展商业之后，2016 年中报业绩全面超越去年，尤其是净利润和扣非净利润超预期。

二、我们的观点：内部机制逐渐捋顺，迎来业绩爆发拐点

2016 年上半年，公司实现营业收入 45.16 亿元，同比下降 6.28%，其主要原始制药工业收入的剥离。如 2015 年剔除制药工业收入的影响，医药商业实现营业收入 44.71 亿元，占总今年营业收入的 99%，同比增长 3.68%。

“效率”提升放出公司利润，也是公司未来腾飞的基础。

半年报，实现归属于上市公司所有者的净利润为 1.26 亿元，同比增长 20.18%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.24 亿元，同比增长 22.36%。净利润的提升上升主要来自于销售收入增长的同时，有效的控制了成本和销售费用、管理费用，实现了公司内部挖掘潜力，提升效率的第一步。

销售费用和管理费用分别只有 1.02 亿元和 1.34 亿元，同比分别下降了 31.05% 和 48.77%，直接为公司节省 1.73 亿元的费用，带动净利润率达到 2.78%，比 2015 年全年净利润率的 1.49% 提高了 1.29 个百分点。在运营效率上也体现出公司的进步，毛利率也得到一定的改善。

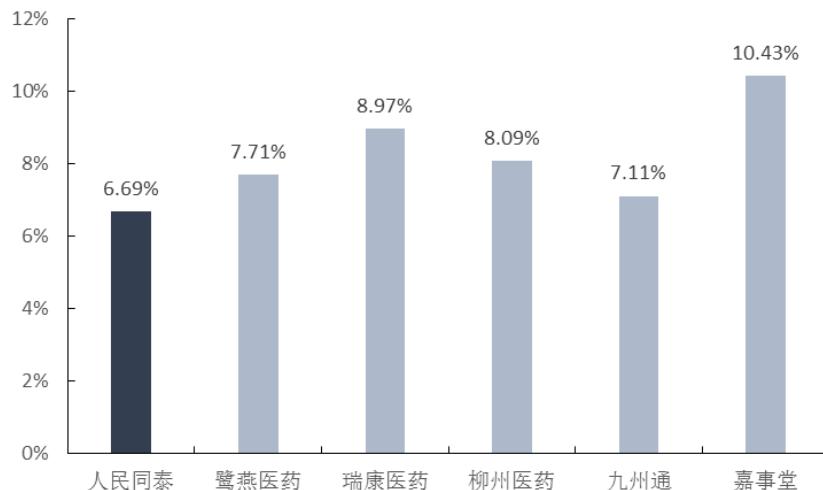
表 1. 公司按业务分毛利率水平

分产品	毛利率 (%)	同比增长 (%)
合计	9.37	0.82%
1、批发业务		
医疗分销	6.69	0.52%
商业调拨	7.85	0.64%
2、零售业务	4.33	0.23%
中、西成药	29.18	3.36%
保健品	27.11	2.87%
中药饮片	48.27	12.33%
日用品	50.39	29.85%
医疗器械、计生用品及其他	17.94	-2.73%
	39.51	-1.22%

资料来源：Wind，东吴证券

公司亮点在于哈药集团重新梳理了医药商业优质资产注入公司之后，实现了毛利率和净利率的大幅提升，说明公司逐渐步入规范化管理，但毛利率水平仍然远低于行业平均水平，随着公司治理能力的进一步提升，业绩提升空间依然巨大。

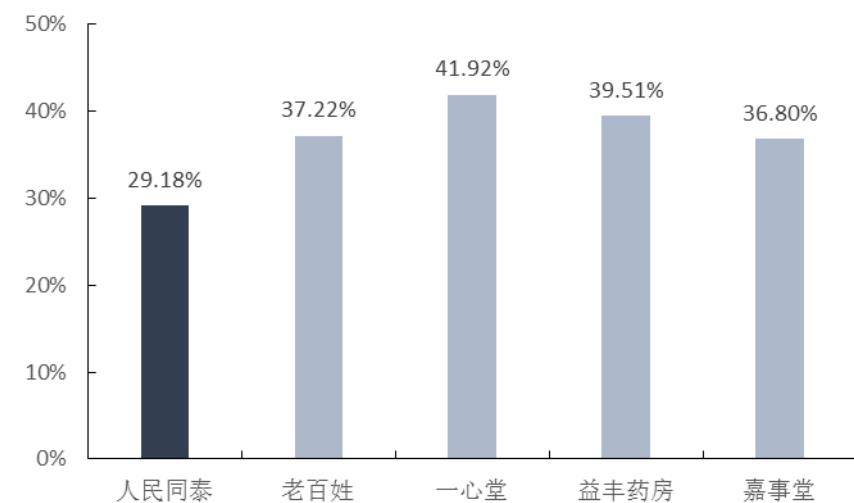
图 21：药品流通业务毛利率对比



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

注解: 瑞康医药、柳州医药为 2015 年年报数据

图 3: 零售药店毛利率对比



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

注解: 老百姓、一心堂为 2015 年年报数据

三、盈利预测与投资建议:

我们预计 2016-2018 年公司销售收入为 98 亿元、107.8 亿元和 118.6 亿元，归属母公司净利润为 2.33 亿元、3.29 亿元和 4.22 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 0.40 元、0.57 元和 0.79 元。我们认为，公司为黑龙江省的医药分销和零售药店龙头，国企背景，但内部改革坚决，效率提升明显。同时，公司具备了向黑龙江省外延发展的能力，业务有望逐步扩张到吉林、辽宁等地区，发展潜力巨大。因此，我们首次覆盖，维持给予“增持”评级。

四、风险提示:

药店业务拓展低于预期；内部整合低于预期。

人民同泰 (600829) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2015	2016E	2017E	2018E	利润表	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	3,512	2,365	4,481	3,697	营业收入	8,909	9,800	10,780	11,858
现金	317	289	776	1,062	营业成本	7,921	8,869	9,705	10,616
应收账款	2,122	1,318	2,466	1,696	营业税金及附加	22	74	78	68
其它应收款	24	25	29	31	营业费用	192	221	231	242
预付账款	117	32	131	48	管理费用	468	290	303	317
存货	895	663	1,041	823	财务费用	13	-2	-10	-18
其他	38	38	38	38	资产减值损失	73	60	60	60
非流动资产	507	372	238	105	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	398	345	216	87	营业利润	220	287	413	574
无形资产	29	25	21	18	营业外收入	10	0	0	0
其他	80	2	0	0	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	4,020	2,738	4,719	3,802	利润总额	229	297	422	584
流动负债	2,596	1,092	2,756	1,401	所得税	97	74	106	146
短期借款	124	0	0	0	净利润	133	223	317	438
应付账款	2,111	760	2,381	1,055	少数股东损益	-6	-11	-15	-21
其他	361	332	375	346	归属母公司净利润	139	233	332	459
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	292	368	486	636
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.24	0.40	0.57	0.79
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	2,596	1,092	2,756	1,401	营业收入	412.4%	10.0%	10.0%	10.0%
少数股东权益	0	-11	-26	-47	营业利润	281.8%	30.5%	43.7%	39.0%
归属母公司股东权益	1,423	1,657	1,989	2,447	归属母公司净利润	248.6%	68.0%	42.3%	38.1%
负债和股东权益	4,020	2,738	4,719	3,802	毛利率	11.1%	9.5%	10.0%	10.5%
现金流量表					净利率	1.5%	2.3%	2.9%	3.7%
经营活动现金流	336	86	468	258	ROE	9.8%	14.1%	16.7%	18.7%
净利润	133	223	317	438	ROIC	6.3%	16.1%	20.7%	32.1%
折旧摊销	51	75	75	73	资产负债率	64.6%	39.9%	58.4%	36.9%
财务费用	16	-4	-12	-21	净负债比率	8.7%	0.0%	0.0%	0.0%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.4	2.2	1.6	2.6
营运资金变动	-198	234	452	570	速动比率	1.0	1.5	1.2	2.0
其它	334	-442	-364	-803	总资产周转率	2.2	3.6	2.3	3.1
投资活动现金流	-136	7	7	7	应收账款周转率	4.2	7.4	4.4	7.0
资本支出	0	0	0	0	应付帐款周转率	6.2	6.2	6.2	6.2
长期投资	0	0	0	0	每股收益	0.2	0.4	0.6	0.8
其他	-136	7	7	7	每股经营现金	0.6	0.1	0.8	0.4
筹资活动现金流	-304	-120	12	21	每股净资产	2.5	2.8	3.4	4.1
短期借款	0	-124	0	0	P/E	61	36	25	18
长期借款	0	4	12	21	P/B	5.9	5.1	4.2	3.4
其他	-304	0	0	0	EV/EBITDA	28.5	22.3	15.9	11.7
现金净增加额	-104	-28	487	286					

数据来源：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、意见及推论不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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>