

盈利能力提升带来业绩高增长

投资要点

- **事件:** 公司发布 2016 年中期报告, 2016H1 实现收入 45.2 亿元 (-6.3%)、归母净利润 1.3 亿元 (+20.2%)。
- **收入表现平稳, 盈利能力显著增强。** 1) 核心业务中, 医药批发业务实现收入 39.4 亿元 (+3.85%), 零售业务实现收入 5.3 亿元 (+2.43%), 均保持平稳增长; 2) 各项业务毛利率均提升显著, 医药批发业务毛利率同比提升 0.52 个百分点, 零售业务毛利率同比提升 3.36 个百分点, 批发业务毛利率的提升源自分销比例的提升和品种优化, 零售业务的毛利率提升源自公司规模效应的体现; 3) 重组后整合完毕, 期间费用率下降 3.52 个百分点。
- **批发业务已开启省外扩张, 未来将受益行业集中度提升。** 公司批发业务拥有健全、强大的销售网络, 已在黑龙江省实现大型三级医院 100%全覆盖、大中型批发企业和连锁药店 100%覆盖、基层医疗卫生机构覆盖率达 60%以上, 具有强大的网络覆盖能力和市场掌控能力, 我们估计在黑龙江地区的市占率约 30%, 在省内发展良好的同时积极推广省外扩展, 目前已拓展到吉林、内蒙古等省外市场。我们认为公司区域龙头地位突出, 未来将受益于两票制带来的行业整合。
- **零售业务规模效应逐步体现, 特色中医坐堂成新亮点。** 公司共有人民同泰连锁药店直营门店 324 家, 其中哈尔滨市内门店 242 家, 市外门店 82 家, “药店+便利店”业务在哈尔滨覆盖率达到 93%以上, 零售连锁规模采购优势突出, 盈利能力不断攀升。在特色药店方面, 公司拟开设的“世一堂中医馆”已取得相关部门颁发的设置医疗机构批准书, 即将进行装修改造及人员招聘工作, 我们认为“世一堂中医馆”将显著提升单店附加值, 该模式的复制或成未来潜在增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.44 元、0.49 元、0.57 元, 对应 PE 分别为 33 倍、30 倍、25 倍。我们看好公司作为黑龙江医药商业龙头, 批发业务和零售业务兼具看点, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 省外扩张或不及预期风险, 招标降价风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	8909.32	8995.40	9949.51	10952.20
增长率	412.38%	0.97%	10.61%	10.08%
归属母公司净利润 (百万元)	138.92	253.05	282.04	331.65
增长率	248.59%	82.16%	11.46%	17.59%
每股收益 EPS (元)	0.24	0.44	0.49	0.57
净资产收益率 ROE	9.31%	14.50%	13.92%	14.06%
PE	61	33	30	25
PB	5.93	5.07	4.36	3.75

数据来源: Wind, 西南证券

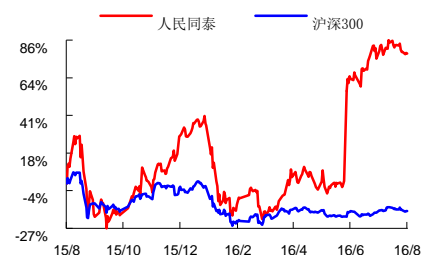
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513070001
 电话: 021-68413530
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力
 执业证号: S1250515090002
 电话: 023-67898264
 邮箱: hzli@swsc.com.cn

联系人: 张肖星
 电话: 021-68415020
 邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	5.80
流通 A 股(亿股)	5.80
52 周内股价区间(元)	8.98-17.3
总市值(亿元)	84.72
总资产(亿元)	41.85
每股净资产(元)	2.56

相关研究

关键假设：

假设 1：公司纯销、调拨业务保持与行业增速相当的稳健增长（约 10%），但随着规模效应体现，盈利能力提升；

假设 2：公司期间费用率保持稳定（销售与管理费用率合计 8%左右）；

假设 3：公司 2015 年第四季度由于重大资产置换收到的置出资产与置入资产之间的现金差额 2.9 亿元，计提企业所得税 2226 万元所致，该影响为一次性影响，公司未来所得税率保持在 25%的正常水平。

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
合计				
营业收入	8909	8995	9950	10952
yoy	412.4%	1.0%	10.6%	10.1%
营业成本	7921	8105	8972	9861
毛利率	11.1%	9.9%	9.8%	10.0%
商业批发				
收入	7357	7929	8669	9480
yoy	31.1%	7.8%	9.3%	9.4%
成本	6909	7349	8089	8845
毛利率	6.1%	6.7%	6.7%	6.7%
其中：纯销				
收入	4936	5323	5856	6441
yoy	39.6%	7.8%	10.0%	10.0%
成本	4603	4857	5381	5920
毛利率	6.7%	7.9%	8.1%	8.1%
其中：调拨				
收入	2421	2605	2814	3039
yoy	29.3%	7.6%	8.0%	8.0%
成本	2305	2492	2605	2722
毛利率	4.8%	4.5%	4.5%	4.5%
零售				
收入	998	1067	1280	1472
yoy	29.1%	10.0%	20.0%	15.0%
成本	733	755	883	1016
毛利率	26.5%	30.0%	31.0%	31.0%
其它				
收入	554.59	0.00	0.00	0.00
成本	279.61	0.00	0.00	0.00

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	8909.32	8995.40	9949.51	10952.20	净利润	132.54	241.44	269.10	316.43
营业成本	7921.42	8104.96	8971.82	9860.66	折旧与摊销	51.34	66.71	80.45	93.22
营业税金及附加	21.63	58.87	60.09	61.40	财务费用	13.21	11.65	8.65	8.32
销售费用	191.74	224.88	243.76	262.85	资产减值损失	73.33	30.00	30.00	30.00
管理费用	467.89	269.86	298.49	328.57	经营营运资本变动	123.65	1481.21	-118.57	-121.12
财务费用	13.21	11.65	8.65	8.32	其他	-60.09	-27.98	-31.01	-29.83
资产减值损失	73.33	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	333.99	1803.02	238.62	297.02
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	631.94	-130.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-767.71	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-135.76	-130.00	-130.00	-130.00
营业利润	220.10	295.18	336.70	400.40	短期借款	-136.00	6.00	0.00	0.00
其他非经营损益	9.29	26.74	22.10	21.51	长期借款	-2.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	229.38	321.92	358.80	421.91	股权融资	-131.04	0.00	0.00	0.00
所得税	96.84	80.48	89.70	105.48	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	132.54	241.44	269.10	316.43	其他	-34.32	-11.65	-8.65	-8.32
少数股东损益	-6.37	-11.61	-12.94	-15.22	筹资活动现金流净额	-304.05	-5.65	-8.65	-8.32
归属母公司股东净利润	138.92	253.05	282.04	331.65	现金流量净额	-105.83	1667.37	99.97	158.70
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	489.42	2156.79	2256.76	2415.46	成长能力				
应收和预付款项	2262.62	2171.54	2466.36	2704.20	销售收入增长率	412.38%	0.97%	10.61%	10.08%
存货	894.64	913.35	1012.26	1112.48	营业利润增长率	281.84%	34.11%	14.07%	18.92%
其他流动资产	37.82	38.18	42.23	46.49	净利润增长率	405.34%	82.16%	11.46%	17.59%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	75.68%	31.22%	14.00%	17.88%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	473.56	538.09	588.88	626.90	毛利率	11.09%	9.90%	9.83%	9.97%
无形资产和开发支出	29.45	28.65	27.86	27.06	三费率	7.55%	5.63%	5.54%	5.48%
其他非流动资产	45.01	44.57	44.12	43.68	净利率	1.49%	2.68%	2.70%	2.89%
资产总计	4232.51	5891.17	6438.47	6976.27	ROE	9.31%	14.50%	13.92%	14.06%
短期借款	124.00	130.00	130.00	130.00	ROA	3.13%	4.10%	4.18%	4.54%
应付和预收款项	2242.69	3647.40	3894.86	4084.70	ROIC	6.66%	19.13%	41.13%	34.38%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	3.19%	4.15%	4.28%	4.58%
其他负债	442.56	449.07	479.81	511.33	营运能力				
负债合计	2809.24	4226.46	4504.66	4726.03	总资产周转率	2.37	1.78	1.61	1.63
股本	579.89	579.89	579.89	579.89	固定资产周转率	12.68	20.35	19.34	19.45
资本公积	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	7.50	4.66	5.00	4.91
留存收益	843.38	1096.43	1378.47	1710.12	存货周转率	11.39	8.96	9.30	9.27
归属母公司股东权益	1423.27	1676.32	1958.36	2290.01	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	81.25%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-11.61	-24.55	-39.77	资本结构				
股东权益合计	1423.27	1664.71	1933.81	2250.24	资产负债率	66.37%	71.74%	69.96%	67.74%
负债和股东权益合计	4232.51	5891.17	6438.47	6976.27	带息债务/总负债	4.41%	3.08%	2.89%	2.75%
					流动比率	1.39	1.30	1.33	1.38
					速动比率	1.05	1.07	1.10	1.13
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.24	0.44	0.49	0.57
					每股净资产	2.45	2.87	3.33	3.88
					每股经营现金	0.58	3.11	0.41	0.51
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	284.65	373.53	425.81	501.94					
PE	60.74	33.34	29.92	25.44					
PB	5.93	5.07	4.36	3.75					
PS	0.95	0.94	0.85	0.77					
EV/EBITDA	28.21	17.05	14.73	12.18					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn