天风证券 TF SECURITIES

2016 年 10 月 25 日

主业持续向好，收入结构改善明显

九州通（600998）三季报点评

行业名称	医药生物
投资建议	买入
当前价格:	21.69 元
目标价格:	27.74 元

投资要点:

➢ **三季报业绩略超预期，高毛利产品占比提高**

公司公告三季报，营收45.23亿，同比增长24.08%，扣非后归母净利4.51亿，同比增长38.45%，现金流明显改善，同比去年增加39.75%。扣非后归母利润增长源自医疗器械、中药材等高毛利产品占比提升及中西药配送业务的持续增长。其中中西药配送同比增长20.44%，中药材和饮片同比增长10%，医疗器械和计生用品同比增长47.27%，食品、保健品和化妆品同比增长92.72%。经营活动净现金流的增长，主要是报告期内公司发行应收账款资产支持票据和应收账款资产支持证券，及销售回现款增加所致。

➢ **随着销售规模的扩大，费用增长符合预期**

为了扩大销售规模和提高资金利用效率，公司大力推行票据池业务，质押票据增加，应收票据同比增长了232.34%，应收账款同比增长53.82%。三费方面，销售费用和管理费用分别同比增长32.02%和22.53%，增速符合收入增长节奏，由于拓展第一终端市场销售费用增速相对较高。财务费用同比增长33.68%，主要系公司发行应收账款资产支持票据和应收账款资产支持证券产生的财务费用所致，基本符合预期。

➢ **估值评级**

随着公司在医院市场份额的提高和产品结构升级，近两年单季度经营利润率和毛利率正在提高。我们预计公司16-18年EPS分别为0.55、0.74和0.97元，对应PE为40、30和23倍，根据医药商业板块估值水平，受益营改增和两票制改革，在医院市场份额存在较大提升空间（目前仅20%份额），同时产品结构升级（高毛利产品占比提高）及配送业务的持续增长提升盈利质量，可享受行业溢价，给予2017年37-38倍估值，未来12个月第一目标价27.74元，维持“买入”评级。

➢ **风险提示**

政策进度不及预期，市场竞争影响公司进入新的渠道。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	41,068.40	49,589.25	61,672.67	80,325.49	102,520.01
增长率（%）	22.82%	20.75%	24.37%	30.24%	27.63%
EBITDA（百万元）	1,196.83	1,589.69	1,874.79	2,643.03	3,565.35
净利润（百万元）	560.71	694.53	899.27	1,221.47	1,604.37
增长率（%）	17.32%	23.87%	29.48%	35.83%	31.35%
EPS（元/股）	0.34	0.42	0.55	0.74	0.97
市盈率（P/E）	63.71	51.44	39.73	29.51	22.46
市净率（P/B）	4.58	3.82	3.86	3.51	3.13
EV/EBITDA	27.31	21.24	23.99	16.81	16.14

数据来源：公司公告，天风证券研究所

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,647/1,442
流通 A 股市值（百万元）	31,277
每股净资产（元）	6.60
资产负债率（%）	69.26
一年内最高/最低（元）	24.18/14.00

一年内股价相对走势

杨烨辉　　分析师
执业证书编号：S1110516080003
电话：
邮箱：yangyh@sh.tfzq.com

王金成　　联系人
电话：
邮箱：wangjc@sh.tfzq.com

相关报告

1、《九州通（600998）\医药生物行业》：柳叶开时任好风，江城震泽九州通　2016.09.07

报告信息

请务必阅读报告末页的重要声明

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	3,587.48	6,108.57	15,418.17	16,065.10	20,504.00
应收账款	7,131.80	10,245.87	13,527.43	20,532.42	27,285.49
预付账款	1,834.86	2,121.04	3,061.11	3,492.90	4,960.35
存货	6,310.84	8,114.14	9,241.89	13,657.15	15,258.08
其他	1,009.02	631.88	1,988.52	1,046.91	3,068.14
流动资产合计	**19,874.0**	**27,221.50**	**43,237.12**	**54,794.47**	**71,076.06**
长期股权投资	174.31	504.26	504.26	504.26	504.26
固定资产	2,412.85	2,787.58	2,976.90	3,056.32	3,056.80
在建工程	563.38	755.69	489.41	341.65	234.99
无形资产	739.43	884.02	860.21	836.40	812.59
其他	361.05	431.93	398.72	376.51	374.83
非流动资产合计	**4,251.03**	**5,363.47**	**5,229.50**	**5,115.14**	**4,983.47**
资产总计	**24,125.0**	**32,584.97**	**48,466.62**	**59,909.62**	**76,059.53**
短期借款	3,839.34	5,847.36	18,541.98	19,574.76	33,929.27
应付账款	4,973.53	6,975.52	6,794.01	11,780.32	11,418.97
其他	5,552.60	8,187.08	7,330.51	13,001.50	10,722.12
流动负债合计	**14,365.4**	**21,009.96**	**32,666.50**	**44,356.58**	**56,070.36**
长期借款	0.00	0.00	3,097.36	1,798.48	4,989.44
应付债券	1,595.63	1,600.00	2,845.00	2,845.00	2,845.00
其他	76.75	129.36	103.06	116.21	109.64
非流动负债合计	**1,672.38**	**1,729.36**	**6,045.42**	**4,759.69**	**7,944.07**
负债合计	**16,037.8**	**22,739.32**	**38,711.92**	**49,116.27**	**64,014.44**
少数股东权益	286.63	490.55	502.05	517.66	538.18
股本	1,643.07	1,647.01	1,647.01	1,661.64	1,661.64
资本公积	3,883.50	3,987.85	3,987.85	3,987.85	3,987.85
留存收益	6,100.86	6,899.73	7,605.64	8,614.04	9,845.27
其他	-3,826.89	-3,179.50	-3,987.85	-3,987.85	-3,987.85
股东权益合计	**8,087.18**	**9,845.64**	**9,754.70**	**10,793.35**	**12,045.09**
负债和股东权益总	**24,125.0**	**32,584.97**	**48,466.62**	**59,909.62**	**76,059.53**

现金流量表

单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	568.27	703.87	899.27	1,221.47	1,604.37
折旧摊销	176.24	242.17	160.76	172.15	179.99
财务费用	410.19	512.52	547.86	833.52	1,216.45
投资损失	-41.28	-47.54	-48.71	-57.30	-50.50
营运资金变动	-1,286.95	1,038.91	-7,737.21	-217.77	-14,488.29
其它	1.84	-2,013.97	12.11	16.43	21.59
经营活动现金流	**-171.68**	**435.96**	**-6,165.92**	**1,968.51**	**-11,516.38**
资本支出	926.06	1,217.66	86.30	66.85	56.58
长期投资	1.06	329.95	0.00	0.00	0.00
其他	-1,952.21	-3,085.48	-97.59	-89.55	-56.08
投资活动现金流	**-1,025.10**	**-1,537.86**	**-11.29**	**-22.70**	**0.50**
债权融资	6,580.09	7,447.36	24,484.34	24,218.24	41,763.71
股权融资	1,918.81	351.02	-1,356.21	-818.89	-1,216.45
其他	-7,421.54	-5,021.29	-7,641.33	-24,698.2	-24,592.47
筹资活动现金流	**1,077.37**	**2,777.09**	**15,486.80**	**-1,298.88**	**15,954.79**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**-119.4**	**1,675.1**	**9,309.6**	**646.93**	**4,438.9**

利润表

单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	**41,068.4**	**49,589.2**	**61,672.6**	**80,325.4**	**102,520.0**
营业成本	38,152.9	45,834.4	56,956.5	73,934.2	94,118.06
营业税金及附加	58.71	77.16	91.71	119.75	154.94
营业费用	1,062.31	1,225.70	1,603.49	2,104.53	2,686.02
管理费用	771.44	1,077.90	1,295.13	1,686.84	2,152.92
财务费用	393.73	508.99	547.86	833.52	1,216.45
资产减值损失	29.28	52.61	60.50	66.55	73.20
公允价值变动收	0.31	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	41.28	47.54	48.71	57.30	50.50
其他	-83.18	-95.08	-97.42	-114.60	-101.00
营业利润	**641.54**	**859.98**	**1,166.16**	**1,637.36**	**2,168.91**
营业外收入	126.08	114.10	80.00	40.00	30.00
营业外支出	14.24	18.27	40.00	24.17	27.48
利润总额	**753.38**	**955.81**	**1,206.16**	**1,653.18**	**2,171.43**
所得税	185.11	251.94	294.79	415.28	545.46
净利润	**568.27**	**703.87**	**911.37**	**1,237.90**	**1,625.97**
少数股东损益	7.56	9.33	12.11	16.43	21.59
归属于母公司净	**560.71**	**694.53**	**899.27**	**1,221.47**	**1,604.37**
每股收益（元）	0.34	0.42	0.55	0.74	0.97

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	22.82%	20.75%	24.37%	30.24%	27.63%
营业利润	24.98%	34.05%	35.60%	40.41%	32.46%
归属于母公司净	17.32%	23.87%	29.48%	35.83%	31.35%
获利能力					
毛利率	7.10%	7.57%	7.65%	7.96%	8.20%
净利率	1.37%	1.40%	1.46%	1.52%	1.56%
ROE	7.19%	7.42%	9.72%	11.89%	13.94%
ROIC	9.09%	9.34%	11.95%	10.00%	13.59%
偿债能力					
资产负债率	66.48%	69.78%	79.87%	81.98%	84.16%
净负债率	41.36%	59.62%	94.14%	-11.03%	73.33%
流动比率	1.38	1.30	1.32	1.24	1.27
速动比率	0.94	0.91	1.04	0.93	1.00
营运能力					
应收账款周转率	7.33	5.71	5.19	4.72	4.29
存货周转率	7.30	6.88	7.11	7.02	7.09
总资产周转率	1.92	1.75	1.52	1.48	1.51
每股指标（元）					
每股收益	0.34	0.42	0.55	0.74	0.97
每股经营现金流	-0.10	0.26	-3.74	1.20	-6.99
每股净资产	4.74	5.68	5.62	6.18	6.93
估值比率					
市盈率	63.71	51.44	39.73	29.51	22.46
市净率	4.58	3.82	3.86	3.51	3.13
EV/EBITDA	27.31	21.24	23.99	16.81	16.14
EV/EBIT	31.57	24.66	26.24	17.98	17.00

数据来源：公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。
行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。
本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。
天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)