

# 人民同泰 (600829.SH)

2017 年 2 月 25 日

## 内部挖掘潜力，外部行业利好不断，公司进入发展快车道——2016 年业绩超预期买入（上调）

### 投资要点

#### 一、事件：公司发布 2016 年年报和分红预案。

2016 年公司实现营业收入 90.06 亿元，同比上升 1.08%；归属于上市公司所有者的净利润为 2.25 亿元，同比增长 61.62%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.25 亿元，同比增长 70.50%。公司在资产从组，剥离制药工业之后，全面走上企业优化道路，**2016 年业绩亮丽，净利润和扣非净利润加速增长，显著超预期。**

分红预案出台，公司拟向全体股东按每 10 股派发现金股利 5.00 元（按 2016 年 2 月 24 日收盘价计算，本次股息率为 3.32%）。同时公司公告了 2017-2019 年的股东回报计划，现金分红比例将持续维持在较高水平。

#### 二、我们的观点：公司内部梳理进展顺利，外部行业利好不断，业绩爆发水到渠成

公司年报中提到 2017 年经营目标“计划实现收入 100 亿元，净利润 2.5 亿元”，在公司不断改善和行业整合加速的情况，公司发展进入高速期。

#### 1、收入、利润双升，行业变革带来机遇，公司进入发展快车道

##### 1) 走出剥离工业，整顿商业的阵痛，收入端恢复增长。

2016 年，销售收入端，公司实现营收 90.06 亿元，同比上升 1.08%，对比 2016 年上半年收入 45.16 亿元，同比下降 6.28% 的数据，有了明显的提高，表明公司已经走出了剥离医药工业、整顿商业品种等因素导致收入下降的局面，收入端全面恢复增长。

##### 2) 内部改善显著，“效率”提升释放利润。

2016 年实现归属于上市公司所有者的净利润为 2.25 亿元，同比增长 61.62%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.25 亿元，同比增长 70.50%。我们看到**净利润的上涨主要驱动：**

a. 除了来自收入端的增长；

b. 还包括了业务收入结构的调整、运营成本的降低带来的毛利率提升；

c. 同时公司有效的控制了销售费用、管理费用等；从而实现了公司内部挖掘潜力，带动净利润率的显著提高。

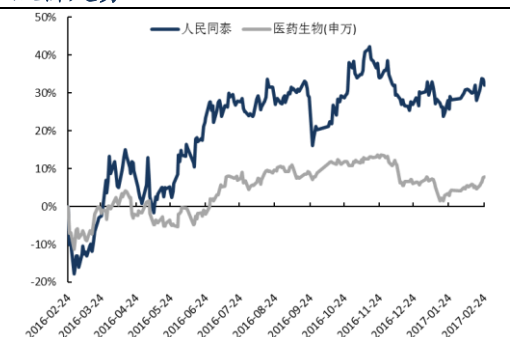
##### 3) 公司毛利率仍然低于行业水平，提升空间依然很大。

公司在 2015 年哈药股份与三精制药资产重组之后独立成为上市公司，经过一年半的发展与内部整理，公司毛利率水平得到了显著提高。但是和可比公司比较，公司 2016 年药品商业毛利率只有 6.80%，显著低于其他区域性商业龙头，即便对比零售药店配送占比较大的全国性药品流通企业九州通，依然处于较低水平。公司药店零售业务毛利率不断提高，但截至 2016 年年报，毛利率只有 28.28%，比行业平均水平仍低了接近 8 个百分点。

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)

### 股价走势



### 市场数据

|              |              |
|--------------|--------------|
| 收盘价(元)       | 15.52        |
| 一年最低价/最高价(元) | 9.35 / 17.00 |
| 市净率          | 5.56         |
| 流通 A 股市值(亿元) | 90           |

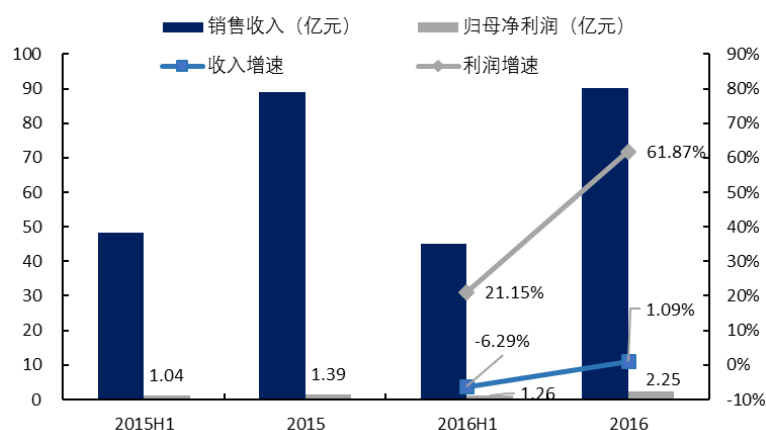
### 基础数据

|            |       |
|------------|-------|
| 每股净资产(元)   | 2.8   |
| 资产负债率(%)   | 63.9% |
| 总股本(亿股)    | 5.80  |
| 流通 A 股(亿股) | 5.80  |

### 相关报告

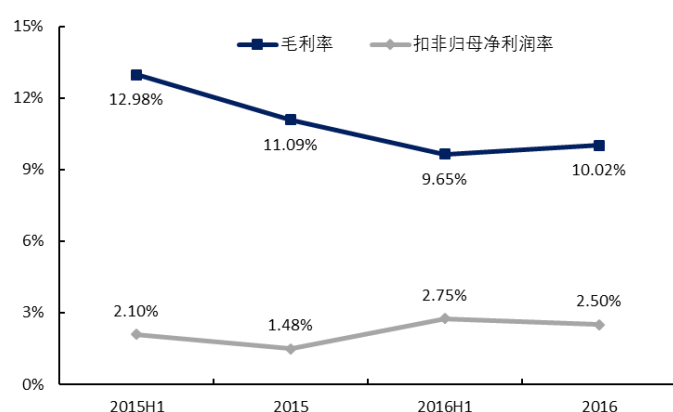
《内部效率提升初见成效，毛利率、净利率快速提升，业绩超预期——人民同泰公司点评》  
2016/08/05

图表 1: 销售收入恢复增长, 净利润显著提高



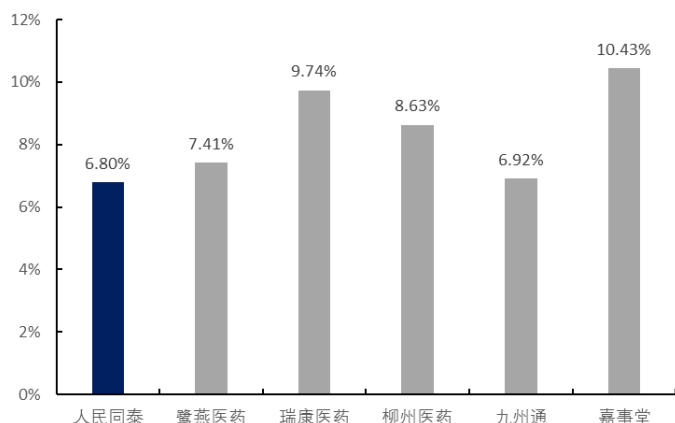
数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 2: 公司毛利率和净利率提升



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

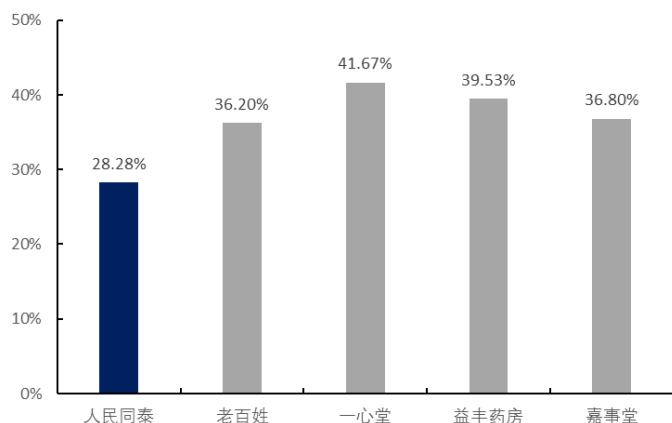
图表 3: 公司医药商业毛利率尚处于行业较低水平



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

注解: 公司为 2016 年报数据、鹭燕医药为 2016 年 Q3 数据, 其余为 2015 年 H1 数据

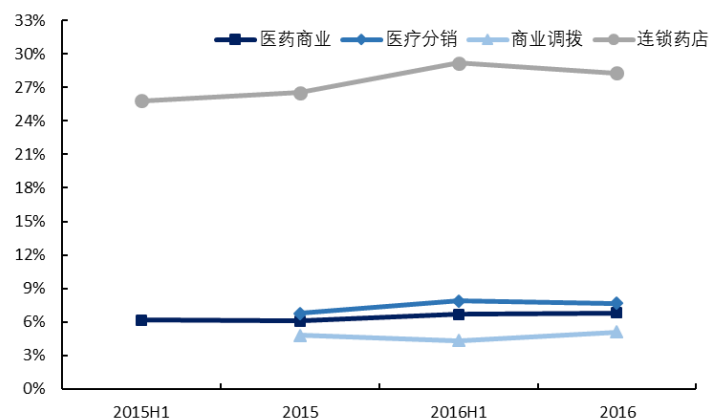
图表 4: 公司零售药店毛利率显著低于行业平均值



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

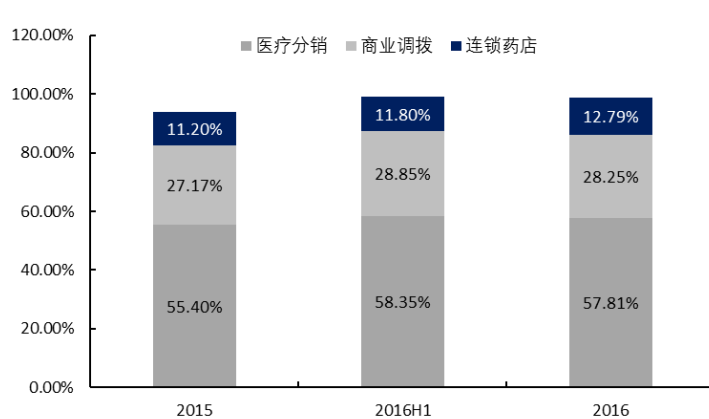
注解: 公司为 2016 年报数据、嘉事堂为 2015 年 H1 数据, 其余为 2016 年 Q3 数据

图表 5: 销售收入恢复增长, 净利润显著提高



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 6: 公司毛利率和净利率提升



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

根据对公司业务的拆分和行业数据对比，我们判断在药品商业流通方面公司毛利率水平有能力提升 0.2-0.5 个百分点，在药店零售领域公司毛利率水平有能力提升 3-5 个百分点。同时公司高毛利率的药店业务比例也具备提升空间。因此，我们认为公司依然处于内部提升效率的上升期，净利率在毛利率提升的拉动下具备进一步提升的空间。

#### 4) 费用控制显著，助推净利率快速提升。

费用方面由于 2015 年剥离了工业，同时费用得到了有效控制，销售费用和管理费用分别只有 1.01 亿元和 4.23 亿元，同比分别下降了 47.4% 和 9.6%。销售费用和管理费用在收入的占比也大幅降低，分别为 1.12% 和 4.7%，成为净利率提升的又一动力。

#### 5) 黑龙江省全面实行“两票制”，显著利好行业龙头的发展。

2016 年 12 月 13 号，黑龙江省卫计委发布《关于全面巩固扩大县级公立医院综合改革工作的通知》，主要范围为全省 63 个县（市）域内各级各类公立医院。《通知》的出台明显会加速黑龙江省商业流通行业整合的速度，作为黑龙江省绝对的商业龙头，人民同泰受益最为显著。

### 2、股东回报计划（2017-2019）方案出台，在公司高速成长的阶段确保股东收益

公司公布 2016 年度利润分配方案，为以公司总股本 579,888,597 股为基数，向全体股东按每 10 股派发现金股利 5.00 元（含税）。自公布方案的同时公司公布了 2017 年-2019 年的股东回报计划，主要包括：

1) 公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 80%；

2) 公司发展阶段属成熟期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 40%；

3) 公司发展阶段属成长期且有重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到 20%。

公司在内部改善和外部商业环境变好的过程中，为确保股东收益，制定了一个为期 3 年的股东回报计划。该计划主要以现金分红为主，更具公司不同阶段发展对现金的需求，制定了三种情况下的现金分红比例，并且现金比例较高。

### 三、盈利预测与投资建议：

我们预计 2017-2019 年公司销售收入为 104.8 亿元、124.6 亿元和 143.5 亿元，归属母公司净利润为 2.90 亿元、3.67 亿元和 4.54 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 0.50 元、0.63 元和 0.78 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，黑龙江省公立医院全面实行两票制，行业变革时期来临，公司作为区域性唯一的龙头企业，政策带来的医药商业整合受益显著。因此，我们上调给予公司“买入”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     | 2016  | 2017E | 2018E | 2019E | 利润表       | 2016  | 2017E  | 2018E  | 2019E  |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 流动资产      | 4,074 | 4,778 | 5,786 | 6,700 | 营业收入      | 9,006 | 10,482 | 12,458 | 14,346 |
| 现金        | 307   | 461   | 512   | 948   | 营业成本      | 8,103 | 9,422  | 11,175 | 12,832 |
| 应收账款      | 2,880 | 2,942 | 3,978 | 3,991 | 营业税金及附加   | 24    | 28     | 33     | 38     |
| 其它应收款     | 43    | 35    | 57    | 49    | 营业费用      | 101   | 116    | 139    | 162    |
| 预付账款      | 50    | 144   | 86    | 178   | 管理费用      | 423   | 483    | 580    | 674    |
| 存货        | 762   | 1,164 | 1,120 | 1,503 | 财务费用      | 2     | -4     | -9     | -15    |
| 其他        | 32    | 32    | 32    | 32    | 资产减值损失    | 60    | 60     | 60     | 60     |
| 非流动资产     | 490   | 417   | 343   | 276   | 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      | 377   | 380   | 314   | 247   | 营业利润      | 293   | 377    | 480    | 595    |
| 无形资产      | 29    | 29    | 29    | 29    | 营业外收入     | 41    | 0      | 0      | 0      |
| 其他        | 85    | 7     | 0     | 0     | 营业外支出     | 32    | 0      | 0      | 0      |
| 资产总计      | 4,564 | 5,194 | 6,128 | 6,976 | 利润总额      | 303   | 387    | 490    | 605    |
| 流动负债      | 2,887 | 3,226 | 3,793 | 4,187 | 所得税       | 78    | 97     | 122    | 151    |
| 短期借款      | 110   | 0     | 0     | 0     | 净利润       | 225   | 290    | 367    | 454    |
| 应付账款      | 2,484 | 2,859 | 3,478 | 3,798 | 少数股东损益    | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 其他        | 292   | 367   | 315   | 389   | 归属母公司净利润  | 225   | 290    | 367    | 454    |
| 非流动负债     | 30    | 30    | 30    | 30    | EBITDA    | 338   | 395    | 493    | 596    |
| 长期借款      | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS（元）    | 0.39  | 0.50   | 0.63   | 0.78   |
| 其他        | 30    | 30    | 30    | 30    | 主要财务比率    |       |        |        |        |
| 负债合计      | 2,917 | 3,256 | 3,823 | 4,217 | 营业收入      | 1.1%  | 16.4%  | 18.9%  | 15.2%  |
| 少数股东权益    | 0     | 0     | 0     | 0     | 营业利润      | 33.2% | 28.7%  | 27.3%  | 24.0%  |
| 归属母公司股东权益 | 1,648 | 1,938 | 2,305 | 2,759 | 归属母公司净利润  | 61.6% | 29.2%  | 26.6%  | 23.5%  |
| 负债和股东权益   | 4,564 | 5,194 | 6,128 | 6,976 | 毛利率       | 10.0% | 10.1%  | 10.3%  | 10.6%  |
| 现金流量表     |       |       |       |       | 净利率       | 2.5%  | 2.8%   | 2.9%   | 3.2%   |
| 经营活动现金流   | 48    | 251   | 33    | 412   | ROE       | 13.6% | 15.0%  | 15.9%  | 16.4%  |
| 净利润       | 225   | 290   | 367   | 454   | ROIC      | 16.3% | 18.1%  | 22.2%  | 22.6%  |
| 折旧摊销      | 35    | 14    | 14    | 7     | 资产负债率     | 63.9% | 62.7%  | 62.4%  | 60.5%  |
| 财务费用      | 5     | -6    | -11   | -16   | 净负债比率     | 6.7%  | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 投资损失      | 0     | 0     | 0     | 0     | 流动比率      | 1.4   | 1.5    | 1.5    | 1.6    |
| 营运资金变动    | 264   | 254   | 441   | 521   | 速动比率      | 1.1   | 1.1    | 1.2    | 1.2    |
| 其它        | -481  | -301  | -778  | -553  | 总资产周转率    | 2.0   | 2.0    | 2.0    | 2.1    |
| 投资活动现金流   | -22   | 7     | 7     | 7     | 应收帐款周转率   | 3.1   | 3.6    | 3.1    | 3.6    |
| 资本支出      | 0     | 0     | 0     | 0     | 应付帐款周转率   | 3.5   | 3.5    | 3.5    | 3.5    |
| 长期投资      | 0     | 0     | 0     | 0     | 每股收益      | 0.4   | 0.5    | 0.6    | 0.8    |
| 其他        | -22   | 7     | 7     | 7     | 每股经营现金    | 0.1   | 0.4    | 0.1    | 0.7    |
| 筹资活动现金流   | -19   | -104  | 11    | 16    | 每股净资产     | 2.8   | 3.3    | 4.0    | 4.8    |
| 短期借款      | 0     | -110  | 0     | 0     | P/E       | 39    | 30     | 24     | 19     |
| 长期借款      | 0     | 6     | 11    | 16    | P/B       | 5.3   | 4.5    | 3.8    | 3.2    |
| 其他        | -19   | 0     | 0     | 0     | EV/EBITDA | 25.6  | 21.3   | 17.0   | 13.4   |
| 现金净增加额    | 7     | 154   | 51    | 436   |           |       |        |        |        |

数据来源：wind 资讯，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>