

业绩高增长，全国医院综合服务战略加速推进

投资要点

- **事件:** 公司发布年报，2016 年实现营业收入 156 亿元 (+60.2%)、归母净利润 5.9 亿元 (+150%)。拟每 10 股派 0.91 元 (含税)、转增 13 股。公司亦公告 2017Q1 业绩预告：预计 2017Q1 净利润 2.6 亿-3 亿元，同比增长 205%-255%。
- **业绩高速增长，器械、省外业务放量迅速。** 1) 从业务条线看，公司 2016 年实现药品收入 126.7 亿元 (+46.1%)，器械板块收入 28.99 亿元 (+176%)。药品配送板块毛利率提升 3.2pp 至 12.2%，器械板块毛利率提升 3.8pp 至 30.1%。2) 从区域分布来看，2016 年山东省内实现收入 118.8 亿元 (+25.7%)，省外实现收入 37.4 亿元 (+1246%)。可见公司增长的主要动力已从山东省内转向全国。
- **由区域性医药流通公司蜕变为全国性医药流通公司，已完成 22 省份布局。** 公司外延扩张加速，报告期内新增 40 个并表单位，2016 年业务已覆盖全国 22 个省份，根据规划，2017 年将完成全国 31 个省份的业务覆盖，2016 年山东省收入占比已由 2015 年的 96.9% 降低至 76.1%，打开山东省内医药流通的行业天花板。在“两票制”的背景下，我们认为公司将继续加速行业整合步伐、继续推进全国性扩张战略。
- **由单纯的药品配送商蜕变为医院综合服务商，13 大事业部全面覆盖医疗机构需求。** 随着医药分家、降低药占比等医改政策的推进，医院对上游流通商的综合服务需求愈加丰富。在此背景下，2012 年起，公司在山东省内向各级医疗机构提供医疗器械和医用耗材配送服务，在省内建立了检验、介入、骨科、设备、设备维修、医护、五官科、口腔、血液透析、康复等十三大事业部，并形成了一整套符合医疗器械行业特性的质量管理及信息化管理系统。2016 年公司业务进一步向省外拓展，我们认为未来将实现山东省内综合服务业务的异地复制，异地渠道的业务延展能力极具想象空间。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.54 元、2.22 元、3.05 元，对应估值分别为 26 倍、18 倍、13 倍，给予公司 2017 年 35 倍估值，对应目标价 53.9 元，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 药品、器械业务放量不及预期风险，异地扩张整合不及预期风险。

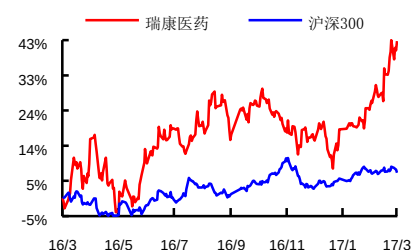
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	15618.67	22326.86	29315.62	37791.18
增长率	60.19%	42.95%	31.30%	28.91%
归属母公司净利润 (百万元)	590.76	1005.10	1449.20	1995.82
增长率	150.39%	70.14%	44.18%	37.72%
每股收益 EPS (元)	0.90	1.54	2.22	3.05
净资产收益率 ROE	9.00%	14.04%	17.19%	19.53%
PE	44	26	18	13
PB	3.49	3.00	2.48	2.00

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
 联系人: 张肖星
 电话: 021-68415020
 邮箱: zxixing@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)	6.54
流通 A 股(亿股)	3.00
52 周内股价区间(元)	27.0-40.1
总市值(亿元)	261.89
总资产(亿元)	153.10
每股净资产(元)	10.18

相关研究

关键假设：

假设 1：药品流通行业增速约 10%，公司由山东走向省外，面向的市场空间由 800 亿扩容至 1.5 万亿，增速远高于行业；

假设 2：器械流通行业增速约 15%，公司全国业务基础小，且加速布局该领域，增速维持较高水平。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
合计				
营业收入	15619	22327	29316	37791
yoy	60.19%	42.95%	31.30%	28.91%
营业成本	13171	18499	24027	30653
毛利率	15.67%	17.15%	18.04%	18.89%
药品				
收入	12668	16468	20585	24702
yoy	46.10%	30.00%	25.00%	20.00%
成本	11124	14410	17909	21491
毛利率	12.18%	12.50%	13.00%	13.00%
器械				
收入	2899	5798	8697	13046
yoy	175.97%	100.00%	50.00%	50.00%
成本	2010	4059	6088	9132
毛利率	30.67%	30.00%	30.00%	30.00%
移动医疗				
收入	20	26	33	43
yoy	39.56%	30.00%	30.00%	30.00%
成本	9	12	15	19
毛利率	54.93%	55.00%	55.00%	55.00%
其它				
收入	32	35	35	35
成本	28	30	30	30

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）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	15618.67	22326.86	29315.62	37791.18	净利润	675.07	1225.74	1811.50	2558.74
营业成本	13171.39	18498.64	24027.45	30653.26	折旧与摊销	84.23	104.19	136.37	187.91
营业税金及附加	56.81	58.32	81.40	108.28	财务费用	84.22	119.08	165.73	250.32
销售费用	931.97	1339.61	1758.94	2267.47	资产减值损失	89.68	50.00	50.00	50.00
管理费用	425.51	669.81	879.47	1133.74	经营营运资本变动	-2172.15	-999.19	-2088.32	-2429.03
财务费用	84.22	119.08	165.73	250.32	其他	-520.10	-50.00	-50.00	-50.00
资产减值损失	89.68	50.00	50.00	50.00	经营活动现金流净额	-1759.05	449.82	25.28	567.95
投资收益	2.25	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1360.04	-130.00	-630.00	-630.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	721.40	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	-638.63	-130.00	-630.00	-630.00
营业利润	861.34	1591.40	2352.63	3328.11	短期借款	338.78	-17.63	1469.33	1159.93
其他非经营损益	16.72	12.53	13.43	13.68	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	878.07	1603.94	2366.06	3341.79	股权融资	3114.30	0.00	0.00	0.00
所得税	203.00	378.20	554.56	783.04	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	675.07	1225.74	1811.50	2558.74	其他	-220.50	-119.08	-165.73	-250.32
少数股东损益	84.31	220.63	362.30	562.92	筹资活动现金流净额	3232.59	-136.71	1303.59	909.60
归属母公司股东净利润	590.76	1005.10	1449.20	1995.82	现金流量净额	834.91	183.10	698.88	847.56
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	2049.58	2232.69	2931.56	3779.12	成长能力				
应收和预付款项	9070.51	12169.33	16245.72	20963.99	销售收入增长率	60.19%	42.95%	31.30%	28.91%
存货	1707.22	2397.71	3114.33	3973.14	营业利润增长率	178.81%	84.76%	47.83%	41.46%
其他流动资产	22.73	32.50	42.67	55.01	净利润增长率	177.66%	81.57%	47.79%	41.25%
长期股权投资	6.68	6.68	6.68	6.68	EBITDA 增长率	139.45%	76.22%	46.29%	41.87%
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	1094.89	1123.35	1619.63	2064.36	毛利率	15.67%	17.15%	18.04%	18.89%
无形资产和开发支出	1583.20	1581.71	1580.22	1578.73	三费率	9.23%	9.53%	9.57%	9.66%
其他非流动资产	122.00	120.85	119.69	118.54	净利率	4.32%	5.49%	6.18%	6.77%
资产总计	15656.83	19664.82	25660.51	32539.57	ROE	9.00%	14.04%	17.19%	19.53%
短期借款	1922.53	1904.90	3374.23	4534.16	ROA	4.31%	6.23%	7.06%	7.86%
应付和预收款项	4687.78	6863.25	8930.06	11313.82	ROIC	10.74%	13.52%	15.86%	17.50%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	6.59%	8.13%	9.06%	9.97%
其他负债	1543.86	2168.28	2816.33	3592.96	营运能力				
负债合计	8154.17	10936.43	15120.62	19440.93	总资产周转率	1.27	1.26	1.29	1.30
股本	654.22	654.22	654.22	654.22	固定资产周转率	18.28	21.93	23.66	23.29
资本公积	4878.84	4878.84	4878.84	4878.84	应收账款周转率	2.55	2.43	2.39	2.35
留存收益	1342.55	2347.66	3796.86	5792.68	存货周转率	9.64	9.01	8.72	8.65
归属母公司股东权益	6875.62	7880.72	9329.92	11325.74	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	88.45%	—	—	—
少数股东权益	627.04	847.67	1209.97	1772.89	资本结构				
股东权益合计	7502.65	8728.39	10539.89	13098.64	资产负债率	52.08%	55.61%	58.93%	59.75%
负债和股东权益合计	15656.83	19664.82	25660.51	32539.57	带息债务/总负债	23.58%	17.42%	22.32%	23.32%
					流动比率	1.58	1.54	1.48	1.48
					速动比率	1.37	1.32	1.27	1.28
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	1029.79	1814.67	2654.73	3766.35	每股收益	0.90	1.54	2.22	3.05
PE	44.33	26.06	18.07	13.12	每股净资产	11.47	13.34	16.11	20.02
PB	3.49	3.00	2.48	2.00	每股经营现金	-2.69	0.00	0.00	0.00
PS	1.68	1.17	0.89	0.69	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	25.20	14.19	9.99	7.12					
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
	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
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@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
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn