

# 九州通 (600998)

## 九州通 (600998) 事件点评: 推出限制性股票激励计划, 激励对象广, 业绩承诺高 增持 (维持)

2017年4月4日

证券分析师 全铭

执业资格证书号码: S0600517010002

quanm@dwzq.com.cn

010-66573557

证券分析师 焦德智

执业资格证书号码: S0600516120001

jiadzh@dwzq.com.cn

### 投资要点

#### 一、事件:

九州通发布限制性股票激励计划(草案), 拟授予公司员工共 2720 人激励股票 5500 万股, 价格 9.98 元/股。激励对象在解锁期内按 30%、30%、40% 的比例解锁。考核依据为: 以 2016 年扣非净利润为基数, 2017 年、2018 年、2019 年净利润增长较 16 年分别不低于 20%、45%、75%。

#### 二、我们的观点:

#### 1、推出限制性股票激励计划, 激励对象广、业绩承诺高, 彰显公司信心。

此次限制性股票激励计划涉及激励对象 2720 人, 几乎囊括了所有公司核心高管、中层管理人员、核心技术人员和核心业务人员。

图表 1: 激励计划授予对象

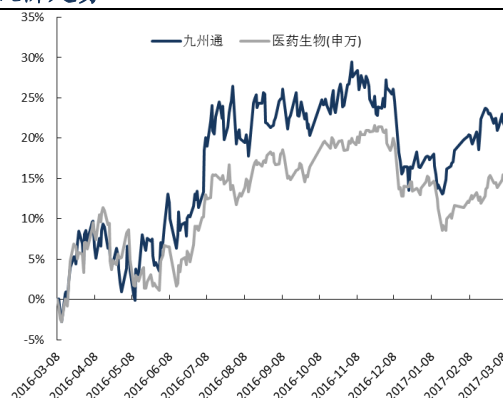
姓名	职务	获得授予的限制性股票数量(股)
龚翼华	董事、总经理	900,000
陈启明	董事、副总经理、投资副总经理	330,000
林新扬	董事、董事会秘书	260,000
刘素芳	副总经理	250,000
许明珍	副总经理	250,000
郭磊	副总经理	250,000
陈松柏	副总经理	230,000
杨菊美	副总经理	250,000
子公司主要管理人员、公司中层管理人员、公司核心技术人员及核心业务人员 2712 人		46,780,000
预留部分		5,500,000
合计		55,000,000

资料来源: 公司公告、东吴证券研究所

本次激励计划首次授予的股票分三期解锁, 考核年度为 2017 年、2018 年和 2019 年。预留部分分两期解锁, 考核年度为 2018 年、2019 年。

本激励计划授予的限制性股票解锁的主要业绩考核指标为: 以年度经审计归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润作为计算依据(包含各期股权激励计划激励成本的影响)。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	19.51
一年最低价/最高价	16.33/24.18
市净率	3.0
流通 A 股市值(亿元)	318

### 基础数据

每股净资产(元)	6.60
资本负债率(%)	69.3
总股本(亿股)	16.47
流通 A 股(亿股)	16.31

### 相关报告

- 九州通: 与福建医科大学孟超肝胆医院签订合作协议, 探索新型供应链服务平台模式 2016.7.28
- 九州通: 大股东出售九州转债, 回笼资金为融资做准备 2016.8.9
- 九州通 2016 年半年报点评: 业绩增长超预期, 加快布局全国药品流通网络 2016.8.23
- 九州通 (600998) 季报点评: 九州通三季报点评: 业绩持续超预期, 继续推荐流通整合受益标的 2016.10.25

以 2016 年净利润为基数，2017 年、2018 年、2019 年的各年度实现的净利润较 2016 年相比，增长比例分别不低于 20%、45%、75%。

图表 2: 限制性股票业绩考核目标

解锁期	业绩考核目标
2017 年	以 2016 年净利润为基数，公司 2017 年实现的净利润较 2016 年增长比例不低于 20%。
2018 年	以 2016 年净利润为基数，公司 2018 年实现的净利润较 2016 年增长比例不低于 45%。
2019 年	以 2016 年净利润为基数，公司 2019 年实现的净利润较 2016 年增长比例不低于 75%。

资料来源：公司公告、东吴证券研究所

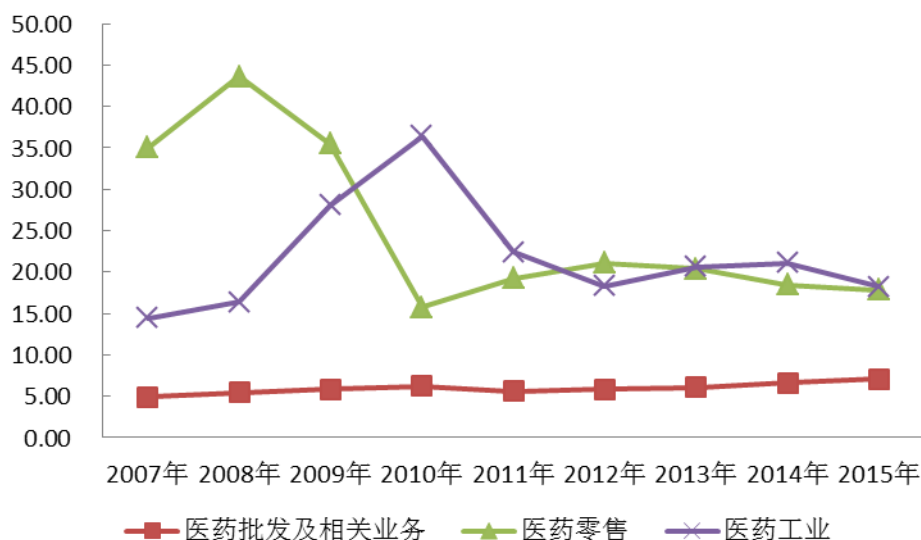
## 2、业绩持续超预期，医疗器械和食品、保健品、化妆品增长表现亮眼。

根据公司 2016 年三季报，2016 年前三季度实现收入 452.32 亿，同比增长 24.08%。实现归母净利润 4.57 亿，同比增长 21.86%。实现扣非净利润 4.51 亿，同比增长 38.45%。

拆分来看，医疗器械、计生用品实现销售额 32.6 亿，同比增长 47.47%。食品、保健品、化妆品实现销售额 23.3 亿，同比增长 92.72%。西药、中成药实现销售额 380.4 亿，同比增长 20.44%。中药材、中药饮片实现销售额 15.3 亿，同比增长 10%。食品、保健品的高速增长，主要是公司代理的雅培、惠氏、雀巢、合生元等品牌消费品较上年同期大幅增长所致。

公司业绩持续超预期，主要是公司西药、中成药核心业务经营质量持续提升，医疗器械、中药材、中药饮片等毛利较高的战略业务占比上升，以及公司好药师电子商务业务等成功实现扭亏为盈所致。

图表 3: 公司各业务毛利率情况



资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

## 3、两票制全国加速推广，医药商业迎来整合高峰，公司有望获益。

2016 年 4 月 6 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，确定要推行两票制。4 月 26 日，国务院办公厅印发的《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》提出，综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”，积极鼓励公立医院综合改革试点城市推行两票制。目前，已有福建、安徽、青海、四川等 9 省开始执行两票制，其他省份也在稳步推进，我们预计 2017 年、2018 年将是

两票制落地大年。

两票制的推行将压缩医药流通的环节，促使中小型商业公司出局，拥有较强的管理能力、跨区域整合能力以及品种资源的公司将获得更大机会。公司已于 16 年 11 月发布非公开发行预案，募集资金 40 亿（三年期）。其中大股东楚昌投资认购 20 亿，锁定底价为 19.65 元/股。目前，定增已获证监会受理，进展良好。

我们认为，随着两票制的推行，国内商业并购将不断加快。未来公司在内生发展加速的同时，还将以并购的方式进行扩张，从而实现跨越行业的快速发展。

### 三、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2016 年、2017 年、2018 年的净利润为 9.1 亿、12.5 亿、16.4 亿，对应 EPS 为 0.55 元、0.76 元、0.99 元，对应 PE 为 35 倍、26 倍、20 倍。我们认为医药商业迎来最好的投资期，公司在物流网络和管理效率上全国领先，受益于政策环境业绩已经明显加速，有望在未来几年维持高增长，继续强烈推荐。

### 四、风险提示

医院纯销拓展低于预期；药品招标降价超预期。

## 九州通主要财务数据

资产负债表	2015	2016E	2017E	2018E	利润表	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	26917	27110	35731	47441	营业收入	49589	63113	81440	107845
现金	5804	631	814	1078	营业成本	45834	58316	75210	99541
应收账款	8430	10074	13803	17816	营业税金及附加	77	94	121	160
其它应收款	2448	3253	4103	5638	营业费用	1226	1641	2117	2804
预付账款	2121	2912	3579	5012	管理费用	1078	1609	2077	2750
存货	8114	10239	13431	17896	财务费用	509	266	275	423
其他	0	0	0	0	资产减值损失	53	53	53	53
非流动资产	5325	4703	4135	3538	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	504	504	504	504	投资净收益	48	0	0	0
固定资产	2788	3047	2550	2053	营业利润	860	1133	1588	2114
无形资产	884	785	685	586	营业外损益	96	96	96	96
其他	1150	368	396	395	利润总额	956	1229	1683	2210
资产总计	32243	31813	39866	50979	所得税	252	307	421	552
流动负债	20797	19532	26442	36055	净利润	704	922	1263	1657
短期借款	5847	2251	3694	7541	少数股东损益	9	12	17	22
应付账款	12039	14268	19660	25244	归属母公司净利润	695	910	1246	1635
其他	2911	3013	3089	3270	EBITDA	1682	2034	2541	3231
非流动负债	1600	1600	1600	1600	EPS (元)	0.42	0.55	0.76	0.99
长期借款	1600	1600	1600	1600	<b>主要财务比率</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
负债合计	22397	21132	28042	37655	营业收入	20.7%	27.3%	29.0%	32.4%
少数股东权益	491	503	520	541	营业利润	34.0%	31.8%	40.1%	33.1%
归属母公司股东权益	9355	10178	11304	12783	归属母公司净利润	23.9%	31.0%	37.0%	31.3%
负债和股东权益	32243	31813	39866	50979	毛利率	7.6%	7.6%	7.6%	7.7%
<b>现金流量表</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	净利率	1.4%	1.5%	1.6%	1.5%
经营活动现金流	461	-1327	-869	-3022	ROE	7.4%	8.9%	11.0%	12.8%
净利润	704	922	1263	1657	ROIC	9.6%	8.8%	9.6%	11.0%
折旧摊销	242	570	624	652	资产负债率	69.5%	66.4%	70.3%	73.9%
财务费用	513	235	234	369	净负债比率	75.6%	36.1%	44.8%	68.6%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.3	1.4	1.4	1.3
营运资金变动	3484	-2139	3153	5945	速动比率	0.9	0.9	0.8	0.8
其它	-4482	-915	-6143	-11646	总资产周转率	1.5	2.0	2.0	2.1
投资活动现金流	-1538	72	-37	-35	应收帐款周转率	5.9	6.3	5.9	6.1
资本支出	0	0	0	0	应付帐款周转率	4.4	4.4	4.4	4.4
长期投资	0	0	109	107	每股收益	0.4	0.6	0.8	1.0
其他	-1538	72	72	72	每股经营现金	0.3	(0.8)	(0.5)	(1.8)
筹资活动现金流	2777	-3918	1089	3322	每股净资产	6.0	6.5	7.2	8.1
短期借款	0	-3596	1442	3848	P/E	46	35	26	20
长期借款	0	-322	-353	-526	P/B	3.4	3.2	2.8	2.5
其他	2777	0	0	0	EV/EBITDA	20.5	17.8	14.8	12.9
现金净增加额	1700	-5173	183	264					

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>

