

日期: 2017年04月05日

行业: 批发业



器械全国网络持续推进 业绩进入快速上升期

分析师: 魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

执业证书编号: S0870513090001

研究助理: 金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

执业证书编号: S0870116070016

基本数据 (2016Y)

报告日股价 (元)	41.02
12mth A 股价格区间 (元)	27.0-41.99
总股本 (百万股)	554.54
无限售 A 股/总股本	54%
流通市值 (亿元)	120.18
每股净资产 (元)	10.18
PBR (X)	3.93
DPS (Y2015, 元)	10 派 0.43

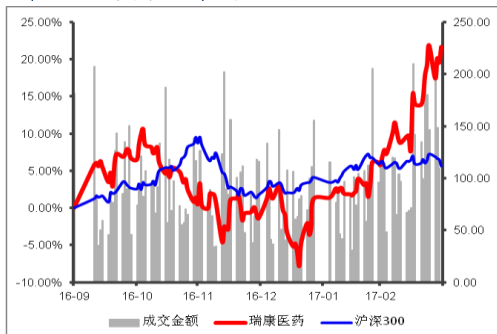
主要股东 (2016Y)

张仁华	24.13%
韩旭	13.09%
TB NATURE LIMITED	6.29%

收入结构 (2016Y)

药品	81.1%
器械	18.6%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: WY17-CT05

首次报告日期:

相关报告:

■ 公司动态事项

3月31日, 公司发布2016年年度报告。同时公告利润分配预案, 拟每10股派现0.91元 (含税), 每10股转增13股。

3月31日, 公司公告2017年第一季度业绩预告, 实现归母净利润2.61亿元-3.03亿元, 同比增长205%-255%。

■ 事项点评

公司业绩已进入快速上升期, 收入、利润均呈高速增长的态势

公司2016年全年实现营业收入156.19亿元, 同比增长60.19%, 实现归母净利润5.91亿元, 同比增长150.39%, 收入、利润均呈高速增长的态势, 主要原因是: 1) 2016年公司通过外延式扩张实现药品业务、器械业务的跨省复制, 业务覆盖省份从14个扩张到22个, 通过收购、设立等方式新增39家子公司, 省外业务的收入占比为23.8% (+20.7pp); 2) 公司凭借向医院提供医用织物洗涤等综合性服务, 获取更多的医院配送份额, 内生性增长能力较强, 2016年山东地区收入同比增长25.86%。此外, 公司计划2017年完成全国31省的业务覆盖。

我们认为, 公司定增募集的近31亿元已在2016年下半年陆续到位, 有利于公司保持较快的外延式扩张速度, 配合公司较强的内生性增长能力, 公司业绩从2016年起已进入快速上升期。

销售毛利率显著提升, 开拓市场拖累销售费用率

公司2016年销售毛利率为15.62%, 同比上升4.72pp, 主要原因是1) 药品业务、器械业务的销售毛利率分别增长3.21pp、3.79pp; 2) 器械业务的销售毛利率为30.67%, 毛利率水平较高, 同时器械业务的收入占比从10.8%提高到18.6%, 导致公司利润结构变化, 器械业务毛利占比从26.4%提高到36.3%, 带动公司整体销售毛利率水平提升。

公司2016年期间费用率为9.23%, 同比上升1.97pp, 其中销售费用率为5.97%, 同比上升1.78pp, 管理费用率为2.72%, 同比上升0.41pp, 财务费用率为0.54%, 同比下降0.22pp, 销售费用率上升的主要原因是: 公司开拓市场, 差旅费、广告费用、市场推广费、办公费等同比大幅增长。

我们认为: 1) 公司直销业务占比达90%以上, 同时向医院提供供应链管理、医用织物洗涤等综合性服务, 议价能力较强, 带动公司毛利率水平提高; 2) 公司主营业务处于快速上升期, 短期来看销售费用率较高, 随着公司省外业绩不断释放, 配合公司高效的管理能力、费用控制能力, 省外业务的盈利能力将向山东省业务靠拢, 销售费用率将得到有效控制。

药品业务增长稳健，器械业务依赖外延式扩张呈爆发式增长

分业务来看，公司药品业务2016年营业收入为126.68亿元，同比增长46.10%，销售毛利率为12.18% (+3.21pp)，2016年公司药品业务走出山东，实现了跨省复制，控股收购6个省份的药品配送公司。

公司器械业务2016年营业收入为28.99亿元，同比上升175.97%，销售毛利率为30.67% (+3.79pp)，业务覆盖全国20多个省份，构建起覆盖全国的医疗器械配送平台，在检验、介入、骨科等10个事业部的基础上，新增康复等3个事业部。

我们认为，公司2015年做出了三年完成全国31个省份设立控股公司、完成全国市场覆盖的战略计划，依赖资本优势，通过控股收购的方式对区域市场中规模较大、盈利能力较强的优质标的公司进行整合，预计17、18年公司业绩将维持快速增长的态势。

■ 风险提示

两票制推行进度不及预期风险；并购速度不及预期风险；两票制等行业政策导致毛利率水平下降的风险

■ 投资建议

未来六个月内，调升“增持”评级

预计公司2017年、2018年的EPS分别为1.47元、2.18元，以3月31日收盘价41.02元计算，对应的动态市盈率分别为27.8倍、18.8倍。同行业可比上市公司17年、18年动态市盈率的中值分别为28.9倍、22.7倍，公司估值水平低于同行业可比上市公司的中值。

我们认为：1) 公司内生性增长保持20%以上，同时业务覆盖范围2017年计划从全国22个省份扩张到31个，有望实现器械业务全国销售网络布局，业绩进入快速上升期；2) 公司定增募集的近31亿元已在2016年下半年陆续到位，增强公司资本实力，有利于公司保持较快的外延式扩张速度。公司本身是山东区域的药品流通龙头，具有丰富的药品、器械配送经验，公司已进入业绩快速上升期，16-18年器械业务保持较快的外延式扩张速度，带动公司整体业绩保持高速增长，调升“增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至12月31日(¥.百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	15,618.67	22,345.17	30,570.58	38,703.33
年增长率	60.19%	43.07%	36.81%	26.60%
归属于母公司的净利润	590.76	964.13	1,427.93	1,792.43
年增长率	150.39%	63.20%	48.11%	25.53%
每股收益(元)	0.90	1.47	2.18	2.74
PER(X)	45.43	27.83	18.79	14.97

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

附表1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2016A	2017E	2018E	2019E
一、营业总收入	15,618.67	22,345.17	30,570.58	38,703.33
二、营业总成本	14,759.58	20,798.03	28,321.65	35,948.35
营业成本	13,171.39	18,409.96	25,163.23	31,953.78
营业税金及附加	56.81	78.21	100.88	116.11
销售费用	931.97	1,452.44	1,910.66	2,418.96
管理费用	425.51	670.36	855.98	1,083.69
财务费用	84.22	100.55	152.85	193.52
资产减值损失	89.68	86.52	138.05	182.29
三、其他经营收益	2.25	2.48	2.73	3.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.25	2.48	2.73	3.00
四、营业利润	861.34	1,549.62	2,251.66	2,757.98
加: 营业外收入	23.29	24.46	25.68	26.96
减: 营业外支出	6.57	6.90	7.24	7.60
五、利润总额	878.07	1,567.18	2,270.09	2,777.34
减: 所得税	203.00	362.02	528.71	643.50
六、净利润	675.07	1,205.16	1,741.38	2,133.84
减: 少数股东损益	84.31	241.03	313.45	341.41
归属于母公司所有者的净利润	590.76	964.13	1,427.93	1,792.43
七、摊薄每股收益 (元)	0.90	1.47	2.18	2.74

资料来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

魏贇 金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。