

2017年07月29日

证券分析师 焦德智
 执业证书编号: S0600516120001
 jiaodzh@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭
 执业证书编号: S0600517010002
 010-66573567
 quanm@dwzq.com.cn



市场数据

收盘价 (元)	13.74
一年最低/最高价	11.60/16.43
市净率 (倍)	5.32
流通 A 股市值 (百万元)	7,968

基础数据

每股净资产 (元)	2.58
资产负债率 (%)	65.06
总股本 (百万股)	580
流通 A 股(百万股)	580

相关研究

- 【东吴医药】人民同泰年报点评: 内部挖掘潜力, 外部行业利好不断, 公司进入发展快车道——2016年报业绩超预期 -20170226
- 人民同泰: 内部效率提升初见成效, 毛利率、净利润率快速提升, 业绩超预期 -20160805

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	9,006	10,482	12,458	14,346
同比 (%)	1.1	16.4	18.9	15.2
净利润 (百万元)	225	291	369	457
同比 (%)	61.6	29.5	27.0	23.7
毛利率 (%)	10.0	10.1	10.3	10.6
ROE (%)	13.6	15.0	16.0	16.5
每股收益 (元)	0.39	0.50	0.64	0.79
P/E	35	27	22	17
P/B	4.8	4.1	3.5	2.9

投资要点

一、事件: 公司发布 2017 年半年报

2017 年半年报, 公司实现营业收入 40.03 亿元, 同比下降 11.37%; 归属于上市公司所有者的净利润为 1.39 亿元, 同比增长 10.79%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.37 亿元, 同比增长 10.16%。

2017 年第二季度, 公司实现营业收入 19.25 亿元, 同比下降 13.00%; 归属于上市公司所有者的净利润为 0.73 亿元, 同比增长 18.32%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 0.72 亿元, 同比增长 17.77%。

公司半年报收入端略低于预期, 利润端符合预期。

二、我们的观点: 医药商业批发业务收到政策影响, 连锁药店业务发展稳健

公司年报中提出 2017 年经营目标“计划实现收入 100 亿元, 净利润 2.5 亿元”。在“两票制”“新一轮招标降价”以及“二次议价”等行业大环境巨变的情况下, 公司半年经营情况受到显著影响, 其中收入完成 40.03 亿元, 同比下降 11.37%, 完成全年目标的 40.03%; 但利润端公司通过持续挖掘自身潜力, 有效提升毛利率和净利润率, 半年度扣非净利润达到 1.37 亿元, 同比增长 10.16%, 完成全年目标的 54.80%。

1) 行业变革导致公司收入出现同比下降。

2017 年是行业变革大年, 主要的政策包括了“两票制”的全面实行, 黑龙江省新一轮招标降价的逐步实行, 以及行业整合竞争的加剧导致公司上半年面临严峻的经营环境, 致使公司的销售收入出现一定的负增长情况。尤其是第二季度, 公司销售收入只有 19.25 亿元, 同比下降 13.00%。

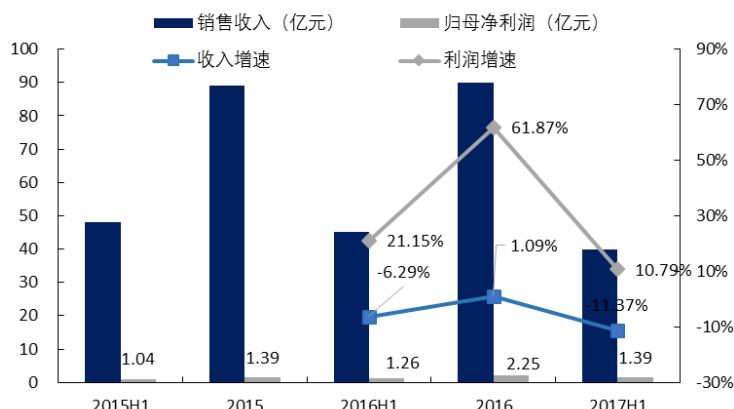
我们判断, 2017 年为黑龙江省招标的大年, 招标降价给商业公司带来的压力有望在今年释放, 逐渐改善边际影响, 因此我们认为公司 2017 年收入端承受一定压力。

2) 经营效率持续改善, 毛利率、净利润率持续提升。

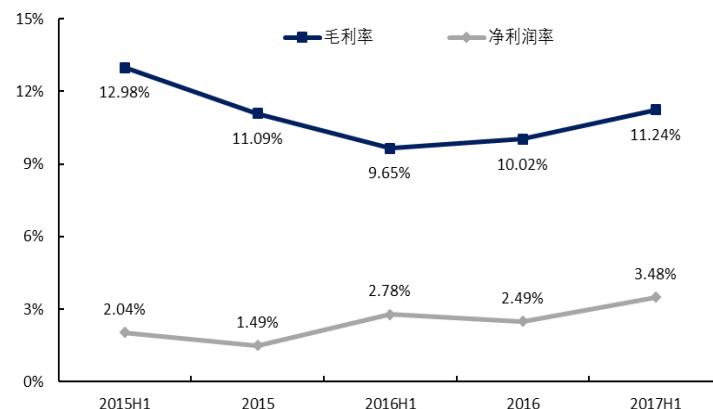
公司从 2015 年进入全年改革之后, 毛利率和净利润率等经营指标持续提升, 到 2017 年半年报, 公司毛利率和净利润率分别达到 11.24% 和 3.48%, 对比 2016 年分别提升了 1.22 和 0.99 个百分点。正是在效率提升的帮助下, 公司在经历行业变革时期, 虽然收入端出现波动, 但利润端实现了 10% 以上的增长, 尤其是第二季度, 公司归母净利润和扣非净利润分别为 0.73 亿

元和 0.72 亿元，同比增长 18.32% 和 17.77%。

图表 1：公司销售收入和净利润变化情况（亿元）



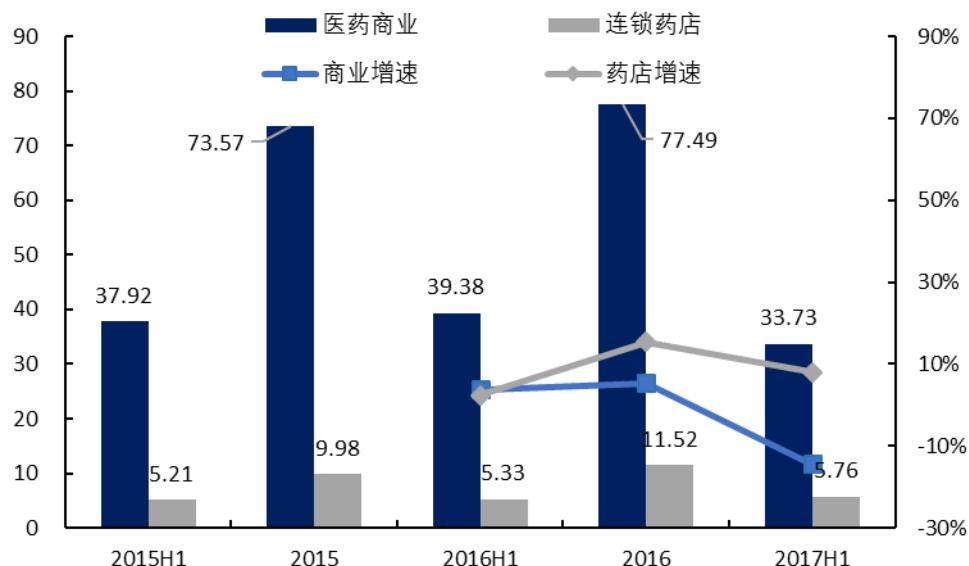
图表 2：公司毛利率和净利率持续提升



数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

图表 3：公司分业务销售收入变化情况（亿元）



数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

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 2.91 亿元、3.69 亿元和 4.57 亿元，对应摊薄 EPS 分别为 0.50 元、0.64 元和 0.79 元。我们认为，虽然行业变革阶段性对公司医药商业批发业务有一定影响，但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。因此，我们维持给予“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；黑龙江省招标导致的降价程度超出预期。

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	4,844	5,920	6,904	营业收入	9,006	10,482	12,458	14,346
现金	307	528	646	1,151	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	-5	-11	-18
其他	32	32	32	32	资产减值损失	60	60	60	60
非流动资产	490	351	211	78	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	319	190	61	营业利润	293	378	482	599
无形资产	29	25	21	17	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	5,195	6,131	6,981	利润总额	303	388	492	609
流动负债	2,887	3,226	3,793	4,187	所得税	78	97	123	152
短期借款	110	0	0	0	净利润	225	291	369	457
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	291	369	457
非流动负债	30	30	30	30	EBITDA	338	461	559	662
长期借款	0	0	0	0	主要财务比率	2016	2017E	2018E	2019E
其他	30	30	30	30	毛利率	10.0%	10.1%	10.3%	10.6%
负债合计	2,917	3,256	3,823	4,217	净利率	2.5%	2.8%	3.0%	3.2%
归属母公司股东权益	1,648	1,938	2,307	2,764	ROE	13.6%	15.0%	16.0%	16.5%
负债和股东权益	4,564	5,195	6,131	6,981	ROIC	16.5%	18.1%	23.2%	24.3%
现金流量表	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	63.9%	62.7%	62.4%	60.4%
经营活动现金流	48	317	99	477	净负债比率	6.7%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	35	80	80	73	每股收益	0.4	0.5	0.6	0.8
财务费用	5	-6	-13	-20	每股经营现金	0.1	0.5	0.2	0.8
投资损失	0	0	0	0	每股净资产	2.84	3.34	3.98	4.77
营运资金变动	264	320	509	590	P/E	35	27	22	17
投资活动现金流	-22	7	7	7	P/B	4.8	4.1	3.5	2.9
筹资活动现金流	-19	-104	13	20	EV/EBITDA	23.2	16.4	13.3	10.5

数据来源：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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>