

2017年10月26日

九州通 (600998.SH)

业绩符合预期，持续高增长可期

■事件：公司公布三季报，2017年前三季度公司实现收入544.59亿元，同比增长20.40%，实现归属于上市公司净利润9.55亿元，同比上升108.78%，归属于上市公司扣非净利润5.55亿元，实现同比增长23.05%，归母净利润较上年同期增加108.78%，主要原因是报告期公司汉阳地块旧城改建项目征收补偿款5.28亿元扣除成本后计入营业外收入，导致公司净利润大幅增加。

■业绩增速符合预期。前三季度收入544.59亿元，同比增长20.40%，与半年报持平，归母公司扣非净利润5.55亿元，实现同比增长23.05%，较之半年报增速32%有所下滑，主要原因是比上期增加了近6400万股股权激励摊销费用，剔除该因素，利润同比增速应在30%左右。同时，资产减值损失大幅增加，预计与医院应收账款账期延长有关，但预计能冲回。毛利率8.2%继续上升，比去年同期增加近1个百分点，估计与公司业务调整有关，预计毛利率较高的纯销业务占比在不断提高。

■受益两票制的推行以及基层医疗的快速增长。作为覆盖网络广泛的全国性配送企业，目前公司纯销售规模不大(2016年仅为110亿)，两票制的推行，公司有望凭借其覆盖网络广泛的优势顺利在医院开户切分到更多市场份额。公司小而散的配送模式，覆盖网络深度远胜其他配送企业，随着分级诊疗的推进，将最受益于基层医疗的快速增长，预计前三季度在增速30%左右，我们预计医院纯销业务将继续高速增长。

■94号文和营改增的执行对零售终端业态的重塑，业务结构将进一步优化。预计直接由公司配送至终端的比例逐步上升，预计直接配送终端毛利率在6%左右，净利润率2%左右，快批业务毛利率4%，净利润不足1%，直接配送比例上升，将进一步提高公司零售终端业务的利润空间。

■非公开发行获批，有望补充公司业务扩张所需的流动资金。10月10日公司公告增发获批，此次增发募集资金36亿，募集资金的到账将有力的补充了公司业务扩张所需的流动资金。公司近两年营运资金周转率为2.6左右，36亿流动资金将能撬动近100亿营业收入，按照1.5%的净利润率，有望带来1.5亿净利润的增量。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价28.2元。暂不考虑增发的摊薄影响，我们预计2017-2019年净利润分别为15.67亿、15.92亿、20.34亿元，同比增速分别为78.81%、1.52%、27.82%，2017-2019 EPS分别为0.92元、0.94元、1.20元，对应当前股价分别为24倍、24倍和19倍。公司作为覆盖网络广泛的全国性配送企业，显著受益于两票制政策和分级诊疗政策，面临前所未有的发展机遇。两票制的推行，公司有望凭借其覆盖网络广泛的优势顺利在医院开户切分到更多市场份额，公司小而散的配送模式，将最受益于基层医疗的快速增长，医

公司快报

证券研究报告

医药流通

投资评级 买入-A

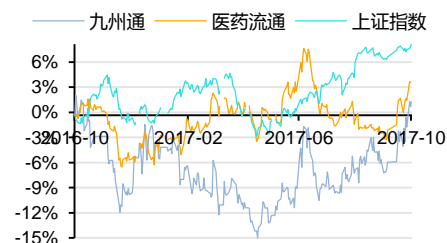
首次评级

6个月目标价：28.2元
股价(2017-10-25) 22.20元

交易数据

总市值(百万元)	37,643.62
流通市值(百万元)	36,536.26
总股本(百万股)	1,695.66
流通股本(百万股)	1,645.78
12个月价格区间	18.65/22.37元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.77	5.29	-6.24
绝对收益	9.09	9.79	2.35

盛丽华

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517090002
shenglh9@essence.com.cn

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006
cuiwl@essence.com.cn
010-83321412

相关报告

院纯销售业务有望保持高速增长。94 号文和营改增的执行对零售终端业态的重塑，业务结构将进一步优化，扩充零售终端业务的利润空间，成长空间十足，首次覆盖，买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 28.2 元，相当于 2018 年 30x 的动态市盈率。

■风险提示：市场竞争加剧毛利率下降风险，医院应收账款的账期延长风险，业务拓展不及预期风险，非公开发行的不确定性风险。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	49,589.2	61,556.8	74,045.9	88,825.4	106,670.5
净利润	694.5	876.7	1,567.7	1,591.5	2,034.4
每股收益(元)	0.41	0.52	0.92	0.94	1.20
每股净资产(元)	5.52	6.65	6.04	6.85	7.96
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	54.2	42.9	24.0	23.7	18.5
市净率(倍)	4.0	3.3	3.7	3.2	2.8
净利润率	1.4%	1.4%	2.1%	1.8%	1.9%
净资产收益率	7.4%	7.8%	15.3%	13.7%	15.1%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.4%	0.6%	0.4%
ROIC	9.3%	12.9%	13.4%	13.9%	15.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	49,589.2	61,556.8	74,045.9	88,825.4	106,670.5	成长性					
减:营业成本	45,834.4	56,732.6	68,029.9	81,588.0	97,995.9	营业收入增长率	20.7%	24.1%	20.3%	20.0%	20.1%
营业税费	77.2	130.1	156.5	187.8	225.5	营业利润增长率	34.0%	22.0%	46.0%	28.9%	28.8%
销售费用	1,225.7	1,633.4	1,999.2	2,398.3	2,880.1	净利润增长率	23.9%	26.2%	78.8%	1.5%	27.8%
管理费用	1,077.9	1,268.1	1,599.4	1,918.6	2,261.4	EBITDA 增长率	32.8%	25.1%	22.9%	18.1%	19.7%
财务费用	509.0	662.5	662.5	662.5	662.5	EBIT 增长率	32.2%	25.0%	28.2%	20.1%	21.6%
资产减值损失	52.6	92.9	92.9	125.0	125.0	NOPLAT 增长率	29.1%	38.9%	25.4%	20.1%	21.6%
加:公允价值变动收益	-	7.0	-4.7	0.8	1.0	投资资本增长率	0.4%	20.7%	16.3%	10.3%	17.9%
投资和汇兑收益	47.5	4.9	31.2	27.9	21.4	净资产增长率	21.7%	22.0%	-8.2%	12.9%	15.5%
营业利润	860.0	1,049.2	1,532.0	1,974.0	2,542.6	利润率					
加:营业外净收支	95.8	56.5	489.3	78.1	80.5	毛利率	7.6%	7.8%	8.1%	8.1%	8.1%
利润总额	955.8	1,105.6	2,021.3	2,052.1	2,623.0	营业利润率	1.7%	1.7%	2.1%	2.2%	2.4%
减:所得税	251.9	201.3	404.3	410.4	524.6	净利润率	1.4%	1.4%	2.1%	1.8%	1.9%
净利润	694.5	876.7	1,567.7	1,591.5	2,034.4	EBITDA/营业收入	3.2%	3.2%	3.3%	3.3%	3.2%
						EBIT/营业收入	2.8%	2.8%	3.0%	3.0%	3.0%
						运营效率					
						固定资产周转天数	19	19	17	13	10
						流动资产周转天数	47	38	41	42	44
						流动营业资本周转天数	171	174	168	168	168
						应收账款周转天数	63	66	66	66	66
						存货周转天数	52	53	53	53	53
						总资产周转天数	206	209	199	192	187
						投资资本周转天数	79	70	69	65	62
						投资回报率					
						ROE	7.4%	7.8%	15.3%	13.7%	15.1%
						ROA	2.2%	2.3%	3.8%	3.2%	3.5%
						ROIC	9.3%	12.9%	13.4%	13.9%	15.3%
						费用率					
						销售费用率	2.5%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
						管理费用率	2.2%	2.1%	2.2%	2.2%	2.1%
						财务费用率	1.0%	1.1%	0.9%	0.7%	0.6%
						三费/营业收入	5.7%	5.8%	5.8%	5.6%	5.4%
						偿债能力					
						资产负债率	69.8%	69.0%	74.4%	75.9%	75.7%
						负债权益比	231.0%	222.5%	290.1%	314.7%	311.3%
						流动比率	1.30	1.27	1.24	1.26	1.33
						速动比率	0.91	0.87	0.85	0.86	0.91
						利息保障倍数	2.69	2.58	3.31	3.98	4.84
						分红指标					
						DPS(元)	0.13	-	0.10	0.13	0.10
						分红比率	30.8%	0.0%	10.3%	13.7%	8.0%
						股息收益率	0.6%	0.0%	0.4%	0.6%	0.4%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	703.9	904.3	1,567.7	1,591.5	2,034.4	EPS(元)	0.41	0.52	0.92	0.94	1.20
加:折旧和摊销	242.2	303.1	250.5	250.5	250.5	BVPS(元)	5.52	6.65	6.04	6.85	7.96
资产减值准备	52.6	92.9	-	-	-	PE(X)	54.2	42.9	24.0	23.7	18.5
公允价值变动损失	-	-7.0	-4.7	0.8	1.0	PB(X)	4.0	3.3	3.7	3.2	2.8
财务费用	512.5	629.9	662.5	662.5	662.5	P/FCF	24.8	-18.9	11.6	26.9	23.3
投资损失	-47.5	-8.7	-32.5	-29.6	-23.6	P/S	0.8	0.6	0.5	0.4	0.4
少数股东损益	9.3	27.6	49.3	50.1	64.0	EV/EBITDA	21.2	18.1	17.4	14.8	12.7
营运资金的变动	1,038.9	-1,518.6	-2,356.6	-1,783.9	-3,246.3	CAGR(%)	32.6%	32.4%	41.7%	32.6%	32.4%
经营活动产生现金流量	436.0	431.3	136.2	742.0	-257.4	PEG	1.7	1.3	0.6	0.7	0.6
投资活动产生现金流量	-1,537.9	-1,497.8	390.4	28.0	21.5	ROIC/WACC	0.9	1.2	1.3	1.3	1.4
融资活动产生现金流量	2,777.1	-415.7	537.9	487.7	1,754.5	REP	3.5	2.3	2.2	2.0	1.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

盛丽华、崔文亮声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034