

2018年03月08日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

21.6元

公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2018/3/7)	17.38
上证指数(2018/3/7)	3271.67
股价 12 个月高/低	22.33/15.98
总发行股数(百万)	1878.88
A 股数(百万)	1645.79
A 市值(亿元)	286.04
主要股东	上海弘康实业投资有限公司 (23.05%)
每股净值(元)	7.28
股价/账面净值	2.39
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-1.1 -9.1 -13.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-08-30	20.09	买入

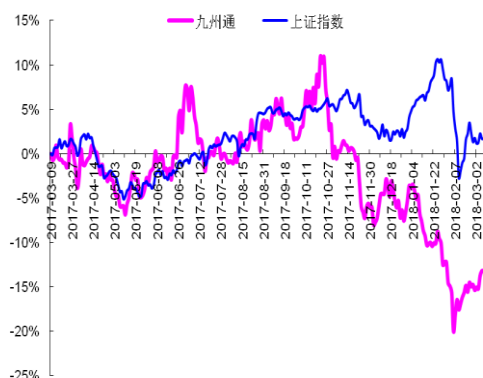
产品组合

医药批发及相关业务	96.7%
医药零售	1.8%
医药工业	1.5%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.1%
一般法人	73.1%

股价相对大盘走势



九州通(600998.SH)

Buy 买入

民营流通龙头，业务结构优化，毛利率预计将继续提升

结论与建议：

- **扣非业绩稳健增长：**公司预计 2017 年将录得净利润 14.0 亿元至 14.9 亿元，同比增长 60%-70%，公司业绩大幅增长主要是由于公司获得汉阳地块旧城改建项目征收补偿款，影响非经常性损益 3.4 亿元。扣非后，公司净利润为 9.9 亿元至 10.6 亿元，同比增长 20%-28%。在“两票制”推进中，公司扣非后的净利润增速仍处于行业前列。
- **调拨业务略受影响，但纯销与终端直配业务将会实现较快增长：**目前公司调拨业务、终端直配业务（面向药店、民营医院等）、高端医院纯销业务、基层医院纯销业务的营收占比分别约为 40%、30%、22%、8%。在两票制及营改增等政策的影响下，公司的调拨业务也随行业大势受到了一定的影响，预计营收增速将由 9% 下降至 6% 左右。但与此同时，两票制政策也为公司开拓医院纯销业务提供了机遇，公司将可低成本的整合资源。我们预计未来两年公司医院纯销业务将可保持 30% 左右的增速。另外，公司凭借广泛的分配网络和先进的物流体系，在开拓基层医院以及终端直配业务中具备较强的成本优势，2017 年公司北京区域的基层配送量已经有较快的增长，我们预计在分级诊疗、鼓励社会办医等政策的影响下，这两块业务未来也将实现 25% 以上的增速。
- **业务结构不断优化，毛利率预计将继续提升：**公司调拨业务毛利率较低，约为 4%-5%。而纯销业务、基层配送业务以及终端直配的毛利率约为 8-9%。我们预计随着纯销、基层配送业务以及终端直配业务的快速增长下，公司的业务结构将不断优化，综合毛利率将会不断提升。
- **定增助力发展：**公司用于补充流动资金的 36 亿元定增已完成，我们认为充裕的资金将会助力公司纯销业务、基层配送业务以及终端直配业务的快速发展。另外，公司大股东认购 20 亿元，定增价为 19.65 元/股，并锁定三年，彰显了大股东对公司长期发展的信心。
- **大股东增持彰显信心：**公司公告自 2 月 9 日起，大股东楚昌集团计划 6 个月内增持公司股份不低于 0.05%，不超过 1%。截止 2 月 23 日，大股东已累计增持公司总股份的 0.058%，增持均价为 16.72 元/股，并且表示将在公告的增持区间内继续增持公司股份。我们认为在目前价位，大股东增持股份充分表明其对公司未来发展充满信心以及目前价值被低估。
- **盈利预计：**我们预计公司 2017/2018/2019 年分别实现净利润 14.0 亿元/14.1 亿元/18.4 亿元，分别同比增长 59.9%/0.4%/27.8%（扣非后分别增长 21%/32%/28%），EPS 分别为 0.83 元/0.83 元/1.06 元，对应 PE 分别为 21 倍/21 倍/16 倍。公司纯销、基层配送业务以及终端直配业务将会快速发展，目前估值合理，给予“买入”的投资评级。

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017F	2018F	2019F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	695	877	1402	1407	1797
同比增减	%	23.87	26.23	59.86	0.37	27.75
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.43	0.54	0.83	0.83	1.06
同比增减	%	19.44	25.58	53.07	0.37	27.75
市盈率(P/E)	X	40.16	31.98	20.89	20.82	16.29
股利 (DPS)	RMB 元	0.13	0.40	0.12	0.12	0.15
股息率 (Yield)	%	0.75	2.32	0.67	0.67	0.86

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

人民币百万元	2015	2016	2017F	2018F	2019F
营业收入	49589	61557	76465	95098	117308
经营成本	45834	56733	70188	87255	107522
营业税金及附加	77	130	191	238	293
销售费用	1226	1633	2195	2710	3343
管理费用	1078	1268	1682	1950	2463
财务费用	509	662	738	951	1173
资产减值损失	53	93	195	200	200
投资收益	48	9	27	0	0
营业利润	860	1049	1304	1795	2313
营业外收入	114	101	587	95	100
营业外支出	18	45	33	40	50
利润总额	956	1106	1859	1850	2363
所得税	252	201	440	407	520
少数股东损益	9	28	18	36	46
归母净利润	695	877	1402	1407	1797

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2015	2016	2017F	2018F	2019F
货币资金	6109	7025	8079	9290	10684
应收账款	7798	9358	11229	13475	16170
存货	8114	7708	7323	6957	6609
流动资产合计	27221	32666	39199	47039	56446
长期股权投资	504	656	852	1108	1440
固定资产	2788	3066	3373	3710	4081
在建工程	756	907	1088	1306	1567
非流动资产合计	5363	6168	7093	8157	9381
资产总计	32585	38834	46292	55196	65827
流动负债合计	21010	25212	30254	36305	43566
非流动负债合计	1729	1799	1870	1945	2023
负债合计	22739	27010	32125	38251	45589
少数股东权益	491	147	191	440	1452
股东权益合计	9355	11676	13976	16505	18786
负债及股东权益合计	32585	38834	46292	55196	65827

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
经营活动所得现金净额	436	480	528	580	638
投资活动所用现金净额	-1538	-1400	-1400	-1400	-1400
融资活动所得现金净额	2777	-2000	-2000	-2000	-2000
现金及现金等价物净增加额	1675	-2920	-2872	-2820	-2762

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部分内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。