

九州通(600998.SH) 医药商业

评级：买入 维持评级

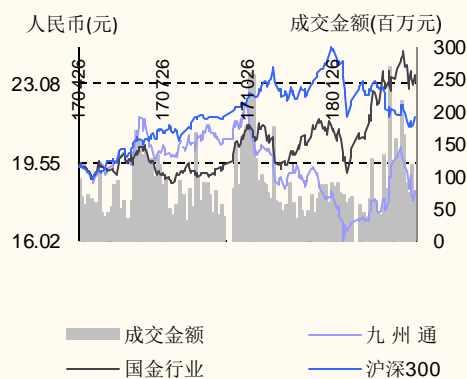
公司点评

市场价格(人民币)：18.29元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,645.79
总市值(百万元)	34,342.45
年内股价最高最低(元)	22.21/16.02
沪深300指数	3828.70
上证指数	3117.97



相关报告

1. 《核心业务稳中求进，战略业务寻求突破-核心业务稳中求进，战略业...》，2017.12.21

彭婷

分析师 SAC 执业编号：S1130515090003
(8621)60230249
pengt@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

收入稳健增长，纯销和药店终端业务占比提升

公司基本情况(人民币)

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.532	0.769	0.660	0.847	1.066
每股净资产(元)	6.85	9.74	10.27	11.02	11.98
每股经营性现金流(元)	0.25	-0.55	0.11	0.19	0.31
市盈率(倍)	38.96	24.63	27.72	21.59	17.16
行业优化市盈率(倍)	17.92	17.92	17.92	17.92	17.92
净利润增长率(%)	26.23%	64.87%	-14.29%	28.39%	25.80%
净资产收益率(%)	7.77%	7.90%	6.42%	7.68%	8.89%
总股本(百万股)	1,647.03	1,878.88	1,877.66	1,877.66	1,877.66

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 公司17年收入739.4亿，同比增长20.1%，归母净利润达14.5亿，同比增长64.9%，扣非归母净利润10.1亿，同比增长22.3%。17年经营活动净现金流-10.1亿。18年一季度公司收入同比增长18%，扣非归母净利润同比增长20.6%。一季度经营活动净现金流-38.7亿。

经营分析

- 收入稳健增长，较高利润率业务占比提升。医院纯销和药店终端销售增速高于30%，带动整体收入保持20%增长。17年和18年一季度的毛利率分别提升0.6和0.28个百分点，主要因为毛利率较高的终端销售业务占比提升，而对批发商的分销业务占比下降。计提股权激励费用导致管理费用率上升。
 - ✓ 公司的纯销业务保持较快增速。公司医疗机构渠道实现销售223亿元，同比增长33.6%。二级以上医药的纯销业务收入146亿，较同期增长33%，主要因为抓住新一轮药品招标的机会，以及拓展了新医院开户数。基层医疗机构实现销售77亿元，同比增长35%，受益于分级诊疗，基层用药市场增速变快。
 - ✓ 公司直接对药店、诊所等终端的配送业务提速明显。公司零售药店渠道实现销售169亿元，同比增长32.7%，主要是因为营改增等政策让倒票企业难以生存，零售药店转向公司进货。公司对下游批发商的销售为297亿，同比增长了4.9%，公司转型终端销售的效果明显。
- 医院回款时间拉长，公司经营性现金流较差。公司二级及以上医院销售收入占比提升，17年开始医院回款账期拉长，影响了公司整体现金流情况。考虑到公司18年对现金流的管理，以及医院回款周期逐渐恢复正常，预计18年开始经营性现金流净额会转正。

投资建议

- 公司是最大的民营医药商业龙头企业。直接对药店、诊所等终端的配送业务提速明显。两票制推行有利于公司提升城市公立医院的纯销份额。定增完成未来两年提供资金支撑。预计公司18—20年EPS为0.66、0.85、1.07元，经营性收益同比增长22.7%、28.4%、25.8%。当前股价18.29元分别对应估值为27.7X、21.5X、17X。给予“买入”评级。

风险

- 医院账期拉长影响公司现金流和盈利能力；贷款利率上行压力。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	49,589	61,557	73,943	90,210	109,155	130,986
增长率		24.1%	20.1%	22.0%	21.0%	20.0%
主营业务成本	-45,834	-56,733	-67,706	-82,543	-99,855	-119,786
%销售收入	92.4%	92.2%	91.6%	91.5%	91.5%	91.5%
毛利	3,755	4,824	6,237	7,668	9,300	11,199
%销售收入	7.6%	7.8%	8.4%	8.5%	8.5%	8.6%
营业税金及附加	-77	-130	-176	-180	-218	-262
%销售收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-1,226	-1,633	-2,276	-2,797	-3,351	-3,995
%销售收入	2.5%	2.7%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
管理费用	-1,078	-1,268	-1,636	-2,075	-2,467	-2,921
%销售收入	2.2%	2.1%	2.2%	2.3%	2.3%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	1,374	1,793	2,149	2,616	3,264	4,021
%销售收入	2.8%	2.9%	2.9%	2.9%	3.0%	3.1%
财务费用	-509	-662	-710	-939	-1,108	-1,303
%销售收入	1.0%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
资产减值损失	-53	-93	-94	0	0	0
公允价值变动收益	0	7	-11	0	0	0
投资收益	48	5	607	30	35	38
%税前利润	5.0%	0.4%	31.5%	1.7%	1.6%	1.3%
营业利润	860	1,049	1,942	1,707	2,191	2,756
营业利润率	1.7%	1.7%	2.6%	1.9%	2.0%	2.1%
营业外收支	96	56	-17	55	60	65
税前利润	956	1,106	1,925	1,762	2,251	2,821
利润率	1.9%	1.8%	2.6%	2.0%	2.1%	2.2%
所得税	-252	-201	-452	-493	-630	-790
所得税率	26.4%	18.2%	23.5%	28.0%	28.0%	28.0%
净利润	704	904	1,473	1,269	1,621	2,031
少数股东损益	9	28	27	30	30	30
归属于母公司的净利润	695	877	1,446	1,239	1,591	2,001
净利率	1.4%	1.4%	2.0%	1.4%	1.5%	1.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	704	904	1,473	1,269	1,621	2,031
少数股东损益	9	28	27	30	30	30
非现金支出	273	370	445	352	389	418
非经营收益	449	561	186	1,114	1,168	1,376
营运资金变动	-1,012	-1,430	-3,140	-2,528	-2,821	-3,251
经营活动现金净流	415	406	-1,036	207	357	574
资本开支	-1,005	-1,146	-1,035	-585	-657	-419
投资	-594	-401	-695	-1	0	0
其他	61	49	-266	30	35	38
投资活动现金净流	-1,538	-1,498	-1,996	-556	-622	-381
股权募资	1,239	1,488	6,421	0	0	0
债权募资	2,887	-633	791	154	2,716	2,474
其他	-1,349	-1,270	-1,136	-1,346	-1,451	-1,667
筹资活动现金净流	2,777	-415	6,076	-1,192	1,265	807
现金净流量	1,654	-1,507	3,044	-1,541	1,000	1,000

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	6,109	5,237	8,541	7,000	8,000	9,000
应收款项	10,878	14,533	20,022	21,737	26,302	31,562
存货	8,114	10,152	12,182	13,569	16,414	19,691
其他流动资产	2,121	2,241	2,728	3,371	3,996	4,793
流动资产	27,221	32,164	43,473	45,676	54,712	65,046
%总资产	83.5%	83.0%	83.5%	83.9%	85.8%	87.7%
长期投资	764	898	1,768	1,769	1,768	1,768
固定资产	3,543	4,403	5,291	5,665	5,890	5,911
%总资产	10.9%	11.4%	10.2%	10.4%	9.2%	8.0%
无形资产	1,018	1,167	1,372	1,283	1,388	1,433
非流动资产	5,363	6,565	8,575	8,748	9,077	9,143
%总资产	16.5%	17.0%	16.5%	16.1%	14.2%	12.3%
资产总计	32,585	38,729	52,048	54,424	63,789	74,189
短期借款	5,847	5,531	7,038	7,527	10,243	12,717
应付款项	12,992	17,598	22,194	24,610	29,770	35,712
其他流动负债	2,171	2,131	1,470	263	318	460
流动负债	21,010	25,259	30,702	32,400	40,332	48,888
长期贷款	0	6	128	128	128	129
其他长期负债	1,729	1,452	1,681	1,334	1,334	1,334
负债	22,739	26,718	32,511	33,862	41,794	50,351
普通股股东权益	8,358	11,278	18,300	19,295	20,698	22,511
少数股东权益	491	732	1,237	1,267	1,297	1,327
负债股东权益合计	32,585	38,729	52,048	54,424	63,789	74,189

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.422	0.532	0.769	0.660	0.847	1.066
每股净资产	5.075	6.848	9.740	10.269	11.016	11.981
每股经营现金净流	0.252	0.246	-0.551	0.110	0.190	0.306
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.130	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	8.31%	7.77%	7.90%	6.42%	7.68%	8.89%
总资产收益率	2.20%	2.26%	2.78%	2.28%	2.49%	2.70%
投入资本收益率	6.20%	7.78%	5.86%	6.37%	6.97%	7.62%
增长率						
主营业务收入增长率	20.75%	24.13%	20.12%	22.00%	21.00%	20.00%
EBIT增长率	34.32%	30.46%	19.87%	21.74%	24.76%	23.21%
净利润增长率	23.87%	26.23%	64.87%	-14.29%	28.39%	25.80%
总资产增长率	30.93%	22.61%	34.39%	4.57%	17.21%	16.30%
资产管理能力						
应收账款周转天数	47.5	50.0	57.2	57.0	57.0	57.0
存货周转天数	57.4	58.8	60.2	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	43.4	44.2	47.1	48.0	48.0	48.0
固定资产周转天数	20.5	21.1	21.7	18.8	15.7	13.1
偿债能力						
净负债/股东权益	15.13%	13.12%	-0.21%	9.67%	16.85%	21.73%
EBIT利息保障倍数	2.7	2.7	3.0	2.8	2.9	3.1
资产负债率	71.99%	68.99%	62.46%	62.22%	65.52%	67.87%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	5	9	17
增持	0	1	3	5	13
中性	0	0	0	0	5
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.25	1.38	1.36	1.66

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

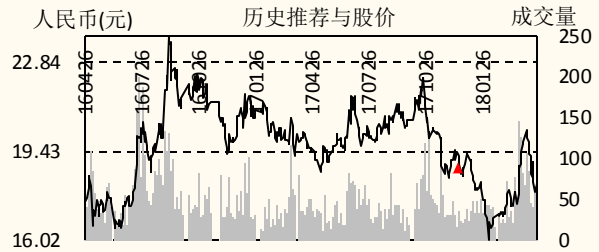
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-12-21	买入	18.95	22.50~23.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH