

柳州医药 (603368.SH) 保健产品及服务行业

评级: 买入 首次评级

公司点评

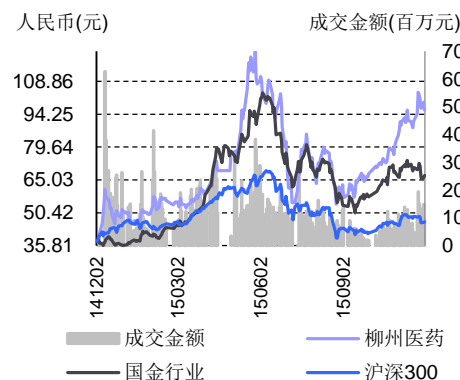
市场价格(人民币): 96.10元

医院供应链项目延伸, 综合服务能力加强

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)	22.50
总市值(百万元)	10,811.25
年内股价最高最低(元)	122.24/37.76
沪深300指数	3591.70
上证指数	3456.31



相关报告

1. 《从“传统配送商”往“综合医药物流服务商”转型;柳州医药公司...》, 2015.5.4
2. 《广西省内医药流通龙头, 关注新业务拓展;柳州医药公司点评》, 2015.4.27

叶苏 分析师 SAC 执业编号: S1130513060003
(8621)60230225
yesu@gjzq.com.cn

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

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	1.660	1.509	1.897	2.425	2.867
每股净资产(元)	5.57	10.27	12.04	13.94	16.68
每股经营性现金流(元)	0.25	-1.18	4.73	2.80	3.35
市盈率(倍)	N/A	34.06	38.52	30.13	25.48
行业优化市盈率(倍)	51.29	65.78	135.79	135.79	135.79
净利润增长率(%)	43.18%	13.64%	25.67%	27.85%	18.24%
净资产收益率(%)	29.82%	14.69%	15.75%	17.40%	17.19%
总股本(百万股)	90.00	112.50	112.50	112.50	112.50

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司公告: 控股子公司广西南宁柳药与南京第三人民医院签订《战略合作协议》, 开展医院供应链延伸服务项目。

经营分析

- **医院供应链延伸项目陆续开展, 叠加物流综合服务能力:** 公司前期公告拟在广西省内开发 15-20 家三甲医院和 30-50 家二甲医院, 实施医院供应链延伸服务, 内容包括药品供应链和智能化管理, 门诊药房智能解决方案, 药品零库存管理等综合服务, 目前先后与十几家医院签订了战略合作协议, 正在逐步从“配送商”往“综合性医药物流服务供应商”转型。
- **连锁药店扩张, DTC 药店加速布局, 零售业务增速提升:** 公司全资子公司桂中大药房直营药店正在向周边城市扩张, 今年新增梧州钦州两个核心城市的布局, 药房 170 多家, 比 2014 年新增 20 多家, 并在南京、柳州、桂林三地开设 DTC 药店, 向终端客户提供高值大病药品, 截止 2015 年中期零售业务同比增长 32%。
- **非公开增发提升资金实力, 并实施员工持股计划:** 公司拟非公开增发不超过 16.5 亿元, 用于医院供应链延伸项目和医疗器械耗材物流配送网络建设, 同时实施员工持股计划, 医药流通企业对资金的要求很高, 充裕的资金能够有效加快公司的发展, 预计明年上半年完成定增后, 公司综合实力将得到加强。
- **中药饮片基地明年投产:** 公司募投项目之一南宁中药饮片加工基地一期工程已经基本完成, 各类中药饮片产能 2 万吨, 预计能够实现 5 亿产值, 目前中药饮片配送在公司的医药配送中占比很小, 投产之后新业务拓展将加快。
- **拓展医疗器械、耗材的物流配送:** 公司目前业务以药品配送为主, 药品品种达到 18000 多种, 基本覆盖了医院的常规药品和新特用药, 但医疗器械和高值耗材的配送量很小, 正在加速建设医疗器械和耗材的物流配送平台。医疗器械与高值耗材的配送集中度很低, 但毛利率水平较高, 有助于提升新的盈利增长点。
- **深耕广西省内业务, 市占率提升空间仍然较大:** 公司医药物流配送规模在广西省内第一, 主要竞争对手为国药一致广西各级公司, 但集中度依然不高, 柳州、南宁、桂林和玉林四个省市配送业务占公司总收入的 80%, 其他区域

扩张空间较大。

盈利预测

- 预计公司 2015-2017 年 EPS 为 1.897 元、2.425 元和 2.867 元，同比增长 25%、28%和 18%。

投资建议

- 公司是广西省内医药流通龙头企业，在省内的竞争优势非常明显，拥有丰富的区位优势，未来公司将在提升覆盖面的基础上探索各类新的商业模式，如物流延伸服务、第三方物流、电子商务等；我们看好公司拥有的区位优势，可拓展的业务领域较多；“买入”评级。

风险提示

- 限售股解禁的压力
- 定增重组失败的风险
- 药品招标进程缓慢的风险
- 新业务拓展低预期

图表 1: 基础财务报表

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	3,558	4,548	5,655	6,900	8,300	10,000
增长率		27.8%	24.4%	22.0%	20.3%	20.5%
主营业务成本	-3,253	-4,149	-5,155	-6,300	-7,578	-9,130
% 销售收入	91.4%	91.2%	91.1%	91.3%	91.3%	91.3%
毛利	305	399	501	600	722	870
% 销售收入	8.6%	8.8%	8.9%	8.7%	8.7%	8.7%
营业税金及附加	-9	-8	-8	-10	-12	-15
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
营业费用	-72	-88	-116	-145	-174	-210
% 销售收入	2.0%	1.9%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
管理费用	-61	-79	-97	-124	-149	-180
% 销售收入	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	164	224	279	321	386	465
% 销售收入	4.6%	4.9%	4.9%	4.7%	4.7%	4.7%
财务费用	-24	-37	-51	-37	-51	-64
% 销售收入	0.7%	0.8%	0.9%	0.5%	0.6%	0.6%
资产减值损失	-2	-1	-8	-18	-4	-4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	5	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	0.0%
营业利润	137	186	220	266	337	397
营业利润率	3.9%	4.1%	3.9%	3.8%	4.1%	4.0%
营业外收支	1	-2	-5	3	3	3
税前利润	138	184	215	269	340	400
利润率	3.9%	4.0%	3.8%	3.9%	4.1%	4.0%
所得税	-33	-35	-38	-48	-61	-72
所得税率	24.2%	18.8%	17.6%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	104	149	177	220	278	328
少数股东损益	0	0	7	8	8	8
归属于母公司的净利润	104	149	170	212	270	320
净利率	2.9%	3.3%	3.0%	3.1%	3.3%	3.2%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	593	668	932	900	967	967
应收款项	972	1,362	1,858	1,823	2,193	2,642
存货	348	459	602	604	727	875
其他流动资产	43	57	72	65	78	93
流动资产	1,956	2,546	3,465	3,392	3,964	4,577
% 总资产	96.4%	94.4%	92.8%	75.2%	77.3%	71.8%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	14	71	182	1,053	1,100	1,732
% 总资产	0.7%	2.6%	4.9%	23.3%	21.4%	27.2%
无形资产	46	68	71	64	63	62
非流动资产	73	152	271	1,120	1,165	1,796
% 总资产	3.6%	5.6%	7.2%	24.8%	22.7%	28.2%
资产总计	2,029	2,698	3,736	4,512	5,129	6,373
短期借款	422	595	560	998	980	1,407
应付款项	1,171	1,546	1,831	1,970	2,370	2,855
其他流动负债	38	27	47	90	105	124
流动负债	1,631	2,168	2,438	3,058	3,455	4,385
长期贷款	0	0	75	75	75	76
其他长期负债	20	28	49	0	0	0
负债	1,651	2,197	2,562	3,133	3,530	4,461
普通股股东权益	379	501	1,156	1,353	1,565	1,870
少数股东权益	0	0	18	26	34	42
负债股东权益合计	2,029	2,698	3,736	4,512	5,129	6,373

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	1.159	1.660	1.509	1.886	2.404	2.845
每股净资产	4.207	5.567	10.272	12.029	13.908	16.622
每股经营现金净流	0.672	0.248	-1.177	4.360	2.801	3.358
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	27.56%	29.82%	14.69%	15.68%	17.28%	17.11%
总资产收益率	5.14%	5.54%	4.55%	4.70%	5.27%	5.02%
投入资本收益率	15.49%	16.58%	12.43%	10.73%	11.93%	11.23%
增长率						
主营业务收入增长率	30.42%	27.82%	24.35%	22.01%	20.29%	20.48%
EBIT增长率	30.07%	36.83%	24.70%	14.91%	20.29%	20.48%
净利润增长率	24.93%	43.18%	13.64%	24.99%	27.42%	18.35%
总资产增长率	28.96%	32.94%	38.47%	20.79%	13.66%	24.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	86.3	91.7	101.3	95.0	95.0	95.0
存货周转天数	37.4	35.5	37.6	35.0	35.0	35.0
应付账款周转天数	107.1	107.1	109.1	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	1.0	1.1	1.2	41.7	27.9	39.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-45.26%	-14.52%	-25.35%	12.54%	5.50%	26.96%
EBIT利息保障倍数	6.7	6.1	5.5	8.6	7.6	7.3
资产负债率	81.34%	81.43%	68.57%	69.43%	68.82%	70.00%

来源: 国金证券研究所

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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-04-27	增持	69.23	N/A
2	2015-05-04	买入	76.15	N/A

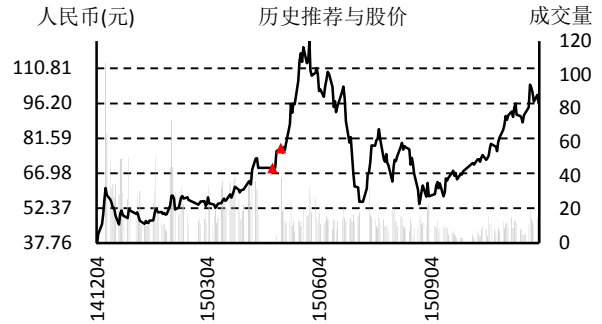
来源：国金证券研究所

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



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 20%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 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%以下。

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邀请。

证券研究报告是用于服务机构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。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户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。

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 7BD