2016 年 06 月 20 日
证券研究报告•动态跟踪报告
柳州医药（603368）医药生物

买入（首次）
当前价：82.76 元
目标价：——元

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

致力于产业链延伸的区域医药流通龙头

投资要点

- **推荐逻辑：**医药流通行业集中度提升大趋势下，区域龙头将受益；积极转型，供应链延伸项目进展顺利，目前已经同 14 家医院签订战略合作协议，有利于降低管理成本，增加医院客户粘性，进一步扩大销售份额；DTP 业务承接处方药外流，直营药店同步进展，零售端布局有条不紊。
- **“两票制”催化行业集中，区域分销龙头受益。**1）公司作为一家以医院销售、零售药店和第三终端并重发展的区域性医药流通区域龙头企业，已与广西区内 100%的三甲医院建立良好业务关系，在区内 14 个地级市均建立了健全的销售网络和售后服务体系；2）在包括两票制在内的政策催化下，医药流通行业集中度将进一步提升，具备区域优势、规模优势、渠道优势的区域龙头将显著受益。
- **DTP 业务起步，布局优势明显。**1）公司将重点推广“DTP 业务+院边店+医药电商”，与医院药品业务形成良性互补；2）控股子公司柳州桂中大药房于 2015 年成立 DTP 事业部，着重推广 DTP 业务并在医院内部及周边开设便民药店，同时打造网上药店业务，全终端布局承接处方药外流；3）目前公司拥有直营药房 174 家，其中 DTP 药房 11 家；4）作为区域流通龙头，利用渠道，价格优势，柳州医药零售业务预计三年后将具备 35%的市场扩容。
- **供应链延伸服务推进，升级医院合作模式。**1）公司拟投资 10.35 亿元，在广西 15-20 家三甲医院和 30-50 家二甲医院实施供应链延伸项目，目前已与区内 14 家医疗机构签订供应链延伸服务战略协议；2）公司旨在将物流服务延伸到医院内部药房，升级医院合作模式，并逐步向综合性医药服务供应商转型；3）该项新服务预期将为公司提高 20%-30%医院份额。医院分销业务和零售业务将形成协同效应，承接处方外流优势明显。
- **新业务逐步落地，全产业链延伸。**1）布局上游制药业务，仙茱中药负责南宁中药饮片厂基地建成投产后的运作，是公司首家进入生产领域的子公司，未来将有进一步向生产领域延伸的预期；2）成立柳药医疗，从事医疗投资、医院管理等，推动未来公司业务向下游医疗机构扩展；3）搭建医疗器械耗材配送项目；4）我们认为公司进行纵向、横向全产业链延伸将丰富公司产品线，后续有望借助其供应链平台快速放量，盈利能力将提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 16-18 年 EPS 分别为 1.84 元、2.33 元、2.86 元，对应 PE 分别为 45 倍、36 倍、29 倍。我们看好供应链延伸业务为公司带来的医院配送份额增量，DTP 业务在处方外流趋势下发展空间巨大，中药饮片等新业务亦处于放量前期，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**区域竞争或加剧的风险；医改政策或不断趋于严厉的风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	6507.66	7877.31	9525.68	11353.36
增长率	15.07%	21.05%	20.93%	19.19%
归属母公司净利润（百万元）	208.38	261.87	331.58	406.58
增长率	22.72%	25.67%	26.62%	22.62%
每股收益 EPS（元）	1.46	1.84	2.33	2.86
净资产收益率 ROE	16.63%	8.81%	10.19%	11.30%
PE	57	45	36	29
PB	8.66	3.65	3.33	3.02

数据来源：Wind，西南证券

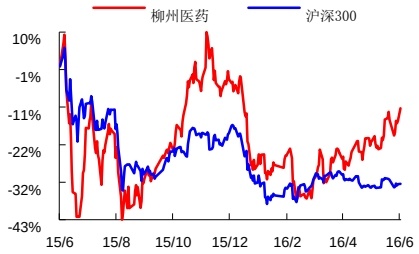
西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
执业证号：S1250513070001
电话：021-68413530
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：施跃
执业证号：S1250515080001
电话：021-68413878
邮箱：syue@swsc.com.cn

联系人：张肖星
电话：021-68415020
邮箱：zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.42
流通 A 股(亿股)	1.42
52 周内股价区间(元)	54.16-104.01
总市值(亿元)	117.81
总资产(亿元)	58.14
每股净资产(元)	21.20

相关研究

关键假设：

1）随着合作医院的增加，公司配送业务收入保持较高增长；

2）饮片、零售业务逐渐放量，对公司毛利率有显著拉伸作用。

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
合计				
营业收入	6,507.66	7,877.3	9,525.7	11,353.4
yoy	15.07%	21.05%	20.93%	19.19%
营业成本	5,942.88	7,161.6	8,650.3	10,294.9
毛利率	8.68%	9.09%	9.19%	9.32%
药品				
收入	6,250.61	7,500.73	9,000.88	10,621.04
yoy	10.58%	20.00%	20.00%	18.00%
成本	5,744.91	6,870.67	8,243.00	9,724.62
毛利率	8.09%	8.40%	8.42%	8.44%
器械				
收入	148.45	222.68	311.75	436.44
yoy		50.00%	40.00%	40.00%
成本	127.62	190.39	266.54	373.16
毛利率	14.03%	14.50%	14.50%	14.50%
其它				
收入	102.00	147.90	207.06	289.88
yoy		45.00%	40.00%	40.00%
成本	70.34	100.57	140.80	197.12
毛利率	31.04%	32.00%	32.00%	32.00%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	6507.66	7877.31	9525.68	11353.36
营业成本	5942.88	7161.63	8650.35	10294.90
营业税金及附加	10.79	12.40	14.98	18.02
销售费用	132.90	173.30	210.52	252.04
管理费用	112.89	142.58	180.99	221.39
财务费用	33.87	35.72	28.08	29.52
资产减值损失	10.44	10.00	10.00	10.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	263.88	341.68	430.77	527.49
其他非经营损益	4.18	0.12	0.62	1.05
利润总额	268.06	341.80	431.39	528.53
所得税	41.82	57.48	71.39	87.10
净利润	226.24	284.32	360.00	441.43
少数股东损益	17.86	22.45	28.42	34.85
归属母公司股东净利润	208.38	261.87	331.58	406.58

现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	226.24	284.32	360.00	441.43
折旧与摊销	12.99	39.04	78.95	119.52
财务费用	33.87	35.72	28.08	29.52
资产减值损失	10.44	10.00	10.00	10.00
经营营运资本变动	-315.93	6.41	-270.00	-252.81
其他	-74.86	-6.40	-11.39	-9.15
经营活动现金流净额	-107.25	369.08	195.64	338.50
资本支出	-118.02	-430.00	-430.00	-430.00
其他	-12.84	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-130.85	-430.00	-430.00	-430.00
短期借款	121.23	-181.12	0.00	0.00
长期借款	-74.74	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	1625.17	0.00	0.00
支付股利	-34.88	-42.80	-53.79	-68.10
其他	66.25	-35.72	-28.08	-29.52
筹资活动现金流净额	77.86	1365.54	-81.87	-97.62
现金流量净额	-160.24	1304.61	-316.23	-189.12

资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	723.91	2028.52	1712.29	1523.17
应收和预付款项	2505.73	2842.96	3491.67	4174.45
存货	662.44	798.29	964.24	1147.55
其他流动资产	2.72	3.29	3.98	4.74
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.24	0.24	0.24	0.24
固定资产和在建工程	296.98	690.50	1044.10	1357.14
无形资产和开发支出	83.71	81.86	80.00	78.14
其他非流动资产	29.25	28.56	27.86	27.16
资产总计	4304.98	6474.21	7324.37	8312.60
短期借款	681.12	500.00	500.00	500.00
应付和预收款项	2146.16	2618.51	3148.64	3748.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	117.07	128.38	142.20	157.46
负债合计	2944.35	3246.89	3790.84	4405.73
股本	112.50	142.35	142.35	142.35
资本公积	593.87	2189.20	2189.20	2189.20
留存收益	622.77	841.84	1119.63	1458.11
归属母公司股东权益	1329.15	3173.39	3451.18	3789.65
少数股东权益	31.49	53.93	82.36	117.21
股东权益合计	1360.64	3227.32	3533.54	3906.86
负债和股东权益合计	4304.98	6474.21	7324.37	8312.60

财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力				
销售收入增长率	15.07%	21.05%	20.93%	19.19%
营业利润增长率	19.83%	29.48%	26.07%	22.45%
净利润增长率	27.62%	25.67%	26.62%	22.62%
EBITDA 增长率	11.34%	34.01%	29.14%	25.79%
获利能力				
毛利率	8.68%	9.09%	9.19%	9.32%
三费率	4.30%	4.46%	4.40%	4.43%
净利率	3.48%	3.61%	3.78%	3.89%
ROE	16.63%	8.81%	10.19%	11.30%
ROA	5.26%	4.39%	4.92%	5.31%
ROIC	14.91%	14.23%	13.39%	12.83%
EBITDA/销售收入	4.78%	5.29%	5.65%	5.96%
营运能力				
总资产周转率	1.62	1.46	1.38	1.45
固定资产周转率	78.78	23.42	13.61	11.02
应收账款周转率	3.14	3.17	3.24	3.19
存货周转率	9.40	9.81	9.82	9.75
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.34%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	68.39%	50.15%	51.76%	53.00%
带息债务/总负债	23.13%	15.40%	13.19%	11.35%
流动比率	1.35	1.78	1.66	1.58
速动比率	1.12	1.53	1.40	1.31
股利支付率	16.74%	16.34%	16.22%	16.75%
每股指标				
每股收益	1.46	1.84	2.33	2.86
每股净资产	9.56	22.67	24.82	27.45
每股经营现金	-0.75	2.59	1.37	2.38
每股股利	0.24	0.30	0.38	0.48

业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	310.75	416.43	537.80	676.52
PE	56.54	44.99	35.53	28.98
PB	8.66	3.65	3.33	3.02
PS	1.81	1.50	1.24	1.04
EV/EBITDA	29.75	24.56	19.61	15.87
股息率	0.30%	0.36%	0.46%	0.58%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）
021-68415309
18621310081
jsf@swsc.com.cn

罗月江
021-68413856
13632421656
lyj@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）
010-57631179
18611796242
zjia@swsc.com.cn

陆铂锡
010-57631175
13520109430
lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）
0755-26675724
18665815531
liuj@swsc.com.cn

张婷
0755-26673231
13530267171
zhangt@swsc.com.cn

任骁
0755-26820395
18682101747
rxiao@swsc.com.cn

罗聪
0755-26892557
15219509150
luoc@swsc.com.cn

赵晨阳（上海办公）
021-68416926
15821921712
zcy@swsc.com.cn