

2016年08月19日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001  
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn  
联系人：盛丽华  
021-68591551 shenglh@ghzq.com.cn

## 深耕广西区域的流通龙头，期待新业务发展

### ——柳州医药（603368）半年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
柳州医药	-7.8	8.2	6.5
沪深 300	2.7	9.0	-17.5

市场数据

2016/08/18

当前价格（元）	81.98
52 周价格区间（元）	51.74 - 104.40
总市值（百万）	11669.69
流通市值（百万）	4704.34
总股本（万股）	14234.80
流通股（万股）	5738.39
日均成交额（百万）	84.99
近一月换手（%）	43.08

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

## 事件：

公司发布 2016 年半年报，上半年实现营业收入 36.83 亿，同比增长 17.20%，归属于上市公司股东净利润 1.58 亿，同比增长 46.5%，基本每股收益 1.11 元。

## 投资要点：

- 医院纯销业务稳健增长。**公司发布 2016 年半年报，上半年实现营业收入 36.83 亿，同比增长 17.20%，归属于上市公司股东净利润 1.58 亿，同比增长 46.5%，主要来自公司医院纯销业务的增长，利润增速高于营收增速主要是非公开发行股票募集资金到账偿还银行贷款，财务费用比上年同期下降。分行业来看，批发业务 34.0 亿元，同比增长 16.87%，毛利率增加 0.47 个百分点，主要原因是公司销售规模扩大，公司总代理、经销品种增加，毛利率上升。除医院纯销业务继续保持稳健增长外，零售终端继续保持增长势头，零售业上半年实现 2.79 亿元，同比增长 20.86%，毛利率减少 1.88 个百分点，主要原因是处方药和 DTP 药品毛利率较低，2016 年上半年处方药销售和 DTP 药店销售占比增加。
- 深耕广西市场，医院供应链延伸服务项目拓展顺利。**公司为广西区域性流通龙头，以直销业务为核心，在广西地区三级医院覆盖率达到 100%，二级医院覆盖率达到 90%。公司发挥与广西地区医疗机构长期建立起来的良好合作关系，大力拓展供应链延伸服务项目，提高与医院合作粘性，提高配送份额，深挖掘广西市场。目前已签订项目协议医疗机构达 17 家，较去年新增 4 家合作医疗机构，公司计划三年内在广西自治区内在 15-20 家三甲医院和 30-50 家二甲医院实施开展供应链延伸服务。随着供应链延伸服务项目在广西地区医院的铺开，公司市场占有率进一步提升，且公司能以供应链延伸服务为契机，同步开展药库托管、器械（耗材）供应平台、医院信息系统研发、零售便民药房合作等业务，逐步即由传统的单一配送商向综合性现代医药物流服务供应商转型。
- 发展 DTP 药房业务和布局院边店，承接处方外流。**公司把握医药分离政策趋势，在医疗机构周边及院内布局开设便民药店，公司与区域内医院具有良好的合作关系，在承接处方外流中具有相对优势。目前，桂中大药房已拥有 181 家直营药店，其中医保药店 56 家。在 DTP 药店方面，加快区域 DTP 药店布局，桂中大药房 DTP 药店数量达 15 家，新增了来宾、贵港、梧州等区域。同时，计划逐步将原有医疗机构附近的传统药店纳入 DTP 药店体系发展。未来新设药店将以 DTP 药房为主，

目前 DTP 主要为高值药为主，毛利率略低，但单店体量大，DTP 药房在医院资源、药事服务能力、上游药企资源等方面具有优势，将是处方外流理想承接者。随着医药分离、处方外流的推进，公司 DTP 药房和院边店优势将得以充分发挥。

- **盈利预测和投资评级:** 公司为广西区域性流通龙头，以直销业务为核心，在广西地区基本实现全覆盖，公司通过拓展医院供应链延伸服务项目，提高与医院合作粘性，提高配送份额，深挖掘广西市场。零售业务方面，发展 DTP 药房业务和布局院边店，随着医药分离、处方外流的推进，公司 DTP 药房和院边店优势将得以充分发挥，同时，公司与区域内医院具有良好的合作关系，在承接处方外流中具有相对优势。考虑公司定增拓展医院供应链延伸服务项目的影响，预计 2016-2018 年 EPS 分别为 2.17 元、2.58 元和 3.19 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 行业政策推行不及预期，供应链延伸服务项目业务推进不确定性，定增项目实施的不确定。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	6399	7404	8778	10173
增长率(%)	13%	16%	19%	16%
净利润（百万元）	208	309	367	454
增长率(%)	23%	48%	19%	24%
摊薄每股收益（元）	1.85	2.17	2.58	3.19
ROE(%)	15.31%	9.31%	9.90%	10.82%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 柳州医药盈利预测表

603368.S										
证券代码:	H	股价: 81.98				投资评级:	买入		日期:	2016/08/18
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	15%	9%	10%	11%	EPS	1.85	2.17	2.58	3.19	
毛利率	9%	9%	9%	9%	BVPS	11.81	22.89	25.43	28.58	
期间费率	5%	4%	4%	4%	<b>估值</b>					
销售净利率	3%	4%	4%	4%	P/E	44.26	37.81	31.77	25.71	
<b>成长能力</b>					P/B	6.94	3.58	3.22	2.87	
收入增长率	13%	16%	19%	16%	P/S	1.44	1.58	1.33	1.15	
利润增长率	23%	48%	19%	24%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	
总资产周转率	1.49	1.12	1.18	1.22	营业收入	6399	7404	8778	10173	
应收账款周转率	2.65	2.65	2.65	2.65	营业成本	5817	6721	7961	9214	
存货周转率	8.78	8.78	8.78	8.78	营业税金及附加	11	12	15	17	
<b>偿债能力</b>					销售费用	133	154	182	211	
资产负债率	68%	50%	50%	50%	管理费用	113	123	137	139	
流动比	1.35	1.91	1.86	1.85	财务费用	34	(11)	(1)	(3)	
速动比	1.12	1.67	1.62	1.60	其他费用 / (-收入)	(10)	(8)	(10)	(10)	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	营业利润	264	397	473	585	
现金及现金等价物	724	2455	2471	2577	营业外净收支	4	2	2	2	
应收款项	2417	2797	3316	3843	利润总额	268	399	475	587	
存货净额	662	767	908	1051	所得税费用	42	64	76	94	
其他流动资产	91	105	125	145	净利润	226	335	399	493	
<b>流动资产合计</b>	<b>3895</b>	<b>6124</b>	<b>6820</b>	<b>7616</b>	少数股东损益	18	26	31	39	
固定资产	147	187	266	351	归属于母公司净利润	208	309	367	454	
在建工程	150	165	215	255	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	
无形资产及其他	84	84	100	117	经营活动现金流	(107)	206	212	312	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	226	335	399	493	
<b>资产总计</b>	<b>4305</b>	<b>6590</b>	<b>7430</b>	<b>8368</b>	少数股东权益	18	26	31	39	
短期借款	681	681	681	681	折旧摊销	9	13	15	19	
应付款项	2074	2400	2843	3291	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	18	21	25	29	营运资金变动	(361)	(827)	(1127)	(1141)	
其他流动负债	110	110	110	110	投资活动现金流	(131)	(55)	(128)	(125)	
<b>流动负债合计</b>	<b>2882</b>	<b>3212</b>	<b>3659</b>	<b>4110</b>	资本支出	(115)	(55)	(128)	(125)	
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0	
其他长期负债	62	62	62	62	其他	(15)	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>62</b>	<b>62</b>	<b>62</b>	<b>62</b>	筹资活动现金流	1970	1620	(5)	(7)	
<b>负债合计</b>	<b>2944</b>	<b>3274</b>	<b>3721</b>	<b>4172</b>	债务融资	46	0	0	0	
股本	113	142	142	142	权益融资	0	1625	0	0	
股东权益	1361	3316	3710	4196	其它	1923	(4)	(5)	(7)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4305</b>	<b>6590</b>	<b>7430</b>	<b>8368</b>	现金净增加额	1731	1771	79	180	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所



## 【分析师承诺】

代鹏举，本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。