

2017年03月02日

证券研究报告·动态跟踪报告

柳州医药 (603368) 医药生物

买入 (维持)

当前价: 77.88 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

牵手润达医疗, 进军 IVD 流通市场

投资要点

- **事件:** 公司公告与润达医疗合资设立广西柳润医疗科技有限公司, 目标公司注册资本为 1 亿元, 公司拟以自有资金出资 5100 万元 (占注册资本的 51%)。
- **携手润达医疗, 开拓 IVD 流通市场。** 此次合资公司的成立意味着公司将切入 IVD 流通领域。公司与润达医疗将发挥各自的长处: 润达医疗为国内 IVD 流通领域龙头, 提供医学检验产品及综合服务为主营业务的集约化供应及集成服务, 与上游 IVD 生产企业建立了稳固的供应关系, 形成了标准化的医学实验室服务体系; 公司为广西省医药流通龙头, 已通过供应链延伸服务与医院建立了良好的合作关系。目前广西省 IVD 流通市场规模约 30 亿元, 市场格局分散, 合资公司依托润达医疗的上游渠道资源、专业服务体系和柳州医药的医院渠道资源, 有望成为广西 IVD 流通领域龙头。
- **借力供应链延伸, 深入医疗机构合作。** 1) 公司着力打造供应链延伸服务, 拟在广西 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 20 余家医疗机构签订供应链延伸服务战略合作协议; 2) 医院供应链延伸服务项目的推进将提升公司与医疗机构的粘性, 广西省新标已于 2017 年 1 月切换, 借本轮新标切换的契机, 公司有望凭借与医疗机构的高粘性获得更高的市场份额; 3) 与医疗服务机构的良好关系亦将促使更多上游客户与公司建立密切合作关系, 保障公司经营品种的齐全和药械供应的稳定充足。
- **DTP 药房发展迅速, 产业链延伸正在推进。** 1) 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; 截止 2016 年 6 月, 公司 DTP 药店数量已达 15 家, 并计划逐步将原有设立在医疗机构附近的传统药店纳入 DTP 药店体系发展, 通过在医院内部及周边开设便民药房的形式, 满足医院病人的个性化用药和自费药品需求。2) 布局上游制药业务, 仙莱中药已投入运作, 是公司首家进入生产领域的子公司, 公司还与广西医科大学制药厂共同设立广西医大仙晟生物制药有限公司, 未来将有进一步向生产领域延伸的预期; 3) 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 2.14 元、2.76 元、3.56 元, 对应 PE 分别为 36 倍、28 倍、22 倍。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、IVD 流通等新业务亦处于放量前期, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 区域竞争或加剧的风险, 公立医院药品招标降价超预期风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	6507.66	7857.36	9518.54	11855.76
增长率	15.07%	20.74%	21.14%	24.55%
归属母公司净利润 (百万元)	208.38	304.70	392.31	506.75
增长率	22.72%	46.23%	28.75%	29.17%
每股收益 EPS (元)	1.46	2.14	2.76	3.56
净资产收益率 ROE	16.63%	10.11%	11.71%	13.40%
PE	53	36	28	22
PB	8.37	3.48	3.13	2.77

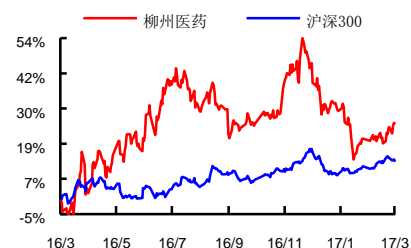
数据来源: Wind, 西南证券

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

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)	0.57
52 周内股价区间(元)	59.81-95.69
总市值(亿元)	110.86
总资产(亿元)	57.27
每股净资产(元)	21.77

相关研究

1. 柳州医药 (603368): 费用减少贡献高增长, 供应链延伸提升客户粘性 (2016-10-27)
2. 柳州医药 (603368): 业绩高增长, 产业链延伸 (2016-08-18)
3. 柳州医药 (603368): 致力于产业链延伸的区域医药流通龙头 (2016-06-21)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	6507.66	7857.36	9518.54	11855.76	净利润	226.24	330.82	425.94	550.19
营业成本	5942.88	7145.47	8645.49	10753.47	折旧与摊销	12.99	39.04	78.95	119.52
营业税金及附加	10.79	13.03	15.79	19.66	财务费用	33.87	-5.50	-22.03	-32.88
销售费用	132.90	160.47	194.39	242.13	资产减值损失	10.44	10.00	10.00	10.00
管理费用	112.89	136.31	165.12	205.67	经营营运资本变动	-315.93	9.32	-271.60	-319.16
财务费用	33.87	-5.50	-22.03	-32.88	其他	-74.86	-6.41	-11.38	-9.02
资产减值损失	10.44	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	-107.25	377.27	209.87	318.65
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-118.02	-430.00	-430.00	-430.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-12.84	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-130.85	-430.00	-430.00	-430.00
营业利润	263.88	397.59	509.78	657.71	短期借款	121.23	-181.12	0.00	0.00
其他非经营损益	4.18	0.12	0.62	1.05	长期借款	-74.74	0.00	0.00	0.00
利润总额	268.06	397.70	510.40	658.76	股权融资	0.00	1625.17	0.00	0.00
所得税	41.82	66.88	84.47	108.57	支付股利	-34.88	-42.80	-62.58	-80.58
净利润	226.24	330.82	425.94	550.19	其他	66.25	5.50	22.03	32.88
少数股东损益	17.86	26.12	33.63	43.44	筹资活动现金流净额	77.86	1406.75	-40.55	-47.70
归属母公司股东净利润	208.38	304.70	392.31	506.75	现金流量净额	-160.24	1354.02	-260.68	-159.05
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	723.91	2077.92	1817.24	1658.19	成长能力				
应收和预付款项	2505.73	2835.79	3489.07	4359.22	销售收入增长率	15.07%	20.74%	21.14%	24.55%
存货	662.44	796.49	963.70	1198.67	营业利润增长率	19.83%	50.67%	28.22%	29.02%
其他流动资产	2.72	3.28	3.97	4.95	净利润增长率	27.62%	46.23%	28.75%	29.17%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	11.34%	38.74%	31.45%	31.35%
投资性房地产	0.24	0.24	0.24	0.24	获利能力				
固定资产和在建工程	296.98	690.50	1044.10	1357.14	毛利率	8.68%	9.06%	9.17%	9.30%
无形资产和开发支出	83.71	81.86	80.00	78.14	三费率	4.30%	3.71%	3.55%	3.50%
其他非流动资产	29.25	28.56	27.86	27.16	净利率	3.48%	4.21%	4.47%	4.64%
资产总计	4304.98	6514.64	7426.19	8683.71	ROE	16.63%	10.11%	11.71%	13.40%
短期借款	681.12	500.00	500.00	500.00	ROA	5.26%	5.08%	5.74%	6.34%
应付和预收款项	2146.16	2612.58	3146.85	3915.20	ROIC	14.91%	14.80%	14.26%	14.17%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	4.78%	5.49%	5.95%	6.28%
其他负债	117.07	128.23	142.15	161.72	营运能力				
负债合计	2944.35	3240.81	3789.01	4576.92	总资产周转率	1.62	1.45	1.37	1.47
股本	112.50	142.35	142.35	142.35	固定资产周转率	78.78	23.36	13.60	11.51
资本公积	593.87	2189.20	2189.20	2189.20	应收账款周转率	3.14	3.16	3.24	3.25
留存收益	622.77	884.68	1214.40	1640.57	存货周转率	9.40	9.80	9.82	9.95
归属母公司股东权益	1329.15	3216.22	3545.94	3972.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.34%	—	—	—
少数股东权益	31.49	57.61	91.24	134.68	资本结构				
股东权益合计	1360.64	3273.83	3637.18	4106.79	资产负债率	68.39%	49.75%	51.02%	52.71%
负债和股东权益合计	4304.98	6514.64	7426.19	8683.71	带息债务/总负债	23.13%	15.43%	13.20%	10.92%
					流动比率	1.35	1.80	1.68	1.60
					速动比率	1.12	1.55	1.42	1.33
					股利支付率	16.74%	14.05%	15.95%	15.90%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	310.75	431.12	566.70	744.35	每股收益	1.46	2.14	2.76	3.56
PE	53.34	36.39	28.22	21.88	每股净资产	9.56	23.00	25.55	28.85
PB	8.37	3.48	3.13	2.77	每股经营现金	-0.75	2.65	1.47	2.24
PS	1.75	1.45	1.20	0.96	每股股利	0.24	0.30	0.44	0.57
EV/EBITDA	28.77	22.72	17.74	13.72					
股息率	0.31%	0.38%	0.55%	0.71%					

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

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn