

2017年03月21日

柳州医药 (603368.SH)

公司快报

费用减少促使净利高增长，零售终端显著收益处方外流

投资要点

◆ **事件：**公司发布 2016 年年报，公司 2016 年全年实现营业收入 75.59 亿元，同比上升 16.16%，实现归母净利润 3.21 亿元，同比上升 54.05%。其中，批发业务收入 69.32 亿元，同比增长 14.90%，继续保持稳健增长；零售业务收入 6.15 亿元，同比上升 31.46%，增幅较大。同时，公司实施高送转方案，以 2016 年 12 月 31 日公司总股本 142.35 百万股为基数，每 10 股转增 3 股并派发现金股利 7.00 元人民币（含税），转增后公司总股本将增加至 185.05 百万股。

◆ **毛利率提升与财务费用降低，促公司净利高速增长：**公司 2016 年毛利率 9.41%，同比提升 0.38PCT，其中批发业务毛利率增加 0.72PCT 至 7.81%，主要由于公司的品种区域代理级别提高，配送毛利率提高；零售业务毛利率下降 1.75PCT 至 26.14%，主要由于网上药店和处方药店毛利率较低，且 2016 年公司网上药店和处方药业务增加。费用方面，公司 2016 年财务费用-1,700.83 万元，同比下降 150.21%，主要由于公司非公开发行股票募集资金部分用于偿还银行贷款使财务费用降低。公司毛利率的提升和财务费用的下降，使得公司的净利润实现了快速增长，公司 2016 年净利润同比增长 54.05%，增速远高于营业收入增速水平。

◆ **“两票制”下区域商业龙头首先收益，供应链延伸服务提医疗终端粘性：**在两票制不断深入的背景下，医药流通行业集中度不断提升，公司作为区域性商业龙头具有显著的规模优势和渠道优势，有望首先收益。截至 2016 年底，公司已与广西区内 100%的三级医院和 90%以上的二级医院建立良好的合作关系，并与 30 家区内医疗机构签订医院供应链延伸服务项目协议并逐步推进相关建设，公司以供应延伸服务为契机，同步开展药库零库存管理、器械（耗材）供应平台、医院信息系统研发等业务，有利于加强与医疗机构的合作，提升客户粘性，同时也使得公司由传统的单一配送商逐步向综合性现代医药物流服务供应商转型。

◆ **处方外流下承接医药分流优势明显，DTP 药房发展促零售药房合理布局：**公司是批零一体化的稀缺标的，在医药分开、处方外流的大趋势下公司承接医院分流优势明显。公司全资控股子公司桂中大药房在 2016 年新增北海市、百色市两个业务区域，已拥有 195 家直营药店，其中医保药店 59 家，此外，桂中大药房继续加快推进 DTP 业务，已开设 17 家 DTP 药店，并通过在医院内部及周边开设便民药店的形式，形成与医疗机构药品经营的良性互补机制，发展潜力巨大。

◆ **不断拓展上游医药工业业务，闭环形成有望进一步提升公司毛利水平：**公司积极向上游医药工业延伸业务，促进闭环形成。（1）2014 年公司启动南宁重要饮片加工项目的建设，目前项目已经完成建设，并于 2016 年 6 月通过 GMP 认证，符合生产要求。（2）2015 年，公司设立全资子公司仙荣中药，负责中药材生产业务，目前已经开始着手生产经营工作，仙荣中药的产品通过公司营销网络渠道已经逐步在

医药 | 医药流通 III

增持-A(首次)

投资评级

6 个月目标价

85 元

股价(2017-03-21)

77.17 元

交易数据

总市值（百万元）

10,985.00

流通市值（百万元）

4,428.32

总股本（百万股）

142.35

流通股本（百万股）

57.38

12 个月价格区间

63.40/97.00 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%

1M

3M

12M

相对收益

3.77

-10.16

21.67

绝对收益

4.44

-5.04

32.04

分析师

徐曼

SAC 执业证书编号：S0910516020001

xuman@huajinsec.cn

021-20655643

报告联系人

郑巧

zhengqiao@huajinsec.cn

021-20655738

相关报告

医疗机构、零售药店铺开。(3) 2016 年 1 月,公司公告与广西医科大学制药厂共同设立医大仙晟,共建现代化药生产基地,目前医大仙晟已经取得工商营业执照,并在南宁经济技术开发区取得生产建设用地,项目已完成规划设计并奠基开工。公司不断拓展进入上游医药工业业务,公司产品线不断丰富,毛利率有望进一步提升。

◆ **投资建议:** 我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 2.83、3.52 和 4.25 元。给予增持-A 建议,6 个月目标价为 85 元,相当于 2017 年 30 倍的市盈率。

◆ **风险提示:** 区域竞争加剧,招标政策风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	6,507.7	7,559.4	9,094.7	11,106.5	13,531.0
同比增长(%)	15.1%	16.2%	20.3%	22.1%	21.8%
营业利润(百万元)	263.9	402.4	511.1	635.2	766.5
同比增长(%)	19.8%	52.5%	27.0%	24.3%	20.7%
净利润(百万元)	208.4	321.0	402.3	500.8	605.4
同比增长(%)	22.7%	54.1%	25.3%	24.5%	20.9%
每股收益(元)	1.46	2.26	2.83	3.52	4.25
PE	52.7	34.2	27.3	21.9	18.1
PB	8.3	3.4	3.2	2.9	2.6

数据来源: 贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,507.7	7,559.4	9,094.7	11,106.5	13,531.0
减:营业成本	5,942.9	6,848.3	8,248.9	10,051.3	12,245.6
营业税费	10.8	27.8	20.4	28.1	38.1
销售费用	132.9	152.2	185.3	225.6	274.3
管理费用	112.9	129.4	156.6	191.4	232.6
财务费用	33.9	-17.0	-39.2	-37.9	-39.6
资产减值损失	10.4	16.3	11.6	12.8	13.6
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-
营业利润	263.9	402.4	511.1	635.2	766.5
加:营业外净收支	4.2	3.2	0.8	2.7	2.2
利润总额	268.1	405.6	511.9	638.0	768.8
减:所得税	41.8	62.0	82.8	100.1	120.9
净利润	208.4	321.0	402.3	500.8	605.4

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	723.9	1,717.3	2,141.7	1,405.6	2,302.6
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	2,380.2	2,923.5	2,899.2	4,477.1	4,570.5
应收票据	37.1	62.3	0.1	97.7	32.2
预付帐款	88.4	129.4	99.1	190.8	169.8
存货	662.4	860.7	901.9	1,272.1	1,390.9
其他流动资产	2.7	3.2	2.0	2.6	2.6
可供出售金融资产	-	51.7	17.2	23.0	30.6
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
固定资产	147.3	368.6	362.4	356.2	350.0
在建工程	149.7	2.5	2.5	2.5	2.5
无形资产	83.7	102.0	99.3	96.6	93.8
其他非流动资产	29.3	57.5	35.6	30.2	32.1
资产总额	4,305.0	6,278.9	6,561.2	7,954.6	8,978.0
短期债务	681.1	263.0	-	-	-
应付帐款	2,029.1	2,326.7	2,789.1	3,513.6	4,173.7
应付票据	99.9	294.8	123.1	375.5	269.0
其他流动负债	72.3	95.7	72.0	94.7	90.1
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	61.9	61.0	57.3	60.1	59.4
负债总额	2,944.3	3,041.2	3,041.5	4,043.9	4,592.3
少数股东权益	31.5	47.7	74.4	111.5	154.0
股本	112.5	142.3	142.3	142.3	142.3
留存收益	1,216.6	3,047.7	3,302.9	3,656.8	4,089.2
股东权益	1,360.6	3,237.7	3,519.7	3,910.7	4,385.6

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	226.2	343.6	402.3	500.8	605.4
加:折旧和摊销	13.0	19.2	8.9	8.9	8.9
资产减值准备	10.4	16.3	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	35.0	7.4	-39.2	-37.9	-39.6
投资损失	-	-	-	-	-
少数股东损益	17.9	22.6	26.7	37.1	42.5
营运资金的变动	-374.7	-272.9	362.0	-1,130.3	420.8
经营活动产生现金流量	-107.2	108.4	760.8	-621.4	1,038.1
投资活动产生现金流量	-130.9	-179.0	34.5	-5.7	-7.7
融资活动产生现金流量	77.9	1,097.6	-370.9	-109.0	-133.3

财务指标

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年增长率					
营业收入增长率	15.1%	16.2%	20.3%	22.1%	21.8%
营业利润增长率	19.8%	52.5%	27.0%	24.3%	20.7%
净利润增长率	22.7%	54.1%	25.3%	24.5%	20.9%
EBITDA 增长率	11.0%	29.8%	20.6%	26.1%	21.4%
EBIT 增长率	9.8%	29.4%	22.4%	26.6%	21.7%
NOPLAT 增长率	12.5%	29.9%	21.2%	27.3%	21.6%
投资资本增长率	51.2%	29.9%	-20.9%	85.0%	-17.6%
净资产增长率	15.9%	138.0%	8.7%	11.1%	12.1%
盈利能力					
毛利率	8.7%	9.4%	9.3%	9.5%	9.5%
营业利润率	4.1%	5.3%	5.6%	5.7%	5.7%
净利润率	3.2%	4.2%	4.4%	4.5%	4.5%
EBITDA/营业收入	4.7%	5.3%	5.3%	5.5%	5.4%
EBIT/营业收入	4.6%	5.1%	5.2%	5.4%	5.4%
偿债能力					
资产负债率	68.4%	48.4%	46.4%	50.8%	51.2%
负债权益比	216.4%	93.9%	86.4%	103.4%	104.7%
流动比率	1.35	1.91	2.03	1.87	1.87
速动比率	1.12	1.62	1.72	1.55	1.56
利息保障倍数	8.79	-22.66	-12.05	-15.76	-18.35
营运能力					
固定资产周转天数	5	12	14	12	9
流动营业资本周转天数	45	53	43	48	49
流动资产周转天数	204	228	232	219	212
应收帐款周转天数	117	126	115	120	120
存货周转天数	35	36	35	35	35
总资产周转天数	222	252	254	235	225
投资资本周转天数	59	71	59	61	59
费用率					
销售费用率	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用率	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
财务费用率	0.5%	-0.2%	-0.4%	-0.3%	-0.3%
三费/营业收入	4.3%	3.5%	3.3%	3.4%	3.5%
投资回报率					
ROE	15.7%	10.1%	11.7%	13.2%	14.3%
ROA	5.3%	5.5%	6.5%	6.8%	7.2%
ROIC	29.5%	25.3%	23.6%	38.0%	25.0%
分红指标					
DPS(元)	0.47	0.70	0.79	1.07	1.27
分红比率	32.4%	31.0%	28.0%	30.5%	29.8%
股息收益率	0.6%	0.9%	1.0%	1.4%	1.6%

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	1.46	2.26	2.83	3.52	4.25
BVPS(元)	9.34	22.41	24.20	26.69	29.73
PE(X)	52.7	34.2	27.3	21.9	18.1
PB(X)	8.3	3.4	3.2	2.9	2.6
P/FCF	-60.6	-22.8	22.5	-17.5	10.6
P/S	1.7	1.5	1.2	1.0	0.8
EV/EBITDA	28.1	23.7	18.4	15.9	11.9
CAGR(%)	33.5%	23.5%	34.3%	33.5%	23.5%
PEG	1.6	1.5	0.8	0.7	0.8
ROIC/WACC	2.8	2.4	2.3	3.6	2.4

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn