

柳州医药 (603368)

证券研究报告

2017年03月21日

业绩基本符合预期，净利高增长驱动因素将持续存在

财务费用大幅缩减、经营品种毛利率提高，是净利增速提高的主因

公司公布 2016 年年报，实现归母扣非净利 3.18 亿元，同比增长 55.23%，扣非后 EPS 2.32 元，业绩基本符合预期，其中批发、零售业务分别同比增长 14.90%和 31.46%。同时公司实施高送转方案：每 10 股转增 3 股派发现金股利 7 元，高送转后总股本为 185.05 百万股。公司净利高增长一方面得益于收入规模的扩大和毛利率提高，公司在广西省内的代理品种增加，批发业务的毛利率为 7.81%，提高了 0.72 个百分点，药品的毛利率为 9.25%，增加了 1.16 个百分点。另一方面由于上市融资后资产负债率下降，节约了 3000 多万的财务费用，若扣除财务费用的影响，净利的内生增速在 42%左右。

驱动公司净利保持两位数增长的动力持续存在

公司在广西省医药流通市场的份额为 27%-28%，而最主要的竞争对手国药一致的份额为 20%-22%。2016 年医院纯销收入占公司总收入的比重为 74.12%，与前几年相比该比例基本保持稳定。同时，来宾、贵港、河池等非核心城市处于新老标切换阶段，预计 2017 年这些城市的业务增速将维持在 30%以上。目前公司的上游供应商超过 2000 家，经营品种超过 2 万个，由于两票制的影响，公司在广西地区的独家代理权逐年增加，另外 IVD、中药饮片等新的品类嫁接在已有配送网络，公司在批发业务以及药品品种方面仍然能保持较高的毛利率。此外，公司零售业务板块增速较好，后续同样可以保持 30%的高增长，因此未来几年公司整体净利实现 25%左右的高增长属于大概率事件。

业务模式的创新助力公司开拓新的市场空间

公司积极开展供应链延伸、第三方物流、DTP 药房、电子商务等新的业态，并逐渐切入上游工业端，在广西地区公司正逐渐由传统的医药配送企业向高效、精细化的医药现代物流企业转型。截止报告期末，已签订供应链延伸项目协议的医疗机构达 30 家，不仅有助于提高客户粘性，同时也可以降低公司的应收账款金额。目前公司具有 195 家直营连锁店、17 家 DTP 药房，借助新的零售业态，虽然毛利率下降，但零售板块规模可以实现高速增长。

估值评级

由于广西省医药流通市场受控费和招标的影响较小，2014、2015 年的自然增长率分别为 15%和 10%，作为省内的商业龙头，借助品种的丰富和商业模式的创新，业绩存在持续增长空间。预计 2017-2019 年备考 EPS 为 2.83、3.50、4.41 元，考虑到公司在广西地区的高增长，根据行业估值水平给予 33 倍 PE，未来十二个月公司目标价 93.39 元，维持“增持”评级。

风险提示：部分地区竞争加剧，广西地区政策扰动

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,507.66	7,559.40	8,990.66	10,862.38	13,244.82
增长率(%)	15.07	16.16	18.93	20.82	21.93
EBITDA(百万元)	307.19	398.73	503.69	632.07	796.03
净利润(百万元)	208.38	321.01	403.46	498.29	628.20
增长率(%)	22.72	54.05	25.68	23.51	26.07
EPS(元/股)	1.46	2.26	2.83	3.50	4.41
市盈率(P/E)	55.51	36.03	28.67	23.21	18.41
市净率(P/B)	8.70	3.63	3.34	3.05	2.74
市销率(P/S)	1.78	1.53	1.29	1.06	0.87
EV/EBITDA	33.52	24.98	19.80	16.33	12.80

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医药商业
6 个月评级	增持 (维持评级)
当前价格	81.26 元
目标价格	93.39 元
上次目标价	92.73 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	142.35
流通 A 股股本(百万股)	57.38
A 股总市值(百万元)	11,567.20
流通 A 股市值(百万元)	4,663.02
每股净资产(元)	22.41
资产负债率(%)	48.43
一年内最高/最低(元)	97.00/63.40

作者

杨烨辉	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	
柴博	联系人
chaibo@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《柳州医药-首次覆盖报告:省内份额存在提升空间，供应链+品种驱动业绩增长》 2017-03-09

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	723.91	1,717.35	1,691.12	1,575.04	1,556.93
应收账款	2,380.21	2,923.46	3,447.46	4,326.76	5,247.38
预付账款	88.41	129.44	109.73	190.32	167.60
存货	662.44	860.72	966.07	1,257.86	1,475.06
其他	39.83	65.45	57.90	89.50	89.84
流动资产合计	3,894.79	5,696.43	6,272.29	7,439.49	8,536.81
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	147.25	368.56	384.95	420.98	455.81
在建工程	149.73	2.49	37.49	70.49	72.30
无形资产	83.71	102.02	99.29	96.56	93.83
其他	29.50	109.43	94.87	87.72	89.55
非流动资产合计	410.19	582.50	616.60	675.75	711.48
资产总计	4,304.98	6,278.93	6,888.89	8,115.24	9,248.29
短期借款	681.12	263.00	120.00	308.20	120.00
应付账款	2,029.14	2,326.74	2,995.96	3,329.17	4,421.72
其他	172.17	390.46	183.51	511.52	287.30
流动负债合计	2,882.42	2,980.20	3,299.47	4,148.89	4,829.01
长期借款	0.00	0.00	0.00	7.06	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	61.92	60.99	57.25	60.05	59.43
非流动负债合计	61.92	60.99	57.25	67.11	59.43
负债合计	2,944.35	3,041.19	3,356.72	4,216.00	4,888.44
少数股东权益	31.49	47.72	71.83	105.04	144.75
股本	112.50	142.35	142.35	142.35	142.35
资本公积	593.87	2,189.30	2,189.30	2,189.30	2,189.30
留存收益	1,216.65	3,047.67	3,317.99	3,651.85	4,072.74
其他	(593.87)	(2,189.30)	(2,189.30)	(2,189.30)	(2,189.30)
股东权益合计	1,360.64	3,237.74	3,532.17	3,899.24	4,359.85
负债和股东权益总	4,304.98	6,278.93	6,888.89	8,115.24	9,248.29

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	226.24	343.57	403.46	498.29	628.20
折旧摊销	12.99	19.24	11.34	13.69	16.10
财务费用	35.01	7.37	(10.13)	(8.16)	(7.42)
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(374.75)	(272.86)	(128.99)	(612.10)	(249.57)
其它	(6.74)	11.06	26.79	36.91	44.12
经营活动现金流	(107.25)	108.39	302.46	(71.37)	431.45
资本支出	130.36	106.65	63.73	77.20	50.62
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(261.22)	(285.65)	(123.73)	(157.20)	(100.62)
投资活动现金流	(130.85)	(178.99)	(60.00)	(80.00)	(50.00)
债权融资	681.12	263.00	120.00	315.26	120.00
股权融资	(33.87)	1,642.28	10.13	8.16	7.42
其他	(569.39)	(807.71)	(398.82)	(288.13)	(526.98)
筹资活动现金流	77.86	1,097.56	(268.69)	35.29	(399.56)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(160.24)	1,026.96	(26.23)	(116.08)	(18.12)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,507.66	7,559.40	8,990.66	10,862.38	13,244.82
营业成本	5,942.88	6,848.28	8,132.11	9,801.97	11,926.08
营业税金及附加	10.79	27.78	20.17	27.43	37.28
营业费用	132.90	152.18	179.81	217.25	264.90
管理费用	112.89	129.42	152.84	182.49	222.51
财务费用	33.87	(17.01)	(10.13)	(8.16)	(7.42)
资产减值损失	10.44	16.33	13.39	14.86	14.12
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	263.88	402.40	502.48	626.53	787.35
营业外收入	7.36	5.04	6.20	5.62	5.91
营业外支出	3.18	1.84	2.51	2.51	2.28
利润总额	268.06	405.61	506.17	629.65	790.97
所得税	41.82	62.04	75.93	94.45	118.65
净利润	226.24	343.57	430.25	535.20	672.33
少数股东损益	17.86	22.56	26.79	36.91	44.12
归属于母公司净利润	208.38	321.01	403.46	498.29	628.20
每股收益(元)	1.46	2.26	2.83	3.50	4.41

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	15.07%	16.16%	18.93%	20.82%	21.93%
营业利润	19.83%	52.49%	24.87%	24.69%	25.67%
归属于母公司净利润	22.72%	54.05%	25.68%	23.51%	26.07%
获利能力					
毛利率	8.68%	9.41%	9.55%	9.76%	9.96%
净利率	3.20%	4.25%	4.49%	4.59%	4.74%
ROE	15.68%	10.06%	11.66%	13.13%	14.90%
ROIC	29.49%	25.34%	25.00%	28.17%	25.98%
偿债能力					
资产负债率	68.39%	48.43%	48.73%	51.95%	52.86%
净负债率	73.11%	47.54%	30.03%	39.64%	53.34%
流动比率	1.35	1.91	1.90	1.79	1.77
速动比率	1.12	1.62	1.61	1.49	1.46
营运能力					
应收账款周转率	3.07	2.85	2.82	2.79	2.77
存货周转率	10.29	9.93	9.84	9.77	9.69
总资产周转率	1.62	1.43	1.37	1.45	1.53
每股指标(元)					
每股收益	1.46	2.26	2.83	3.50	4.41
每股经营现金流	-0.75	0.76	2.12	-0.50	3.03
每股净资产	9.34	22.41	24.31	26.65	29.61
估值比率					
市盈率	55.51	36.03	28.67	23.21	18.41
市净率	8.70	3.63	3.34	3.05	2.74
EV/EBITDA	33.52	24.98	19.80	16.33	12.80
EV/EBIT	34.58	25.84	20.26	16.70	13.06

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com