



公司债核准发行，进一步拓宽融资渠道利好业务扩展

2017.04.10

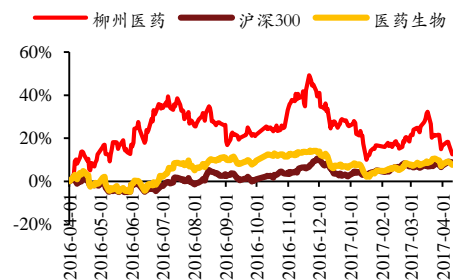
唐爱金(分析师)	陈家华(研究助理)	冯俊曦(研究助理)
电话: 020-88836115	020-88836115	020-88836115
邮箱: tangajj@gzgzhs.com.cn	Chenjiahua@gzgzhs.com.cn	Fengjix@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310516100001		

强烈推荐

现价:	72.16
目标价:	95.22
股价空间:	32%

医药生物行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
柳州医药	-10.32	-8.89	-10.34
医药生物	-0.03	-0.02	-3.94
沪深300	2.25	4.37	6.41

事件:

2017年4月10日,公司收到中国证监会批复:核准公司向合格投资者公开发行人总额不超过10亿元的公司债券。公司拟采用分期发行的方式,首期发行自核准发行之日起12个月内完成,其余各期自核准发行之日起24个月内完成。

点评:

- **公司目前现金流充沛,发债核准后公司现金流优势进一步强化:**  
我国医药流通企业普遍资金压力较大,平均应收账款周转天数高达约90天(美国流通龙头应收账款周转天数约20-30天),因此现金流成为公司稳健发展和整合并购的关键因素。2016年公司现金流为17.17亿元,现金流较为充沛。本次债券融资核准后,将为公司带来10亿元的融资增量,公司现金流优势得到进一步强化,利好公司在药品流通、医疗器械流通、中药饮片等方面业务的扩张。
- **供应链延伸项目进展顺利,药品流通业务市场份额有望稳步提升:**  
根据公司对供应链延伸项目的规划,公司拟在3年内与15-20家三甲医院和30-50家二甲医院签署项目合作协议,目前公司至少和30家医疗机构签署协议。其中,签署协议的三甲医院至少有17家,三甲医院的供应链延伸规划基本实现。鉴于三甲医院的示范效应,我们认为后续二甲医院合作项目顺利推进的确定性较大。目前公司在广西药品流通市场的市占率仅28%,借助供应链延伸项目和近期广西新标执行,未来三年内柳药市场份额有望提升至40%-50%
- **器械流通和中药饮片业务持续布局,有望成为业绩增长新动力:**  
在器械流通方面,广西器械流通市场规模保守估计80-100亿元,其中IVD领域约20-30亿,当前整个行业集中度低,公司器械流通业务仅为1.92亿元,市占率约2%,整合空间大。公司与润达医疗共同投资广西柳润,利用润达IVD产品服务和公司供应链延伸的渠道优势,有望迅速切入IVD流通领域,抢先整合广西IVD流通市场。在中药饮片方面,全资子公司仙莱中药囊括各类中药饮片加工的主要炮制工艺,于2016年7月获得药品GMP证书,预计今年将逐步投产,逐步释放3200吨/年的产能(中药饮片产能3000吨/年,毒性中药饮片产能200吨/年)。
- **盈利预测与估值**  
以公司现有业务情况,我们测算公司17-19年EPS分别为2.77、3.48、4.21元,对应26、21、18倍PE。考虑公司流通业务拓展潜力,给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示:**公司项目落地低于预期,国家政策变化风险;市场竞争加剧。

基本资料

总市值(亿元)	103
总股本(亿股)	1.42
流通股比例	40.22%
资产负债率	48.43%
大股东	朱朝阳
大股东持股比例	27.86%

相关报告

- 广证恒生-柳州医药(603368)-2016年业绩54%高增长,受益医药流通业务进一步扩大-2017.03.20
- 广证恒生-柳州医药(603368)-与南溪山医院签订协议,供应链延伸项目稳步推进-2017.02.16
- 广证恒生-医药流通专题报告-从美国三巨头发展路径解析流通整合致胜三策略-2017.02.07

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7559.40	9585.13	11906.50	14355.58
同比(%)	16.16%	26.80%	24.22%	20.57%
归属母公司净利润	321.01	394.41	494.85	599.73
同比(%)	54.05%	22.87%	25.46%	21.19%
ROE(%)	13.96%	11.67%	13.27%	14.27%
每股收益(元)	2.26	2.77	3.48	4.21
P/E	32.00	26.02	20.71	17.53
P/B	3.22	2.98	2.69	2.39
EV/EBITDA	-2.19	16.57	13.50	11.37



附录：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	5696.43	6732.99	7787.01	9000.47	<b>营业收入</b>	7559.40	9590.90	11925.21	14153.49
现金	1717.35	1877.05	1631.92	1767.03	营业成本	6848.28	8693.16	10798.20	12813.69
应收账款	2903.15	3564.45	4505.91	5303.99	营业税金及附加	27.78	21.52	30.12	39.84
其它应收款	20.31	44.07	43.42	58.28	营业费用	152.18	195.36	242.18	286.89
预付账款	129.44	146.82	193.24	222.86	管理费用	129.42	165.15	205.46	243.30
存货	860.72	1030.80	1318.79	1542.17	财务费用	-17.01	-4.91	-1.13	-1.87
其他	65.45	69.79	93.74	106.14	资产减值损失	16.33	16.64	21.86	27.02
<b>非流动资产</b>	582.50	636.57	756.73	834.93	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	368.56	423.63	497.86	555.40	<b>营业利润</b>	402.40	503.97	628.52	744.63
无形资产	102.02	126.52	155.27	182.49	营业外收入	5.04	6.20	5.62	5.91
其他	111.92	86.43	103.60	97.04	营业外支出	1.84	2.51	2.17	2.34
<b>资产总计</b>	6278.93	7369.56	8543.74	9835.40	<b>利润总额</b>	405.61	507.67	631.97	748.20
<b>流动负债</b>	2980.20	3791.39	4543.84	5323.00	所得税	62.04	82.14	99.17	117.63
短期借款	263.00	472.06	367.53	419.80	<b>净利润</b>	343.57	425.53	532.80	630.57
应付账款	2303.81	2905.99	3621.13	4290.22	少数股东损益	22.56	30.77	36.76	44.55
其他	413.39	413.34	555.18	612.99	<b>归属母公司净利润</b>	321.01	394.76	496.05	586.02
<b>非流动负债</b>	60.99	57.25	60.05	59.43	EBITDA	414.87	540.31	676.42	799.56
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	2.26	2.77	3.48	4.12
其他	60.99	57.25	60.05	59.43					
<b>负债合计</b>	3041.19	3848.64	4603.90	5382.43	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	47.72	78.49	115.24	159.79	<b>会计年度</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	142.35	142.35	142.35	142.35	<b>成长能力</b>				
资本公积	2189.30	2146.59	2125.24	2103.89	营业收入增长率	16.16%	26.87%	24.34%	18.69%
留存收益	858.38	1153.49	1557.02	2046.95	营业利润增长率	52.49%	25.24%	24.71%	18.47%
归属母公司股东权	3190.02	3442.43	3824.60	4293.19	归属于母公司净利润	54.05%	22.97%	25.66%	18.14%
<b>负债和股东权益</b>	6278.93	7369.56	8543.74	9835.40	<b>获利能力</b>				
					毛利率	9.41%	9.36%	9.45%	9.47%
					净利率	4.54%	4.44%	4.47%	4.46%
					ROE	13.96%	11.68%	13.30%	13.96%
					ROIC	9.69%	10.75%	12.67%	13.33%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	48.43%	52.22%	53.89%	54.73%
					净负债比率	8.65%	12.27%	7.98%	7.80%
					流动比率	191.14%	177.59%	171.37%	169.09%
					速动比率	162.26%	150.40%	142.35%	140.11%
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	142.85%	140.54%	149.88%	154.02%
					应收账款周转率	288.47%	296.58%	295.53%	288.56%
					应付账款周转率	320.18%	333.72%	330.87%	323.93%
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	225.51%	277.32%	348.48%	411.68%
					每股经营现金流(最新)	76.14%	133.44%	94.20%	233.94%
					每股净资产(最新摊薄)	2241.00%	2418.32%	2686.80%	3015.98%
					<b>估值比率</b>				
					P/E	32.00	26.02	20.71	17.53
					P/B	3.22	2.98	2.69	2.39
					EV/EBITDA	(2.19)	16.57	13.50	11.37

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	108.39	189.95	134.09	333.01
净利润	343.57	394.76	496.05	586.02
折旧摊销	19.24	37.55	45.58	53.24
财务费用	-17.01	-4.91	-1.13	-1.87
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-277.06	-273.42	-441.50	-350.53
其它	39.64	35.96	35.09	46.16
<b>投资活动现金流</b>	-178.99	-101.86	-161.95	-134.60
资本支出	-127.33	-96.21	-112.57	-106.49
长期投资	51.72	25.86	-12.93	6.46
其他	-103.38	-31.51	-36.46	-34.57
<b>筹资活动现金流</b>	1097.56	71.62	-217.28	-63.30
短期借款	-418.12	209.06	-104.53	52.27
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	29.85	0.00	0.00	0.00
资本公积金增加	1595.42	-42.70	-21.35	-21.35
其他	-109.59	-94.74	-91.40	-94.21
<b>现金净增加额</b>	1026.96	159.71	-245.13	135.11

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



**广证恒生：**

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼  
电 话：020-88836132, 020-88836133  
邮 编：510623

**股票评级标准：**

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；  
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；  
中 性：6 个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；  
回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

**分析师承诺：**

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

**重要声明及风险提示：**

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经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，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。