

2017年06月08日

柳州医药 (603368.SH)

受益新标切换，区域龙头迈入新高速成长通道

■广西新一轮招标切换完成，医院供应链延伸服务进入收获期推动市场份额提升：公司自2014年起开展医院供应链延伸服务项目增强客户粘性，计划在区域内15-20家三甲医院和30-50家二甲医院开展医院供应链延伸服务，目前与31家医疗机构签订项目协议，其中包括18家三甲医院。供应链延伸服务项目完成后有望新增收入25亿，广西3月份新标切换完成，供应链延伸服务投入进入收获期，预计此部分增量将在接下来3年逐步释放。前期公司销售网络再拓展和下沉工作，也将在此轮招标完成后逐步体现。这一轮广西招标降价温和，从药品议价来看，价格也没有大的变化，预计整体广西市场在接下来3年继续保持10%左右的增长。医院供应链延伸服务的开展，公司将获得区内整体更高的市场份额，叠加销售网络进一步完善贡献，预计未来三年药品批发业务增速将高于行业增速，保持在20%左右。

■两票制政策催化，品种代理升级：两票制政策催化，新一轮招标公司获得更多药品广西区域一级代理商资格，毛利率的提升从去年四季度已经开始显现，16年批发毛利率达到7.81%，提升0.72个点，整体毛利率达到9.41%，17年1季度整体毛利率9.31%，因大部分返利集中体现在下半年，预计全年毛利率高于1季度毛利率。

■DTP业务逐渐落地，零售业务保持快速增长：2016年公司药品零售业务收入为6.2亿元，同比增长31.46%。1季度DTP药房19家，广西地区50家左右的三甲医院，公司DTP药房将继续拓展，有望增加10家以上。16年内公司17年DTP药房，共实现收入2亿，平摊下来单店收入1200万左右，DTP药房业务逐步成熟叠加处方外流大趋势下，单店收入具有长足上升空间。在控费压力增大、处方外流大趋势下公司未来3年内药品零售业务有望保持25%以上增速。

■上游产业链的延伸，打开成长空间：公司布局中药饮片于2016年6月通过GMP认证，预计今年将以扩大产能为主，基本实现盈亏平衡。与润达合作，拓展医疗器械配送，优势渠道叠加润达IVD产品优势，进一步深挖广西市场，增加新利润增长点。

■投资建议：广西新一轮招标切换完成，医院供应链延伸项目和销售网络布局完善进入收获期，推动市场份额提升，药品批发业务将快速增长，叠加两票制政策催化，品种代理升级，毛利率提升，驱动公司未来三年业绩三年高速增长。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，深挖广西市场，向上下游产业链的延伸，打开

公司快报

证券研究报告

医药流通

投资评级 **买入-A**

首次评级

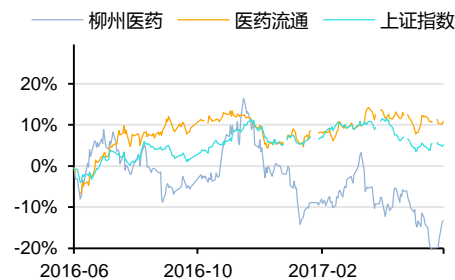
12个月目标价：**69.00元**

股价(2017-06-07) **55.81元**

交易数据

总市值(百万元)	10,052.05
流通市值(百万元)	4,052.22
总股本(百万股)	185.05
流通股本(百万股)	74.60
12个月价格区间	50.16/95.69元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.31	-6.82	-11.64
绝对收益	-3.34	-10.89	-5.91

崔文亮

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040006

cuiwl@essence.com.cn

010-83321412

相关报告

成长空间。我们预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 23%、22%、20%，净利润增速分别为 32%、32%、24%，成长性突出；首次给予买入-A 评级，12 个月目标价为 69 元，相当于 2017-2019 年 30X，23x，18x 的动态市盈率。

■风险提示：流通领域整合力度不及预期，新业务业绩贡献不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	6,507.7	7,559.4	9,313.9	11,339.1	13,619.5
净利润	208.4	321.0	424.9	561.9	697.5
每股收益(元)	1.13	1.73	2.30	3.04	3.77
每股净资产(元)	7.18	17.24	18.77	20.77	23.33

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	49.6	32.2	24.3	18.4	14.8
市净率(倍)	7.8	3.2	3.0	2.7	2.4
净利率	3.2%	4.2%	4.6%	5.0%	5.1%
净资产收益率	15.7%	10.1%	12.2%	14.6%	16.2%
股息收益率	0.8%	1.0%	1.3%	1.9%	2.2%
ROIC	29.5%	25.3%	26.3%	30.5%	31.8%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,507.7	7,559.4	9,313.9	11,339.1	13,619.5	成长性					
减:营业成本	5,942.9	6,848.3	8,397.6	10,205.4	12,255.3	营业收入增长率	15.1%	16.2%	23.2%	21.7%	20.1%
营业税费	10.8	27.8	34.2	41.7	50.1	营业利润增长率	19.8%	52.5%	33.2%	31.9%	24.3%
销售费用	132.9	152.2	187.2	215.4	245.2	净利润增长率	22.7%	54.1%	32.4%	32.2%	24.1%
管理费用	112.9	129.4	159.5	170.1	190.7	EBITDA 增长率	11.0%	29.8%	32.4%	32.4%	24.6%
财务费用	33.9	-17.0	-17.0	-17.0	-17.0	EBIT 增长率	9.8%	29.4%	34.7%	33.0%	24.9%
资产减值损失	10.4	16.3	16.3	16.3	16.3	NOPLAT 增长率	12.5%	29.9%	34.7%	33.0%	24.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	51.2%	29.9%	14.4%	20.1%	13.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	15.9%	138.0%	9.7%	11.5%	13.2%
营业利润	263.9	402.4	536.1	707.2	879.0	利润率					
加:营业外净收支	4.2	3.2	0.8	2.7	2.2	毛利率	8.7%	9.4%	9.8%	10.0%	10.0%
利润总额	268.1	405.6	536.9	709.9	881.3	营业利润率	4.1%	5.3%	5.8%	6.2%	6.5%
减:所得税	41.8	62.0	82.1	108.6	134.8	净利润率	3.2%	4.2%	4.6%	5.0%	5.1%
净利润	208.4	321.0	424.9	561.9	697.5	EBITDA/营业收入	4.7%	5.3%	5.7%	6.2%	6.4%
						EBIT/营业收入	4.6%	5.1%	5.6%	6.1%	6.3%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	5	12	14	11	9
货币资金	723.9	1,717.3	1,588.5	1,620.7	1,828.6	流动营业资本周转天数	45	53	54	54	55
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	204	228	234	221	216
应收账款	2,380.2	2,923.5	3,611.2	4,344.3	5,211.1	应收账款周转天数	117	126	126	126	126
应收票据	37.1	62.3	60.2	88.9	90.2	存货周转天数	35	36	36	36	36
预付账款	88.4	129.4	137.7	187.0	202.9	总资产周转天数	222	252	255	237	228
存货	662.4	860.7	1,007.0	1,262.8	1,463.0	投资资本周转天数	59	71	69	67	65
其他流动资产	2.7	3.2	3.2	3.2	3.2	投资回报率					
可供出售金融资产	-	51.7	-	-	-	ROE	15.7%	10.1%	12.2%	14.6%	16.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.3%	5.5%	6.6%	7.5%	8.0%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	29.5%	25.3%	26.3%	30.5%	31.8%
投资性房地产	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	费用率					
固定资产	147.3	368.6	362.4	356.2	350.0	销售费用率	2.0%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%
在建工程	149.7	2.5	2.5	2.5	2.5	管理费用率	1.7%	1.7%	1.7%	1.5%	1.4%
无形资产	83.7	102.0	99.3	96.6	93.8	财务费用率	0.5%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	29.3	57.5	49.1	40.6	40.1	三费/营业收入	4.3%	3.5%	3.5%	3.3%	3.1%
资产总额	4,305.0	6,278.9	6,921.2	8,002.9	9,285.5	偿债能力					
短期债务	681.1	263.0	-	-	-	资产负债率	68.4%	48.4%	48.7%	50.5%	51.7%
应付账款	2,029.1	2,326.7	3,014.6	3,476.6	4,318.4	负债权益比	216.4%	93.9%	94.8%	102.0%	107.1%
应付票据	99.9	294.8	189.1	399.0	307.3	流动比率	1.35	1.91	1.94	1.89	1.86
其他流动负债	72.3	95.7	104.1	105.3	114.9	速动比率	1.12	1.62	1.63	1.57	1.55
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	8.79	-22.66	-30.52	-40.58	-50.68
其他非流动负债	61.9	61.0	61.0	61.0	61.0	分红指标					
负债总额	2,944.3	3,041.2	3,368.8	4,041.8	4,801.6	DPS(元)	0.46	0.54	0.71	1.04	1.21
少数股东权益	31.5	47.7	77.6	117.1	166.1	分红比率	41.0%	31.0%	30.9%	34.3%	32.1%
股本	112.5	142.3	185.1	185.1	185.1	股息收益率	0.8%	1.0%	1.3%	1.9%	2.2%
留存收益	1,216.6	3,047.7	3,289.8	3,659.0	4,132.8						
股东权益	1,360.6	3,237.7	3,552.5	3,961.1	4,484.0						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	1.13	1.73	2.30	3.04	3.77
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	BVPS(元)	7.18	17.24	18.77	20.77	23.33
净利润	226.2	343.6	424.9	561.9	697.5	PE(X)	49.6	32.2	24.3	18.4	14.8
加:折旧和摊销	13.0	19.2	8.9	8.9	8.9	PB(X)	7.8	3.2	3.0	2.7	2.4
资产减值准备	10.4	16.3	-	-	-	P/FCF	-57.0	-21.4	-131.2	58.4	27.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	1.6	1.4	1.1	0.9	0.8
财务费用	35.0	7.4	-17.0	-17.0	-17.0	EV/EBITDA	33.5	25.0	16.6	12.6	9.9
投资损失	-	-	-	-	-	CAGR(%)	38.5%	29.5%	36.9%	38.5%	29.5%
少数股东损益	17.9	22.6	29.9	39.5	49.0	PEG	1.3	1.1	0.7	0.5	0.5
营运资金的变动	-374.7	-272.9	-241.2	-385.4	-323.9	ROIC/WACC					
经营活动产生现金流量	-107.2	108.4	205.5	207.8	414.5	REP					
投资活动产生现金流量	-130.9	-179.0	51.7	-	-						
融资活动产生现金流量	77.9	1,097.6	-386.1	-175.7	-206.6						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

崔文亮声明，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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034