



“药品+器械+工业”集中释放业绩，驱动公司高成长

2017.06.02

	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		

● 药品流通业务：“自然增长+竞争优势”有望保公司药品流通业务近年持续 18-20%稳步增长

参照了福建省两票制推行后的竞争格局，福建省第一梯队流通企业的市占率约 70%。广西的药品流通市场竞争格局较福建更为简单，仅柳药与国药具有绝对的竞争优势。其中，柳药稳步推进医院供应链延伸项目，充分巩固药品流通业务的龙头地位，预计柳药市占率有达到 40%-50%（当前市占率仅 27%），加上药品流通行业 10% 以上自然增长，药品流通业务持续维持 18%-20% 增长可期（后文详细对比福建省与广西省的药品流通领域的竞争格局、两票制的推进情况等）。

● 器械流通业务：借鉴国润模式，柳润合作实现快速切入 IVD 领域

为快速切入广西 IVD 器械和耗材领域，柳州医药与润达医疗联手，成立广西柳润共同开拓广西 20-30 亿 IVD 流通市场。柳州医药和润达医疗合作模式为：润达提供 IVD 产品与服务，柳药负责配送和终端医院开发。在此之前，润达与国药利用类似的合作模式 2 年内实现营收 7.5 亿元，已成功开拓华东 IVD 市场，证明该模式是可行的成熟模式。在该模式带动下，我们预计 2-3 年内柳药有望占领广西医疗器械耗材流通领域 8-10 亿市场份额（后文详细分析和借鉴了国润的合作模式）。

● 医药工业业务：高毛利中药饮片业务逐步投产，有望为公司带来 1.6 亿元以上营收

相比于大量中小中药饮片企业在上中下游的经营劣势，柳药（通过仙莱中药布局中药饮片业务）具备“上游规模效应逐步提升且产品质量较优”、“中游仓储和配送布局完整”、“下游终端资源十分丰富”等核心竞争力。仅考虑中药饮片自产的情况下，以仙莱中药 3200 吨/年的设计产能进行测算（行业内评价 1 吨产能对应 5 万元营收），完全达产后（产能利用率为 100%）中药饮片营收规模至少达到 1.60 亿元以上。中药饮片业务毛利率有望达 25% 以上（参照行业情况），中药饮片业务产能释放，有望持续增厚公司业绩（后文详细分析广西中药饮片行业格局和测算公司中药饮片业务营收增量）。

● 盈利预测与估值：

按照我们的测算，公司 2017-2019 年对应 EPS 分别为 2.26、2.99、3.96 元，当前股价（51.57 元/股）对应 23 倍、17 倍、13 倍 PE。给予公司 29 倍 PE（行业 PE 均值为 29 倍），对应目标股价 65.54 元，维持公司“强烈推荐”评级。

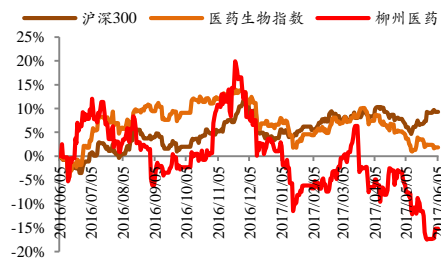
● 风险提示：行业政策性风险；供应链延伸项目不达预期；器械流通合作不达预期；药店经营情况不达预期；中药饮片投产不达预期。

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7559.40	9190.73	11417.53	14127.64
同比(%)	16.16%	21.58%	24.23%	23.74%
归属母公司净利润	321.01	418.09	552.76	733.58
同比(%)	54.05%	30.24%	32.21%	32.71%
每股收益(元)	1.73	2.26	2.99	3.96
P/E	22.87	22.83	17.26	13.01
P/B	2.30	2.72	2.44	2.12
EV/EBITDA	-1.37	14.32	11.07	8.36

强烈推荐

现价:	51.57
目标价:	65.54
股价空间:	27%

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
柳州医药	-10.12	-14.89	-25.20
医药生物	-2.83	-4.77	-10.24
沪深 300	2.15	1.71	-2.20

基本资料

总市值(亿元)	95
总股本(亿股)	1.85
流通股比例	40.30%
资产负债率	49.13%
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)-深度报告-内生增长强劲的区域性医药流通龙头-2017.4.25

广证恒生-业绩点评-柳州医药(603368)-17年Q1业绩31%高增长,受益流通业务扩大+毛利率提升-2017.04.17

广证恒生-公告点评-柳州医药(603368)-公司债核准发行,进一步拓宽融资渠道利好业务扩展-2017.04.11

广证恒生-业绩点评-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-2017.03.22

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



目录

目录	2
图表目录	3
1.投资摘要	4
2.公司概况：内生增长强劲的医药流通区域性龙头	5
2.1 单一配送起家，正逐步转型现代医药物流服务供应商	5
2.2 董事长勤勉务实，带领公司实现医药流通的全产业链布局	5
2.3 得益于新标执行，17年Q1业绩实现31%高增长	6
3.药品流通：自然增长+竞争优势保持持续稳增长	7
3.1 柳药药品流通业务增速持续高于广西地区行业均值	7
3.2 目前广西药品流通市场呈现柳药、国药双雄争霸的竞争格局	8
3.3“市场自然增长+绝对竞争优势”力保公司5年药品流通稳增长	8
4.器械流通：借鉴国润模式，柳润联手实现IVD布局弯道超车	11
4.1 过往借鉴：国药与润达联手开拓华东IVD市场，证明合作模式确实可行	12
4.1.1 过往借鉴：国药与润达联手，迅速开拓华东IVD市场	12
4.1.2 过往借鉴：国润合作协同效应明显，业务迅猛增长	13
4.1.3 过往借鉴：国润2年内快速拓展上海IVD流通领域的市场份额	14
4.2 柳润合作有望在广西地区复制国润的成功模式	15
4.3 广西竞争程度远低于上海，柳润模式望助力柳药获更大市场份额	16
5.医药工业：仙莱中药等正逐步释放产能	17
5.1 广西饮片市场规模约25亿，行业集中度低，小企业发展受限	17
5.1.1 广西医药工业营收规模稳步增长，中药饮片市场规模约25亿	17
5.1.2 广西中药饮片行业集中度低，中小企业发展受限	18
5.2 柳药布局中药饮片优势凸显，增厚公司业绩	18
5.2.1 设立仙莱中药布局中药饮片业务，设计产能达3200吨/年	18
5.2.2 柳药上中下游优势明显，具备拓展中药饮片业务的核心竞争力	19
5.2.3 中药饮片产能，有望增收1.6亿元以上规模	19
5.2.4 借助医院和药店强大的终端渠道，柳药中药饮片业务有望实现高于行业的盈利水平	20
5.3 其他医药工业布局：投资仙晟制药，培育医药工业利润新增长点	21
6.公司估值：当前PE处于历史底部，性价比显现	21
6.1 纵向比较：估值处于历史底部，股价性价比凸显	21
6.2 横向比较：估值低于行业均值，长期投资价值凸显	22
7.盈利预测与投资建议	23
8.风险提示	23



图表目录

图表 1.	柳州医药逐步转为综合性现代医药物流服务提供商.....	5
图表 2.	柳州医药初步实现医药流通领域的全产业链布局.....	5
图表 3.	17 年 Q1 营收 21.64 亿元，同比增长 20%	6
图表 4.	17 年 Q1 收入 0.84 亿元，同比增长 31%	6
图表 5.	2016 年医疗器械收入占比增加.....	6
图表 6.	得益于药品区域代理级别提高，药品流通业务毛利率逐步提升.....	7
图表 7.	得益于规模效应，销售费用和管理费用占比进一步下降.....	7
图表 8.	柳药药品流通业务增速持续高于广西地区行业均值.....	8
图表 9.	2016 年柳药与国药合计市占率约为 50%	8
图表 10.	福建省全面推行两票制	9
图表 5.	17 年福建药品流通企业数量较 12 年降 56%	9
图表 6.	15 年前 6 大医药流通企业市占率 69.03%	9
图表 1.	福建省医药流通市场竞争激烈，前 6 大医药流通企业优势各有千秋.....	10
图表 11.	广西部分地区在 2017 年 9 月开始将推行两票制.....	10
图表 2.	广西医药流通市场竞争缓和，主要是柳药和国药两大龙头.....	11
图表 3.	5 年后柳药药品流通业务市占率的敏感性分析.....	11
图表 12.	与润达合作的 IVD 知名品牌数据日益增加	12
图表 13.	润达医疗提供售前、售中、售后全方面专业服务.....	13
图表 14.	国药控股润达医疗器械公司合作模式.....	13
图表 15.	凭借 2015 年重点合作医院的示范相应，2016 年业务随即迅猛增值.....	14
图表 16.	上海地区器械流通领域市场规模约为 520 亿元.....	14
图表 17.	2016 年国润在上海 IVD 流通市场的市占率约为 10%	15
图表 18.	柳润合作模式协同效应明显，有望助力柳药抢占布局广西 IVD 流通领域.....	15
图表 19.	柳州医药配送网络和终端医院资源优势明显.....	16
图表 20.	广西地区竞争程度远低于上海，柳润模式竞争优势在广西当地将更加明显.....	16
图表 21.	2016 年广西中药饮片市场规模约为 25 亿.....	17
图表 22.	2016 年全国中药饮片营收占全国医药工业营收规模的 6.60%	17
图表 23.	广西中药饮片市场行业集中度较低（部分广西中药饮片企业的分布图）	18
图表 25.	柳州医药具备拓展中药饮片业务的核心竞争力.....	19
图表 27.	优秀企业中药饮片业务毛利率持续高于行业均值，龙头企业毛利率高达 35% 以上.....	20
图表 28.	得益于丰富的终端资源，柳药中药饮片业务的盈利能力有望高于行业均值.....	21
图表 29.	设立控股子公司医大仙晟，充分结合柳药和广西医大制药厂的优势.....	21
图表 30.	自上市以来，柳州医药当前 PE 处于历史底部（数据截止到 2017/6/2）	22
图表 31.	柳州医药 PE 和 PEG 均低于行业均值（数据截止到 2017/6/2）	22
图表 32.	美国医药流通三巨头历史 PE 均值为 21.21 倍（数据截止到 2017/6/2）	23



1. 投资摘要

柳州医药是国内最优秀的医药流通区域性龙头企业之一，目前市场股价 51.57 元/股（2017 年 6 月 2 日）对应 2017 年预测市盈率约为 23 倍投资价值显现。我们认为公司在药品流通、器械耗材流通、医药工业等方面布局逐步完善，2017 年下半年有望逐步加快释放业绩（尤其在器械耗材流通和医药工业方面）。公司 2016 年 3.21 亿元归母净利润的体量仍存在较大的提升空间，我们现阶段看好公司的核心逻辑是：当前公司估值性价比较高，未来 3 年公司业绩有望持续 30% 以上高增长。

本篇报告我们重点回答投资者关心的四个问题：

■ 一、公司药品流通业务未来增长空间有多大？

柳药在广西地区竞争格局的预判，我们参照了福建省两票制推行后的竞争格局。福建省第一梯队流通企业的市占率约 70%，广西的药品流通市场竞争格局较福建更为简单，仅柳药与国药具有绝对的竞争优势，将两家企业归为市占率较高的第一梯队。其中，柳药稳步推进医院供应链延伸项目，目前与超过 17 家三甲医院签订项目合作协议，充分巩固药品流通业务的龙头地位。参考福建省市场格局并结合柳药目前的布局情况，我们预计柳药市占率有望达 40%-50%，与国药的复合市占率未来将达到 70%-80% 水平（后文详细对比福建省与广西省的药品流通领域的竞争格局、两票制推行情况等）。

■ 二、公司作为药品流通企业，是否能快速切入并占领广西器械流通市场？

为快速切入广西 IVD 器械和耗材领域，柳州医药与润达医疗联手，成立“广西柳润公司”以共同开拓广西 20-30 亿 IVD 流通市场。柳州医药和润达医疗合作模式为：润达提供 IVD 产品与服务，柳药负责配送和终端医院开发。在此之前，润达与国药利用类似的合作模式 2 年内实现营收 7.5 亿元，已成功开拓华东 IVD 市场，证明该模式是可行的成熟模式。在该合作模式的带动下，我们预计 2-3 年内柳药有望占领广西医疗器械耗材流通领域 8-10 亿市场份额（后文详细分析和借鉴国润的合作模式）。

■ 三、医药工业业务预计能带来多大的业绩增量？

相比于大量中小中药饮片企业在上中下游的经营劣势，柳药（通过仙莱中药布局中药饮片业务）具备“上游规模效应逐步提升，产品质量较优”、“中游仓储和配送布局完整”、“下游终端资源十分丰富”等核心竞争力。仅考虑中药饮片自产的情况下，以仙莱中药 3200 吨/年的设计产能进行测算（行业内评价 1 吨产能对应 5 万元营收），完全达产后（产能利用率为 100%）中药饮片营收规模至少达到 1.60 亿元以上。中药饮片业务毛利率有望达 25% 以上（参照行业情况），中药饮片业务产能释放，有望持续增厚公司业绩（中药饮片业务毛利率较高，值得关注。后文详细分析广西中药饮片行业格局和测算公司中药饮片业务营收增量）。

■ 四、公司作为运营优秀且业绩高增长的区域龙头，当前估值是否具备性价比？

纵向比较，自公司 2014 年上市以来，柳州医药 PE 平均值为 46.90，最大值为 79.35，最小值为 28.96（数据截止到 2017/6/2），当前估值处于公司历史估值相对底部。

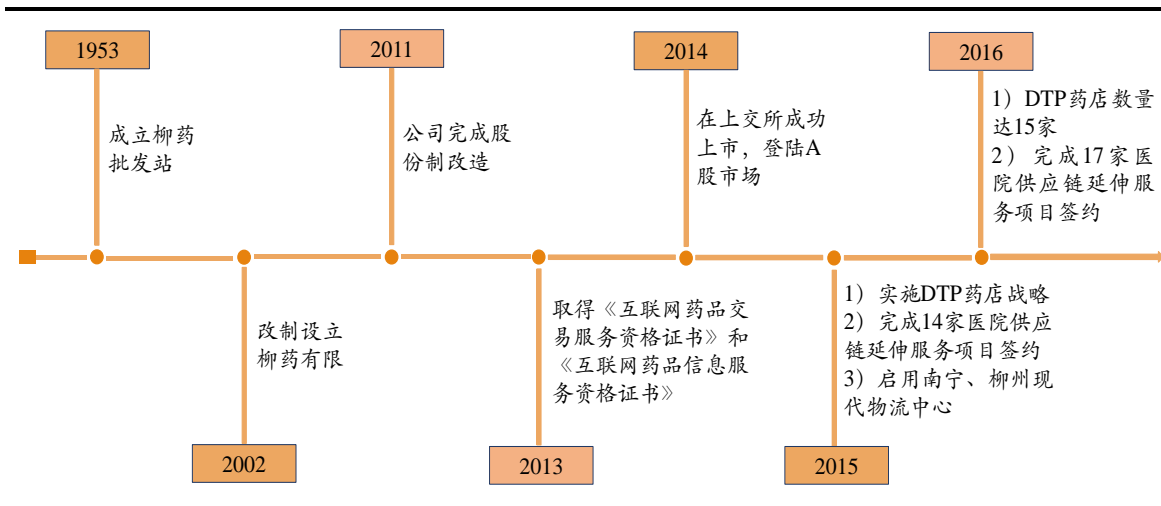
横向比较，参照国内医药流通企业的估值情况，柳州医药 2017-2019 年 PE 仅为 23 倍、17 倍、13 倍，PEG 分别为 0.84、0.64、0.47，PE 和 PEG 均显著低于行业平均值（2017-2019 行业平均 PE 分别为 29 倍、23 倍、20 倍，PEG 分别为 1.14、1.04、1.14），短期看估值性价比凸显；参照美国医药流通企业的估值情况，长期看美国医药流通三巨头 McKesson、Amerisourcebergen、Cardinal 的平均 PE 分别为 23.70 倍、22.74 倍、17.19 倍，行业平均 PE 为 21.21 倍。柳州医药当前股价对应 2017 年 PE 约为 22-23 倍，与美国医药行业高度成熟的估值相比，长期预计柳州医药估值下杀空间较小。

2. 公司概况：内生增长强劲的医药流通区域性龙头

2.1 单一配送起家，正逐步转型现代医药物流服务供应商

公司深耕细作于广西长达 60 多年，对广西地区的医药流通业务拥有透彻的理解和丰富的经验，已形成“以规模以上医院销售业务为核心，药店和第三终端业务为两翼，商业调拨等业务为补充”的业务体系，并于 2014 年成功登陆 A 股市场。未来公司有望借助资本市场的优势，进一步推进“从传统的单一配送商转变至现代综合性医药物流服务供应商”的战略转型。

图表1. 柳州医药逐步转为综合性现代医药物流服务提供商

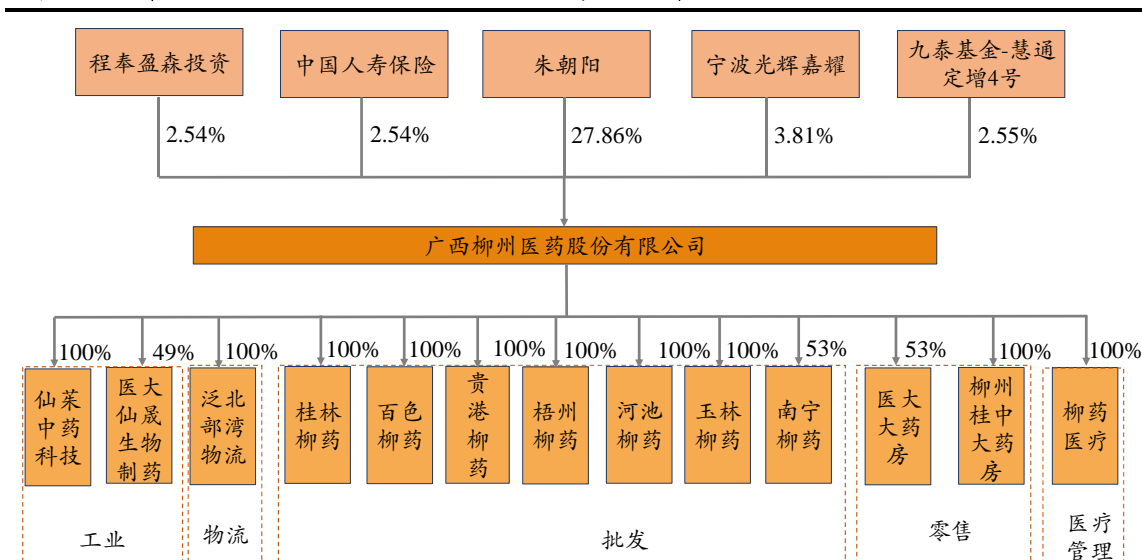


资料来源：公司公告、WIND、公司官网、广证恒生

2.2 董事长勤勉务实，带领公司实现医药流通的全产业链布局

朱朝阳先生持有公司 27.86% 的股份，是公司的实际控制人。自 1986 年起，朱朝阳先生便进入柳药批发站工作，至今已有 30 多年，从业经验丰富，对医药流通具备深刻的产业认识。朱朝阳先生于 2002 年开始任公司董事长，以勤勉务实的作风带领团队砥砺奋进，目前柳州医药通过控股或参股 13 家公司，已初步实现医药流通领域的全产业链布局。

图表2. 柳州医药初步实现医药流通领域的全产业链布局

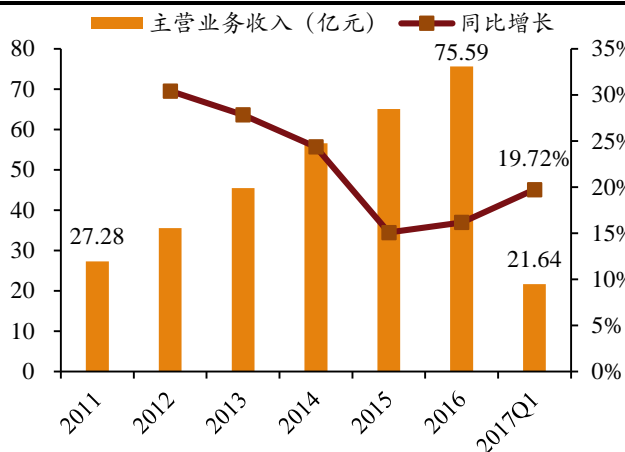


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

2.3 得益于新标执行，17 年 Q1 业绩实现 31% 高增长

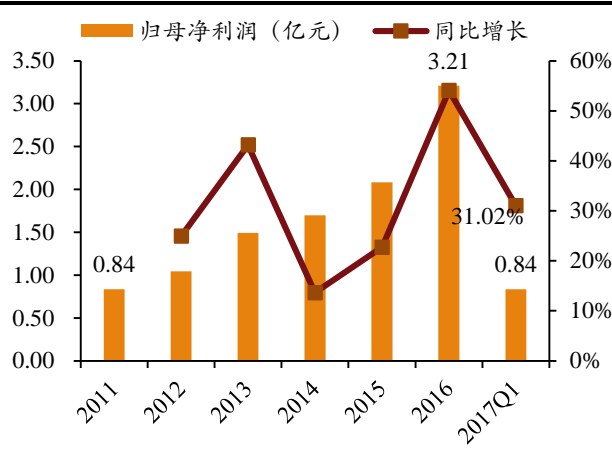
公司营业收入从 2011 年的 27.28 亿元增长到 2016 年的 75.59 亿元，年复合增长为 22.61%，其中 2017 年 Q1 实现营业收入 21.64 亿元，同比增长 19.72%；净利润从 2011 年的 0.84 亿元增长到 2016 年的 3.21 亿元，年复合增长为 30.75%，其中 2017 年 Q1 实现净利润 0.84 亿元，同比增长 31.02%。2017 年 Q1 公司实现业绩内生高增长主要得益于广西药品新标执行，终端医院份额稳步提升。

图表3. 17 年 Q1 营收 21.64 亿元，同比增长 20%



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

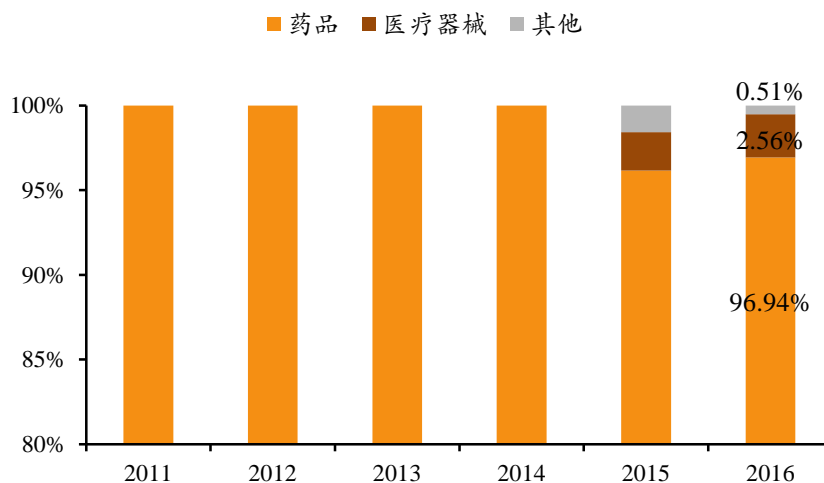
图表4. 17 年 Q1 收入 0.84 亿元，同比增长 31%



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

收入构成分析，2016 年药品流通业务、器械耗材流通业务、其他业务的营收占比分别为 96.94%、2.56%、0.51%，目前药品流通业务是公司营收的主要来源，随着器械耗材流通业务的发展，其占比会逐步提高。

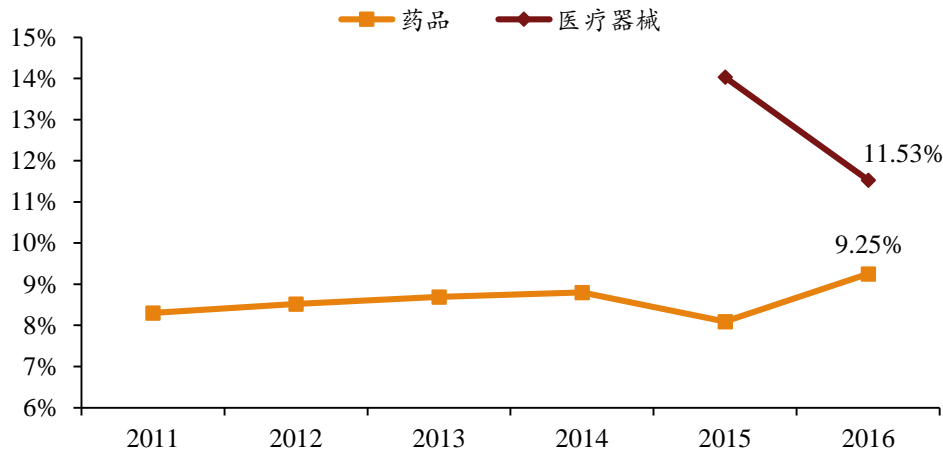
图表5. 2016 年医疗器械收入占比增加



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

盈利能力分析，2016 年药品流通业务、器械耗材流通业务的毛利率分别为 9.25%、11.53%。药品流通业务毛利率的逐步提升，主要原因是公司药品区域代理级别的提高（二级代理商提高为一级代理商）；器械耗材流通业务毛利率的下降，主要原因是商业调拨业务占比提高。

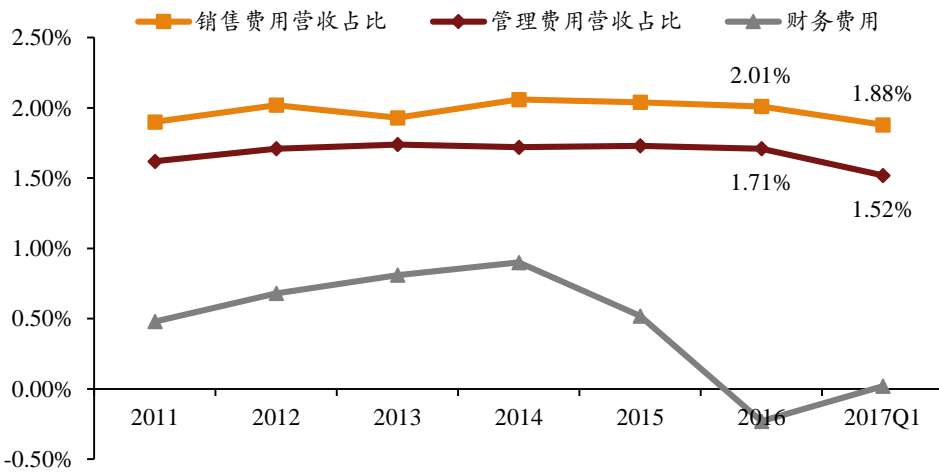
图表6. 得益于药品区域代理级别提高，药品流通业务毛利率逐步提升



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

费用成本分析，得益于业务的规模效应和配送业务优化，2017年Q1销售费用和管理费用的营收占比实现进一步下降。其中，销售费用的营收占比从2016年的2.01%下降到2017年Q1的1.88%；管理费用的营收占比从2016年的1.71%下降到1.52%。财务费用在2015年定增偿还银行贷款后，其营收占比实现快速下降。预计未来随着业务不断扩大，规模效应将得以继续保持，公司三费的营收占比有望持续保持稳定。

图表7. 得益于规模效应，销售费用和管理费用占比进一步下降



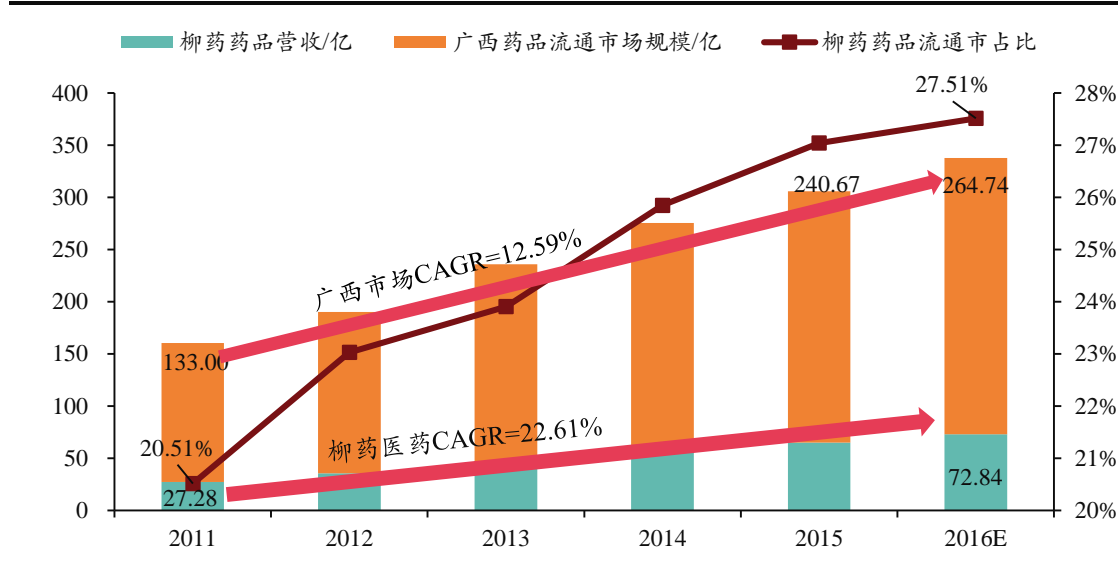
资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

3. 药品流通：自然增长+竞争优势保持持续稳增长

3.1 柳药药品流通业务增速持续高于广西地区行业均值

广西药品流通行业的市场规模从2011年的133亿元增长至2015年240.67亿元，年复合增长率达到12.59%。2016年按照10%的行业增速进行估算，则2016年广西药品流通的市场规模约为264.74亿元。柳州医药在广西药品流通市场快速发展的环境之下，销售规模也逐渐扩大，药品流通营收从2011年的27.28亿元增长至2016年的72.84亿元，年复合增长率达到22.61%，柳药在广西药品流通市场的占有率从2011年的20.51%逐步提升至2016年的27.51%。

图表8. 柳药药品流通业务增速持续高于广西地区行业均值

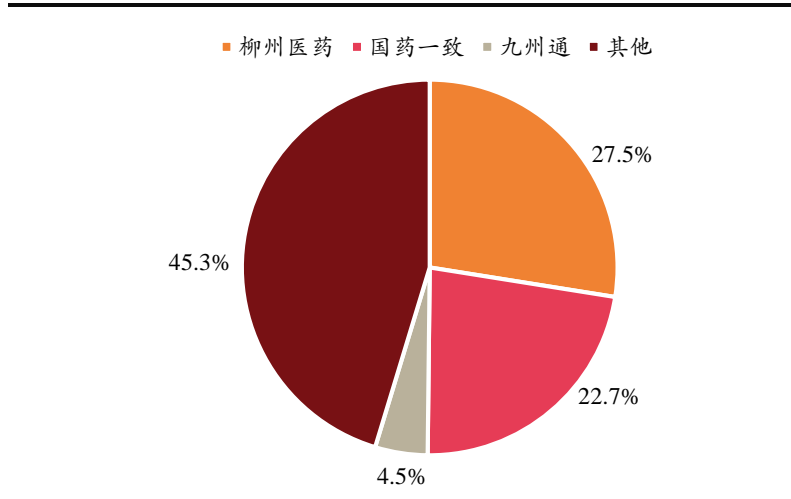


资料来源：商务部、Wind、公司公告、广证恒生测算

3.2 目前广西药品流通市场呈现柳药、国药双雄争霸的竞争格局

根据公司公告披露信息和实地草根调研，柳州医药在广西地区的药品流通业务规模约为 73 亿元，国药一致业务规模约为 50-60 亿元，九州通业务规模仅为 11.96 亿元，华润医药刚进入广西地区，目前业务体量很小。从竞争格局上分析，柳州医药和国药一致的市占率分别为 27.50% 和 22.70%，合计占据广西约 50.20% 市场份额，目前广西药品流通市场呈现柳药、国药双雄争霸的竞争格局。

图表9. 2016 年柳药与国药合计市占率约为 50%



资料来源：商务部、Wind、公司公告、广证恒生

3.3“市场自然增长+绝对竞争优势”力保公司 5 年药品流通稳增长

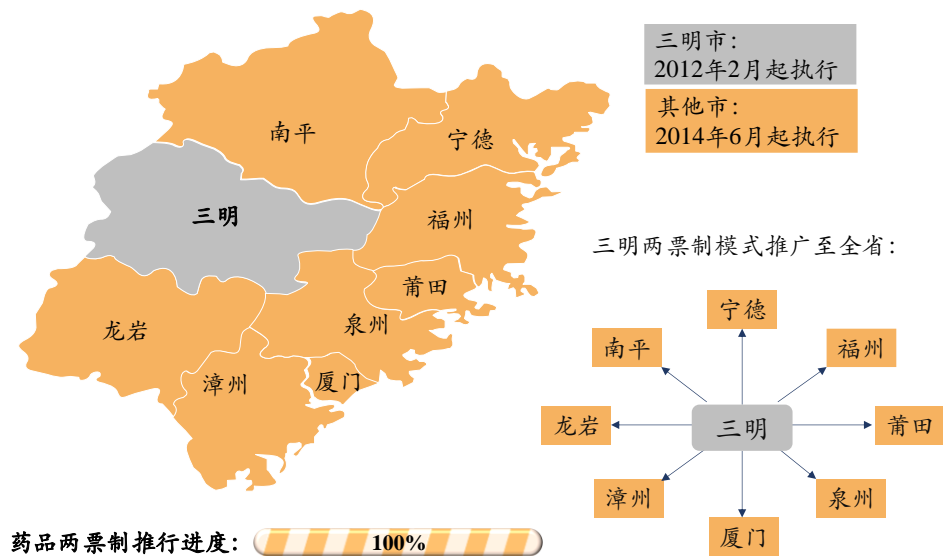
市场认为目前柳州医药市占率已达 27.50%，与国药一致合计占据 50.20% 市场份额，未来 3 年公司药品流通业务触及天花板。但我们与市场的观点不同，基于以下原因（两票制提高行业集中度+行业自然增长），我们认为公司药品流通业务天花板尚未显现，公司药品流通业务未来 5 年稳定增长可期：

■ 与福建等试点地区相比，广西药品流通行业集中度存较大提升空间：福建两票制落实较早，其医药流通市场格局的变迁具有一定借鉴意义，因此我们将福建的竞争格局与广西进行对比。

福建省作为我国第一个落实两票制的省份，早在 2014 年 6 月就发布文件表明将严格实施这一政策，目前已经实现了 9 个地级市的全面覆盖。两票制的推行引发福建省医药流通行业整合，行业集中度也相应

提升。

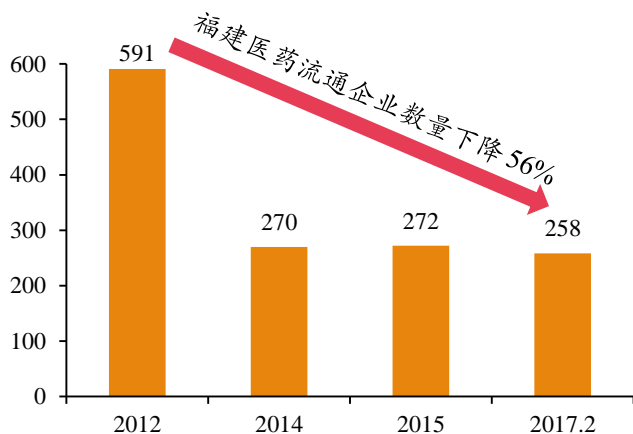
图表10. 福建省全面推行两票制



资料来源：政府官网、广证恒生

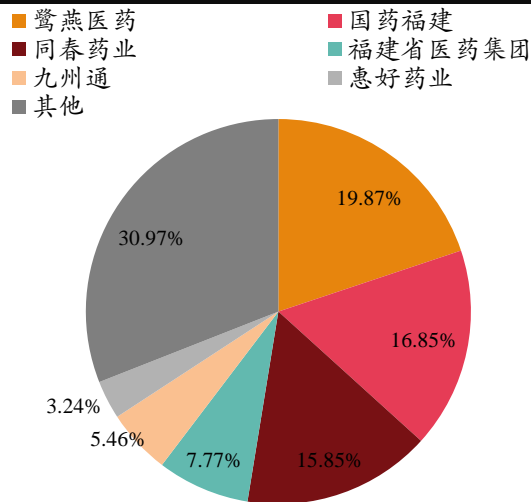
从流通企业数量来看,2012年福建省共有药品批发企业591家,随着两票制的落实推广,国药福建、鹭燕医药等行业龙头及区域龙头加速并购整合步伐,至2017年2月药品批发企业仅存258家,56.35%的药品批发企业退出市场;同时至2015年福建省前六大医药流通企业(第一梯队企业)市占率已达69.03%。

图表5. 17年福建药品流通企业数量较12年降56%



资料来源：福建省药监局、福建省商务厅、广证恒生

图表6. 15年前6大医药流通企业市占率69.03%



资料来源：商务部、福建省商务厅、公司公告、广证恒生

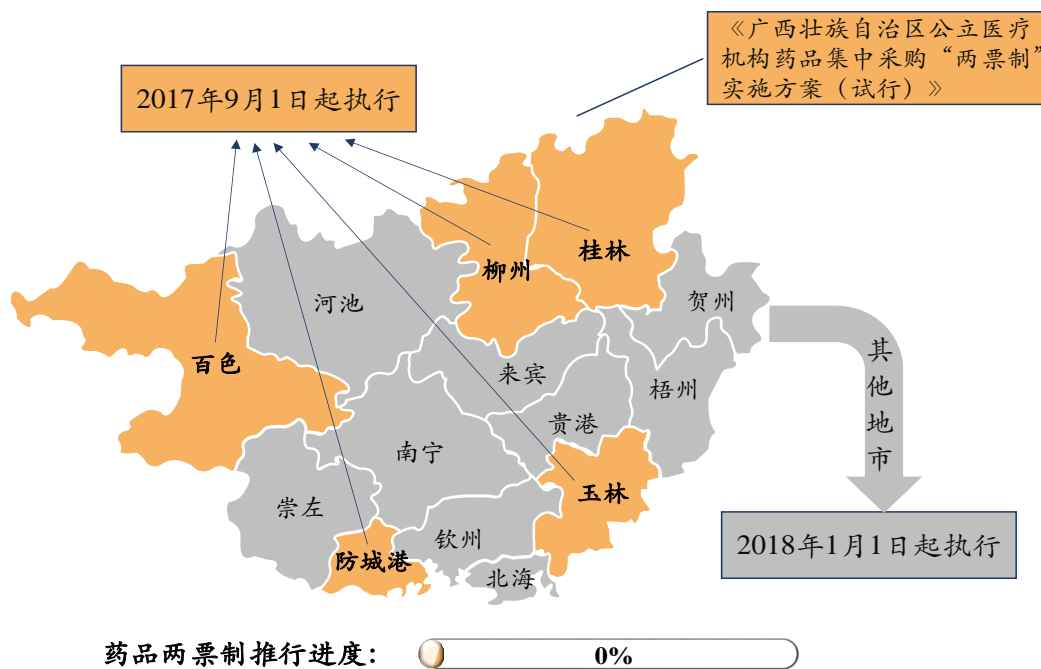
将福建省前6大药品流通企业进行比较,发现该省的药品流通市场竞争格局复杂,从配送服务、供应商、品规数及终端覆盖来看,鹭燕药业、国药福建、同春药业、福建省医药集团、九州通、惠好药业等几大企业各有千秋,为福建省内第一梯队的医药流通企业,合计市占率高达69.03%。

图表1. 福建省医药流通市场竞争激烈，前6大医药流通企业优势各有千秋

流通企业	配送服务	上游供应商	品规数	终端覆盖
鹭燕医药	建立辐射福建全省的分销和物流配送网络	上游供应商超过3331家	药品、中药饮片、器械、疫苗等品规超过4.6万种	福建省内二级以上医院覆盖率为100%；基层医疗机构覆盖率为90.48%
国药福建	覆盖厦门、福州、莆田、龙岩、漳州、南平、三明、宁德、泉州等地区	国药集团拥有超过600家供应商	--	--
同春药业	是南京医药集团的子公司，具备良好的区域性物流配送能力	与排名前50位的药品供应商合作	主营近2万多个品规	覆盖福建省200多家县级以上医疗机构和4000多家终端市场客户
福建省医药集团	覆盖福建九地（市）并延伸至台港澳、东南亚国家	--	--	--
九州通	配送网络覆盖全省，在福州、泉州、莆田、宁德、三明、等设立30余个办事处。	供应商超过1500家	经营品种超1万个	下游客户超6500家
惠好药业	以福州、莆田、三明为辐射中心的进行布局，省内各地配送48小时送达。	与超过1000家药品厂家合作	超过1万个药品品种	--

资料来源：公司公告、公司官网、WIND、广证恒生

广西地区两票制的推进才刚刚起步，预计2017年9月1日起，广西柳州、玉林、桂林、百色、防城港等地区推行两票制，仍有9个地级市未纳入两票制的实施范围。未来随着两票制的深入推行，广西地区行业集中度仍有很大的提升空间。

图表11. 广西部分地区在2017年9月开始将推行两票制


资料来源：政府官网、广证恒生

广西药品流通市场竞争格局较福建简单，仅柳药与国药具有绝对的竞争优势，九州通、华润医药等企业市占率较低。其中，柳药稳步推进医院供应链延伸项目，目前与超过17家三甲医院签订项目合作

协议，充分巩固药品流通业务的龙头地位。参考福建省市场格局并结合柳药目前的布局情况，我们预计柳药市占率将达到 40%-50%，与国药的综合市占率未来将达到 70%-80% 水平。

图表2. 广西医药流通市场竞争缓和，主要是柳药和国药两大龙头

流通企业	配送服务	2016 年市占率	下游资源/终端医院供应链延伸合作
柳药	全面覆盖广西 14 个地级市的销售配送网络和售后服务体系	27%	与广西地区 100% 的三级医院和 90% 的二级医院保持长期合作；供应链延伸项目已签约 17 家三甲医院；2016 年布局院外药房 22 家
国药	2013 年完成两广网络建设，业务延伸到县级区域，于 2015 年实现全网运营	22%	全面覆盖两广二甲以上医疗机构和大型连锁药店；2015 年布局院外专业药房 8 家
华润医药	已建成药品现代物流中心，配送能力可覆盖广西全区	很低	--
九州通	以南宁为中心，建立了覆盖整个广西的配送网络	4.5%	N/A

资料来源：公司公告、公司官网、WIND、广证恒生

■ **广西药品流通行业有望维持 10% 以上自然增长，市场扩容给予公司发展空间：**广西药品流通行业有望每年保持 10% 以上的自然增长，市场的扩容保公司药品流通业务未来 5 年稳定增长。按照广西医药流通市场每年 10% 的整体增长，柳药药品流通业务保持 20% 的增速进行测算，5 年后公司药品流通业务市占率从目前的 27.50% 提升至 42.51%。参照之前福建省竞争格局的分析，柳药未来占据广西 40%-50% 市场份额测算，未来 5 年公司药品流通业务仍存在稳定增长的空间。

图表3. 5 年后柳药药品流通业务市占率的敏感性分析

行业增速 柳药增速	8%	9%	10%	11%	12%
18%	42.84%	40.91%	39.08%	37.35%	35.72%
19%	44.69%	42.67%	40.77%	38.96%	37.26%
20%	46.59%	44.50%	42.51%	40.63%	38.85%
21%	48.57%	46.38%	44.31%	42.35%	40.49%
22%	50.61%	48.33%	46.17%	44.13%	42.19%

资料来源：公司公告、公司官网、WIND、广证恒生

4. 器械流通：借鉴国润模式，柳润联手实现 IVD 布局弯道超车

为快速切入广西 IVD 器械和耗材领域，柳州医药与润达医疗联手，成立广西柳润合资公司共同开拓广西 20-30 亿 IVD 流通市场。柳州医药和润达医疗合作模式为：润达提供 IVD 产品与服务，柳药负责配送和终端医院开发。在此之前，润达与国药利用类似的合作模式，已成功开拓华东 IVD 市场，证明该模式是可行的成熟模式。在此模式的带动下，我们预计 2-3 年内柳药有望占领广西医药器械耗材流通领域 8-10 亿市场份额。

4.1 过往借鉴：国药与润达联手开拓华东 IVD 市场，证明合作模式确实可行

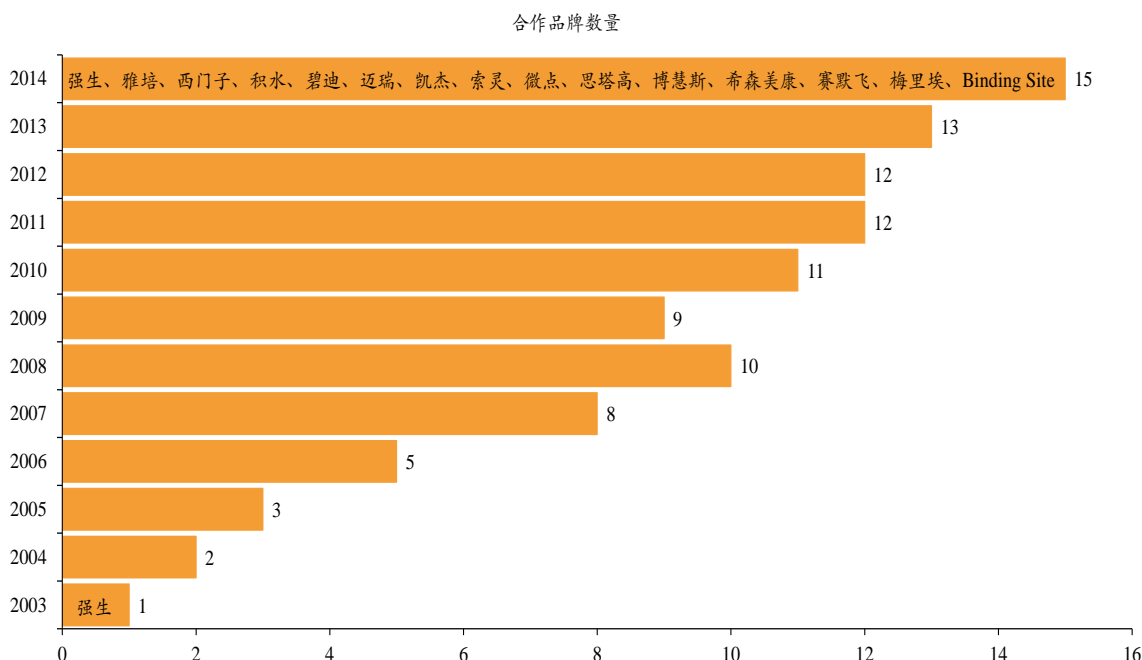
4.1.1 过往借鉴：国药与润达联手，迅速开拓华东 IVD 市场

基于双方对各自渠道与服务优势的认可，以及在全国范围内拟合作集成业务战略定位的一致理解，润达医疗与国药控股于 2015 年 7 月合资成立了国药控股润达医疗器械发展（上海）有限公司。合资公司注册资本为 588.24 万元，其中：国控器械出资 300 万元，持有 51% 的股权；润达医疗出资 288.24 万元，持有 49% 的股权。

■ 润达医疗深耕 IVD 行业多年，IVD 产品品规齐全和增值服务领先：

(1) **产品质量保证、品类齐全**：润达不断加强与大量知名品牌的合作，目前已与西门子、强生、雅培等超过 15 个知名品牌合作，IVD 产品体系覆盖超过 13 个产品品种，4000 个品种规格；

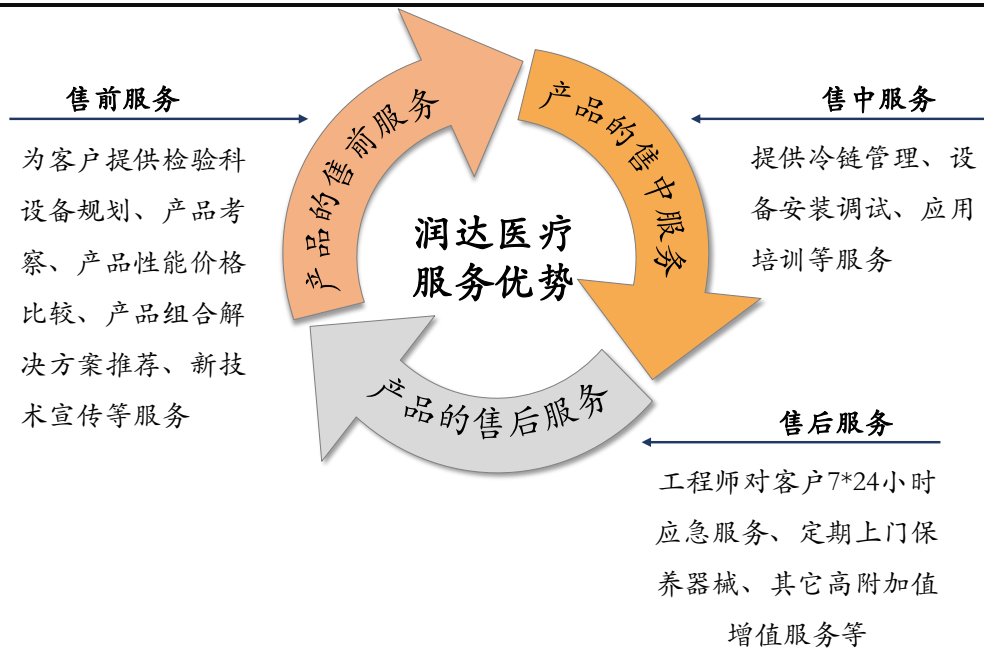
图表12. 与润达合作的 IVD 知名品牌数据日益增加



资料来源：公司公告、广证恒生

(2) **专业增值服务，整体解决方案设计者**：润达目前已经形成了独具特色的体外诊断的产品集中采购与综合服务供应模式。公司对医院采取检验产品+配套服务的整体输出，综合服务涵盖产品的售前、售中、售后全过程，能够极大满足医疗机构检验科建设和降本增效的需求。

图13. 润达医疗提供售前、售中、售后全方面专业服务



资料来源：公司公告、广证恒生

■ 国药控股作为医药分销龙头，物流配送网络完善和下游医院资源丰富：

- (1) **全国一体化的流通平台**：国控的配送网络已经延伸 100 多个二、三级城市、涵盖 2000 家商业企业，拥有 251 个物流网点（包括 4 个枢纽物流中心+38 个省级物流中心+185 个地级市物流网点+24 个零售物流网点）；
- (2) **终端医院资源丰富，签单率高**：国控的直接客户覆盖了 14231 家分级医院（其中三级医院 1991 家）。

图14. 国药控股润达医疗器械公司合作模式



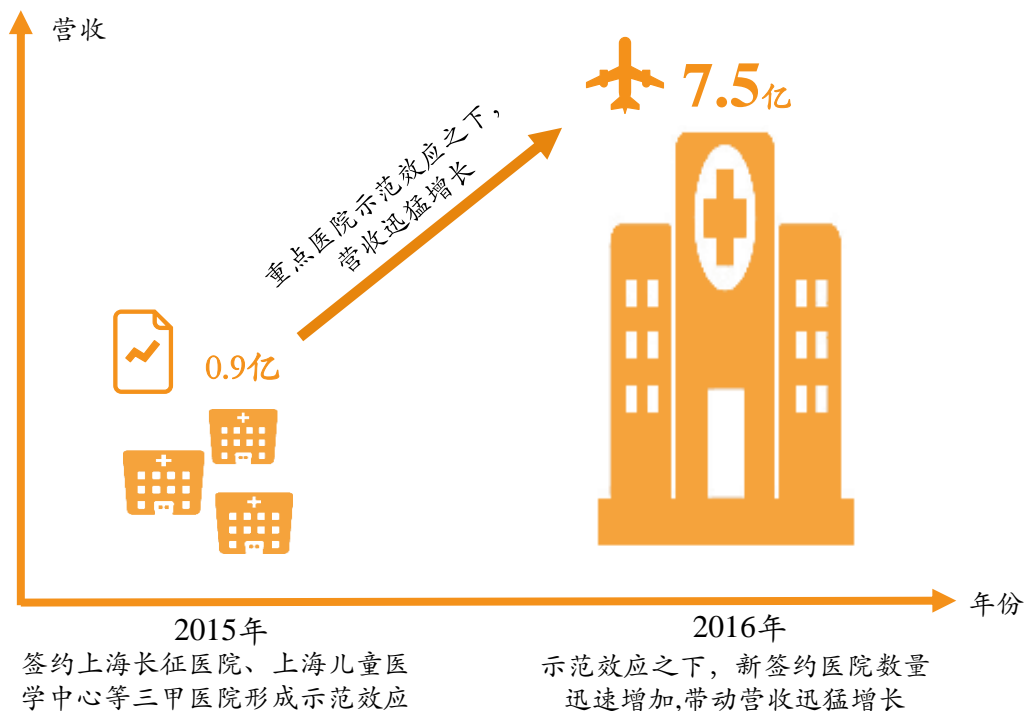
资料来源：公司公告、广证恒生

4.1.2 过往借鉴：国润合作协同效应明显，业务迅猛增长

借助润达的产品和服务优势、国控的渠道和终端资源，合资公司国药控股医疗器械发展（上海）有限公司（以下简称“国润”）在 2015 年底就已经签下上海长征医院、上海儿童医学中心等三甲大医院的订单，

对 2016 年订单的签订形成良好的示范效应。2016 年润达医疗在上海区域的集成业务已经全部转移至国控润达体内，新签约医院数量快速上升，业务扩张势头猛烈，营业收入从初始期 2015 年的 0.9 亿元跃升至 7.5 亿元，增速达 733%，实现净利润 2487 万元，项目推进顺利，进入上升发展通道。此外，国润还与上海润瑞投资、上海盛睦投资达成战略合作，共同投资成立了国润供应链（国润持有 85% 的股份），进一步推进 IVD 器械分销流通业务。

图表15. 凭借 2015 年重点合作医院的示范相应，2016 年业务随即迅猛增值

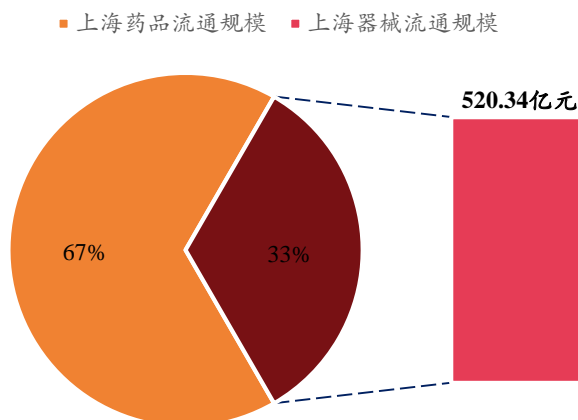


资料来源：公司公告、广证恒生

4.1.3 过往借鉴：国润 2 年内快速拓展上海 IVD 流通领域的市场份额

上海药品流通领域的市场规模为 1040.67 亿元，按照药品流通和器械耗材流通 2:1 的市场规模比例进行估算，上海器械流通领域的市场规模约为 520.34 亿元。

图表16. 上海地区器械流通领域市场规模约为 520 亿元

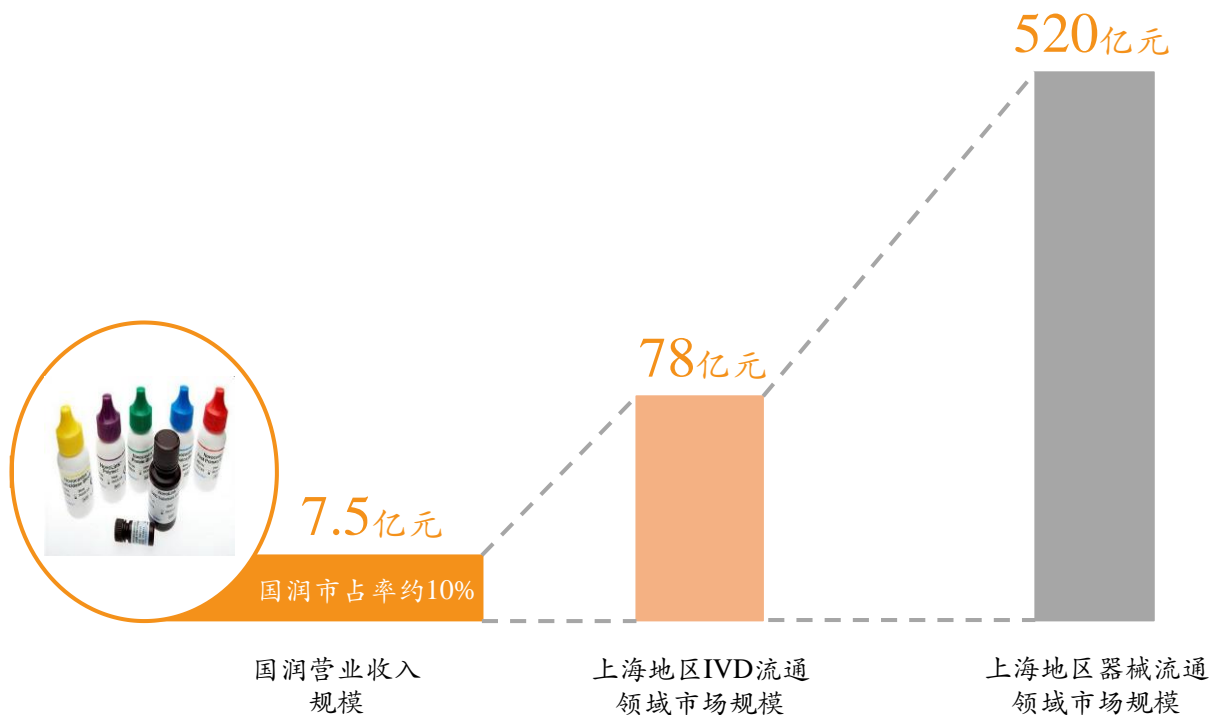


资料来源：商务部、广证恒生

按照之前专题报告《从美国三巨头发展路径解析流通整合致胜三策略》的测算，预估 IVD 流通市场占

整个器械耗材流通约 15% 份额，对应上海地区 IVD 流通市场约为 78 亿元。国润 2015 年和 2016 年营业收入分别为 0.9 亿元和 7.5 亿元，其市占率从 1% 迅速提升至约 10%。

图表17. 2016 年国润在上海 IVD 流通市场的市占率约为 10%

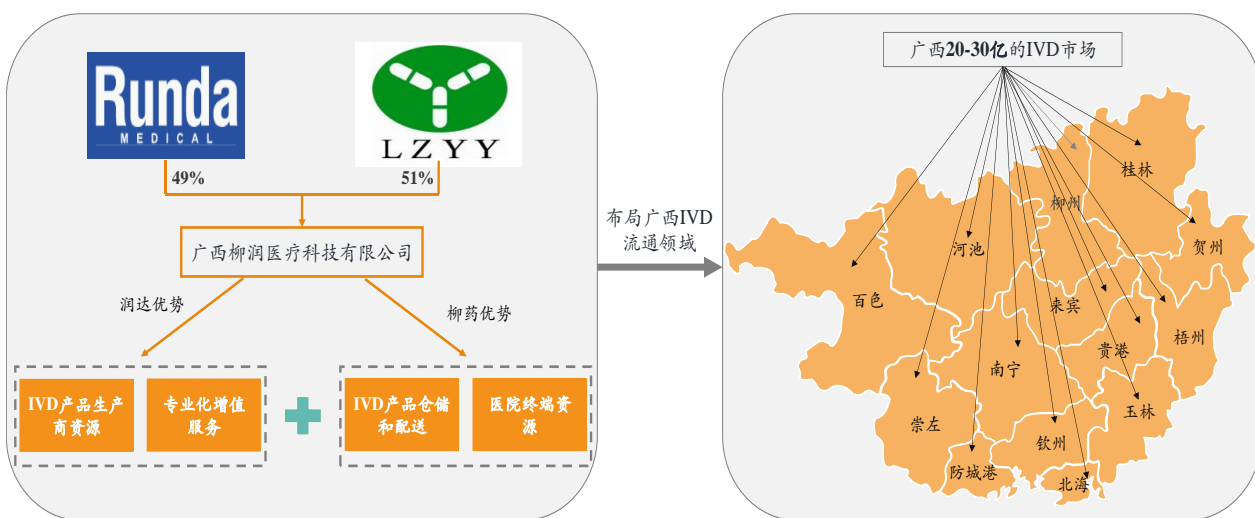


资料来源：中国医药工业信息中心、商务部、WIND、公司公告、广证恒生

4.2 柳润合作有望在广西地区复制国润的成功模式

柳州医药和润达医疗通过共同投资设立广西柳润的方式（柳药占广西柳润 51% 的注册资本），加强双方在医学检验产品的集约化供应和集成服务业务的合作，共同拓展广西约 20-30 亿规模的 IVD 市场。

图表18. 柳润合作模式协同效应明显，有望助力柳药抢占布局广西 IVD 流通领域



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

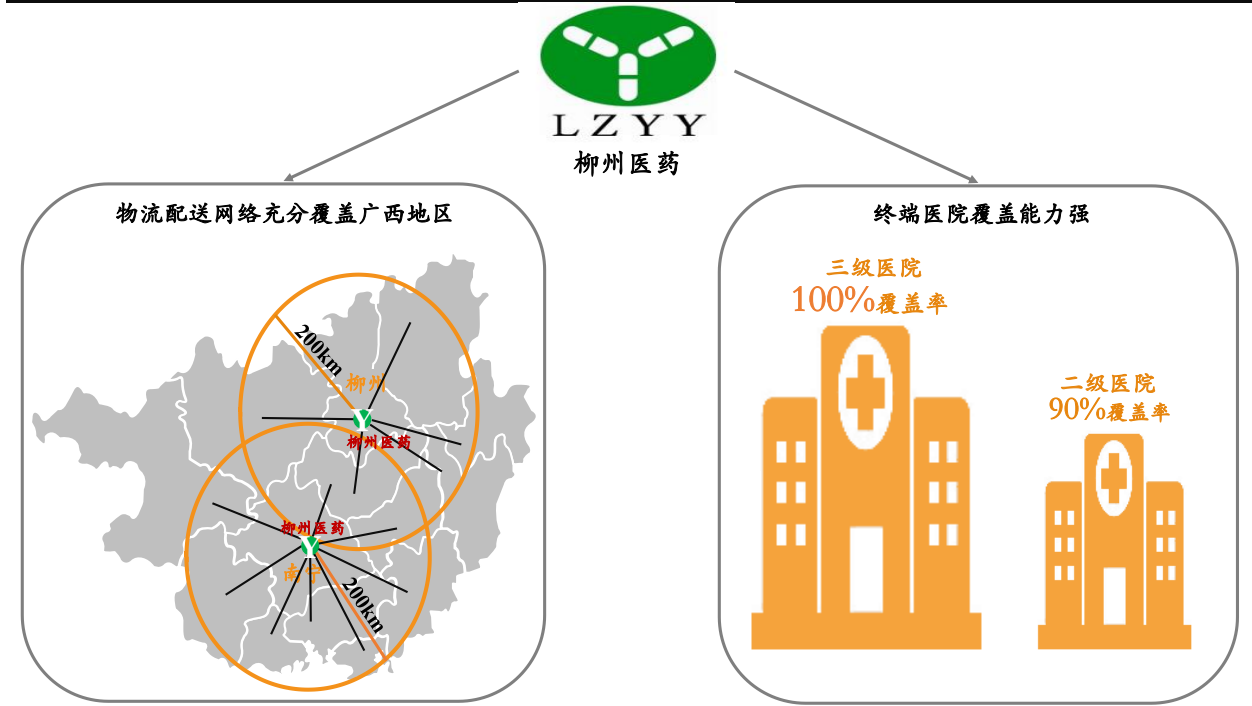
柳州医药是广西医药流通市场的龙头企业，区域地位稳固，配送网络和终端医院资源优势明显：

(1) **物流配送平台完善**：柳州医药在广西地区深耕多年，对南宁等关键配送节点的布局已十分成熟。通过定增资金的利用，公司对现成的物流中心、综合服务楼和倒班楼进行完善（包括完善立体配送货架、

输送设备、配送系统等），可快速且充分地满足器械耗材配送业务的需求。

(2) **终端医院资源丰富**：柳州医药作为广西区域性流通龙头，凭借着出色的药品流通业务积累了充分的医院终端资源。公司对规模以上医院（三级和二级医院）的覆盖率极高，三级医院和二级医院的覆盖率分别高达 100% 和 90% 以上。对广西地区终端资源的极高覆盖，将有利于器械耗材配送业务的开拓。

图表19. 柳州医药配送网络和终端医院资源优势明显



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

4.3 广西竞争程度远低于上海，柳润模式望助力柳药获更大市场份额

国润模式运营两年后，2016 年已在竞争激烈的上海 IVD 耗材流通领域占据 10% 市场份额（2015 年仅 1% 的市占率），实现市占率的快速提升。相比竞争激烈的上海 IVD 耗材流通市场，广西竞争程度较为缓和。柳润利用类似于国润的模式开拓广西 20-30 亿元 IVD 流通市场，有望 2-3 年内抢占更大的市场份额，预计三年内抢占广西医疗器械流通领域 2-3 亿市场规模，实现 IVD 流通领域的快速切入。

图表20. 广西地区竞争程度远低于上海，柳润模式竞争优势在广西当地将更加明显

	国润	柳润
所属区域	上海	广西
母公司	国药控股	柳州医药
母公司行业地位	中国医药分销商龙头	广西医药分销龙头
与润达合作模式	国药控股提供渠道和终端资源开拓，润达负责产品和专业化服务	柳州医药提供渠道和终端资源开拓，润达负责产品和专业化服务
医院布局方式	先三甲，后二甲	预计先三甲，后二甲
所在地IVD市场空间	约138亿	约30亿
所在地竞争程度	非常激烈	相对缓和
2016年营业收入	7.50亿元	N/A

资料来源：公司公告、WIND、公开资料整理、广证恒生

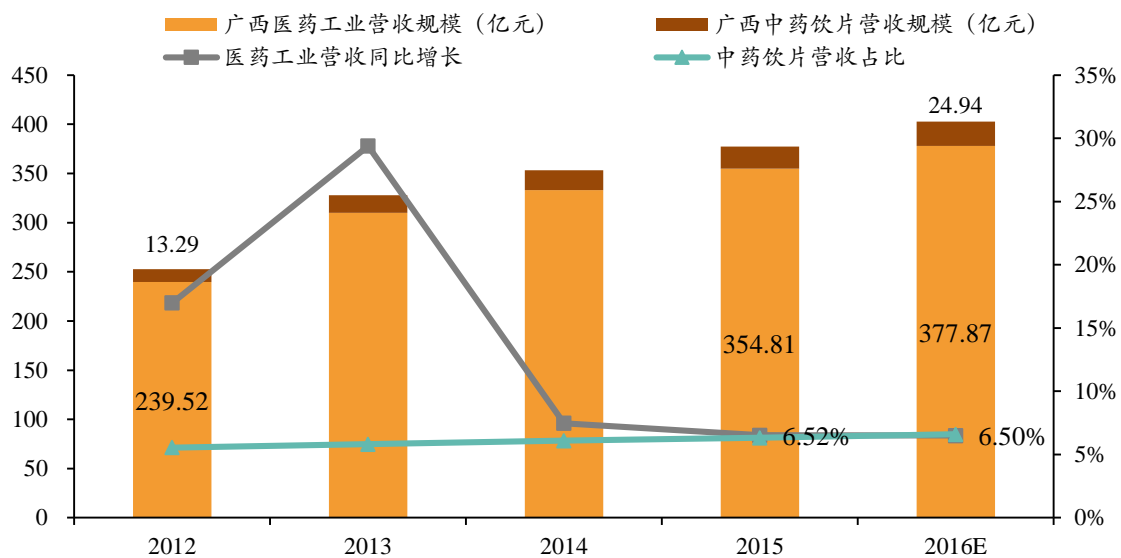
5. 医药工业：仙菜中药等正逐步释放产能

5.1 广西饮片市场规模约 25 亿，行业集中度低，小企业发展受限

5.1.1 广西医药工业营收规模稳步增长，中药饮片市场规模约 25 亿

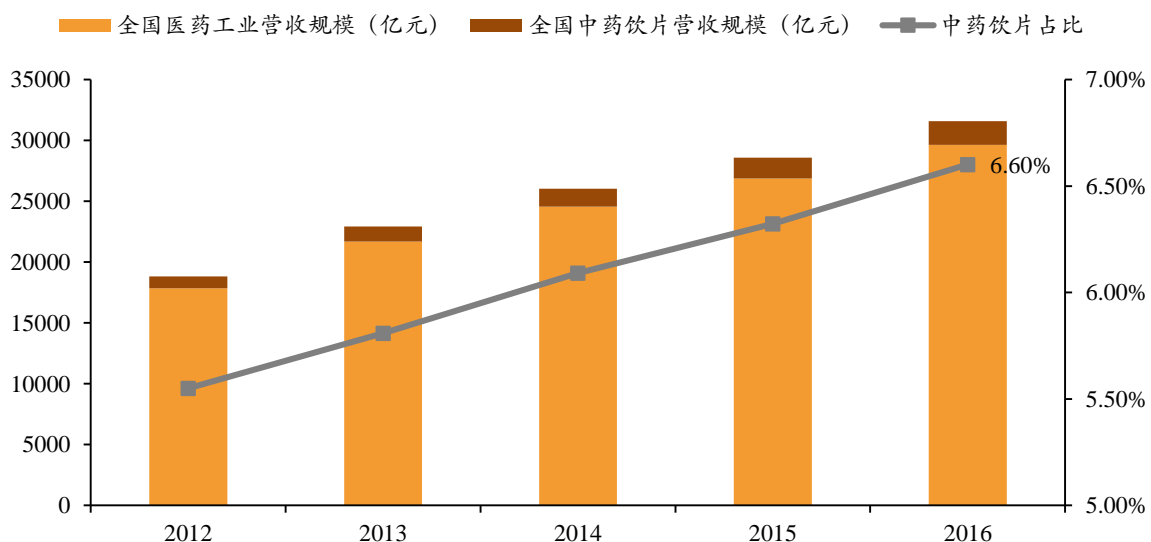
广西医药工业营收规模从 2012 年的 239.52 亿元增长到 2015 年的 354.81 亿元，其中 2015 年同比增长 6.52%。按照 6.50% 的同比增速进行测算，2016 年广西医药工业营收规模达 377.87 亿元。2016 年全国中药饮片营收规模占全国医药工业营收规模 6.60%，按此比例进行推算，广西中药饮片领域的市场规模约为 24.94 亿元。

图表 21. 2016 年广西中药饮片市场规模约为 25 亿



资料来源：广西统计年鉴、广证恒生

图表 22. 2016 年全国中药饮片营收占全国医药工业营收规模的 6.60%



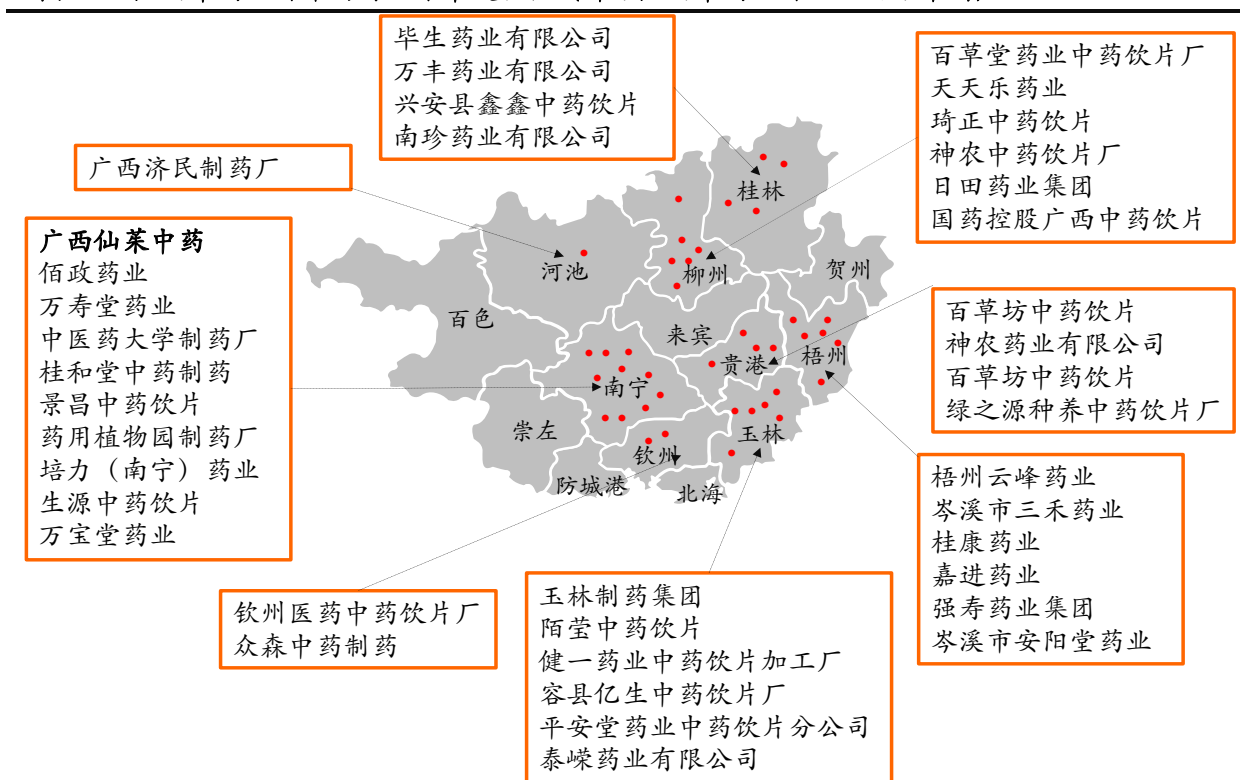
资料来源：工信部、广证恒生

5.1.2 广西中药饮片行业集中度低，中小企业发展受限

广西南宁、柳州、贵港、桂林等地区存在大量中药饮片生产企业，企业规模小且分布散乱是广西中药饮片行业主要的特征，行业集中度较低。目前，限制大部分中小型中药饮片企业发展的原因主要有以下几点：

- **上游生产规模较小，难以形成规模效应且质量难以监控：**广西大量中药饮片企业规模较小，难以形成明显的规模效应，且中小企业对质量监控不够严格，难以符合国家对中药饮片制定的高标准。缺乏规模效应和质量保证，中小企业难以持续抢占更多市场份额。
- **中游流通布局不完善，仓储配送受限：**中药饮片产品周期相对较短，对于温度控制等仓储条件和物流配送等要求较高，完善的仓储条件和配送网络成为中药饮片企业的关键竞争优势。
- **下游终端资源有限，难以保证产品销路：**中药饮片产品主要销售至终端医院和药房，终端资源成为产品销路的重要保证。广西大量中药饮片企业分布在不同地区，仅少数企业全面拥有整个广西终端的资源，下游终端资源成为制约大量中小企业发展的重要因素。

图表23. 广西中药饮片市场行业集中度较低（部分广西中药饮片企业的分布图）



资料来源：CNKI 数据库、广证恒生

5.2 柳药布局中药饮片优势凸显，增厚公司业绩

5.2.1 设立仙莱中药布局中药饮片业务，设计产能达 3200 吨/年

2015 年 10 月，公司出资 2000 万设立全资子公司广西仙莱中药，其经营范围主要为中药饮片的加工和销售，2016 年 7 月仙莱中药的中药饮片业务收到了药品 GMP 证书。仙莱中药具有中药饮片和毒性中药饮片两条生产线，其中中药饮片生产线的设计年产能为 3000 吨/年，毒性中药饮片的设计年产能为 200 吨/年，可生产加工各类常用中药饮片 600 余种，实现中药材的规模化、标准化生产。

图表24. 仙茛中药饮片生产线设计年产能合计 3200 吨/年

生产线名称	设计年产能	代表品种
中药饮片	3000 吨/年	广山药、广金钱草、两面针、地龙、黄芪等
毒性中药饮片	200 吨/年	半夏、狼毒等

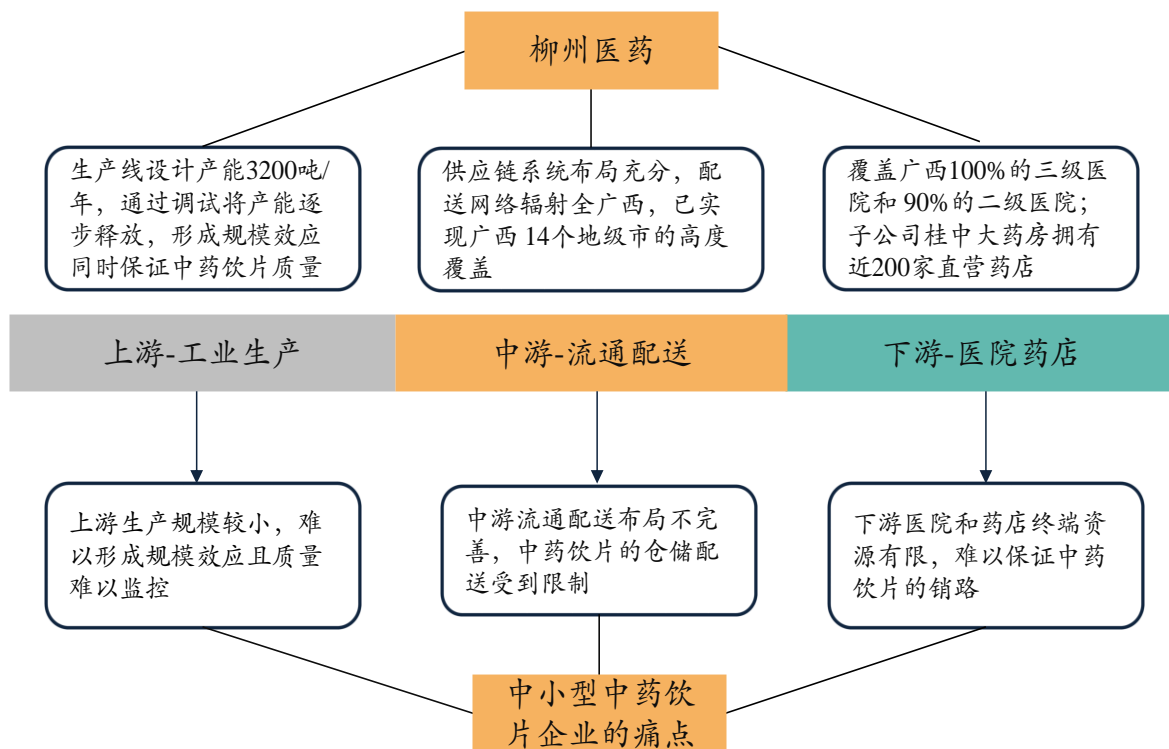
资料来源：公司公告、广证恒生

5.2.2 柳药上中下游优势明显，具备拓展中药饮片业务的核心竞争力

相比于大量中小中药饮片企业在上中下游的经营劣势，柳药（通过仙茛中药布局中药饮片业务）具备“上游规模效应逐步提升”、“中游仓储和配送布局完整”、“下游终端资源十分丰富”等核心竞争力。

- **上游产能逐步释放，保证质量的同时提升规模相应：**2017 年中药饮片业务将逐步开始投产，公司为确保产品质量，进行产能的充分调试，预计产能将合理地逐步释放，并同时带来业务规模效应提升。
- **中游仓储和配送系统布局完善：**供应链系统布局充分，配送网络辐射全广西，已实现广西 14 个地级市的高度覆盖。
- **下游医院和零售终端资源丰富，保证产品良好的销路：**在医院终端资源方面，公司覆盖广西地区 100% 的三级医院和 90% 的二级医院，实现广西地区医院终端资源的全面覆盖；在零售终端资源方面，至 2016 年公司已通过全资子公司桂中大药房布局 195 家直营药店，其中医保药店 59 家，DTP 药房 17 家。医院和零售终端的全面覆盖，确保中药饮片产品未来销路。

图表25. 柳州医药具备拓展中药饮片业务的核心竞争力



资料来源：公司公告、广证恒生

5.2.3 中药饮片产能，有望增收 1.6 亿元以上规模

2015 年我国中药饮片产量为 335 万吨，行业整体营收为 1700 亿元，1 吨产能约对应 5 万元营收。仅考虑中药饮片自产的情况下，以仙茛中药 3200 吨/年的设计产能进行测算，完全达产后(产能利用率为 100%) 中药饮片营收规模将达到 1.60 亿元以上。参照行业内毛利率水平（中药饮片业务毛利率高达 15%-25%，

龙头企业毛利率高达 35% 以上)，并考虑到柳药终端渠道资源优势，预计柳药中药饮片业务毛利率达 25% 以上，中药饮片业务产能逐步释放，有望持续增厚公司业绩。

图表26. 仙菜中药营收（万元）敏感性分析

产能利用率 营收/产量比例	40%	60%	80%	100%	120%	140%	160%
4.0 万/吨	5120	7680	10240	12800	15360	17920	20480
4.5 万/吨	5760	8640	11520	14400	17280	20160	23040
5.0 万/吨	6400	9600	12800	16000	19200	22400	25600
5.5 万/吨	7040	10560	14080	17600	21120	24640	28160
6.0 万/吨	7680	11520	15360	19200	23040	26880	30720

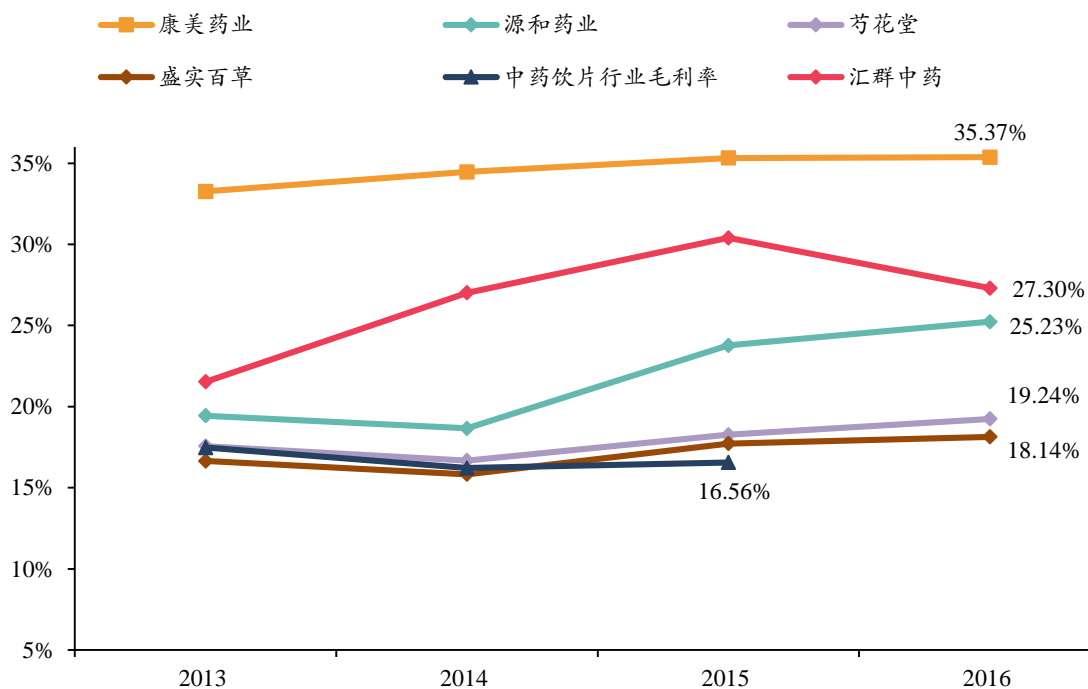
资料来源：公司公告、WIND、广证恒生测算

5.2.4 借助医院和药店强大的终端渠道，柳药中药饮片业务有望实现高于行业的

盈利水平

中药饮片行业毛利率水平约为 15%-20%，仅部分中药饮片企业毛利率高达 25% 以上。其中，2016 年康美药业、汇群中药、源和药业等企业的毛利率分别高达 35.37%、27.30%、25.23%。

图表27. 优秀企业中药饮片业务毛利率持续高于行业均值，龙头企业毛利率高达 35% 以上



资料来源：国家统计局、公司公告、WIND、广证恒生

通过详细对比康美药业、源和药业、芍花堂、盛实百草等企业的产业链布局，我们认为：相比于中成药企业销售渠道，拥有终端医院和药店零售渠道的企业议价能力较强，其中药饮片业务的毛利率高于行业均值（康美药业、汇群中药、源和药业终端医院和零售药店渠道资源较强）。柳州医药覆盖广西地区 100% 三级医院和 90% 二级医院，并布局 195 家药店直营店。借助柳药丰富的医院和药店渠道，其中药饮片业务未来有望达到 25% 以上毛利率水平。

图表28. 得益于丰富的终端资源，柳药中药饮片业务的盈利能力有望高于行业均值

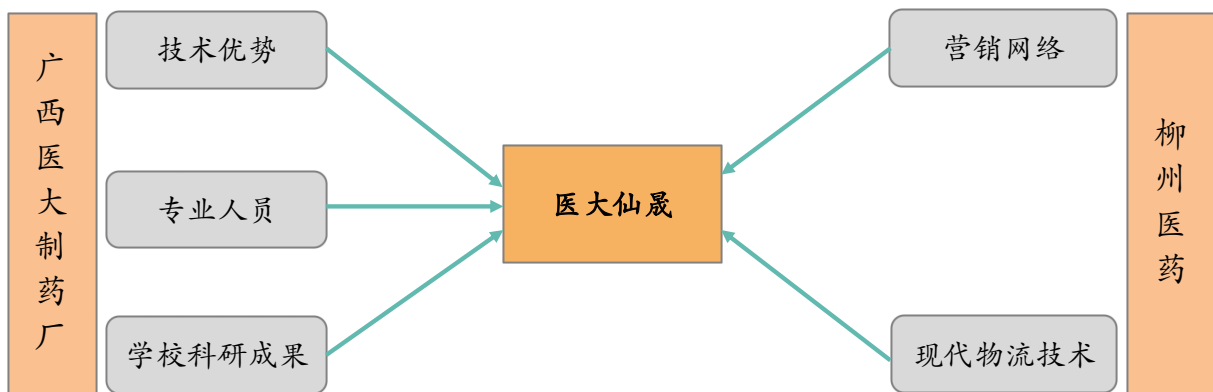
相关企业	2016年毛利率	上游生产端	中游流通端	下游销售端
柳州医药	N/A	严格把控中药饮片产品质量，符合GMP要求	建立全面覆盖广西地区的配送网络	覆盖广西地区100%三级医院、90%二级医院；拥有195家直营药店
康美药业	35.37%	可生产1000多个种类，超过2万个品种	建立覆盖北京、上海、东北、普宁等30多处分布全国的医药仓储物流中心	与2000家医疗机构和15万家药店建立长期合作关系；
汇群中药	27.30%	产区采购中药材；质量标准化生产	建立符合GSP标准的配送系统	产品主要销往医院和药店，其中中成药企业、医疗机构、零售药店的营收占比分别为8%、16%、76%
源和药业	25.23%	建设GAP种植基地，保证中药饮片产品生产质量	新园区正式使用，推动医药物流配送规模化	综合医院、中医院、专科医院等终端客户业务拓展提升较大，覆盖全国各地医院、大型制药企业、连锁药店等
芍花堂	19.24%	生产中药饮片产品品种多达上百种	投资2.2亿元建立物流仓库和配送设施	客户包括93家制药企业、46家医疗机构、67家终端客户等，其中太安堂药业、宏兴制药厂、慈济药业、星浩药业、紫鑫药业等前五大客户占据36%营收来源
盛实百草	18.14%	采取GACP体系进行种植管理；严格把控产品加工质量，符合GMP要求	建立恒温恒湿仓库，物流配送确保可追溯性	销售客户主要是中成药生产企业，其中日本津村占公司营收56%
行业情况	15%-20%	--	--	中成药企业、医院终端、零售药店的营收占比分别为40%、40%、20%

资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

5.3 其他医药工业布局：投资仙晟制药，培育医药工业利润新增长点

2016年公司出资2882万元与广西医科大学制药厂共同投资设立医大仙晟制药，占注册资本的49%，广西医科大学制药厂主要从事中成药、化学药品和保健品的研制开发和生产销售，20多年来凭借广西医科大学雄厚的科技力量和丰富的临床经验，成功地研制开发了四十多个品种的药品和保健品。未来医大仙晟将充分发挥广西医大制药的专业技术优势，开展药品生产、研发业务，并依托公司营销网络渠道和现代物流技术，实现产品的快速覆盖和物流现代化运作，加快优质药品的推广应用，有助于进一步拓展公司的业务范围并培养新的利润增长点。

图表29. 设立控股子公司医大仙晟，充分结合柳药和广西医大制药厂的优势

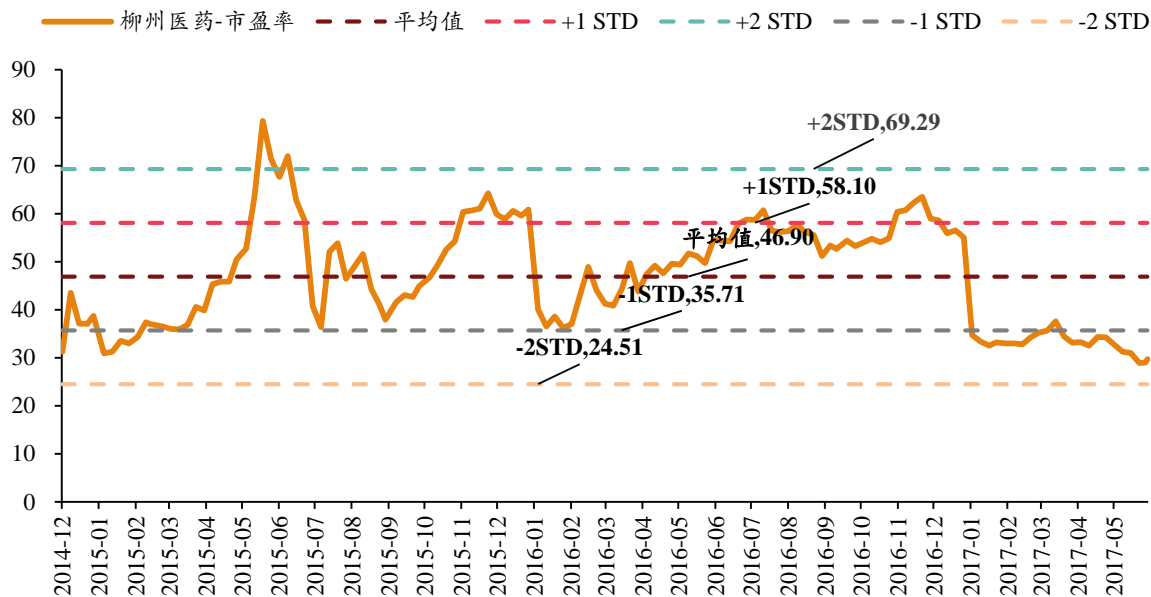


资料来源：公司公告、广证恒生

6. 公司估值：当前PE处于历史底部，性价比显现

6.1 纵向比较：估值处于历史底部，股价性价比凸显

自公司2014年上市以来，柳州医药PE平均值为46.90，最大值为79.35，最小值为28.96（数据截止到2017/6/2）当前估值处于公司历史估值相对底部，性价比凸显。

图表30. 自上市以来，柳州医药当前 PE 处于历史底部（数据截止到 2017/6/2）


资料来源：WIND、广证恒生

6.2 横向比较：估值低于行业均值，长期投资价值凸显

参照国内医药流通企业的估值情况，柳州医药 2017-2019 年 PE 仅为 23 倍、17 倍、13 倍，PEG 分别为 0.84、0.64、0.47，PE 和 PEG 均显著低于行业平均值（2017-2019 行业平均 PE 分别为 29 倍、23 倍、20 倍，PEG 分别为 1.14、1.04、1.14），近期柳州医药估值性价比较高。

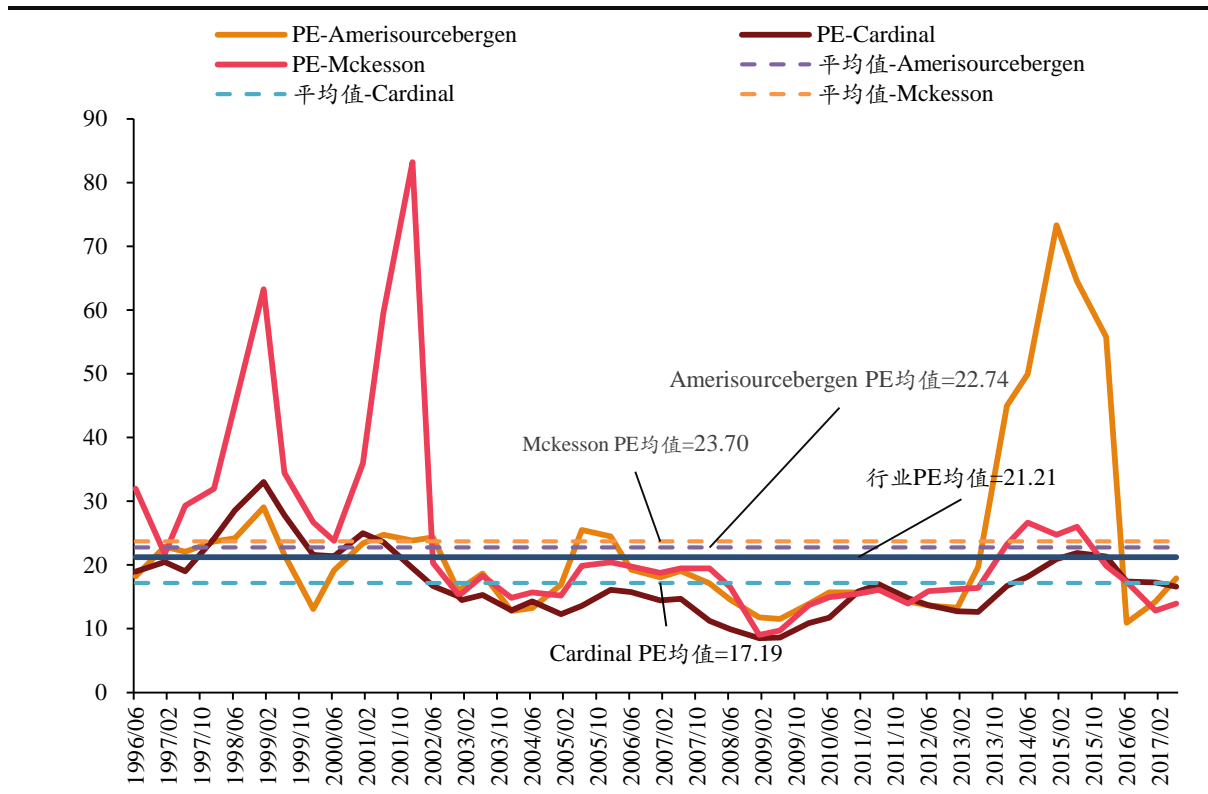
图表31. 柳州医药 PE 和 PEG 均低于行业均值（数据截止到 2017/6/2）

公司	市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率			PEG		
			17E	18E	19E	17E	18E	19E
上海医药	640	640	18.67	16.29	14.33	1.29	1.12	1.05
海王生物	157	109	19.72	13.76	--	0.22	--	0.32
中国医药	261	247	21.77	17.68	14.91	0.83	0.76	0.80
柳州医药	95	38	22.83	17.26	13.01	0.84	0.64	0.47
瑞康医药	230	106	23.82	17.46	12.84	0.38	0.48	0.36
国药股份	165	96	24.11	20.26	18.10	0.37	1.07	2.36
华东医药	441	394	24.27	19.54	15.84	0.94	0.81	0.68
国药一致	301	248	24.39	20.63	17.59	2.32	1.13	1.02
人民同泰	71	71	24.61	19.79	16.31	0.88	0.81	0.77
南京医药	60	46	27.29	21.80	18.36	0.87	0.87	0.84
九州通	323	320	28.27	22.89	17.78	0.90	0.97	0.61
嘉事堂	94	93	30.18	23.41	19.73	0.56	0.81	2.67
浙江震元	33	27	56.52	45.01	37.00	2.07	1.76	1.71
英特集团	45	45	56.91	47.12	40.20	3.49	2.27	2.34
平均	208	177	29.01	23.21	19.81	1.14	1.04	1.14

资料来源：WIND、港澳资讯、广证恒生

参照美国医药流通企业的估值情况，长期来看美国医药流通三巨头 Mckesson、Amerisourcebergen、Cardinal 的平均 PE 分别为 23.70 倍、22.74 倍、17.19 倍，行业平均 PE 为 21.21 倍。柳州医药当前股价对应 2017 年 PE 约为 22-23 倍，与美国医药行业高度成熟的估值相比，长期来看柳州医药估值下杀空间较小。

图表32. 美国医药流通三巨头历史 PE 均值为 21.21 倍（数据截止到 2017/6/2）



资料来源：Bloomberg、广证恒生

7. 盈利预测与投资建议

按照我们的测算，公司 2017-2019 年对应 EPS 分别为 2.26、2.99、3.96 元，当前股价（51.57 元/股）对应 23 倍、17 倍、13 倍 PE。2017 年的 EPS 预计为 2.26 元，给予公司 29 倍 PE（当前医药流通行业 PE 均值为 29 倍），对应目标股价 65.54 元，相比较 2017/6/2 收盘价 51.57 元/股，存在 27% 上涨空间，维持公司“强烈推荐”评级。

8. 风险提示

行业政策性风险；供应链延伸项目不达预期；器械流通合作不达预期；药店经营情况不达预期；中药饮片投产不达预期。



附录：公司财务预测表

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	
流动资产	5696.43	6671.31	7698.95	9139.57	
现金	1717.35	2024.51	1819.77	1945.02	
应收账款	2903.15	3415.72	4314.08	5294.31	
其它应收款	20.31	42.23	41.57	58.18	
预付账款	129.44	139.87	183.22	219.21	
存货	860.72	981.98	1250.43	1516.91	
其他	65.45	67.01	89.88	105.95	
非流动资产	582.50	612.29	727.08	836.51	
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	368.56	407.63	477.29	555.92	
无形资产	102.02	121.24	148.56	182.17	
其他	111.92	83.42	101.22	98.42	
资产总计	6278.93	7283.60	8426.03	9976.08	
流动负债	2980.20	3637.58	4331.53	5245.53	
短期借款	263.00	472.06	367.53	419.80	
应付账款	2303.81	2768.34	3433.43	4219.95	
其他	413.39	397.18	530.57	605.79	
非流动负债	60.99	57.25	60.05	59.43	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他	60.99	57.25	60.05	59.43	
负债合计	3041.19	3694.83	4391.59	5304.96	
少数股东权益	47.72	80.31	121.26	177.03	
股本	142.35	185.05	185.05	185.05	
资本公积	2189.30	2146.59	2118.83	2091.08	
留存收益	858.38	1176.82	1609.30	2217.97	
归属母公司股东权益	3190.02	3508.47	3913.18	4494.09	
负债和股东权益	6278.93	7283.60	8426.03	9976.08	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	
经营活动现金流	108.39	269.37	199.52	385.04	
净利润	343.57	418.09	552.76	733.58	
折旧摊销	19.24	36.93	44.12	52.30	
财务费用	-17.01	-6.01	-3.64	-4.62	
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	
营运资金变动	-277.06	-217.42	-433.01	-453.60	
其它	39.64	37.78	39.29	57.37	
投资活动现金流	-178.99	-77.64	-155.33	-164.01	
资本支出	-127.33	-77.26	-107.38	-129.52	
长期投资	51.72	25.86	-12.93	6.46	
其他	-103.38	-26.23	-35.02	-40.96	
筹资活动现金流	1097.56	115.43	-248.93	-95.79	
短期借款	-418.12	209.06	-104.53	52.27	
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	
普通股本增加	29.85	42.70	0.00	0.00	
资本公积金增加	1595.42	-42.70	-27.76	-27.76	
其他	-109.59	-93.63	-116.64	-120.29	
现金净增加额	1026.96	307.16	-204.73	125.24	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	
营业收入	7559.40	9190.73	11417.53	14127.64	
营业成本	6848.28	8281.40	10238.47	12603.81	
营业税金及附加	27.78	31.25	38.82	48.03	
营业费用	152.18	183.81	229.49	283.64	
管理费用	129.42	156.24	195.24	241.21	
财务费用	-17.01	-6.01	-3.64	-4.62	
资产减值损失	16.33	14.71	20.42	26.13	
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
营业利润	402.40	529.33	698.74	929.43	
营业外收入	5.04	6.20	5.62	5.91	
营业外支出	1.84	2.51	2.17	2.34	
利润总额	405.61	533.02	702.19	933.00	
所得税	62.04	82.34	108.48	143.66	
净利润	343.57	450.68	593.71	789.34	
少数股东损益	22.56	32.59	40.96	55.76	
归属母公司净利润	321.01	418.09	552.76	733.58	
EBITDA	414.87	563.94	742.67	980.69	
EPS (摊薄)	1.73	2.26	2.99	3.96	

主要财务比率					
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	
成长能力					
营业收入增长率	16.16%	21.58%	24.23%	23.74%	
营业利润增长率	52.49%	31.54%	32.01%	33.01%	
归属于母公司净利润增长率	54.05%	30.24%	32.21%	32.71%	
获利能力					
毛利率	9.41%	9.89%	10.33%	10.79%	
净利率	4.54%	4.90%	5.20%	5.59%	
ROE	13.96%	12.25%	14.50%	16.85%	
ROIC	9.69%	11.18%	13.78%	15.96%	
偿债能力					
资产负债率	48.43%	50.73%	52.12%	53.18%	
净负债比率	8.65%	12.78%	8.37%	7.91%	
流动比率	191.14%	183.40%	177.74%	174.24%	
速动比率	162.26%	156.40%	148.87%	145.32%	
营运能力					
总资产周转率	142.85%	135.53%	145.36%	153.54%	
应收账款周转率	288.47%	290.90%	295.42%	294.07%	
应付账款周转率	320.18%	326.54%	330.18%	329.37%	
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	173.47%	225.93%	298.71%	396.42%	
每股经营现金流(最新摊薄)	76.14%	145.57%	107.82%	208.08%	
每股净资产(最新摊薄)	2241.00%	1895.96%	2114.66%	2428.58%	
估值比率					
P/E	22.87	22.83	17.26	13.01	
P/B	2.30	2.72	2.44	2.12	
EV/EBITDA	(1.37)	14.32	11.07	8.36	

数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

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。