



17年H1业绩30%高增长,受益业务规模扩张+毛利率提升

2017.07.19

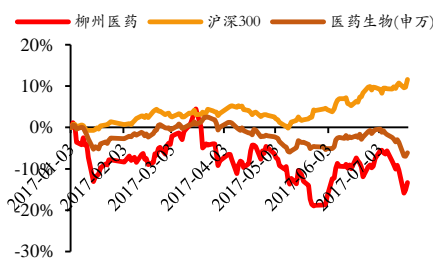
唐爱金(分析师)	陈家华(研究助理)	冯俊曦(研究助理)
电话: 020-88836115	020-88836115	020-88836115
邮箱: tangaj@gzgzs.com.cn	Chenjiahua@gzgzs.com.cn	Fengjx@gzgzs.com.cn
执业编号: A1310516100001		

强烈推荐

现价:	53.65
目标价:	65.54
股价空间:	22%

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	-6.45	-9.47	-2.21
医药生物	4.95	8.24	12.03
沪深300	-4.14	-4.38	-0.93

事件:

2017年7月19日,公司发布半年度业绩快报:2017年H1公司实现营业收入44.43亿元,同比增长20.62%;实现归母净利润1.92亿元,同比增长30.15%。

点评:

● “新标段执行+毛利率提升”,2017年H1公司业绩30.15%高增长:

2017年H1公司实现归母净利润1.92亿元,同比增长30.15%,公司业绩高速增长主要得益于:1)广西新标段执行,公司营收稳步增长;2)公司品种区域代理级别提升,提高了配送业务毛利率。未来,基于“药品流通业务稳增长”、“器械耗材业务即将快速放量”、“中药饮片业务逐步投产”三大层面,我们认为公司能持续保持30%以上高成长。

● “供应链延伸+市场自然增长”,药品流通业务未来稳增长可期:

公司深耕细作于竞争相对缓和的广西市场(主要竞争对手仅有国药),当前市占率仅为27%,预计随着供应链延伸项目进一步推进,药品流通业务的市场份额会进一步扩大至40%-50%,加上广西药品流通市场的自然增长(2016年同比增长高达19%),柳药药品流通业务预计能保持稳定增长。

● 联手润达快速切入IVD流通市场,3年器械流通业务有望达10亿规模:

为快速切入广西IVD配送流通市场,柳药与润达联手强强联手,共同开拓广西20-30亿IVD流通市场(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,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。

● 中药饮片业务逐步投产,未来有望持续增厚公司业绩:

子公司仙莱中药当前正在投产,按照其3200吨/年的设计产能进行估算,完全达产后中药饮片的营收规模至少达1.6亿元以上。参照行业情况,柳药借助“上游产品生产质量较优”、“中游仓储和配送网络布局完整”、“下游终端资源丰富”等核心优势,有望实现中药饮片高毛利销售,持续增厚公司业绩。

● 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2.26、3.02、3.97元,对应24、18、14倍PE,给予29倍PE(行业均值),对应65.54元/股目标价格,维持“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。

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7559.40	9207.41	11476.72	14069.08
同比(%)	16.16%	21.80%	24.65%	22.59%
归属母公司净利润	321.01	417.97	558.28	735.24
同比(%)	54.05%	30.20%	33.57%	31.70%
每股收益(元)	1.73	2.26	3.02	3.97
P/E	23.79	23.75	17.78	13.50
P/B	2.39	2.83	2.53	2.21
EV/EBITDA	-1.37	15.00	11.47	8.70

基本资料

总市值(亿元)	99
总股本(亿股)	1.85
流通股比例	40.3%
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-“药品+器械+工业”集中释放业绩,驱动公司高成长-2017.6.8

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
证券研究报告



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
流动资产	5696.43	6690.98	7740.58	9154.02	营业收入	7559.40	9207.41	11476.72	14069.08
现金	1717.35	2030.10	1823.71	1980.75	营业成本	6848.28	8338.09	10343.16	12613.45
应收账款	2903.15	3421.92	4336.45	5272.36	营业税金及附加	27.78	31.31	39.02	47.83
其它应收款	20.31	42.31	41.78	57.93	营业费用	152.18	173.10	215.76	264.50
预付账款	129.44	140.82	185.10	219.38	管理费用	129.42	139.95	174.45	213.85
存货	860.72	988.70	1263.21	1518.07	财务费用	-17.01	-6.05	-3.72	-4.91
其他	65.45	67.12	90.33	105.52	资产减值损失	16.33	1.84	2.30	2.81
非流动资产	582.50	613.30	730.66	832.68	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	408.29	479.80	553.40	营业利润	402.40	529.17	705.76	931.54
无形资产	102.02	121.46	149.35	181.39	营业外收入	5.04	6.20	5.62	5.91
其他	111.92	83.55	101.51	97.89	营业外支出	1.84	2.51	2.17	2.34
资产总计	6278.93	7304.28	8471.25	9986.70	利润总额	405.61	532.86	709.21	935.12
流动负债	2980.20	3658.39	4370.95	5248.55	所得税	62.04	82.32	109.56	143.98
短期借款	263.00	472.06	367.53	419.80	净利润	343.57	450.55	599.65	791.13
应付账款	2303.81	2787.29	3468.54	4223.17	少数股东损益	22.56	32.58	41.37	55.89
其他	413.39	399.03	534.88	605.58	归属母公司净利润	321.01	417.97	558.28	735.24
非流动负债	60.99	57.25	60.05	59.43	EBITDA	414.87	563.77	749.74	982.52
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (摊薄)	1.73	2.26	3.02	3.97
其他	60.99	57.25	60.05	59.43					
负债合计	3041.19	3715.64	4431.00	5307.98	主要财务比率				
少数股东权益	47.72	80.30	121.66	177.55	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	142.35	185.05	185.05	185.05	成长能力				
资本公积	2189.30	2146.59	2118.83	2091.08	营业收入增长率	16.16%	21.80%	24.65%	22.59%
留存收益	858.38	1176.70	1614.70	2225.03	营业利润增长率	52.49%	31.50%	33.37%	31.99%
归属母公司股东权	3190.02	3508.34	3918.58	4501.16	归属于母公司净利润增长率	54.05%	30.20%	33.57%	31.70%
负债和股东权益	6278.93	7304.28	8471.25	9986.70	获利能力				
					毛利率	9.41%	9.44%	9.88%	10.35%
					净利率	4.54%	4.89%	5.22%	5.62%
					ROE	13.96%	12.25%	14.64%	16.87%
					ROIC	9.69%	11.17%	13.89%	15.97%
					偿债能力				
					资产负债率	48.43%	50.87%	52.31%	53.15%
					净负债比率	8.65%	12.70%	8.29%	7.91%
					流动比率	191.14%	182.89%	177.09%	174.41%
					速动比率	162.26%	155.87%	148.19%	145.49%
					营运能力				
					总资产周转率	142.85%	135.57%	145.50%	152.44%
					应收账款周转率	288.47%	291.14%	295.85%	292.84%
					应付账款周转率	320.18%	327.56%	330.67%	327.98%
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	173.47%	225.87%	301.69%	397.32%
					每股经营现金流(最新摊薄)	76.14%	149.11%	108.30%	221.21%
					每股净资产(最新摊薄)	2241.00%	1895.89%	2117.58%	2432.40%
					估值比率				
					P/E	23.79	23.75	17.78	13.50
					P/B	2.39	2.83	2.53	2.21
					EV/EBITDA	(1.37)	15.00	11.47	8.70

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	275.93	200.42	409.35
净利润	343.57	417.97	558.28	735.24
折旧摊销	19.24	36.96	44.25	52.31
财务费用	-17.01	-6.05	-3.72	-4.91
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-277.06	-210.72	-438.10	-430.79
其它	39.64	37.77	39.70	57.50
投资活动现金流	-178.99	-78.65	-157.95	-156.83
资本支出	-127.33	-78.05	-109.43	-123.89
长期投资	51.72	25.86	-12.93	6.46
其他	-103.38	-26.45	-35.59	-39.40
筹资活动现金流	1097.56	115.47	-248.85	-95.49
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	42.70	0.00	0.00
资本公积增加	1595.42	-42.70	-27.76	-27.76
其他	-109.59	-93.59	-116.57	-120.00
现金净增加额	1026.96	312.75	-206.39	157.04

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。