

日期: 2018年03月22日

行业: 医药商业



业绩基本符合预期 有望持续受益于政策红利

分析师: 魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

SAC证书编号: S0870513090001

研究助理: 金鑫

Tel: 021-53686163

E-mail: jinxin1@shzq.com

SAC证书编号: S0870116070016

基本数据 (2017Q4)

报告日股价 (元)	47.79
12mth A 股价格区间 (元)	40.04-81.26
总股本 (百万股)	185.05
无限售 A 股/总股本	79%
流通市值 (亿元)	69.89
每股净资产 (元)	18.87
PBR (X)	2.53
DPS (Y2016, 元)	10 转 4 派 6.60

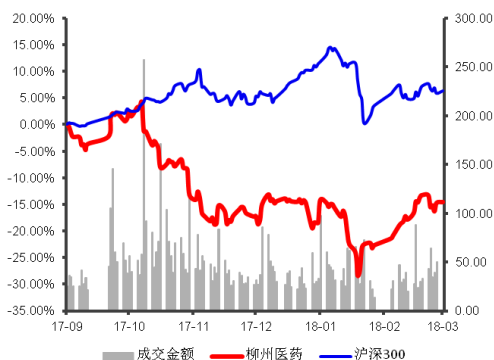
主要股东 (2017Q4)

朱朝阳	27.86%
宁波光辉嘉耀投资管理合伙企业(有限合伙)	3.81%
九泰基金-中信证券-九泰基金-慧通定增 4 号资产管理计划	2.55%

收入结构 (2017Y)

批发	90.28%
零售	9.20%
工业	0.51%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: JX18-CT04

首次报告日期:

相关报告:

《柳州医药 (603368) 2017 年业绩快报点评: 业绩维持较快增长, 持续拓展供应链延伸服务》

■ 公司动态事项

3月20日, 公司发布2017年度报告。此外, 公司公告披露2017年度利润分配及资本公积转增股本预案, 每10股派6.6元(含税), 每10股转增4股。

■ 事项点评

业绩基本符合预期, 收入端增速较 2016 年有所上升

公司2017年实现营业收入94.47亿元, 同比增长24.97%, 公司2017年收入端增速同比提升8.81个百分点, 主要受益于2017年广西新一轮招投标基本完成, 公司作为广西省医药流通龙头企业(根据商务部数据, 2016年公司收入规模占广西省医药流通市场规模的26.3%), 拥有全面辐射省内14个地级市的物流配送网络, 凭借覆盖广西全省的物流网络、客户粘性高等竞争优势, 市场份额逐步提升。

公司2017年实现归母净利润4.01亿元, 同比增长25.04%。公司2017年销售毛利率为9.61%, 同比上升0.2个百分点; 销售费用率为0.37%; 管理费用率为2.04%, 同比上升0.03个百分点; 财务费用率为1.66%, 同比下降0.06个百分点。

医院销售业务增速同比显著提高, 持续拓展医院供应链延伸服务

公司医院销售业务2017实现收入71.15亿元, 同比增长27.13%, 同比增速上升12.73个百分点, 主要受益于公司持续拓展医院供应链延伸服务, 截至2017年末, 公司已与51家医疗机构签订现代医药物流延伸服务项目战略合作协议并实施, 带动公司医院销售业务较快增长。随着医院供应链延伸服务的推进, 公司持续拓展器械(耗材)智能化管理、医院信息系统开发、零库存管理等业务, 一方面强化公司与规模以上医院的合作关系, 带动公司市场份额提升, 另一方面提高公司的综合竞争力, 实现公司由传统的医药配送商向现代化医药物流服务供应商转型。

零售业务高速增长, 持续推进 DTP 业务

公司药品零售业务2017实现收入8.68亿元, 同比增长41.10%, 同比增速上升9.64个百分点, 主要受益于:1) 公司直营药店数同比增长, 截至2017年末, 桂中大药房拥有270家直营药店, 同比增长38.46%, 其中医保药店157家, 医保门店比例为58.15%, 同比上升27.89个百分点; 2) 公司持续推动DTP药店、医院院边药店发展, 一方面通过提升专业化药事服务水平保障零售业务盈利能力持续提高, 另一方面通过DTP药店、院边合作药店等渠道优势获得更多上游客户资源, 提升公司的代理级别并增加代理品种, 经营品种优势不断扩大, 截至2017年末, 公司经营品种达四万多个, 合作供应商突破4,200家, 促进

——2018年02月08日

《柳州医药(603368)2017年中报点评:业绩保持较快增速 供应链延伸服务持续推进》

——2017年08月22日

《柳州医药(603368)2017年一季报点评:业绩增速符合预期 携手润达拓展体外诊断集成业务》

——2017年04月19日

公司下游客户的拓展。

在医院供应链延伸服务的基础上,凭借下游客户粘性拓展创新业务

公司2017年器械业务实现收入2.92亿元,同比增长52.07%,同比增速提高22.58个百分点,主要受益于:1)公司在品种上提高医用器械、耗材的采购比例,2017年公司医疗器械品种达1.5万多个,同比增长近4倍,在检验试剂方面公司与润达医疗共同推进广西省检验试剂业务;2)公司通过药品业务渠道扩大器械、耗材销售规模,同时借助医院供应链延伸服务项目把医疗器械、耗材智能化管理引入医疗机构,带动器械业务高速增长。

■ 风险提示

两票制等行业政策风险;医院供应链延伸项目进展不及预期的风险;DTP业务增速不及预期的风险

■ 投资建议

未来六个月,维持“谨慎增持”评级

结合2017年报我们上调公司18、19年EPS至2.73、3.30元,以3月19日收盘价47.79元计算,动态PE分别为17.72倍和14.49倍。同类型可比上市公司18年市盈率中位值为20.81倍,公司市盈率低于行业平均水平。我们认为,公司持续拓展医院供应链延伸服务,合作医疗机构数已达51家,有利于公司保持医院销售业务的较快增速,受益于广西省新标执行、“两票制”执行等因素有望逐步提高市场份额;此外,公司持续推进DTP业务,有望保持零售业务较高毛利率水平的同时维持零售业务较快增速,带动公司整体业绩增长。未来六个月,维持“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值:

至12月31日(¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	9,446.98	11,242.44	13,151.31	15,089.93
年增长率	24.97%	19.01%	16.98%	14.74%
归属于母公司的净利润	401.38	505.96	610.23	714.95
年增长率	25.04%	26.06%	20.61%	17.16%
每股收益(元)	2.17	2.73	3.30	3.86
PER(X)	22.33	17.72	14.69	12.54

注:有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

■ 附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)					利润表 (单位: 百万元)				
指标	2017A	2018E	2019E	2020E	指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,074	1,237	1,447	1,660	营业收入	9,447	11,242	13,151	15,090
存货	1,126	1,129	1,541	1,535	营业成本	8,539	10,130	11,820	13,546
应收账款及票据	4,026	5,357	5,984	6,886	营业税金及附加	35	34	45	51
其他	560	279	415	440	营业费用	193	228	267	307
流动资产合计	6,785	8,002	9,386	10,520	管理费用	157	191	222	254
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	14	4	8	9
固定资产	428	407	386	365	资产减值损失	13	19	23	24
在建工程	88	88	88	88	投资收益	8	0	0	0
无形资产	101	99	96	93	公允价值变动损益	0	0	0	0
其他	152	98	103	97	营业利润	507	636	767	898
非流动资产合计	769	692	673	643	营业外收支净额	(2)	0	0	0
资产总计	7,554	8,694	10,060	11,164	利润总额	504	636	767	898
短期借款	624	949	1,143	1,361	所得税	77	97	117	137
应付账款及票据	3,211	3,532	4,198	4,524	净利润	428	539	650	762
其他	91	92	105	102	少数股东损益	26	33	40	47
流动负债合计	3,926	4,573	5,446	5,987	归属母公司股东净利润	401	506	610	715
长期借款和应付债券	0	0	0	0					
其他	60	61	61	60					
非流动负债合计	60	61	61	60					
负债合计	3,986	4,634	5,506	6,047					
少数股东权益	77	100	140	187					
股东权益合计	3,569	4,004	4,498	5,061					
负债和股东权益总计	7,554	8,638	10,004	11,108					
现金流量表 (单位: 百万元)					财务比率分析				
指标	2017A	2018E	2019E	2020E	指标	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	428	506	610	715	总收入增长率	24.97%	19.01%	16.98%	14.74%
折旧和摊销	35	24	24	24	EBITDA 增长率	36.52%	21.90%	20.25%	16.74%
营运资本变动	(1,219)	(710)	(486)	(590)	EBIT 增长率	34.70%	23.29%	20.99%	17.25%
经营活动现金流	(333)	(144)	195	205	净利润增长率	25.04%	26.06%	20.61%	17.16%
资本支出	1	0	0	0	毛利率	22.02%	28.27%	28.50%	29.06%
投资收益	8	0	0	0	EBITDA/总收入	5.76%	5.90%	6.07%	6.17%
投资活动现金流	(555)	33	(14)	(2)	EBIT/总收入	5.50%	5.69%	5.89%	6.02%
					净利润率	4.25%	4.50%	4.64%	4.74%
股权融资	43	56	0	0					
负债变化	0	0	0	0	资产负债率	52.76%	53.64%	55.04%	54.44%
股息支出	0	(142)	(171)	(200)	流动比率	1.73	1.75	1.72	1.76
融资活动现金流	244	274	29	10	速动比率	1.44	1.50	1.44	1.50
净现金流	(644)	163	210	213					
					总资产回报率 (ROA)	5.66%	6.20%	6.46%	6.82%
					净资产收益率 (ROE)	11.50%	12.96%	14.00%	14.67%
					EV/营业收入	1.3	0.9	1.0	0.9
					EV/EBITDA	15.3	17.1	14.3	12.3
					PE	22.3	23.0	19.1	16.3
					PB	2.6	3.0	2.7	2.4

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师承诺

魏贇 金鑫

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。