

医药/必需消费

柳州医药 (603368)

业绩符合预期，静待新业务发力

——2015 年报点评

	丁丹 (分析师)	赵旭熙 (研究助理)
	0755-23976735	0755-23976795
	dingdan@gtjas.com	zhaoxuzhao@gtjas.com
证书编号	S0880514030001	S0880114080042

本报告导读:

公司 2015 年归母净利润增长 22.7%，业绩符合预期。预计 2016 年公司将有新业务落地，或推动公司增长提速，维持增持评级。

投资要点:

业绩符合预期，维持增持评级。公司 2015 年收入 65 亿元，同比增长 15%，归母净利润 2.1 亿元，同比增长 22.7%，扣非增长 17.6%，业绩符合我们业绩前瞻预期。考虑到公司原有业务保持平稳增长，医院供应链、器械耗材配送、中药饮片厂等多项新业务 2016 年有望取得实质性进展，开始贡献收入，小幅上调 2016~2017 年 EPS 至 1.73(+0.04)、2.02(+0.04) 元，预测 2018 年 EPS 2.34 元，维持目标价 110 元，维持增持评级。

医院纯销保持平稳增长，零售业务开店节奏加快。公司 2015 年医院纯销业务收入约 49 亿，增速约 13%，保持平稳增长。零售业务 2015 年新开 29 家直营药店，直营药店总数达到 174 家，其中医保药店 56 家，约占 1/3，公司上市以后开店速度明显加快，以每年约 30 家的速度扩张，同时，公司零售业务在网上药店、院内药店、DTP 药店等新业态上均有布局，积极适应行业环境变化，截至 2015 年底已开设 11 家 DTP 药店。我们预计 2016 年公司原有业务将保持平稳增长。

静待新业务落地，或推动公司增长提速。2016 年公司有多项业务有望取得实质性进展，主要包括医院供应链延伸（已与 14 家医院签订协议，部分医院已经基本完成）、器械耗材配送（目前规模尚小，未来或通过外延拓展快速提升）、中药饮片厂（已经建设完成，预计 2016 年将投产），新业务的落地有望推动公司增长提速。

风险提示：新业务进展低于预期。

财务摘要 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,655	6,508	7,588	8,822	10,184
(+/-)%	24%	15%	17%	16%	15%
经营利润 (EBIT)	279	308	353	404	464
(+/-)%	25%	10%	15%	14%	15%
净利润	170	208	246	288	332
(+/-)%	14%	23%	18%	17%	15%
每股净收益 (元)	1.51	1.85	1.73	2.02	2.34
每股股利 (元)	0.84	0.64	0.52	0.61	0.70

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	5.0%	4.8%	4.7%	4.6%	4.6%
净资产收益率 (%)	14.7%	15.7%	16.4%	16.9%	17.2%
投入资本回报率 (%)	15.9%	13.6%	14.9%	16.7%	17.8%
EV/EBITDA	37.1	33.4	27.8	24.0	20.9
市盈率	58.9	48.0	40.6	34.7	30.1
股息率 (%)	1.2%	0.9%	0.7%	0.9%	1.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 110.00

上次预测: 110.00

当前价格: 70.21

2016.03.29

交易数据

52 周内股价区间 (元)	52.17-130.00
总市值 (百万元)	9,994
总股本/流通 A 股 (百万股)	142/57
流通 B 股/H 股 (百股)	0/0
流通股比例	40%
日均成交量 (百万股)	85.32
日均成交值 (百万元)	59.92

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,329
每股净资产	9.34
市净率	7.5
净负债率	-3.22%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.37	0.35
Q2	0.52	0.49
Q3	0.51	0.48
Q4	0.45	0.42
全年	1.85	1.73

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	9%	-20%	17%
相对指数	2%	-4%	39%

相关报告

《创新力优秀，向综合服务商迈进》2015.12.03

《业绩超出预期，新业务蓄势待发》2015.10.28

《业绩平稳增长，期待新业务发力》2015.07.29

《打根基、强渠道，稳步向服务商转型》2015.05.24

《深耕区域市场，定增加速业务拓展》

模型更新时间: 2016.03.29

股票研究

必需消费

医药

柳州医药 (603368)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **110.00**

上次预测: 110.00

当前价格: 70.21

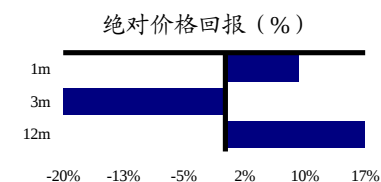
公司网址

www.lzyy.cn

公司简介

作为区域性的中型医药流通企业,公司以专业的服务和态度致力于人类健康事业,为客户提供专业的医药配送服务,主要从事药品、医疗器械等医药产品的批发和零售业务。

公司以医院销售为主,零售药店和第三终端并重发展,连续多年稳居广西医药流通企业榜首。



52 周价格范围

52.17-130.00

市值 (百万)

9,994

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

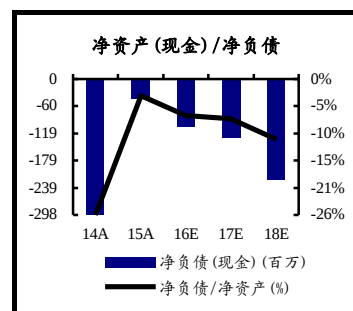
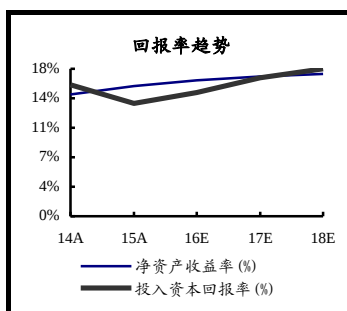
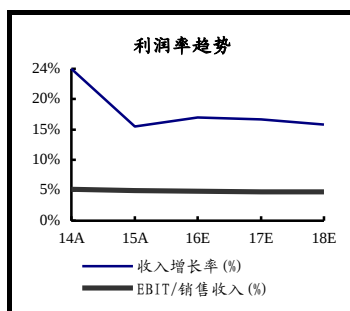
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,655	6,508	7,588	8,822	10,184
营业成本	5,155	5,943	6,945	8,065	9,298
税金及附加	8	11	13	15	17
销售费用	116	133	144	176	208
管理费用	97	113	134	162	197
EBIT	279	308	353	404	464
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
财务费用	-51	-34	-32	-30	-30
营业利润	220	264	311	364	424
所得税	38	42	50	59	68
少数股东损益	7	18	18	21	24
净利润	170	208	246	288	332
货币资金、交易性金融资产	932	724	704	727	820
其他流动资产	2,533	3,171	3,698	4,297	4,959
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产合计	182	297	343	372	347
无形资产及其他资产	89	113	110	107	103
资产合计	3,736	4,305	4,854	5,502	6,229
流动负债	2,438	2,882	3,237	3,661	4,129
非流动负债	124	62	71	80	89
股东权益	1,156	1,329	1,502	1,703	1,936
投入资本(IC)	1,809	2,042	1,942	2,134	2,291
NOPLAT	231	262	297	341	393
折旧与摊销	6	9	25	34	38
流动资金增量	385	194	172	176	194
资本支出	114	115	70	70	20
自由现金流	736	580	565	621	645
经营现金流	-142	-65	205	180	212
投资现金流	-114	-115	-70	-70	-20
融资现金流	520	-28	-155	-86	-100
现金流净增加额	264	-208	-20	24	93
收入增长率	24.4%	15.1%	16.6%	16.3%	15.4%
EBIT 增长率	24.8%	10.4%	14.7%	14.3%	14.9%
净利润增长率	13.6%	22.7%	18.3%	16.9%	15.5%
利润率					
毛利率	8.7%	8.5%	8.3%	8.4%	8.5%
EBIT 率	5.0%	4.8%	4.7%	4.6%	4.6%
净利率	3.0%	3.2%	3.2%	3.3%	3.3%
净资产收益率(ROE)	14.7%	15.7%	16.4%	16.9%	17.2%
总资产收益率(ROA)	4.5%	4.8%	5.1%	5.2%	5.3%
投入资本回报率(ROIC)	15.9%	13.6%	14.9%	16.7%	17.8%
存货周转天数	42	40	40	40	40
应收账款周转天数	127	126	133	133	133
总资产周转天数	238	238	230	225	220
净利润现金含量	-0.88	-0.34	0.90	0.67	0.69
资本支出/收入	2.0%	1.8%	0.9%	0.8%	0.2%
资产负债率	68.6%	68.4%	68.2%	68.0%	67.7%
净负债率	-25.8%	-3.2%	-6.9%	-7.5%	-11.4%
PE	58.9	48.0	40.6	34.7	30.1
PB	8.6	7.5	6.7	5.9	5.2
EV/EBITDA	37.1	33.4	27.8	24.0	20.9
P/S	1.8	1.5	1.3	1.1	1.0
股息率	1.2%	0.9%	0.7%	0.9%	1.0%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		