

合理价值区间：39-49 元

柳州医药（603368）

2014 年 11 月 21 日

广西医药分销龙头

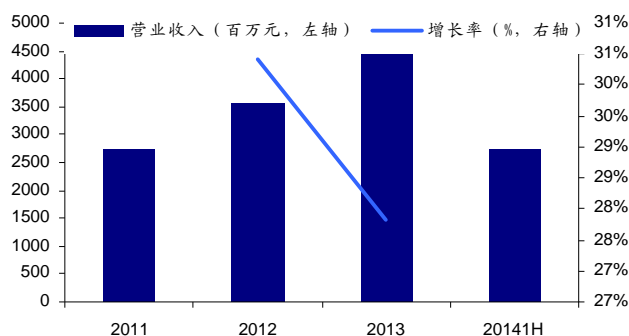
 医药行业分析师：江琦
 SAC 执业证书编号：S0850513110002
 jq9458@htsec.com
 021-23219685

 医药行业首席分析师：周锐
 SAC 执业证书编号：S0850513110003
 zr9459@htsec.com
 0755-82780398

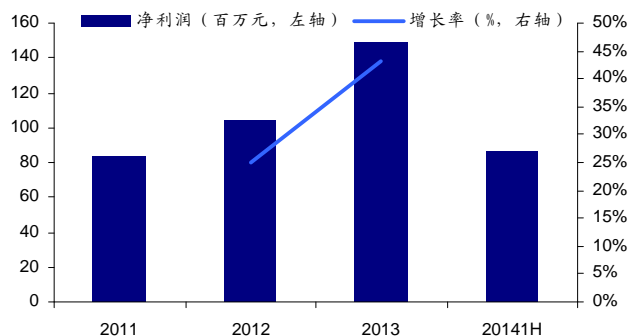
1. 主营业务和股东情况

柳州医药为区域性的中型医药流通企业，前身为 1953 年建立的柳州医药批发站，通过 60 年的深耕细作，特别是 2002 年改制以来，营业收入保持了近 30% 的复合增长率，2005 年至 2013 年连续稳居广西医药流通企业榜首，在广西医药商业企业中唯一连续 7 年入围全国前 50 强。2012 年在广西医药流通领域的市场份额约为 13.68%。

公司 11-13 年营业收入为 27.28 亿、35.58 亿、45.48 亿，复合增长率 29.07%；2014 年上半年为 27.55 亿；归属于母公司净利润为 0.84 亿、1.04 亿、1.49 亿，复合增长率 33.75%，2014 年上半年为 0.86 亿；

图 1 柳州医药 2011-2014H 年营业收入及增速


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图 2 柳州医药 2011-2014H 年净利润及增速


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

柳州医药控股股东、实际控制人为朱朝阳，发行前朱朝阳持有公司 39.88% 的股权。除此之外还有周原九鼎、jiudingVenus.Limited、众诚投资、新干线投资、曾松林、黄世囊、陈洪、黄秀珍等股东；

公司控股股东朱朝阳担任公司董事长、总经理，曾松林担任公司董事、副总经理，黄世囊担任公司董事、审计部部长，陈洪担任公司董事、副总经理。

表 1 公司主要股东情况

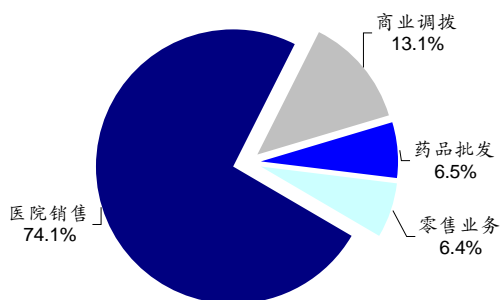
股东	职务	发行前		发行后	
		股份数量(万股)	股份占比	股份数量(万股)	股份占比
朱朝阳	董事长、总经理	3588.8	39.88%	3364.5	29.91%
周原九鼎		877.3	9.75%	822.5	7.31%
Jiuding Venus		581.4	6.46%	545.1	4.85%
柳药投资		526.5	5.85%	493.7	4.39%
众诚投资		495.3	5.50%	464.3	4.13%
新干线投资		444.7	4.94%	416.9	3.71%
曾松林	董事、副总经理	305.4	3.39%	286.3	2.54%
黄世囊	董事、审计部部长	305.4	3.39%	286.3	2.54%
陈洪	董事、副总经理	148.2	1.65%	138.9	1.24%
黄秀珍		133.3	1.48%	125	1.11%
其他股东		1593.5	17.71%	1493.9	13.28%
有限售条件社会公众股				562.5	5%
无限售条件社会公众股				2250	20%

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

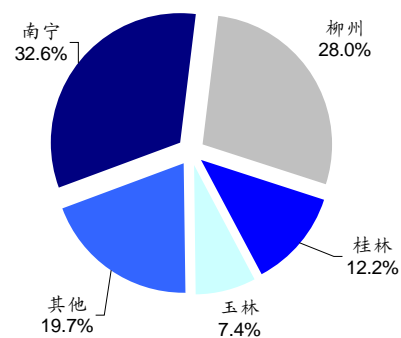
2. 公司主业为医院销售业务为主

柳州医药主要从事药品批发和零售业务，其中批发业务可以分为医院销售、商业调拨、第三终端；其中医院销售是最主要的业务，占公司收入比重达到 74.1%；2012-2013 年公司医院销售业务收入增速为 29.23%和 29.90%，保持快速增长。

柳州医药最主要的销售区域为南宁、柳州、桂林、玉林 4 个重点城市，这 4 个城市占公司主营业务比重达到 80%以上。

图 3 2014 年 1H 柳州医药业务构成


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

图 4 2014 年 1H 柳州医药业务区域分布


资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

公司除了医院批发业务之外，也有医药零售业务，其品牌为桂中大药房，其连锁药店数量 2011-2013 年为 102、104、117 家，2014 年上半年数量为 125 家，营业收入 1.76 亿；

3. 公司各项财务指标呈现增长态势

柳州医药近三年营业收入和净利润均呈现快速增长态势,其中净利润 2011-2013 年复合增长率 29.07%; 归属于母公司净利润复合增长率 33.75%。

公司销售费用、管理费用和财务费用三项费用占比 2012 年以来维持在 4.4-4.5%的水平,基本维持稳定。

2013 年起公司的所得税率由 25%降低为 15%,因而其净利润增速快于收入增速,同时公司综合毛利率近年稳中有升,2011-2014 年中期分别为 8.30%、8.52%、8.69%和 8.55%,毛利率上升是因为零售连锁业务的发展提升了盈利能力。

4. 募投项目建设物流中心补充营运资金

柳州医药本次拟发行股票上限为 3000 万股,募集资金 5.3 亿主要用于现代物流配送中心工程、连锁药店扩展和补充营运资金和偿还银行贷款。

募集资金投资项目如下:

表 2 募投项目投资规模及进度

项目名称	总投资额	建设期	主要实施计划和效果
现代物流配送中心工程项目	18304 万	1 年	在柳州新增仓储面积 1.8 万平方米,包括物流仓储,升级物流配送系统,建设交易中心、客服中心、调度中心、冷库等;
连锁药店扩展业务项目	5130 万	单店 3-6 月	在广西新增旗舰店 12 家,区域中心店 27 家等一共 90 家药店。
补充营运资金和偿还银行贷款	29700 万	-	每年减少利息支出 1782 万元
合计	53133.87 万		

资料来源:公司招股说明书,海通证券研究所

5. 合理价值区间: 39-49元

表 3 盈利预测表(百万元)

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	2728.12	3558.02	4547.80	5618.35	6875.64	8371.57
增速	0.00%	30.42%	27.82%	22.38%	21.76%	15.00%
营业成本	2501.34	3253.21	4149.13	5134.27	6286.39	7654.61
毛利率	8.31%	8.57%	8.77%	8.62%	8.57%	8.56%
销售费用	51.83	71.76	87.97	112.37	137.51	167.43
管理费用	44.14	60.79	79.11	103.94	127.20	154.87
财务费用	13.04	24.36	36.73	19.08	16.23	16.04
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	109.60	137.08	185.96	235.38	292.51	360.99
营业外收入	1.57	1.98	3.12	2.55	2.83	2.69
营业外支出	1.28	1.39	5.02	3.21	4.11	3.66
利润总额	109.89	137.67	184.05	234.73	291.22	360.02
所得税	26.36	33.32	34.63	44.16	54.80	67.74
净利润	83.53	104.35	149.42	190.56	236.43	292.28
归属于母公司净利润	83.53	104.35	149.42	190.56	236.43	292.28
EPS(元)	0.70	0.87	1.25	1.59	1.97	2.44

资料来源: 公司招股说明书, 海通证券研究所 注: 每股收益按新股发行 3000 万股后计算

我们预计公司 2014-2016 年 EPS(对应发行后股本)分别为 1.59、1.97、2.44 元。对比同类医药流通企业估值, 考虑到公司业务与国药一致更具有可比性, 给予 2015 年倍 PE20-25 倍 PE, 合理的价值区间为 39-49 元。

表 4 可比公司估值比较

证券代码	上市公司	收盘价(元)		每股收益(元)			市盈率(X)		
		2014/11/20	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E	
000028.SZ	国药一致	46.01	1.44	1.89	2.35	32.06	24.40	19.61	
002462.SZ	嘉事堂	24.92	0.54	0.53	0.72	45.94	47.08	34.49	
600511.SH	国药股份	26.88	0.86	1.05	1.29	31.27	25.54	20.91	
600713.SH	南京医药*	7.64	0.06	0.10	0.24	136.92	77.88	32.07	
600998.SH	九州通	15.59	0.29	0.35	0.41	53.59	44.86	37.75	
601607.SH	上海医药	14.39	0.83	0.94	1.07	17.25	15.35	13.42	
002589.SZ	瑞康医药	30.80	0.66	0.86	1.12	46.75	35.70	27.50	
中值						46.35	38.17	29.79	

资料来源: wind, 海通证券研究所 *注: 盈利预测来自 wind 一致预期

7. 主要风险

医药分销毛利率低, 估值波动大, 药品电商等新业务模式对传统药品流通业务构成威胁。

信息披露

分析师声明

医药行业: 江琦、周锐

本人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。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 迪安诊断、东阿阿胶、复星医药、国药一致、瑞康医药、上海医药、国药股份、双鹭药业、长春高新、通化东宝、智飞生物、天坛生物、达安基因、嘉事堂等

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。