

## 柳州医药 (603368)

暂无评级 (19.67-26.22)

## 区域性医药商业龙头企业

## 市场数据

| 报告日期      | 2014-11-17 |
|-----------|------------|
| 收盘价(元)    |            |
| 总股本(百万股)  |            |
| 流通股本(百万股) |            |
| 总市值(百万元)  |            |
| 流通市值(百万元) |            |
| 净资产(百万元)  | 580.82     |
| 总资产(百万元)  | 3324.56    |
| 每股净资产     | 6.45       |

## 相关报告

分析师:

李鸣

liming@xyzq.com.cn

S0190514070010

项军

xiangjun@xyzq.com.cn

S0190512040001

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn

S0190513080003

## 主要财务指标

| 会计年度       | 2013  | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 4548  | 5726  | 7079  | 8637  |
| 同比增长(%)    | 27.8% | 25.9% | 23.6% | 22.0% |
| 净利润(百万元)   | 149   | 176   | 220   | 271   |
| 同比增长(%)    | 43.2% | 17.7% | 25.2% | 23.3% |
| 毛利率(%)     | 8.8%  | 8.6%  | 8.6%  | 8.5%  |
| 净利润率(%)    | 3.3%  | 3.1%  | 3.1%  | 3.1%  |
| 净资产收益率(%)  | 29.8% | 14.6% | 15.4% | 16.0% |
| 每股收益(元)    | 1.33  | 1.56  | 1.96  | 2.41  |
| 每股经营现金流(元) | 0.20  | 1.84  | 1.64  | 1.98  |

## 投资要点

- **广西省的医药商业龙头:**柳州医药通过六十年来持续在广西医药流通领域内的深耕细作,已形成了“规模以上医院销售业务为核心,第三终端和药店零售业务为两翼,商业调拨等业务为补充”的医药商业业务体系,近年来连续稳居广西医药流通企业榜首。
- **营销渠道、物流配送网络完善,终端直接覆盖能力强:**公司已建立了以柳州和南宁为核心,桂林、玉林等为重要节点,全面覆盖广西壮族自治区十四个地级市,形成“规模以上医院为核心、第三终端和零售连锁药店为两翼、商业分销为补充”的业务体系。
- **高质量医院终端覆盖率高,上游供应商资源丰富:**公司三级医院覆盖率已达100%,二级医院覆盖率已达90%,基本实现了自治区内的全覆盖。公司拥有上游供货商近1,500家,已与大部分全国医药工业百强企业,以及辉瑞、罗氏及拜耳等国际知名外资/合资制药企业建立良好的业务合作关系,并成为越来越多医药工业企业在广西壮族自治区内的药品独家代理商。
- **估值及投资建议:**我们预计公司2014-2016年EPS(按照发行2250万新股计算)分别为:1.56、1.96和2.41元,考虑到可比公司的PE水平、行业周期及公司的盈利增长情况,再结合本次新股的发行方式,给予公司2014年25-30倍PE,我们认为公司的合理价格在39.0-46.8元左右,按照本次新股发行方式发行价格约为19.67-26.22元,建议在此区间申购。
- **风险提示:**市场竞争加剧的风险;应收账款风险;药品经营资质展期、重续或再认证风险;业务区域集中的风险;

请阅读最后一页信息披露和重要声明

## 目 录

|   |        |
|---|--------|
| 投资概要 .....                                  | - 3 -  |
| 1、公司基本情况 .....                              | - 4 -  |
| 2、公司经营情况 .....                              | - 5 -  |
| 3、行业分析 .....                                | - 6 -  |
| 4、公司优势分析 .....                              | - 10 - |
| 5、募投项目分析 .....                              | - 12 - |
| 6、盈利预测与估值 .....                             | - 12 - |
| <br>  |        |
| 图 1、公司发行前股权结构示意图 .....                      | - 4 -  |
| 图 2、公司的业务范围 .....                           | - 5 -  |
| 图 3、近期公司营业收入及归属母公司净利润情况（万元） .....           | - 6 -  |
| 图 4、2013 年主营业务收入拆分 .....                    | - 6 -  |
| 图 5、2013 年公司毛利润拆分 .....                     | - 6 -  |
| 图 6、全国医药销售总额及增速 .....                       | - 7 -  |
| 图 7、我国老龄人口比例逐步提升 .....                      | - 7 -  |
| 图 8、老龄人口的两周患病率显著较高 .....                    | - 7 -  |
| 图 9、发达国家医药流通前三企业集中度 .....                   | - 8 -  |
| 图 10、发达国家医药流通企业数量 .....                     | - 8 -  |
| 图 11、药品批发和零售企业百强市场份额及政策规划 .....             | - 9 -  |
| 图 12、公司的配送服务网络 .....                        | - 10 - |
| <br>  |        |
| 表 1、柳州医药发行前后股权结构（按照公开发售股份 562.5 万股计算） ..... | - 4 -  |
| 表 2、公司三级、二级医院终端覆盖情况 .....                   | - 11 - |
| 表 3、公司药品总经销授权情况 .....                       | - 11 - |
| 表 4、公司连锁药店数量及医保药店数量情况 .....                 | - 11 - |
| 表 5、公司募投项目情况 .....                          | - 12 - |
| 表 6、公司盈利预测主要假设 .....                        | - 13 - |
| 表 7、公司盈利预测结果 .....                          | - 13 - |
| 表 8、可比公司估值指标 .....                          | - 13 - |
| 附表 .....                                    | - 15 - |

## 投资概要

### 1、估值及投资建议

我们预计公司 2014-2016 年 EPS（按照发行 2250 万新股计算）分别为：1.56、1.96 和 2.41 元，考虑到可比公司的 PE 水平、行业周期及公司的盈利增长情况，再结合本次新股的发行方式，给予公司 2014 年 25-30 倍 PE，我们认为公司的合理价格在 39.0-46.8 元左右，按照本次新股发行方式发行价格约为 19.67-26.22 元，建议在此区间申购。

### 2、关键假设

批发业务方面，公司在上市后继续稳步拓展省内市场，规模医院配送业务稳定发展，新农合配送业务积极拓展，积极覆盖非重点城市；  
零售业务方面，加快连锁药店零售业务布局，扩大销售规模，形成新的增长点；  
扩展与上游企业合作，扩大一级代理规模、二级分销市场，拓展增值服务；  
公司经营目标——销售收入年均增长超过 20% 能够完成；  
募集资金到位后财务费用压力降低；

### 3、股价表现催化剂

业绩增长超预期，布局医药商业新模式（如电子商务），外延式扩张；

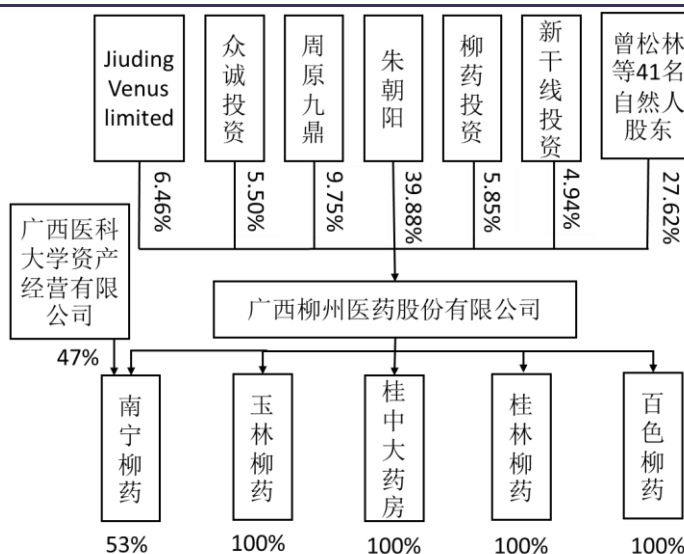
### 4、风险提示

市场竞争加剧的风险；应收账款风险；药品经营资质展期、重续或再认证风险；  
业务区域集中的风险；

## 1、公司基本情况

柳州医药前身可追溯到 1953 年成立的柳州医药批发站，公司由柳药有限整体变更设立，改制前后公司主营业务没有发生变化。通过六十年来持续在广西医药流通领域内的深耕细作，已形成了“规模以上医院销售业务为核心，第三终端和药店零售业务为两翼，商业调拨等业务为补充”的医药商业业务体系。公司自 2002 年改制以来，营业收入保持了近 30% 的复合增长速度，2005 年至 2013 年连续稳居广西医药流通企业榜首，2012 年在广西医药流通领域的市场份额约为 13.68%。

图 1、公司发行前股权结构示意图



数据来源：招股意向书 兴业证券研究所

公司本次发行前的总股本为 9,000 万股，本次公开发行股票数量不超过 3,000 万股，占发行后总股本的比例为 25%。其中，公司公开发行新股数量不超过 3,000 万股，股东公开发售股份的数量不超过 562.50 万股，且不得超过自愿设定 12 个月及以上限售期的投资者获得配售股份的数量。本次发行前后公司股本情况如下(按照拟股东公开发售股份上限 562.5 万股计算)：

表 1、柳州医药发行前后股权结构（按照公开发售股份 562.5 万股计算）

| 股东名称                  | 发行前        |        | 发行后        |        |
|-----------------------|------------|--------|------------|--------|
|                       | 股数(股)      | 持股比例   | 股数(股)      | 持股比例   |
| 朱朝阳                   | 35,888,207 | 39.88% | 33,645,194 | 29.91% |
| 周原九鼎                  | 8,773,485  | 9.75%  | 8,225,142  | 7.31%  |
| Giuding Venus Limited | 5,814,015  | 6.46%  | 5,450,639  | 4.85%  |
| 柳药投资                  | 5,265,672  | 5.85%  | 4,936,568  | 4.39%  |
| 众诚投资                  | 4,953,040  | 5.50%  | 4,643,475  | 4.13%  |
| 新干线投资                 | 4,447,359  | 4.94%  | 4,169,399  | 3.71%  |
| 曾松林                   | 3,053,853  | 3.39%  | 2,862,987  | 2.54%  |
| 黄世囊                   | 3,053,853  | 3.39%  | 2,862,987  | 2.54%  |
| 陈洪                    | 1,482,453  | 1.65%  | 1,389,800  | 1.24%  |
| 黄秀珍                   | 1,333,343  | 1.48%  | 1,250,009  | 1.11%  |
| 其他股东                  | 15,934,720 | 17.71% | 14,938,800 | 13.28% |

|                |            |      |             |         |
|----------------|------------|------|-------------|---------|
| 有限售条件<br>社会公众股 | -          | -    | 5,625,000   | 5.00%   |
| 无限售条件<br>社会公众股 | -          | -    | 22,500,000  | 20.00%  |
| 合计             | 90,000,000 | 100% | 112,500,000 | 100.00% |

数据来源：招股意向书，兴业证券研究所

## 2、公司经营情况

公司的主营业务为药品、医疗器械等医药产品的批发和零售业务，业务区域集中在自治区内。公司凭借“深层次、广覆盖、高质量”的营销渠道网络和终端直接覆盖能力，近年来公司通过提高对规模以上医院覆盖率，加大与上游供应商的战略合作，不断提升物流配送能力、效率和信息化管理水平，加快药品现代物流网络建设，积极拓展增值服务等新商业模式，有效地巩固和提高了公司在区域医药商业领域的龙头地位。自 2002 年改制以来，公司经营业绩快速提升、业务规模持续扩张，营业收入保持了近 30% 的复合增长速度，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七年入围全国前五十强。

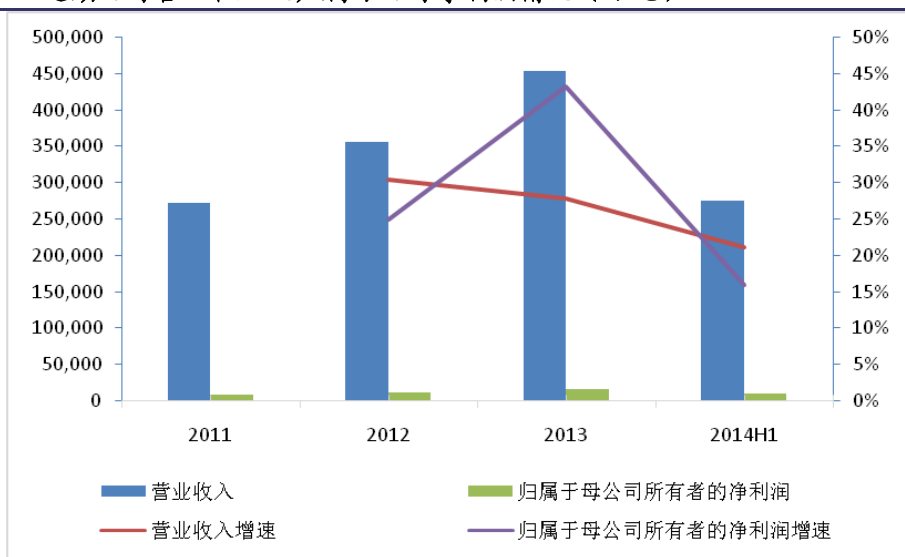
图 2、公司的业务范围



资料来源：公司网站 兴业证券研究所

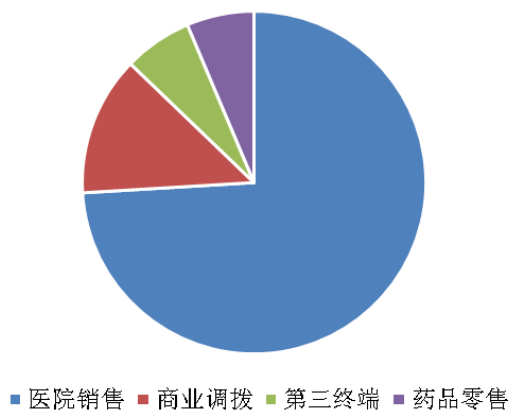
公司抓住医药流通行业整合和市场集中度提高的发展契机，在区域内的市场份额和市场占有率均有较大幅度提高，2011 年至 2014 年上半年，公司营业收入分别达到 27.28 亿元、35.58 亿元、45.48 亿元和 27.55 亿元，2012 年在广西医药流通领域的市场份额约为 13.68%；在中国医药商业协会公布的全国药品批发企业百强排名中由 2010 年的 41 位上升到 2013 年的 25 位。

图 3、近期公司营业收入及归属母公司净利润情况（万元）



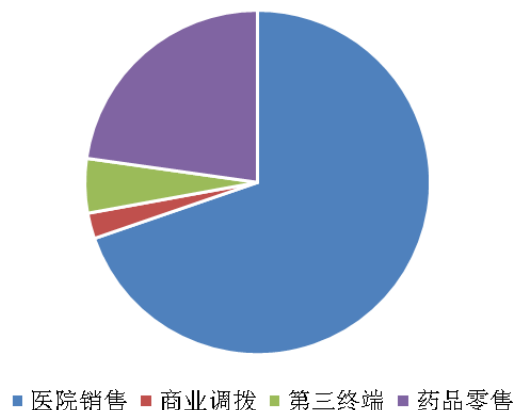
资料来源：Wind，兴业证券研究所

图 4、2013 年主营业务收入拆分



数据来源：Wind，兴业证券研究所

图 5、2013 年公司毛利润拆分

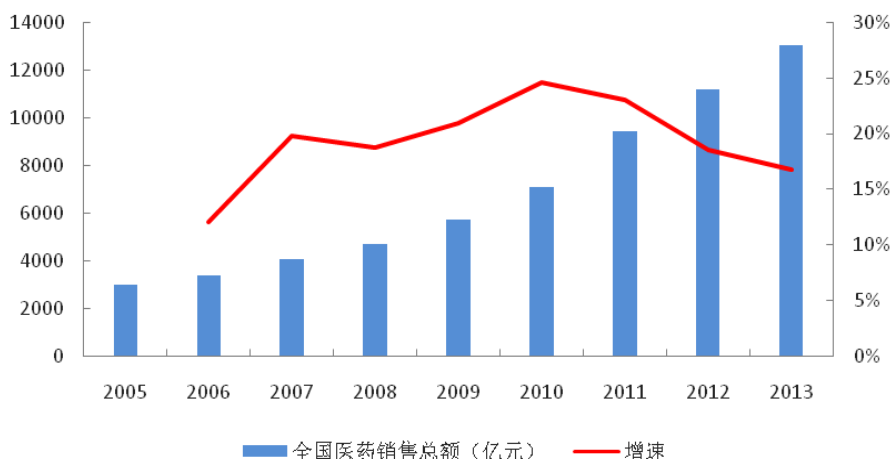


数据来源：Wind，兴业证券研究所

### 3、行业分析

近十年来，随着医药流通体制改革的深入，国家加大医疗卫生投入和建立覆盖城乡居民的基本医疗保障制度，使得我国医药商业发展较快，具体体现为医药商业销售总额保持着较快的增长。根据历年药品流通行业运行统计分析报告（由中国医药商业协会及商务部市场秩序司发布）的统计数据，全国医药商业销售总额从 2005 年的 3000 亿元增长到 2013 年的 13,036 亿元，8 年间增长了 4.35 倍，年平均复合增长率 19.29%。

图 6、全国医药销售总额及增速

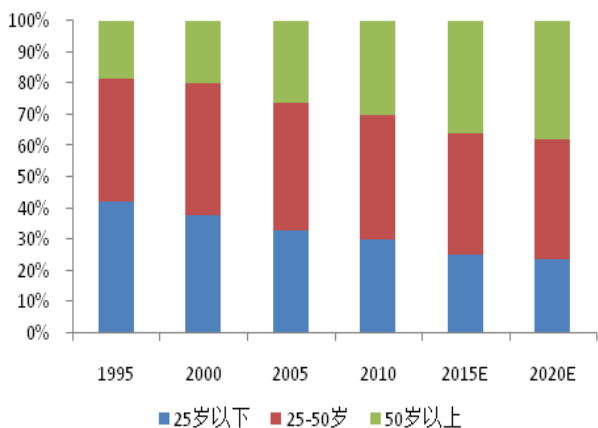


数据来源：商务部市场秩序司 兴业证券研究所

● 人口老龄化促进医药市场的持续增长

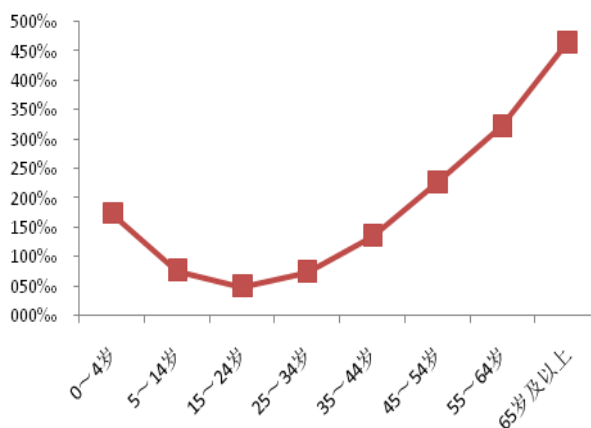
人口老龄化一直是推动医疗卫生需求增长的最主要动力之一。六普数据（2010）显示，60岁以上人口为1.78亿人，已占总人口的13.26%，与五普数据（2000）相比，比重上升2.93个百分点。相关预测表明，到2020年我国50岁以上人口占比将达到接近40%，而卫生数据表明，55-64岁老人两周患病率达32.27%，是25-34岁年龄段的4.31倍，65岁以上老人两周患病率则高达46.59%，是25-34岁年龄段的6.22倍。随着人口老龄化程度的加剧，居民整体患病率的提升将会较为显著。老年人是医药产品消费的主要人群，如此庞大的老年人口数量将增加对医药产品的刚性需求。

图 7、我国老龄人口比例逐步提升



数据来源：中国人口统计年鉴 兴业证券研究所

图 8、老龄人口的两周患病率显著较高



数据来源：卫生统计年鉴 兴业证券研究所

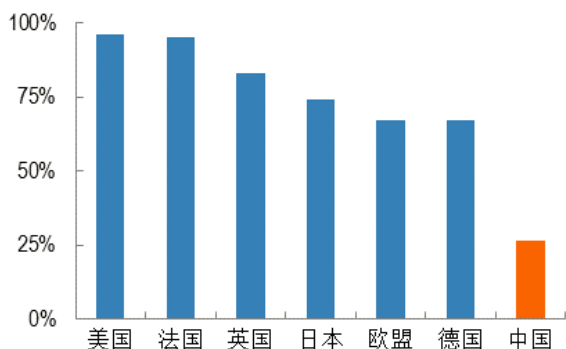
此外，过去人们生病以传染病、感染为主，而现在慢性病、退行性疾病成为了人们健康的主要杀手，恶性肿瘤、心血管疾病等构成死亡原因占近60%的比例，这些疾病一般治疗药品费用高，而且病程较长，甚至要终生服药，疾病谱的变化使得相应的医药费用也随之增长。因此，疾病谱和生活方式的改变带来了新药需求。

并且，近年来随着我国居民家庭生活质量不断提高，人们对健康的追求也不断提高，人均可支配收入的迅速提高也支撑了医药消费的持续增长。

● **政策推动医药商业行业集中提升**

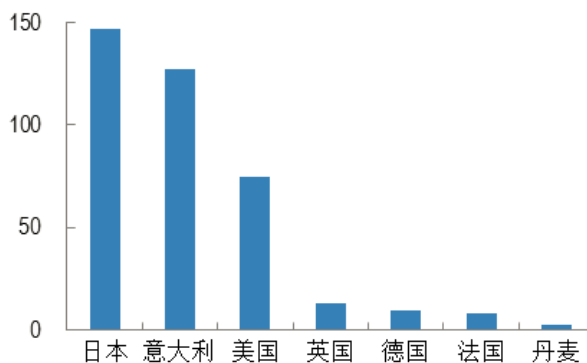
从发达国家医药流通行业发展趋势来看，“规模化、集约化”特征非常明显：美国药品销售额占世界药品市场的份额 40%以上，但药品批发商总共只有 75 家，排在前三位的市场份额高达 96%；日本药品销售额占世界药品市场的 12%，仅有 147 家药品分销企业，排在前三位的市场份额为 74%；欧盟排在前三位的药品分销企业，其市场份额为 67%；法国 8 家药品批发企业中，排在前三位的市场份额高达 95%；德国仅保留了 10 个大型药品批发商，排在前三位的市场份额达 60%~70%；而像丹麦和挪威等国家，全国只剩下 2~3 家医药批发企业，集中度很高。

图 9、发达国家医药流通前三企业集中度



数据来源：招股意向书 兴业证券研究所

图 10、发达国家医药流通企业数量

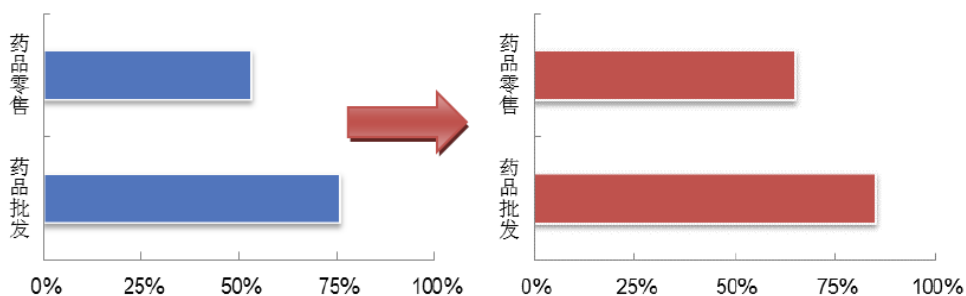


数据来源：招股意向书 兴业证券研究所

我国医药流通行业不仅流通企业数量远远高于世界平均水平，行业集中度也较发达国家相去甚远。但在各种政策推动之下，近年我国医药流通行业已呈现出集中趋势，前三名及前十名的医药流通企业的市场份额逐年稳步上升，分别由 2003 年的 12.70%和 25.70%上升至 2010 年的 21.64%和 34.34%。商务部《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015 年）》规划的具体目标是：形成 1-3 家年销售额过千亿的全国性大型医药商业集团，20 家年销售额过百亿的区域性药品流通企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发总额 85%以上，药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额 60%以上；连锁药店占全部零售门店的比重提高到 2/3 以上。



图 11、药品批发和零售企业百强市场份额及政策规划



资料来源：中国医药商业协会 全国药品流通行业发展规划纲要 兴业证券研究所

此外，现行的药品招投标管理办法（包括省级招标采购、投标主体及两票制等改革等）、流通差率的下降（医药流通企业必须通过规模优势和增值服务来应对流通差率下降问题）以及零差率时代（由于各地经济和财政实力各异，很可能在一些地区出现财政补贴不到位的情况，流通环节的差价率可能会被进一步压缩。对于流通企业而言，对规模优势和增值服务的要求会更高）都对医药商业行业集中的提升具有促进作用。

● **区域化发展趋势明显**

随着基本药物制度的不断推进和招标采购制度的持续规范，我国医药商业呈现出了较强的地域化发展趋势，主要表现为省级龙头企业的地域性优势。过去的药品集中采购体制主要是以市为组织单位，由此推动了医药流通市场向市级市场集中，但也阻碍了流通企业在省内异地市场的发展。而 2010 年 7 月发布的《医疗机构药品集中采购工作规范》明确了以省（区、直辖市）为单位组织开展药品集中采购，这将推动政府主导下的采购组织形式向省级集中，省级区域性龙头企业将受益明显，有利于市场份额集中到优质的流通企业手中。另一方面，新的招投标体制下，只能由生产企业参与招投标，而流通企业协助进行招标。因此，生产企业对市级流通企业的依赖下降，流通企业的销售功能将逐步弱化。对于有着终端销售队伍的大型医药工业企业而言，更看重的是流通企业在全省范围内的物流配送能力和覆盖率，更希望选择一个全省范围内最优秀的流通企业将药品配送到每一个终端。此外，新医改对医药流通环节改革的总体思路是“加快集中，缩短流通环节，提倡直配”。新的招标采购制度明确提出如下原则：坚决压缩流通渠道环节，委托配送一次完成。根据这一原则，未来的药品配送将以一级直接配送模式为主，这必然对配送商在区域市场的直接覆盖率提出很高要求，跨地区发展的医药商业企业因地缘因素进入新区域市场的难度较高。

从市场格局来看，医药流通行业竞争格局为全国性和区域性并存的垄断竞争市场。南京医药股份有限公司、广州医药有限公司、重庆医药（集团）股份有限公司、华东医药股份有限公司及公司等已经确立了区域市场的领军地位。这些区域性优势企业由于很多是从历史上的医药站改制而来，拥有较多的网络资源，因此各自在当地的市场上占有相当的市场份额。

## 4、公司优势分析

### ● 营销渠道、物流配送网络完善，终端直接覆盖能力强

公司是广西地区规模最大的医药商业企业，六十年来一直在广西医药流通领域内深耕细作，柳州医药在医药流通行业已成为拥有较高的知名度和美誉度的品牌。根据历年药品流通行业运行统计分析报告的数据，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七年入围全国前五十强。近年来，公司根据行业和市场变化，积极调整、优化营销策略，不断细化、深化营销渠道建设，持续推动分销网络渗透下沉。公司对销售渠道进行了“全方位、多层次”的划分，既以业务区域为划分设立了柳州、桂东、桂西等销售部门，以及南宁柳药和玉林柳药等子公司，又以终端市场和产品形态为划分设立了基药终端销售部、特殊药品部、器械化玻分公司、药材经营部及生物制品部等部门。公司已建立了以柳州和南宁为核心，桂林、玉林等为重要节点，全面覆盖广西自治区十四个地级市，形成“规模以上医院为核心、第三终端和零售连锁药店为两翼、商业分销为补充”的业务体系，具备了“深层次、广覆盖、高质量”的营销渠道网络和终端直接覆盖能力，有效地巩固和提高了公司在区域医药商业领域的龙头地位。

图 12、公司的配送服务网络



资料来源：公司网站 兴业证券研究所

### ● 高质量医院终端覆盖率高，上游供应商资源丰富

公司保持和加强了与重点医疗机构的良好合作关系，尤其是对规模以上医院即三级、二级医院的覆盖率较高。在自治区 2008 年、2009 年和 2011 年三次药品集中采购中，公司分别与自治区内 155 家、200 家和 260 家医疗机构单位签订《医疗机构药品集中采购药品购销合同》，医院客户数量的提升，促进了公司销售增长。公司对规模以上医院即三级、二级医院的覆盖率较高，并有所提升，截至

2014年6月30日公司三级医院覆盖率已达100%，二级医院覆盖率已达90%，基本实现了自治区内的全覆盖。前述规模以上医院的高覆盖率为公司近年经营规模的快速扩张奠定了扎实的基础。

**表 2、公司三级、二级医院终端覆盖情况**

|      | 2014H1 |      | 2013年 |      | 2012年 |     | 2011年 |     |
|------|--------|------|-------|------|-------|-----|-------|-----|
|      | 数量     | 覆盖率  | 数量    | 覆盖率  | 数量    | 覆盖率 | 数量    | 覆盖率 |
| 三级医院 | 55     | 100% | 55    | 100% | 54    | 98% | 54    | 98% |
| 二级医院 | 190    | 90%  | 190   | 90%  | 189   | 88% | 189   | 88% |

数据来源：招股意向书 兴业证券研究所

公司凭借终端覆盖率和配送能力的提高和加强，通过持续改进对上游供应商的常规化、个性化和差异化服务，提高客户满意度和美誉度，获得上游配送权的能力持续提高，吸引更多的上游药品供应商直接与公司建立战略合作关系，供应商数量和配送的产品种类持续增长极大地推动下游客户的开拓。截至2013年，公司拥有上游供货商近1,500家，已与大部分全国医药工业百强企业，以及辉瑞、罗氏及拜耳等国际知名外资/合资制药企业建立良好的业务合作关系，并成为越来越多医药工业企业在广西自治区内的药品独家代理商；公司经营品规达到18,000个左右，基本覆盖了医院的基本用药和新特用药，成为同类企业中经营品规最齐全的企业之一，在代理级别、代理品种上的优势也进一步扩大。

**表 3、公司药品总经销授权情况**

|                 | 2014H1 | 2013  | 2012  | 2011  |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|
| 接受医药工业企业总经销授权数量 | 337    | 319   | 307   | 299   |
| 代理品种数量          | 3,156  | 2,794 | 2,912 | 2,869 |

数据来源：招股意向书 兴业证券研究所

● **药品零售业快速发展**

公司子公司桂中大药房专业从事药品零售业务，努力构建规范化、规模化的连锁药店经营网络，直营门店数量和营业收入均快速增长。截至2014年6月末共有125家直营药店，桂中大药房直营门店数量共增加51家，其中医保药店增加16家，连锁药店的拓展保障了该项业务收入规模的扩大。公司药品零售业务收入由2011年的24,434.44万元增长至2013年的29,842.07万元，累计增长22.13%。2014年上半年亦实现药品零售业务收入17,538.28万元。

**表 4、公司连锁药店数量及医保药店数量情况**

| 2014H1 |      | 2013 |      | 2012 |      | 2011 |      |
|--------|------|------|------|------|------|------|------|
| 药店数量   | 医保药店 | 药店数量 | 医保药店 | 药店数量 | 医保药店 | 药店数量 | 医保药店 |
| 125    | 45   | 117  | 45   | 104  | 45   | 102  | 42   |

数据来源：招股意向书 兴业证券研究所

未来，公司将加快连锁药店布局，加速开拓柳州以外市场，提高在区域内的覆盖率，坚持直营店策略，增加经营品种，强化内部管理，充分调动门店经营者积极

性，完善连锁药店经营机制。具体计划为：（1）改造新建 14 家旗舰店，扩大经营面积，丰富经营品种；加大投入，在柳州、南宁、桂林、来宾、河池、贵港、玉林、百色及崇左等地设立旗舰店。（2）快速发展 27 家区域中心店，计划重点在柳州市以外的区域建立区域中心店。（3）在广西各地市的大型社区内开设大型社区店 22 家（居民达到 5000 人以上）。（4）开设 30 家县级店。在此基础上，公司还将考虑通过兼并收购，实现低成本快速扩张。另外，公司已在积极开拓药品零售电子商务业务。

## 5、募投项目分析

本次募集资金拟投资于现代物流配送中心工程项目、连锁药店扩展业务项目，及补充营运资金和偿还银行贷款项目等三个项目，项目投资总额为 53,133.87 万元，拟全部由本次公开发行新股的募集资金投入解决，具体情况如下：

表 5、公司募投项目情况

| 序号 | 项目名称            | 项目总投资（万元） | 项目建设期     |
|----|-----------------|-----------|-----------|
| 1  | 现代物流配送中心工程项目    | 18,303.87 | 1 年       |
| 2  | 连锁药店扩展业务项目      | 5,130.00  | 单店 3-6 个月 |
| 3  | 补充营运资金和偿还银行贷款项目 | 29,700.00 | —         |
|    | 合计              | 53,133.87 |           |

数据来源：招股意向书 兴业证券研究所

柳州医药现代物流配送中心工程项目计划分两期建设，一期主要建设综合服务楼和符合 GSP 要求的医药物流仓库，升级物流配送系统；二期主要建设交易中心、客户服务中心、调度中心、冷库以及倒班宿舍。本次拟用募集资金建设一期项目，项目总投资 18,303.87 万元，项目的实施地点在柳州市柳东新区官塘片区大学西路南延长线与曙光大道交叉口东北角，占地面积 90 亩。物流配送中心项目建成后，新增建筑面积 37,729.50 平方米，其中仓储面积 18,115.90 平方米，进一步提升公司的配送能力和配送效率，公司将更有效的开拓自治区的市场。项目达产后，预计物流配送能力达 68 亿元，年均实现净利润 16,336.03 万元。

连锁药店扩展业务项目主要的建设内容是增加、改扩建连锁经营网点，力争用两年时间在广西全区主要地市和县新增旗舰店 12 家、区域中心店 27 家、大型社区店 22 家、县级店 30 家，改扩建旗舰店 2 家，共计 93 家。

## 6、盈利预测与估值

- **主要假设**
- 批发业务方面，公司在上市后继续稳步拓展省内市场，规模医院配送业务稳定发展，新农合配送业务积极拓展，积极覆盖非重点城市；
- 零售业务方面，加快连锁药店零售业务布局，扩大销售规模，形成新的增长

点;

- 扩展与上游企业合作, 扩大一级代理规模、二级分销市场, 拓展增值服务;
- 公司经营目标——销售收入年均增长超过 20% 能够完成;
- 募集资金到位后财务费用压力降低;

**表 6、公司盈利预测主要假设**

| 年份 |                 | 2013       | 2014E      | 2015E      | 2016E      |
|----|-----------------|------------|------------|------------|------------|
| 批发 | 主营业务收入 (万元)     | 424,548.48 | 537,838.82 | 667,950.96 | 817,818.85 |
|    | 同比增长率           | 28.93%     | 26.68%     | 24.19%     | 22.44%     |
|    | 毛利率             | 7.18%      | 7.21%      | 7.26%      | 7.30%      |
| 零售 | 主营业务收入 (万元)     | 29,842.07  | 34,318.38  | 39,466.14  | 45,386.06  |
|    | 同比增长率           | 13.22%     | 15.00%     | 15.00%     | 15.00%     |
|    | 毛利率             | 30.12%     | 30%        | 30%        | 30%        |
|    | 营业费用 / 主营业务收入 % | 1.93%      | 1.95%      | 1.95%      | 1.94%      |
|    | 管理费用 / 主营业务收入 % | 1.74%      | 1.74%      | 1.72%      | 1.70%      |
|    | 财务费用 / 主营业务收入 % | 0.81%      | 0.90%      | 0.83%      | 0.80%      |
|    | 实际税率 %          | 18.82%     | 18.80%     | 18.80%     | 18.80%     |

数据来源: 兴业证券研究所整理

● **盈利预测结果**

**表 7、公司盈利预测结果**

| 会计年度        | 2013  | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 4548  | 5726  | 7079  | 8637  |
| 增长率 %       | 27.8% | 25.9% | 23.6% | 22.0% |
| 营业利润(百万元)   | 186   | 218   | 272   | 335   |
| 增长率 %       | 35.7% | 17.1% | 25.0% | 23.2% |
| 净利润(百万元)    | 149   | 176   | 220   | 271   |
| 增长率 %       | 43.2% | 17.7% | 25.2% | 23.3% |
| 最新摊薄每股收益(元) | 1.33  | 1.56  | 1.96  | 2.41  |
| 每股净资产(元)    | 4.45  | 10.74 | 12.70 | 15.11 |
| 动态市盈率(倍)    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 市净率 (倍)     | 0     | 0     | 0     | 0     |

数据来源: 兴业证券研究所整理

我们预计公司 2014-2016 年 EPS (按照发行 2250 万新股计算) 分别为: 1.56、1.96 和 2.41 元, 考虑到可比公司的 PE 水平、行业周期及公司的盈利增长情况, 再结合本次新股的发行方式, 给予公司 2014 年 25-30 倍 PE, 我们认为公司的合理价格在 39.0-46.8 元左右, 按照本次新股发行方式发行价格约为 19.67-26.22 元, 建议在此区间申购。

**表 8、可比公司估值指标**

| 股票代码   | 企业名称 | EPS (元) |       |       | 市盈率 (倍) |       |       | 市值 (亿元) |
|--------|------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|
|        |      | 2014E   | 2015E | 2016E | 2014E   | 2015E | 2016E |         |
| 000028 | 国药一致 | 1.87    | 2.37  | 2.85  | 24.2    | 19.1  | 15.9  | 164     |
| 002462 | 嘉事堂  | 0.92    | 0.73  | 1.00  | 26.0    | 32.8  | 23.9  | 57      |
| 601607 | 上海医药 | 0.96    | 1.08  | 1.22  | 14.9    | 13.3  | 11.8  | 386     |
| 600511 | 国药股份 | 1.05    | 1.30  | 1.55  | 25.6    | 20.7  | 17.3  | 129     |
| 002589 | 瑞康医药 | 0.86    | 1.12  | 1.41  | 36.3    | 27.9  | 22.1  | 68      |
| 平均     |      |         |       |       | 25.4    | 22.8  | 18.2  |         |

数据来源：兴业证券研究所整理，2014.11.17

### ● 潜在风险

**市场竞争加剧的风险：**从政策导向及行业发展来看，未来医药流通行业竞争进一步加剧，市场加速集中的趋势不可避免。在广西区域内，国药一致已通过并购、重组或新设等方式进入广西市场，并在销售渠道、供应链及运营体系建设方面取得长足发展，使得区域内的竞争进一步加剧。

**应收账款风险：**随着销售规模的进一步扩张，公司应收账款可能继续增长，若不能继续保持对应收账款的有效管理，公司存在发生坏账的风险，流动资金周转压力也可能对经营发展带来不利影响。

**药品经营资质展期、重续或再认证风险：**公司及子公司若未能在规定期限内通过新修订的 GSP 认证，则不能再继续经营相关业务，从而对正常经营活动造成重大影响。

**业务区域集中的风险：**目前公司的各项业务均集中于广西壮族自治区内，公司主营业务区域性特征明显。如果广西市场出现需求增速放缓的情形，将会对公司主营业务产生不利影响，进而影响公司经营业绩和财务状况。

附表

| 会计年度           | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 2546 | 5733  | 4971  | 7809  |
| 货币资金           | 668  | 3436  | 2124  | 4319  |
| 交易性金融资产        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 1339 | 1611  | 2007  | 2462  |
| 其他应收款          | 22   | 35    | 43    | 50    |
| 存货             | 459  | 579   | 716   | 874   |
| <b>非流动资产</b>   | 152  | 194   | 222   | 253   |
| 可供出售金融资产       | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资性房地产         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 13   | 32    | 68    | 116   |
| 在建工程           | 57   | 67    | 58    | 34    |
| 油气资产           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 64   | 64    | 75    | 80    |
| <b>资产总计</b>    | 2698 | 5927  | 5193  | 8063  |
| <b>流动负债</b>    | 2168 | 4691  | 3736  | 6334  |
| 短期借款           | 595  | 2706  | 1309  | 3385  |
| 应付票据           | 136  | 172   | 213   | 260   |
| 应付账款           | 1405 | 1733  | 2159  | 2629  |
| 其他             | 31   | 80    | 55    | 60    |
| <b>非流动负债</b>   | 28   | 28    | 28    | 28    |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 28   | 28    | 28    | 28    |
| <b>负债合计</b>    | 2197 | 4719  | 3765  | 6362  |
| 股本             | 90   | 113   | 113   | 113   |
| 资本公积           | 87   | 595   | 595   | 595   |
| 未分配利润          | 298  | 463   | 670   | 925   |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | 0     | 1     |
| <b>股东权益合计</b>  | 501  | 1208  | 1429  | 1700  |
| <b>负债及权益合计</b> | 2698 | 5927  | 5193  | 8063  |

| 会计年度              | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润               | 149  | 176   | 220   | 271   |
| 折旧和摊销             | 0    | 1     | 3     | 6     |
| 资产减值准备            | 1    | -1    | 1     | -0    |
| 无形资产摊销            | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动损失          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用              | 37   | 52    | 59    | 69    |
| 投资损失              | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 少数股东损益            | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金的变动           | 154  | 7     | 108   | 121   |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 43   | 207   | 184   | 223   |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -78  | -30   | -41   | -35   |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | 137  | 2590  | -1456 | 2007  |
| 现金净变动             | 102  | 2767  | -1312 | 2195  |
| 现金的期初余额           | 593  | 668   | 3436  | 2124  |
| 现金的期末余额           | 695  | 3436  | 2124  | 4319  |

| 会计年度            | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 4548 | 5726  | 7079  | 8637  |
| 营业成本            | 4149 | 5231  | 6471  | 7899  |
| 营业税金及附加         | 8    | 11    | 14    | 16    |
| 销售费用            | 88   | 112   | 138   | 168   |
| 管理费用            | 79   | 100   | 122   | 147   |
| 财务费用            | 37   | 52    | 59    | 69    |
| 资产减值损失          | 1    | 3     | 3     | 3     |
| 公允价值变动          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益            | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 186  | 218   | 272   | 335   |
| 营业外收入           | 3    | 2     | 2     | 2     |
| 营业外支出           | 5    | 3     | 3     | 3     |
| <b>利润总额</b>     | 184  | 217   | 271   | 334   |
| 所得税             | 35   | 41    | 51    | 63    |
| 净利润             | 149  | 176   | 220   | 272   |
| 少数股东损益          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 149  | 176   | 220   | 271   |
| <b>EPS (元)</b>  | 1.33 | 1.56  | 1.96  | 2.41  |

| 会计年度            | 2013  | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长性 (%)</b>  |       |       |       |       |
| 营业收入增长率         | 27.8% | 25.9% | 23.6% | 22.0% |
| 营业利润增长率         | 35.7% | 17.1% | 25.0% | 23.2% |
| 净利润增长率          | 43.2% | 17.7% | 25.2% | 23.3% |
| <b>盈利能力 (%)</b> |       |       |       |       |
| 毛利率             | 8.8%  | 8.6%  | 8.6%  | 8.5%  |
| 净利率             | 3.3%  | 3.1%  | 3.1%  | 3.1%  |
| ROE             | 29.8% | 14.6% | 15.4% | 16.0% |

|                 |       |       |       |       |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>偿债能力 (%)</b> |       |       |       |       |
| 资产负债率           | 81.4% | 79.6% | 72.5% | 78.9% |
| 流动比率            | 1.17  | 1.22  | 1.33  | 1.23  |
| 速动比率            | 0.96  | 1.10  | 1.14  | 1.09  |
| <b>营运能力 (次)</b> |       |       |       |       |
| 资产周转率           | 1.92  | 1.33  | 1.27  | 1.30  |
| 应收帐款周转率         | 3.96  | 3.86  | 3.90  | 3.85  |
| <b>每股资料 (元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益            | 1.33  | 1.56  | 1.96  | 2.41  |
| 每股经营现金          | 0.20  | 1.84  | 1.64  | 1.98  |
| 每股净资产           | 4.45  | 10.74 | 12.70 | 15.11 |
| <b>估值比率 (倍)</b> |       |       |       |       |
| PE              | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| PB              | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投

资建议的评级标准为:

- 推荐: 相对表现优于市场;
- 中性: 相对表现与市场持平
- 回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的

评级标准为:

- 买入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
- 增持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
- 中性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
- 减持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式

| 机构销售负责人  |               |                        | 邓亚萍 | 021-38565916  | dengyp@xyzq.com.cn        |
|--|---------------|------------------------|-----|---------------|---------------------------|
| 上海地区销售经理   |               |                        |     |               |                           |
| 姓名   | 办公电话          | 邮箱                     | 姓名  | 办公电话          | 邮箱                        |
| 罗龙飞  | 021-38565795  | luolf@xyzq.com.cn      | 盛英君 | 021-38565938  | shengyj@xyzq.com.cn       |
| 杨忱   | 021-38565915  | yangchen@xyzq.com.cn   | 王政  | 021-38565966  | wangz@xyq.com.cn          |
| 冯诚   | 021-38565411  | fengcheng@xyzq.com.cn  | 王溪  | 021-20370618  | wangxi@xyzq.com.cn        |
| 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955     |               |                        |     |               |                           |
| 北京地区销售经理   |               |                        |     |               |                           |
| 姓名   | 办公电话          | 邮箱                     | 姓名  | 办公电话          | 邮箱                        |
| 朱圣诞  | 010-66290197  | zhusd@xyzq.com.cn      | 李丹  | 010-66290223  | lidan@xyzq.com.cn         |
| 肖霞   | 010-66290195  | xiaoxia@xyzq.com.cn    | 郑小平 | 010-66290223  | zhengxiaoping@xyzq.com.cn |
| 吴磊   | 010-66290190  | wulei@xyzq.com.cn      | 刘晓浏 | 010-66290220  | liuxiaoliu@xyzq.com.cn    |
| 地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200           |               |                        |     |               |                           |
| 深圳地区销售经理   |               |                        |     |               |                           |
| 姓名   | 办公电话          | 邮箱                     | 姓名  | 办公电话          | 邮箱                        |
| 朱元戩  | 0755-82796036 | zhuyy@xyzq.com.cn      | 李昇  | 0755-82790526 | lisheng@xyzq.com.cn       |
| 杨剑   | 0755-82797217 | yangjian@xyzq.com.cn   | 邵景丽 | 0755-82790526 | shaojingli@xyzq.com.cn    |
| 地址: 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503 (518048) 传真: 0755-82562090 |               |                        |     |               |                           |
| 海外销售经理   |               |                        |     |               |                           |
| 姓名   | 办公电话          | 邮箱                     | 姓名  | 办公电话          | 邮箱                        |
| 刘易容  | 021-38565452  | liuyirong@xyzq.com.cn  | 徐皓  | 021-38565450  | xuhao@xyzq.com.cn         |
| 龚学敏  | 021-38565982  | gongxuemin@xyzq.com.cn | 陈志云 | 021-38565439  | chanchiwan@xyzq.com.cn    |
| 地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955     |               |                        |     |               |                           |



**【信息披露】**

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyq.com.cn](http://www.xyq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

**【分析师声明】**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,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本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**【法律声明】**

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准,本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料,我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。