

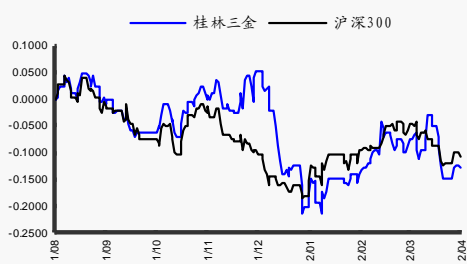
研究所

证券分析师：黄秋菡 S0350510120009
0755-83704681 huangqh@ghzq.com.cn
联系人：邓周宇
0755-23936039 dengzy@ghzq.com.cn

稳定增长显示渠道改革成果

——桂林三金（002275）2011 年年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
桂林三金	-5.9	6.1	-28.8
沪深 300	-6.3	-1.3	-25.6

市场数据

2012-4-9

当前价格(元)	12.65
52 周价格区间(元)	11.31-23.97
总市值(百万)	7466.03
流通市值(百万)	1705.68
总股本(万股)	59020.00
流通股(万股)	13483.62
日均成交额(百万)	13.40
近一月换手(%)	19.11

相关报告

桂林三金调研报告: 稳健中透露锋芒(增持)
-20120206
桂林三金业绩快报点评: 业绩符合预期, 销售逐步回升-20120222

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%

投资要点:

11 年 EPS 为 0.49 元, 业绩符合预期。2011 年公司实现营业收入 11.62 亿元 (+18.13%), 净利润 2.92 亿元 (+12.81%), EPS0.49 元, 业绩符合预期。4 季度收入增速达到 18%, 延续了今年以来稳定增长的势头, 销售渠道调整成果陆续显现。

三金片领跑泌尿系统中成药消炎药, 恢复快速增长。三金片是抗泌尿系统感染中成药领域最大的品种和全国性品牌, 占据泌尿系统中成药市场的 1/3, 全年增速估计在 25%左右。公司近几年采取了提价措施应对成本上涨, 提升毛利率水平, 随着渠道改革结束, 提价对销量的负面影响已经逐渐消化, 接下来有望出现量价齐升的良好局面。

西瓜霜开发新品种, 未来保持良好成长性。预计西瓜霜 11 年销售额重回 4 亿以上, 增速回复到 20%左右。喉口用药市场竞争格局基本稳定, 润喉片和喷剂进入成熟期, 增长动力相对不足, 清咽含片等新产品体现良好的成长性, 逐渐成为主要的增长动力。

预计 12/13 年 EPS 为 0.65/0.80 元, 维持“增持”评级。公司经营稳健, 财务指标健康, 产品结构合理, 品牌知名度高, 渠道调整结束后销售增长出现积极变化。与军科院合作带来新的成长动力, 新药的引入和培育将持续提高公司产品竞争力。超过 10 亿的账面现金带来潜在收购可能, 可助推公司外延式拓展。预计 12/13 年 EPS 为 0.65/0.80 元, 对应动态 PE 为 19/16 倍, 价格被低估, 维持对其“增持”的评级。

预测指标	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	1162	1391	1699	2038
增长率(%)	18%	20%	22%	20%
净利润(百万元)	292	384	471	564
增长率(%)	13%	32%	23%	20%
摊薄每股收益(元)	0.49	0.65	0.80	0.96
ROE(%)	14.72%	17.18%	18.51%	19.35%

图 1、公司同比分析

人民币亿元	2010	2011	YoY	评论
营业收入	983.5	1161.8	18.1%	收入稳定增长，西瓜霜和三金片双双 回复20%以上的增速。
营业成本	272.1	331.0	21.6%	
营业税金	13.6	17.8	30.8%	原材料普遍上涨，但提价使得综合毛 利率保持稳定。
销售费用	299.1	369.4	23.5%	
管理费用	99.4	104.6	5.3%	
财务费用	-9.5	-17.7	85.5%	
资产减值	-1.9	1.2	n.m.	
投资收益	2.1	7.3	247.8%	
营业利润	312.8	362.7	15.9%	
营业外收入	4.2	4.0	-4.9%	
营业外支出	0.4	1.6	281.5%	
税前利润	316.6	365.1	15.3%	
所得税	59.3	73.2	23.6%	
净利润	257.4	291.9	13.4%	
少数股东损益	-1.4	-0.1	-96.0%	
归属母公司净利润	258.8	292.0	12.8%	
每股收益	0.6	0.5	-14.0%	股本扩大
现金及等价物	1073.6	1167.7	8.8%	账面现金充裕，有外延式扩张预期
应收款项	57.9	69.2	19.5%	
存货	86.3	110.9	28.4%	
流动资产小计	1530.2	1639.8	7.2%	
固定资产	271.0	279.4	3.1%	
在建工程	2.8	106.0	3675.9%	
资产总计	1981.3	2201.0	11.1%	
短期借款	0.0	0.0	n.m.	
应付款项	59.8	101.6	70.1%	
流动负债小计	175.3	204.2	16.5%	
非流动负债小计	6.2	14.0	125.8%	
负债总计	181.5	218.2	20.2%	
股本	454.0	590.2	30.0%	
资本公积	818.5	681.2	-16.8%	
归属母公司权益	1791.8	1982.8	10.7%	
权益总计	1799.8	1982.8	10.2%	
经营活动现金流入	1203.9	1420.3	18.0%	经营现金流良好，显示收入质量较好
经营活动现金流出	918.4	1079.3	17.5%	
经营活动现金流量净额	285.5	341.0	19.5%	
投资活动现金流入	16.2	717.3	4327.6%	
投资活动现金流出	98.4	863.2	776.9%	
投资活动现金流量净额	-82.2	-145.9	77.4%	
筹资活动现金流入	17.0	6.0	-64.7%	
筹资活动现金流出	277.3	107.1	-61.4%	
筹资活动现金流量净额	-260.3	-101.1	-61.2%	
现金及等价物增加净额	-56.9	94.0	n.m.	

资料来源：国海证券研究所

图 2、公司分季度财务报表

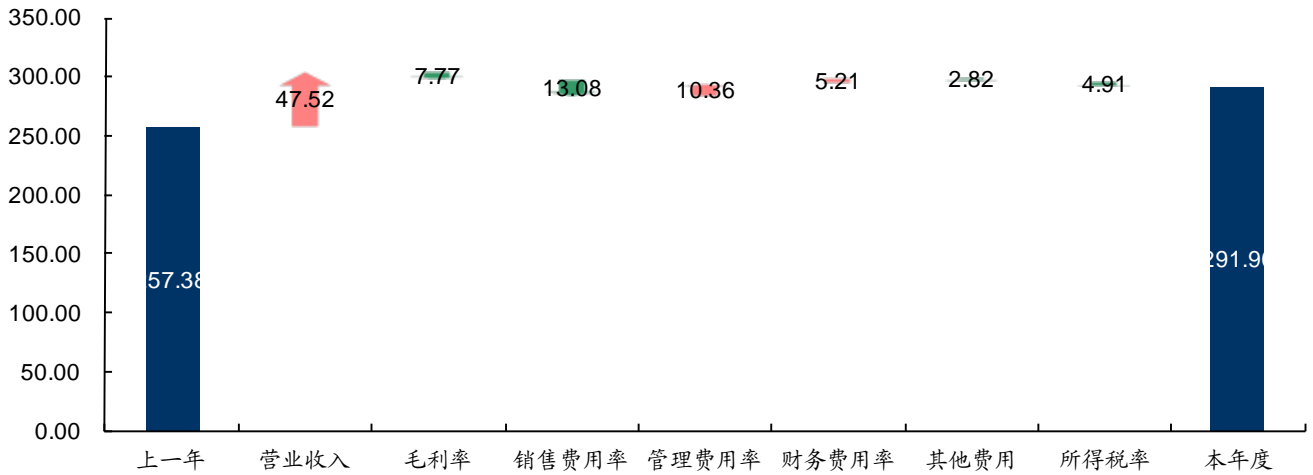
	2010-03-31	2010-06-30	2010-09-30	2010-12-31	2011-03-31	2011-06-30	2011-09-30	2011-12-31
一般企业 - 利润表 (单位: 万元)	2010Q1	2010Q1-Q2	2010Q1-Q3	2010Q1-Q4	2011Q1	2011Q1-Q2	2011Q1-Q3	2011Q1-Q4
一、营业总收入	20,671.72	44,432.91	67,877.06	98,346.04	23,170.00	52,034.86	80,222.16	116,178.08
营业收入	20,671.72	44,432.91	67,877.06	98,346.04	23,170.00	52,034.86	80,222.16	116,178.08
同比增长	23.58%	-7.40%	-6.81%	-11.47%	12.09%	17.11%	18.19%	18.13%
二、营业总成本	14,936.09	26,395.03	42,145.40	67,271.26	17,144.47	32,250.14	51,600.99	80,637.70
营业成本	4,976.47	11,811.07	18,582.85	27,208.61	7,132.75	15,986.96	22,530.05	33,097.46
毛利率	75.93%	73.42%	72.62%	72.33%	69.22%	69.28%	71.92%	71.51%
营业税金及附加	295.87	611.07	998.56	1,361.72	405.43	796.00	1,239.06	1,780.54
销售费用	7,167.32	9,901.02	16,288.84	29,907.97	6,943.78	10,684.11	21,259.60	36,940.08
销售费用率	34.67%	22.28%	24.00%	30.41%	29.97%	20.53%	26.50%	31.80%
管理费用	2,790.49	4,319.61	6,850.90	9,936.83	2,551.18	4,965.79	7,540.76	10,463.52
管理费用率	13.50%	9.72%	10.09%	10.10%	11.01%	9.54%	9.40%	9.01%
财务费用	-401.73	-432.80	-784.41	-951.43	-100.99	-534.89	-1,153.57	-1,765.29
财务费用率	-1.94%	-0.97%	-1.16%	-0.97%	-0.44%	-1.03%	-1.44%	-1.52%
期间费用率	46.23%	31.03%	32.94%	39.55%	40.54%	29.05%	34.46%	39.28%
资产减值损失	107.67	185.06	208.66	-192.43	212.30	352.18	185.09	121.40
三、其他经营收益								
公允价值变动净收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.65	1.88	2.82	210.02	-0.10	-0.06	1.41	730.48
四、营业利润	5,737.28	18,039.75	25,734.47	31,284.79	6,025.43	19,784.65	28,622.58	36,270.86
加: 营业外收入	34.30	147.15	260.20	419.62	32.64	339.77	279.47	399.00
减: 营业外支出	3.44	40.02	70.62	40.73	1.35	2.21	8.98	155.39
五、利润总额	5,768.14	18,146.89	25,924.06	31,663.69	6,056.72	20,122.22	28,893.07	36,514.47
减: 所得税	759.91	2,910.84	4,386.48	5,925.44	845.63	3,390.38	4,794.81	7,324.61
实际税率	13.17%	16.04%	16.92%	18.71%	13.96%	16.85%	16.60%	20.06%
六、净利润	5,008.23	15,236.05	21,537.58	25,738.24	5,211.10	16,731.84	24,098.26	29,189.87
减: 少数股东损益	1.39	21.75	77.02	-137.55	-0.31	46.76	71.80	-5.51
归属于母公司)	5,006.84	15,214.30	21,460.56	25,875.80	5,211.40	16,685.07	24,026.45	29,195.38
同比增速	50.22%	-4.90%	-7.07%	-15.80%	4.09%	9.67%	11.96%	12.83%
净利率	24.23%	34.29%	31.73%	26.17%	22.49%	32.16%	30.04%	25.13%

一般企业 - 现金流量表 (单位: 万元)

一、经营活动产生的现金流量:								
销售商品、提供劳务收到的现金	27,271.57	61,247.85	83,049.81	119,810.18	34,945.71	82,123.07	111,153.03	140,587.74
经营活动现金流入小计	27,417.06	61,504.03	83,492.81	120,386.26	35,020.55	82,683.31	112,635.06	142,032.67
经营现金流/营业收入	1.33	1.38	1.23	1.22	1.51	1.59	1.40	1.22
购买商品、接受劳务支付的现金	4,554.60	17,370.98	25,920.84	29,096.50	7,007.52	21,539.63	23,654.50	33,588.16
支付给职工以及为职工支付的现金	3,098.45	4,829.98	8,108.07	12,774.57	1,680.38	4,765.39	8,307.68	14,616.22
经营活动现金流出小计	22,109.97	47,344.08	71,816.26	91,837.49	19,229.31	53,449.12	74,610.79	107,927.69
经营活动产生的现金流量净额	5,307.09	14,159.95	11,676.54	28,548.77	15,791.23	29,234.19	38,024.27	34,104.98
经营净现金流/净利润	1.06	0.93	0.54	1.10	3.03	1.75	1.58	1.17
二、投资活动产生的现金流量:								
投资活动产生的现金流量净额	-6,653.11	-6,847.62	-7,137.82	-8,224.07	-7,872.83	-28,048.26	-21,738.48	-14,589.29
三、筹资活动产生的现金流量:								
筹资活动产生的现金流量净额	-24,048.99	-25,044.30	-25,079.25	-26,032.40	0.00	-10,025.99	-9,998.67	-10,111.83

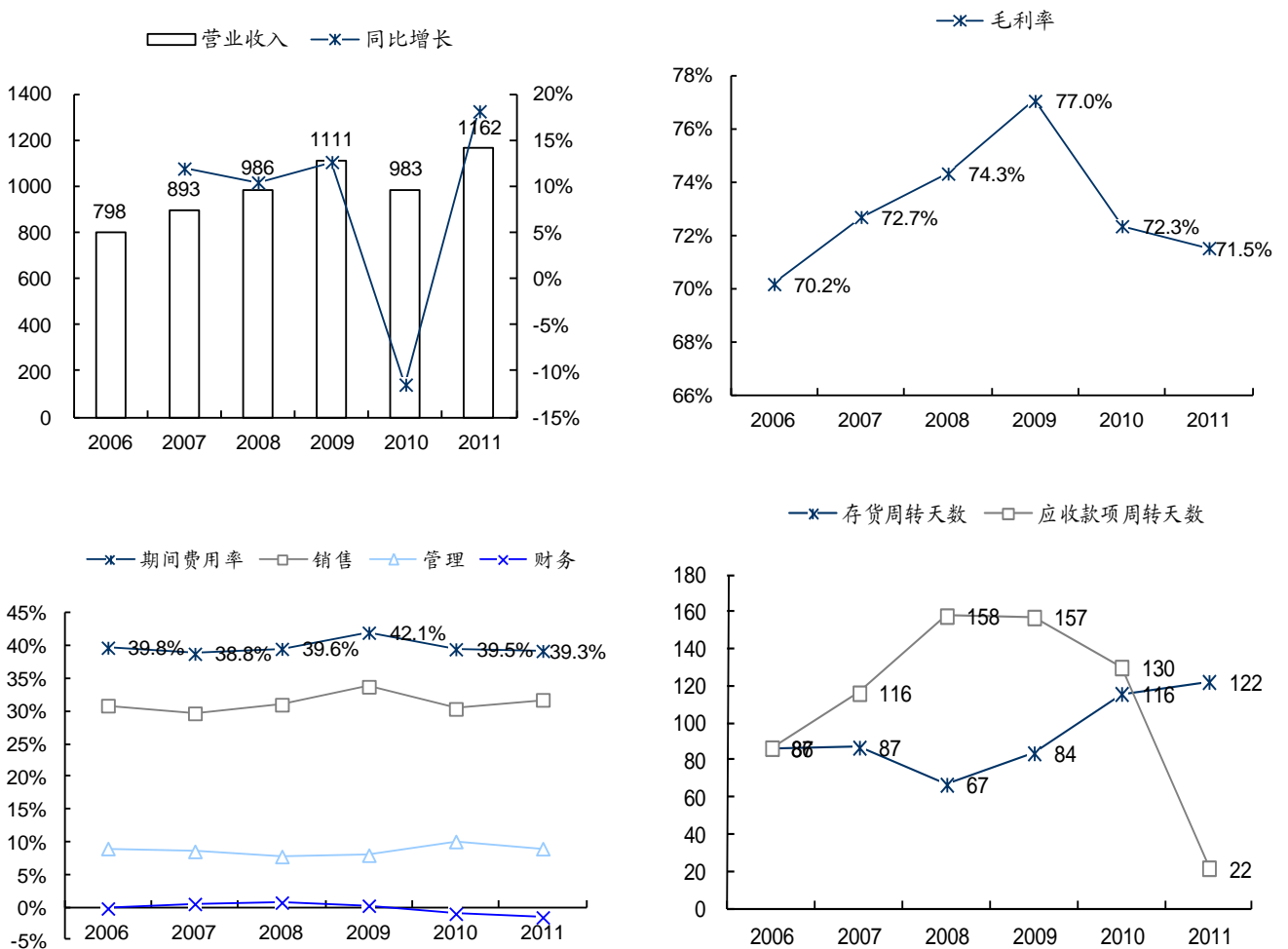
资料来源: 国海证券研究所

图 3、公司归因分析



资料来源：国海证券研究所

图 4、公司经营分析



资料来源：公司数据、国海证券研究所

图 5、桂林三金盈利预测

证券代码:	002275.sz				股票价格:	12.65	投资评级:	增持		日期:	2012/4/9
财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E		
盈利能力					每股指标						
ROE	15%	17%	19%	19%	EPS	0.49	0.65	0.80	0.96		
毛利率	72%	73%	73%	73%	BVPS	3.36	3.79	4.31	4.94		
期间费率	41%	42%	41%	41%	估值						
销售净利率	25%	28%	28%	28%	P/E	25.57	19.44	15.85	13.23		
成长能力					P/B	3.77	3.34	2.93	2.56		
收入增长率	18%	20%	22%	20%	P/S	6.43	5.37	4.40	3.66		
利润增长率	13%	32%	23%	20%							
营运能力					利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E		
总资产周转率	0.53	0.56	0.60	0.63	营业收入	1162	1391	1699	2038		
应收账款周转率	3.95	3.95	3.95	3.95	营业成本	331	376	455	546		
存货周转率	2.99	2.99	2.99	2.99	营业税金及附加	18	21	26	31		
偿债能力					销售费用	369	427	522	626		
资产负债率	10%	10%	10%	10%	管理费用	105	125	153	184		
流动比	8.03	7.69	7.77	7.98	财务费用	(18)	(11)	(12)	(14)		
速动比	7.49	7.11	7.16	7.33	其他费用/(-收入)	6	0	0	0		
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	营业利润	363	451	555	665		
现金及现金等价物	1168	1200	1349	1559	营业外净收支	2	4	4	4		
应收款项	294	352	430	517	利润总额	365	455	559	669		
存货净额	111	133	161	194	所得税费用	73	71	88	105		
其他流动资产	67	80	98	117	净利润	292	384	471	564		
流动资产合计	1640	1765	2038	2386	少数股东损益	(0)	0	0	0		
固定资产	279	351	446	522	归属于母公司净利润	292	384	471	564		
在建工程	106	186	176	176	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E		
无形资产及其他	154	154	139	123	经营活动现金流	341	308	365	448		
长期股权投资	4	4	4	4	净利润	292	384	471	564		
资产总计	2201	2479	2821	3229	少数股东权益	(0)	0	0	0		
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	27	43	51	59		
应付款项	102	122	148	177	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	25	30	37	45	营运资金变动	22	(119)	(156)	(175)		
其他流动负债	77	77	77	77	投资活动现金流	(146)	(152)	(85)	(75)		
流动负债合计	204	230	262	299	资本支出	(112)	(152)	(85)	(75)		
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0		
其他长期负债	14	14	14	14	其他	(34)	0	0	0		
长期负债合计	14	14	14	14	筹资活动现金流	(163)	(132)	(161)	(193)		
负债合计	218	244	276	313	债务融资	0	0	0	0		
股本	590	590	590	590	权益融资	0	0	0	0		
股东权益	1983	2235	2545	2916	其它	(163)	(132)	(161)	(193)		
负债和股东权益总计	2201	2479	2821	3229	现金净增加额	32	25	119	179		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

黄秋菡，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。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。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。