研究所
证券分析师：马金良　S0350510120001
联系人：邓周宇　S0350112040029
0755-23936039　dengzy@ghzq.com.cn

主业稳定增长，营销调整为厚积薄发打基础

——桂林三金（002275）2012 年中报点评

最近一年走势

相对沪深 300 表现

表现	1m	3m	12m
桂林三金	-7.6	3.2	-14.7
沪深 300	-5.1	-11.1	-21.4

市场数据	2012-7-30
当前价格（元）	13.08
52 周价格区间（元）	11.31-15.96
总市值（百万）	7719.82
流通市值（百万）	7196.01
总股本（万股）	59020.00
流通股（万股）	55015.00
日均成交额（百万）	12.57
近一月换手（%）	9.71

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

桂林三金 2011 年年报，2012 年 1 季报点评

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：

12 年中报 EPS 为 0.32 元，业绩符合预期。2012 年上半年公司实现营收 5.95 亿元（+14.24%），净利润 1.90 亿元（+13.76%），EPS0.32 元，业绩符合预期。

主营稳定增长。中成药上半年实现收入 5.30 亿元，增速达到 13.54%。由于主要品种三金片和西瓜霜均进入成熟期，取得这样的增速令人满意。公司在经历两年的营销渠道调整后，今年又在抓医院和药店两个市场的终端建设，我们预计公司主要品种收入增速在明年会加快。

持续进行营销渠道调整，销售费用率有所下降。上半年公司销售费用率为 18.49%，同比下降 2.04 个百分点。由于主要产品进入成熟期，再加上公司过去几年一直在清理经销商，维护渠道价格体系，公司近三年来销售投入没有大幅增加。

回款政策放松，经营净现金流下降。上半年公司经营净现金流达到 1.01 亿元，同比下降 66%，主要原因是公司放宽收款政策，银行承兑汇票及应收账款增多。

预计 12/13 年 EPS 为 0.58/0.69 元，维持“增持”评级。公司这几年的主要精力放在外部销售渠道和终端改革，以及内部日常管控上，因此增速较缓慢。我们认为公司调整的目的是为了打造一个厚积薄发的商业平台，为后续的高增长做准备。我们保守预计 2012-2014 年 EPS 为 0.58、0.69、0.83 元，对应动态 PE 为 23 倍、19 倍、16 倍，价格便宜，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	1301	1562	1874
增长率(%)	18%	12%	20%	20%
净利润（百万元）	292	342	408	489
增长率(%)	13%	17%	20%	20%
摊薄每股收益（元）	0.49	0.58	0.69	0.83
ROE(%)	14.72%	15.47%	16.49%	17.47%

表 1、桂林三金盈利预测

证券代码:	002275.sz	股票价格:	13.08	投资评级:	增持	日期:	2012/7/30

财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力				
ROE	15%	15%	16%	17%
毛利率	72%	71%	71%	71%
期间费率	41%	42%	40%	40%
销售净利率	25%	26%	26%	26%
成长能力				
收入增长率	18%	12%	20%	20%
利润增长率	13%	17%	20%	20%
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.53	0.57	0.60
应收账款周转率	3.95	3.95	3.95	3.95
存货周转率	2.99	2.99	2.99	2.99
偿债能力				
资产负债率	10%	10%	10%	10%
流动比	8.03	7.62	7.62	7.69
速动比	7.49	7.03	7.00	7.04

资产负债表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1168	1198	1320	1488
应收款项	294	330	396	475
存货净额	111	133	160	192
其他流动资产	67	75	90	108
流动资产合计	**1640**	**1736**	**1965**	**2262**
固定资产	279	351	446	522
在建工程	106	186	176	176
无形资产及其他	154	154	139	123
长期股权投资	4	4	4	4
资产总计	**2201**	**2449**	**2748**	**3105**
短期借款	0	0	0	0
应付款项	102	122	147	176
预收帐款	25	29	34	41
其他流动负债	77	77	77	77
流动负债合计	**204**	**228**	**258**	**294**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	14	14	14	14
长期负债合计	**14**	**14**	**14**	**14**
负债合计	**218**	**242**	**272**	**308**
股本	590	590	590	590
股东权益	1983	2207	2476	2797
负债和股东权益总计	**2201**	**2449**	**2748**	**3105**

每股指标与估值	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标				
EPS	0.49	0.58	0.69	0.83
BVPS	3.36	3.74	4.19	4.74
估值				
P/E	26.44	22.60	18.91	15.80
P/B	3.89	3.50	3.12	2.76
P/S	6.64	5.93	4.94	4.12

利润表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	**1162**	**1301**	**1562**	**1874**
营业成本	331	378	454	544
营业税金及附加	18	20	24	29
销售费用	369	404	485	581
管理费用	105	112	135	162
财务费用	(18)	(11)	(12)	(13)
其他费用/（-收入）	6	0	0	0
营业利润	**363**	**398**	**477**	**571**
营业外净收支	2	4	4	4
利润总额	**365**	**402**	**481**	**575**
所得税费用	73	61	73	87
净利润	292	342	408	489
少数股东损益	(0)	0	0	0
归属于母公司净利润	**292**	**342**	**408**	**489**

现金流量表（百万元）	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	**341**	**295**	**321**	**382**
净利润	292	342	408	489
少数股东权益	(0)	0	0	0
折旧摊销	27	43	51	59
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	22	(89)	(138)	(165)
投资活动现金流	**(146)**	**(152)**	**(85)**	**(75)**
资本支出	(112)	(152)	(85)	(75)
长期投资	0	0	0	0
其他	(34)	0	0	0
筹资活动现金流	**(165)**	**(117)**	**(140)**	**(167)**
债务融资	0	0	0	0
权益融资	0	0	0	0
其它	(165)	(117)	(140)	(167)
现金净增加额	**30**	**26**	**96**	**139**

资料来源：公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

马金良，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、展示或以其他任何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。