

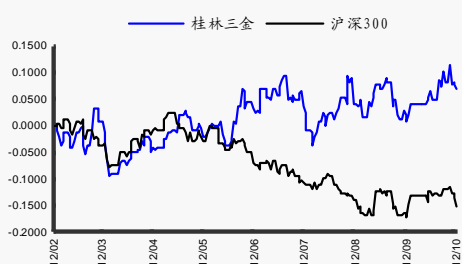
## 研究所

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

## 业绩稳定增长，营销改革效果逐渐显现

### ——桂林三金（002275）2012年3季报点评

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
桂林三金	5.1	7.9	1.9
沪深300	1.7	-1.2	-16.6

#### 市场数据

2012-10-26

当前价格（元）	14.20
52周价格区间（元）	11.31-15.51
总市值（百万）	8380.84
流通市值（百万）	7812.19
总股本（万股）	59020.00
流通股（万股）	55015.40
日均成交额（百万）	13.45
近一月换手（%）	3.85

#### 相关报告

《桂林三金深度报告》

《桂林三金2012年中报点评》

#### 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：

- EPS0.46元，业绩符合预期** Q1-Q3实现营业收入9.19亿元（+14.98%），实现净利润2.71亿元（+12.61%），EPS0.46元，符合我们的预期；其中：Q3实现收入3.24亿元（+14.98%），实现净利润8074万元（+9.98%），业绩稳定增长。
- 主营稳定增长** 由于主要品种三金片和西瓜霜均进入成熟期，公司整体取得15%左右的增速令人满意。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。
- 回款政策放宽，应收账款和现金流稍差** Q3应收账款余额6618万元，较年初增长151.73%，主要原因是公司给予二线品种销售给予一定信用额度；Q1-Q3经营活动产生的现金流量净额2.02亿元，较去年同期减少46.80%，主要原因是公司取消了对部分经销商现金回款的政策，导致应收账款、银行承兑汇票增加，现金收入减少，同时公司购买商品使用现金增多、银行承兑汇票减少。
- 12/13EPS0.58/0.69 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24倍、20倍、17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:		14.20		投资评级:		增持		日期:		2012/10/26	
<b>财务指标</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>						
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>										
ROE	15%	15%	16%	17%	EPS	0.49	0.58	0.69	0.83						
毛利率	72%	71%	71%	71%	BVPS	3.36	3.74	4.19	4.74						
期间费率	41%	42%	40%	40%	<b>估值</b>										
销售净利率	25%	26%	26%	26%	P/E	28.71	24.53	20.52	17.15						
<b>成长能力</b>					P/B	4.23	3.80	3.39	3.00						
收入增长率	18%	12%	20%	20%	P/S	7.21	6.44	5.37	4.47						
利润增长率	13%	17%	20%	20%											
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>						
总资产周转率	0.53	0.53	0.57	0.60	营业收入	1162	1301	1562	1874						
应收账款周转率	3.95	3.95	3.95	3.95	营业成本	331	378	454	544						
存货周转率	2.99	2.99	2.99	2.99	营业税金及附加	18	20	24	29						
<b>偿债能力</b>					销售费用	369	404	485	581						
资产负债率	10%	10%	10%	10%	管理费用	105	112	135	162						
流动比	8.03	7.62	7.62	7.69	财务费用	(18)	(11)	(12)	(13)						
速动比	7.49	7.03	7.00	7.04	其他费用/(-收入)	6	0	0	0						
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	营业利润	363	398	477	571						
现金及现金等价物	1168	1198	1320	1488	营业外净收支	2	4	4	4						
应收款项	294	330	396	475	利润总额	365	402	481	575						
存货净额	111	133	160	192	所得税费用	73	61	73	87						
其他流动资产	67	75	90	108	净利润	292	342	408	489						
流动资产合计	1640	1736	1965	2262	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	342	408	489						
在建工程	106	186	176	176	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>						
无形资产及其他	154	154	139	123	经营活动现金流	341	295	321	382						
长期股权投资	4	4	4	4	净利润	292	342	408	489						
资产总计	2201	2449	2748	3105	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	147	176	公允价值变动	0	0	0	0						
预收帐款	25	29	34	41	营运资金变动	22	(89)	(138)	(165)						
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	228	258	294	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	(165)	(117)	(140)	(167)						
负债合计	218	242	272	308	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	2207	2476	2797	其它	(165)	(117)	(140)	(167)						
负债和股东权益总计	2201	2449	2748	3105	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。