

桂林三金 (002275)

强烈推荐

行业：中药

日化资产注入，布局大健康

事件：2014年9月25日，桂林三金公告，以1,021.14万元收购大股东三金集团持有的桂林三金西瓜霜生态制品公司100%股权。

投资要点：

◇ 西瓜霜生态制品公司主营西瓜霜牙膏、漱口水、洗手液等日化产品，本次收购是公司向大健康领域的延伸，有利于公司整合企业资源，为公司发展提供新的利润增长点。西瓜霜生态13年销售收入1894万，净利润164万。此次收购主要看点在于西瓜霜牙膏并入上市体系之后的市场推广。

◇ 牙膏作为日用必需快消品，2012年我国牙膏市场规模已达150亿，年均约7%-8%的增长。近年来，随着云南白药牙膏等高端中药牙膏的推广，消费者牙膏的功能定位已经不仅局限于“防蛀”和“美白”，而开始更加重视牙膏对口腔的保健功能。

◇ 我国民众的口腔问题严重，但牙科就诊率很低，牙膏的日常保健需求突出。西瓜霜是喉科类用药的驰名品牌，对口腔溃疡等口腔问题有显著疗效，西瓜霜牙膏是西瓜霜品牌的自然延伸，容易为消费者接受。

◇ 西瓜霜牙膏从2008年左右开始运营，到目前为止已经形成了美白清新口气、去牙渍、抑菌牙龈护理、儿童牙膏等系列产品。由于此前在上市体系之外，不能利用上市公司的药店渠道，只在少数几个区域市场有销售，而且基本没有广告投入，因此销量很小。西瓜霜生态并入上市体系之后，一方面可以利用上市公司的3万多家药店渠道，另一方面可以在原有西瓜霜系列广告中加入牙膏画面。通过渠道资源整合和广告投入的增加，西瓜霜牙膏有望实现较快地增长。

◇ **维持强烈推荐评级。**我们预测公司14-16年归属母公司净利润分别为4.78、5.77和6.95亿元，EPS分别为0.81、0.98、1.18元，对应当前股价PE分别为23/19/15倍。考虑到公司未来业绩有望提速、外延并购有望加快，给予目标价22.40元，对应14年EPS28倍PE。

◇ **风险提示：**日化产品推广失败的风险

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1453	1662	2071	2483
收入同比(%)	11%	14%	25%	20%
归属母公司净利润	420	478	577	695
净利润同比(%)	27%	14%	21%	20%
毛利率(%)	72.8%	70.4%	69.5%	69.7%
ROE(%)	19.1%	20.3%	21.9%	22.4%
每股收益(元)	0.71	0.81	0.98	1.18
P/E	25.59	22.48	18.65	15.48
P/B	4.88	4.56	4.08	3.47
EV/EBITDA	20	16	13	11

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名：张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：池陈森

S0960114060018

0755-82026729

chichensen@china-invs.cn

6-12个月目标价：22.40

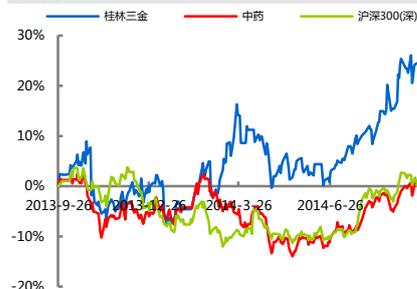
当前股价：18.96

评级调整：维持

基本资料

总股本(百万股)	590
流通股本(百万股)	524
总市值(亿元)	112
流通市值(亿元)	99
成交量(百万股)	2.29
成交额(百万元)	43.34

股价表现



相关报告

《桂林三金-内生增长渐提速，外延扩张露锋芒》2014-09-21

《桂林三金-OTC中的研发驱动型企业》2010-05-31

《桂林三金-细分市场优势明显的品牌OTC企业》2009-06-29

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	1710	1665	2059	2634
现金	690	600	779	1156
应收账款	38	45	57	67
其它应收款	19	18	23	28
预付账款	12	18	20	25
存货	154	170	221	267
其他	797	813	960	1090
非流动资产	979	1213	1150	1087
长期投资	4	4	4	4
固定资产	255	935	857	779
无形资产	176	179	183	187
其他	545	95	107	118
资产总计	2689	2878	3210	3721
流动负债	365	406	462	522
短期借款	20	43	20	20
应付账款	191	210	279	334
其他	155	153	163	168
非流动负债	121	115	109	103
长期借款	0	0	0	0
其他	121	115	109	103
负债合计	486	521	571	625
少数股东权益	0	0	0	0
股本	590	590	590	590
资本公积	681	681	681	681
留存收益	932	1085	1367	1825
归属母公司股东权益	2203	2357	2638	3097
负债和股东权益	2689	2878	3210	3721

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	314	492	502	615
净利润	420	478	577	695
折旧摊销	31	56	85	85
财务费用	-5	-5	-6	-10
投资损失	-12	-10	-10	-10
营运资金变动	-100	-28	-140	-140
其它	-20	1	-4	-4
投资活动现金流	-385	-286	-11	-11
资本支出	313	285	11	11
长期投资	-200	0	0	0
其他	-272	-0	0	0
筹资活动现金流	-276	-297	-312	-227
短期借款	20	23	-23	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-296	-320	-290	-227
现金净增加额	-346	-90	179	378

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1453	1662	2071	2483
营业成本	396	491	631	752
营业税金及附加	19	24	29	34
营业费用	463	439	558	669
管理费用	109	140	174	209
财务费用	-5	-5	-6	-10
资产减值损失	-1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	12	10	10	10
营业利润	485	582	694	838
营业外收入	32	4	12	12
营业外支出	3	2	2	3
利润总额	513	584	704	848
所得税	93	106	128	154
净利润	420	478	577	695
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	420	478	577	695
EBITDA	511	633	774	914
EPS (元)	0.71	0.81	0.98	1.18

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	10.8%	14.4%	24.6%	19.9%
营业利润	21.6%	20.1%	19.3%	20.7%
归属于母公司净利润	26.9%	13.8%	20.6%	20.4%
获利能力				
毛利率	72.8%	70.4%	69.5%	69.7%
净利率	28.9%	28.8%	27.8%	28.0%
ROE	19.1%	20.3%	21.9%	22.4%
ROIC	24.0%	25.0%	28.7%	33.2%
偿债能力				
资产负债率	18.1%	18.1%	17.8%	16.8%
净负债比率	4.34%	8.40%	3.69%	3.38%
流动比率	4.68	4.10	4.45	5.05
速动比率	4.26	3.68	3.98	4.54
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.60	0.68	0.72
应收账款周转率	33	36	37	36
应付账款周转率	2.27	2.45	2.58	2.45
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.81	0.98	1.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.83	0.85	1.04
每股净资产(最新摊薄)	3.73	3.99	4.47	5.25
估值比率				
P/E	25.59	22.48	18.65	15.48
P/B	4.88	4.56	4.08	3.47
EV/EBITDA	20	16	13	11

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2/4

相关报告

报告日期	报告标题
2014-09-21	《桂林三金-内生增长渐提速，外延扩张露锋芒》
2010-05-31	《桂林三金-OTC 中的研发驱动型企业》
2009-06-29	《桂林三金-细分市场优势明显的品牌 OTC 企业》

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中投证券研究所首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

池陈森,中投证券研究总部医药行业研究员,上海交通大学生物技术、会计学双学士,经济学硕士,2年医药相关行业从业经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434