

桂林三金 (002275)

强烈推荐

行业：中药

高安全边际，等待外延东风

近期公司股价有所波动，我们重申我们的观点：明年内生增速提升确定性高，仅 24 倍的估值提供了较高的安全边际，未来外延战略的稳健实施有望为市值带来广阔的上升空间，短期的调整正是布局的良机。维持强烈推荐！

投资要点：

- ◇ **各省基药招标渐行渐近，三金片入选全国基药、低价药目录的利好效应将逐步释放。**三金片的放量、提价取决于各省的基药招标，近期卫计委发文要求各省在 2015 年 6 月前完成新一轮的药品招标，预计将促使各省加快基药招标的开展。随着新一轮基药招标的开展，三金片的基药效应和提价效应将带来业绩提速。
- ◇ **未来三金片计划提价 15%，将一步到位。**受益于低价目录，公司的三金片最高可有 30%以上的提价空间，公司原先计划分两步提价 15%左右，第一步先提价 5%-7%。公司近期调整了三金片的提价策略，未来将直接在终端提价 15%左右。在各省基药招标后，在医院和 OTC 端同步提价。
- ◇ **西瓜霜牙膏在药店渠道开始铺货，未来可能进军商超。**西瓜霜牙膏于 9 月底注入上市公司，是公司在大健康领域的重点布局。公司聘请了专业的快消团队筹划西瓜霜牙膏的推广。目前西瓜霜已开始药店渠道全面铺货，公司计划未来进入部分商超，拓展销售渠道。明年销量有望过亿。
- ◇ **围绕宝船生物打造单抗平台。**宝船生物在研的三个单抗品种进展顺利，其中曲妥珠单抗近期有望申报临床；西妥昔单抗有望明年上半年申报临床。
- ◇ **维持强烈推荐。**我们预测公司 14-16 年归属母公司净利润分别为 4.55 亿元、5.48 亿元和 6.60 亿元，对应 EPS 分别为 0.77、0.93 和 1.12 元，对应当前股价 PE 分别为 24/20/17 倍。给予目标价 22.40 元，维持强烈推荐评级。**公司明年内生增速提升确定性高，未来外延战略的稳健实施有望为市值带来广阔的上升空间，短期的调整正是布局的良机！**
- ◇ **风险提示：**招标慢于预期；医药行业系统性风险

主要财务指标

| 单位：百万元 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1453 | 1514 | 1735 | 2084 |
| 收入同比(%) | 11% | 4% | 15% | 20% |
| 归属母公司净利润 | 420 | 455 | 548 | 660 |
| 净利润同比(%) | 27% | 8% | 20% | 20% |
| 毛利率(%) | 72.8% | 71.1% | 75.2% | 75.5% |
| ROE(%) | 19.1% | 19.5% | 21.2% | 21.9% |
| 每股收益(元) | 0.71 | 0.77 | 0.93 | 1.12 |
| P/E | 26.23 | 24.25 | 20.13 | 16.71 |
| P/B | 5.00 | 4.73 | 4.26 | 3.66 |
| EV/EBITDA | 20 | 17 | 14 | 12 |

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

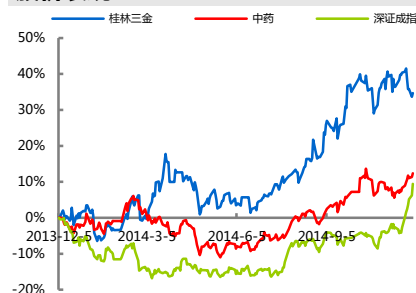
当前股价： 19.33

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) | 114 |
| 流通市值(亿元) | 101 |
| 成交量(百万股) | 4.78 |
| 成交额(百万元) | 92.16 |

股价表现



相关报告

《桂林三金-三季报略低于预期，内生+外延增长逻辑未变》2014-10-24

《桂林三金-日化资产注入，布局大健康》2014-09-25

《桂林三金-内生增长渐提速，外延扩张露锋芒》2014-09-21

附：财务预测表
资产负债表

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 1710 | 1625 | 1941 | 2468 |
| 现金 | 690 | 632 | 857 | 1225 |
| 应收账款 | 38 | 41 | 48 | 57 |
| 其它应收款 | 19 | 17 | 19 | 24 |
| 预付账款 | 12 | 16 | 14 | 17 |
| 存货 | 154 | 151 | 150 | 181 |
| 其他 | 797 | 768 | 853 | 963 |
| 非流动资产 | 979 | 1213 | 1147 | 1084 |
| 长期投资 | 4 | 1 | 1 | 1 |
| 固定资产 | 255 | 935 | 857 | 779 |
| 无形资产 | 176 | 179 | 183 | 187 |
| 其他 | 545 | 97 | 106 | 118 |
| 资产总计 | 2689 | 2838 | 3088 | 3552 |
| 流动负债 | 365 | 390 | 393 | 439 |
| 短期借款 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 应付账款 | 191 | 210 | 207 | 246 |
| 其他 | 155 | 159 | 166 | 173 |
| 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 | 505 | 502 | 542 |
| 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 | 1062 | 1314 | 1738 |
| 归属母公司股东权益 | 2203 | 2333 | 2586 | 3009 |
| 负债和股东权益 | 2689 | 2838 | 3088 | 3552 |

现金流量表

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 314 | 542 | 518 | 603 |
| 净利润 | 420 | 455 | 548 | 660 |
| 折旧摊销 | 31 | 56 | 85 | 85 |
| 财务费用 | -5 | -6 | -7 | -10 |
| 投资损失 | -12 | -13 | -13 | -13 |
| 营运资金变动 | -100 | 51 | -89 | -114 |
| 其它 | -20 | 0 | -5 | -4 |
| 投资活动现金流 | -385 | -282 | -5 | -8 |
| 资本支出 | 313 | 285 | 11 | 11 |
| 长期投资 | -200 | -0 | -3 | 0 |
| 其他 | -272 | 3 | 3 | 3 |
| 筹资活动现金流 | -276 | -319 | -288 | -226 |
| 短期借款 | 20 | 0 | 0 | 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 | -319 | -288 | -226 |
| 现金净增加额 | -346 | -58 | 224 | 369 |

利润表

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1453 | 1514 | 1735 | 2084 |
| 营业成本 | 396 | 437 | 430 | 511 |
| 营业税金及附加 | 19 | 20 | 23 | 27 |
| 营业费用 | 463 | 407 | 498 | 598 |
| 管理费用 | 109 | 118 | 146 | 175 |
| 财务费用 | -5 | -6 | -7 | -10 |
| 资产减值损失 | -1 | -2 | 1 | 1 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 12 | 13 | 13 | 13 |
| 营业利润 | 485 | 553 | 659 | 796 |
| 营业外收入 | 32 | 4 | 12 | 12 |
| 营业外支出 | 3 | 2 | 2 | 3 |
| 利润总额 | 513 | 555 | 669 | 806 |
| 所得税 | 93 | 101 | 121 | 146 |
| 净利润 | 420 | 455 | 548 | 660 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 420 | 455 | 548 | 660 |
| EBITDA | 511 | 603 | 737 | 870 |
| EPS (元) | 0.71 | 0.77 | 0.93 | 1.12 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 10.8% | 4.2% | 14.6% | 20.1% |
| 营业利润 | 21.6% | 14.1% | 19.1% | 20.7% |
| 归属于母公司净利润 | 26.9% | 8.2% | 20.5% | 20.4% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 72.8% | 71.1% | 75.2% | 75.5% |
| 净利率 | 28.9% | 30.0% | 31.6% | 31.7% |
| ROE | 19.1% | 19.5% | 21.2% | 21.9% |
| ROIC | 24.0% | 24.7% | 29.0% | 34.1% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 18.1% | 17.8% | 16.3% | 15.3% |
| 净负债比率 | 4.34% | 4.18% | 4.20% | 3.89% |
| 流动比率 | 4.68 | 4.17 | 4.94 | 5.62 |
| 速动比率 | 4.26 | 3.78 | 4.56 | 5.20 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.56 | 0.55 | 0.59 | 0.63 |
| 应收账款周转率 | 33 | 35 | 35 | 36 |
| 应付账款周转率 | 2.27 | 2.18 | 2.06 | 2.26 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.71 | 0.77 | 0.93 | 1.12 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.53 | 0.92 | 0.88 | 1.02 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.73 | 3.95 | 4.38 | 5.10 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 26.23 | 24.25 | 20.13 | 16.71 |
| P/B | 5.00 | 4.73 | 4.26 | 3.66 |
| EV/EBITDA | 20 | 17 | 14 | 12 |

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

| 报告日期 | 报告标题 |
|------------|-----------------------------|
| 2014-10-24 | 《桂林三金-三季报略低于预期，内生+外延增长逻辑未变》 |
| 2014-09-25 | 《桂林三金-日化资产注入，布局大健康》 |
| 2014-09-21 | 《桂林三金-内生增长渐提速，外延扩张露锋芒》 |

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