

桂林三金 (002275)

强烈推荐

行业：中药

14年是业绩增长低点，外延值得期待

2015年2月16日，公司公告了2014年业绩快报，营业收入14.8亿元，同比增长0.73%；实现净利润4.40亿元，同比增长4.16%；基本符合市场预期。

投资要点：

◇ **14年是业绩增长低点。**受下游渠道GSP认证、各省招标进度滞后、西瓜霜喷剂换规格等因素的影响，公司14年基本没有增长。但这些因素都是短期因素，并且影响已逐渐淡化。相反，在未来较低的渠道库存、各省招标的陆续开展、西瓜霜喷剂换规格后的提价效应反而成为未来公司增长提速的催化剂。

◇ **15年内生增长将提速。**随着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。我们预计三金片的提价将伴随各省招标的落地在各省开展，提价幅度在15%左右。西瓜霜喷剂换规格工作在大多数省份已经完成，营销理顺之后提价效应将显现。

◇ **外延并购值得期待。**公司坚持外延发展的战略不变，不过由于项目经验、人才储备的不足，一直还未有所斩获。我们认为，经过这一段时间的积累，公司在项目储备、项目经验等方面有了许多进步，未来外延方面将有望开花结果。

◇ **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4.45亿元、5.47亿元和6.58亿元，对应EPS分别为0.75、0.93和1.11元，对应当前股价PE分别为25/20/17倍。给予目标价22.40元，维持强烈推荐评级。**公司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，目前正是布局的好时机！**

◇ **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	1463	1674	2013
收入同比(%)	11%	1%	14%	20%
归属母公司净利润	420	445	547	658
净利润同比(%)	27%	6%	23%	20%
毛利率(%)	72.8%	71.5%	76.5%	76.7%
ROE(%)	19.1%	19.1%	21.2%	22.0%
每股收益(元)	0.71	0.75	0.93	1.11
P/E	26.61	25.14	20.45	17.00
P/B	5.08	4.81	4.34	3.73
EV/EBITDA	21	18	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

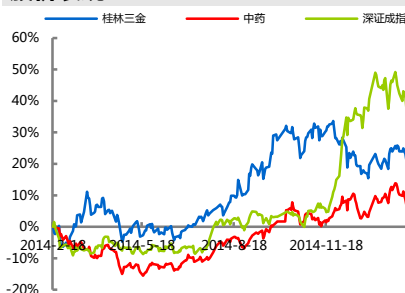
当前股价：18.95

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)	3.15
成交额(百万元)	59.77

股价表现



相关报告

《桂林三金-高安全边际，等待外延东风》
2014-12-04

《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	1604	1911	2434
现金	690	637	863	1233
应收账款	38	40	46	55
其它应收款	19	16	19	23
预付账款	12	16	13	16
存货	154	144	137	167
其他	797	752	833	941
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	2817	3058	3518
流动负债	365	379	374	418
短期借款	20	20	20	20
应付账款	191	201	189	226
其他	155	158	165	172
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	494	483	521
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	1052	1304	1726
归属母公司股东权益	2203	2323	2575	2997
负债和股东权益	2689	2817	3058	3518

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	314	547	519	604
净利润	420	445	547	658
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	66	-87	-111
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	-53	226	370

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1453	1463	1674	2013
营业成本	396	417	393	469
营业税金及附加	19	19	22	26
营业费用	463	393	480	577
管理费用	109	114	141	169
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	541	658	794
营业外收入	32	4	12	12
营业外支出	3	2	2	3
利润总额	513	543	668	804
所得税	93	98	121	146
净利润	420	445	547	658
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	420	445	547	658
EBITDA	511	591	736	868
EPS (元)	0.71	0.75	0.93	1.11

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	10.8%	0.7%	14.5%	20.2%
营业利润	21.6%	11.7%	21.6%	20.6%
归属于母公司净利润	26.9%	5.9%	23.0%	20.3%
获利能力				
毛利率	72.8%	71.5%	76.5%	76.7%
净利率	28.9%	30.4%	32.7%	32.7%
ROE	19.1%	19.1%	21.2%	22.0%
ROIC	24.0%	24.3%	29.3%	34.3%
偿债能力				
资产负债率	18.1%	17.5%	15.8%	14.8%
净负债比率	4.34%	4.27%	4.37%	4.05%
流动比率	4.68	4.24	5.11	5.82
速动比率	4.26	3.86	4.74	5.42
营运能力				
总资产周转率	0.56	0.53	0.57	0.61
应收账款周转率	33	34	35	36
应付账款周转率	2.27	2.13	2.02	2.26
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.71	0.75	0.93	1.11
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.93	0.88	1.02
每股净资产(最新摊薄)	3.73	3.94	4.36	5.08
估值比率				
P/E	26.61	25.14	20.45	17.00
P/B	5.08	4.81	4.34	3.73
EV/EBITDA	21	18	14	12

相关报告

报告日期	报告标题
2014-12-04	《桂林三金-高安全边际，等待外延东风》
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

张镛,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。

池陈森,中国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

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434