

桂林三金 (002275)

强烈推荐

行业：中药

## 一季度是业绩拐点，外延有望开花结果

4月27日晚，桂林三金公告2014年年报和2015年一季报；14年营收14.66亿元，同比减少0.20%；归母净利润4.45亿元，同比增长5.42%；14年业绩符合市场预期。15年一季度营收2.23亿元，同比减少23.38%；归母净利润0.51亿，同比减少29.33%；一季报业绩低于市场预期，但符合我们预期。

### 投资要点：

◇ **一季度是业绩拐点，未来将逐步改善。**14年受下游商业资金面吃紧、渠道进行GSP认证、各省招标进度滞后等因素影响，收入基本没有增长。15年一季度母公司营业收入下滑29.48%，主要由于下游经销商资金链紧张，公司采用“铺底货”方式给予渠道更多授信，部分收入未确认；同时产能搬迁也有所影响。为解决下游商业资金面吃紧的问题，公司采取了很多措施帮助经销商缓解资金困难，未来效果将逐步体现。同时随着各省招标的开展，三金片提价的逐步落地，业绩将改善。

◇ **三金片提价随各省招标开展逐渐落地。**随着各省基药招标陆续展开，三金片入选全国基药、低价药目录的利好效应将逐步释放。目前已有四个完成招标的省份，提价幅度在30%左右，超出市场预期。三金片提价对业绩的贡献将逐步体现。

◇ **外延并购15年有望开花结果。**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，除了宝船生物外还一直还未有所斩获。我们认为，公司在项目储备、项目经验等方面已逐渐丰富，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15-17年归属母公司净利润分别为5.39亿元、6.61亿元和7.88亿元，对应EPS分别为0.91、1.12和1.33元，对应当前股价PE分别为30/24/20倍。公司面临业绩拐点，同时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！提高目标价至32.76元，维持强烈推荐评级。

◇ **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	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1466	1608	1932	2326
收入同比(%)	0%	10%	20%	20%
归属母公司净利润	445	539	661	788
净利润同比(%)	5%	21%	23%	19%
毛利率(%)	71.7%	77.7%	78.2%	78.0%
ROE(%)	19.2%	18.9%	20.7%	21.4%
每股收益(元)	0.75	0.91	1.12	1.33
P/E	35.79	29.52	24.09	20.21
P/B	6.86	5.57	4.98	4.32
EV/EBITDA	28	22	18	15

资料来源：中国中投证券研究总部

### 作者

署名：张镭

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：32.76

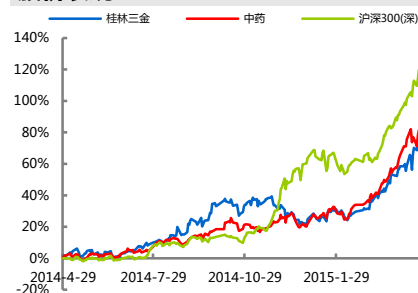
当前股价：26.98

评级调整：维持

### 基本资料

总股本(百万股)	590
流通股本(百万股)	525
总市值(亿元)	159
流通市值(亿元)	142
成交量(百万股)	7.23
成交额(百万元)	195.49

### 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	2014	2015E	2016E	2017E
<b>流动资产</b>	1641	2311	2763	3356
现金	626	1252	1542	1943
应收账款	71	61	76	94
其它应收款	54	37	50	62
预付账款	15	11	14	17
存货	149	128	152	184
其他	725	822	928	1055
<b>非流动资产</b>	1143	1102	1044	983
长期投资	2	1	1	1
固定资产	255	759	763	730
无形资产	167	164	168	172
其他	718	178	112	80
<b>资产总计</b>	2784	3413	3807	4339
<b>流动负债</b>	350	362	399	450
短期借款	50	20	20	20
应付账款	138	173	202	247
其他	162	169	177	183
<b>非流动负债</b>	113	192	211	200
长期借款	0	0	0	0
其他	113	192	211	200
<b>负债合计</b>	463	553	610	650
少数股东权益	0	0	0	0
股本	590	590	590	590
资本公积	679	679	679	679
留存收益	1052	1591	1927	2420
归属母公司股东权益	2321	2860	3196	3689
<b>负债和股东权益</b>	2784	3413	3807	4339

**现金流量表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>经营活动现金流</b>	397	646	606	685
净利润	445	539	661	788
折旧摊销	36	51	77	82
财务费用	-13	-8	-15	-19
投资损失	-17	-13	-13	-13
营运资金变动	-76	-3	-127	-145
其它	22	81	22	-8
<b>投资活动现金流</b>	-166	1	-5	-8
资本支出	211	11	11	11
长期投资	57	-2	-3	0
其他	102	10	3	3
<b>筹资活动现金流</b>	-298	-21	-310	-277
短期借款	30	-30	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	-10	0	0	0
其他	-318	9	-310	-277
<b>现金净增加额</b>	-68	626	290	400

**利润表**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	1466	1608	1932	2326
营业成本	415	358	420	513
营业税金及附加	20	21	25	30
营业费用	418	461	554	667
管理费用	113	135	162	195
财务费用	-13	-8	-15	-19
资产减值损失	6	-2	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	17	13	13	13
<b>营业利润</b>	523	656	797	952
营业外收入	9	4	12	12
营业外支出	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	531	659	807	962
所得税	86	119	146	174
<b>净利润</b>	445	539	661	788
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	445	539	661	788
EBITDA	546	699	860	1015
EPS (元)	0.75	0.91	1.12	1.33

**主要财务比率**

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-0.2%	9.7%	20.1%	20.4%
营业利润	7.5%	25.4%	21.5%	19.4%
归属于母公司净利润	5.4%	21.2%	22.6%	19.2%
<b>获利能力</b>				
毛利率	71.7%	77.7%	78.2%	78.0%
净利率	30.3%	33.5%	34.2%	33.9%
ROE	19.2%	18.9%	20.7%	21.4%
ROIC	23.2%	29.4%	34.2%	39.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	16.6%	16.2%	16.0%	15.0%
净负债比率	10.80%	3.71%	3.35%	3.14%
流动比率	4.68	6.39	6.92	7.45
速动比率	4.26	6.03	6.54	7.05
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.54	0.52	0.54	0.57
应收账款周转率	25	22	26	25
应付账款周转率	2.53	2.31	2.24	2.28
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.91	1.12	1.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	1.09	1.03	1.16
每股净资产(最新摊薄)	3.93	4.85	5.42	6.25
<b>估值比率</b>				
P/E	35.79	29.52	24.09	20.21
P/B	6.86	5.57	4.98	4.32
EV/EBITDA	28	22	18	15

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
2015-02-17	《桂林三金-14年是业绩增长低点，外延值得期待》
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

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