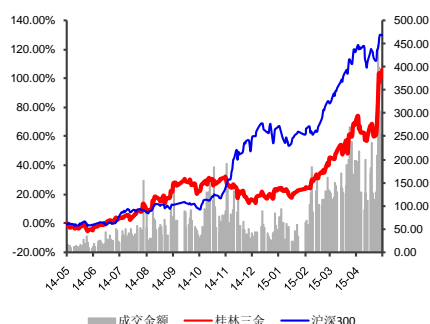


2015年5月25日

**桂林三金（002275）调研纪要**

评级：推荐

**最近52周走势：**

**相关研究报告：**
**报告作者：**

分析师：刘生平

执业证书编号：S0590513090002

**联系人：**

方伟

电话：0510-82833337

 Email: [fangw@glsc.com.cn](mailto:fangw@glsc.com.cn)
**独立性声明：**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

**事件：**近日，我们与公司高管交流了公司项目进展及未来规划的最新情况。

**点评：**

- **立足中成药，探索上下游。**公司发展战略以医药制造为核心，立足中成药，谨慎涉足化药和生物药；同时向上游药材种植和下游医疗服务、养老延伸产业链。两大主力品种西瓜霜和三金片，西瓜霜系列产品14年收入近6亿，与同类品种相比，优势在于剂型丰富，预计未来的增长点在新剂型雾化剂，为了不影响现有剂型的销售，商品名中将没有“西瓜霜”，目前在临床的使用反馈较好。三金片14年收入近7亿，有提价空间。**储备品种有亮点：**生姜总酚软胶囊已申报生产，年底可以拿到批件；莫达非尼正在二期临床，估计2-3年完成临床，该兴奋剂品种从军科院引进，安全性较好，无副作用，正在申报军用转民用。
- **宝船生物，即将启动融资计划。**宝船生物定位为公司下的研发CRO，品种都是通过母公司收购的，因此宝船在报表中已体现利润，主要是为了让母公司申报高新技术企业，享受税收优惠。爱必妥和赫赛汀两大品种都将在今年申报临床，预计四年内申报生产，落地可能在浙江湖州（有优惠条件，靠近上海）、武汉光谷或上海张江。还有一个新品种：与德国一所大学合作的GP120细胞，宝船提供细胞筛选等服务，以获得国内的经营权。
- **布局大健康。**西瓜霜牙膏14年销售2200万元，目前仍在市场导入期，参比竞品的销售额，目标销售定在4亿左右。集团下面还有一家金可保健品公司，原主业是罐头食品，目前在清理罐头资产和相关土地，现在用作仓库，未来不排除注入上市公司。
- **外资企业管理输出，布局高端养老。**桂林旅游资源优势突出，公司聚焦高端旅游养老，与法国第三大养老管理公司签订了广西地

区的战略合作协议。公司负责买地、建设，委托对方运营管理。未来与公司销售额分成，不涉及股权。目前已选址，但尚需一段时间。

- **在手 10 亿现金，期待外延收购。** 目前现金充裕，将用于在制药板块进行外延并购，并购倾向于好的中药品种，借助公司的营销渠道（一二级经销商 2000 家，药店 40000 家。1000 多家二甲以上医院），发挥协同性。至于在医疗服务领域的布局，可能会借助创新金融工具，参照“泰康之家”的商业模式。
- **15 年整体搬迁到三金中药城。** 三金中药城占地 860 亩，目前一期在建，二、三期将引进外资药企，保健品放在三期。桂林市委盘活存量用地、实施“退二进三”改造，将原有土地拍卖价的 65% 给予企业，因此搬迁完成将有部分营业外收入。
- **首次覆盖，给予“推荐”评级。** 我们预测 2015-2017 年 EPS 为 0.84、1.01、1.19 元，对应 5 月 27 日股价 35.32 元的估值为 42、35、30 倍。即便不考虑未来医疗服务领域的估值溢价，参照可比上市公司 15 年平均估值 50 倍，合理股价 50.5 元，目前仍被大幅低估。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：** 1) 外延并购不达预期；2) 降价风险。

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

更新日期:

15/05/25

利润表					资产负债表				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1,466.4	1,734.4	2,056.5	2,414.2	现金	467.7	1,069.4	1,448.9	2,282.9
YOY(%)	0.9%	18.3%	18.6%	17.4%	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
营业成本	415.1	491.0	582.2	683.5	应收款项净额	614.1	624.6	844.1	880.1
营业税金及附加	20.3	24.0	28.5	33.5	存货	149.0	169.7	208.2	235.4
销售费用	418.0	530.4	628.8	738.2	其他流动资产	251.1	251.1	251.1	251.1
占营业收入比(%)	28.5%	30.6%	30.6%	30.6%	<b>流动资产总额</b>	<b>1,481.9</b>	<b>2,114.8</b>	<b>2,752.3</b>	<b>3,649.5</b>
管理费用	113.2	134.5	159.5	187.2	固定资产净值	255.3	204.3	153.3	102.3
占营业收入比(%)	7.7%	7.8%	7.8%	7.8%	减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EBIT</b>	<b>515.6</b>	<b>566.7</b>	<b>669.1</b>	<b>782.9</b>	固定资产净额	255.3	204.3	153.3	102.3
财务费用	-13.2	-15.1	-28.2	-42.8	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	-0.9%	-0.9%	-1.4%	-1.8%	在建工程	677.3	677.3	677.3	0.0
资产减值损失	6.2	0.0	0.0	0.0	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	16.7	0.0	0.0	0.0	<b>固定资产总额</b>	<b>932.5</b>	<b>881.6</b>	<b>830.6</b>	<b>102.3</b>
<b>营业利润</b>	<b>523.4</b>	<b>569.6</b>	<b>685.7</b>	<b>814.6</b>	无形资产	186.6	165.0	143.5	121.9
营业外净收入	7.8	15.0	15.0	15.0	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>利润总额</b>	<b>531.2</b>	<b>584.6</b>	<b>700.6</b>	<b>829.6</b>	其他长期资产	8.3	5.8	3.3	3.3
所得税	86.3	87.7	105.1	124.4	<b>资产总额</b>	<b>2,614.2</b>	<b>3,171.8</b>	<b>3,734.1</b>	<b>4,558.5</b>
所得税率(%)	16.3%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	50.0	0.0	0.0	0.0
<b>净利润</b>	<b>444.9</b>	<b>496.9</b>	<b>595.5</b>	<b>705.1</b>	应付款项	243.6	354.3	321.1	440.4
占营业收入比(%)	30.3%	28.6%	29.0%	29.2%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>444.9</b>	<b>496.9</b>	<b>595.5</b>	<b>705.1</b>	<b>流动负债</b>	<b>293.6</b>	<b>354.3</b>	<b>321.1</b>	<b>440.4</b>
YOY(%)	5.9%	11.7%	19.9%	18.4%	长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>EPS (元)</b>	<b>0.75</b>	<b>0.84</b>	<b>1.01</b>	<b>1.19</b>	应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0
					其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0
					<b>负债总额</b>	<b>293.6</b>	<b>354.3</b>	<b>321.1</b>	<b>440.4</b>
					少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
					股东权益	2,320.6	2,817.5	3,413.0	4,118.1
					<b>负债和股东权益</b>	<b>2,614.2</b>	<b>3,171.8</b>	<b>3,734.1</b>	<b>4,558.5</b>
主要财务比率					现金流量表				
	2014A	2015E	2016E	2017E		2014A	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>					税后利润	444.9	496.9	595.5	705.1
营业收入	0.9%	18.3%	18.6%	17.4%	加: 少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	-61.6%	8.8%	20.4%	18.8%	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	5.9%	11.7%	19.9%	18.4%	折旧和摊销	36.1	75.2	75.2	72.8
<b>获利能力</b>					营运资金的变动	(82.1)	49.0	(335.4)	(3.3)
毛利率(%)	71.7%	71.7%	71.7%	71.7%	<b>经营活动现金流</b>	<b>398.9</b>	<b>621.1</b>	<b>335.4</b>	<b>774.6</b>
净利率(%)	30.3%	28.6%	29.0%	29.2%	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	19.2%	17.6%	17.4%	17.1%	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	19.7%	17.9%	17.9%	20.2%	固定资产投资	(166.2)	12.7	12.7	12.7
<b>偿债能力</b>					<b>投资活动现金流</b>	<b>(166.2)</b>	<b>12.7</b>	<b>12.7</b>	<b>12.7</b>
流动比率	5.05	5.97	8.57	8.29	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0
速动比率	3.68	4.78	7.14	7.18	长期贷款的增加/(	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	11.2%	11.2%	8.6%	11.3%	公司债券发行/(	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>营运能力</b>					股利分配	324.6	0.0	0.0	0.0
总资产周转率	56.1%	54.7%	55.1%	62.2%	计入循环贷款前融	(309.0)	17.9	31.5	46.6
应收账款周转天数	135.6	121.1	133.6	122.0	循环贷款的增加(减	10.8	(50.0)	(0.0)	(0.0)
存货周转天数	131.0	126.1	130.5	125.7	<b>融资活动现金流</b>	<b>(298.2)</b>	<b>(32.1)</b>	<b>31.5</b>	<b>46.6</b>
<b>每股指标 (元)</b>					<b>现金净变动额</b>	<b>(65.6)</b>	<b>601.7</b>	<b>379.6</b>	<b>834.0</b>
每股收益	0.75	0.84	1.01	1.19					
每股净资产	3.93	4.77	5.78	6.98					
<b>估值比率</b>									
P/E	42.3	37.9	31.6	26.7					
P/B	8.1	6.7	5.5	4.6					

数据来源: 国联证券研究所

### 无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

### 上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

### 北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

### 深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

### 国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级, 提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

### 免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写, 本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性, 客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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询价。我公司及其雇员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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会, 还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。