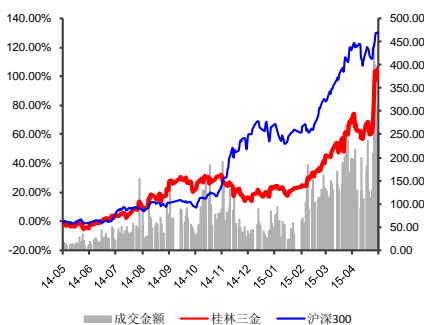


2015年6月8日

**桂林三金 (002275) 公告点评**
**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**
**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:** 公司公告, 作为主要发起人之一使用自有资金出资不超过 3 亿元人民币参与发起设立山水人寿保险股份有限公司, 认购其 20% 的股权。

**点评:**

- **山水保险公司由特华投资控股有限公司主发起筹建。** 注册资本 15 亿元, 经营范围包括人寿保险、健康保险、意外伤害保险、商业医疗保险等。特华投资以金融投资、财务顾问、投资管理等投资银行业务为核心, 03 年成功入主华安财产保险股份有限公司, 与桂林三金同为发起人, 将利用各自优势, 发挥协同效应。
- **广西生态资源得天独厚, 发展养老产业具备先天优势。** 广西“桂林山水甲天下”, 漓江边生态环境优越, 作为中国十大宜居城市之一, 近年来不仅吸引了大批中外游客前来观光, 也吸引了一批养老服务项目先后落户于此。养老已成为当地政府大力发展的产业之一, 全面放宽市场主体准入条件, 鼓励民间资本投入, 并围绕“旅游度假—养生长寿—医疗康复—研发制造”产业链, 发展相关新兴产业。
- **布局大健康, 迈出重要一步。** 公司立足中成药, 同时向上游药材种植和下游医疗服务、养老服务延伸产业链。此次利用人寿商业保险这一平台, 迈出了养老产业的第一步, 后续可能参照“泰康之家”的“金融+养老”商业模式, 值得期待。
- **维持“推荐”评级。** 我们预测 2015-2017 年 EPS 为 0.84、1.01、1.19 元, 对应 6 月 8 日股价 35.20 元的估值为 42、35、30 倍。考虑到养老产业和后续并购预期, 维持“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	2014A	2015E	2016E	2017E	资产负债表	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>
<b>主要财务比率</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>成长能力</b>					股东权益	2,320.6	2,817.5	3,413.0	4,118.1
营业收入	0.9%	18.3%	18.6%	17.4%	<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>
营业利润	-61.6%	8.8%	20.4%	18.8%					
净利润	5.9%	11.7%	19.9%	18.4%					
<b>获利能力</b>					<b>现金流量表</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
毛利率(%)	71.7%	71.7%	71.7%	71.7%	税后利润	444.9	496.9	595.5	705.1
净利率(%)	30.3%	28.6%	29.0%	29.2%	加: 少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	19.2%	17.6%	17.4%	17.1%	公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	19.7%	17.9%	17.9%	20.2%	折旧和摊销	36.1	75.2	75.2	72.8
<b>偿债能力</b>					营运资金的变动	(82.1)	49.0	(335.4)	(3.3)
流动比率	5.05	5.97	8.57	8.29	<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>
速动比率	3.68	4.78	7.14	7.18	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	11.2%	11.2%	8.6%	11.3%	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>营运能力</b>					固定资产投资	(166.2)	12.7	12.7	12.7
总资产周转率	56.1%	54.7%	55.1%	62.2%	<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>
应收账款周转天数	135.6	121.1	133.6	122.0	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	131.0	126.1	130.5	125.7	长期贷款的增加/(	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>每股指标 (元)</b>					公司债券发行/(	0.0	0.0	0.0	0.0
每股收益	0.75	0.84	1.01	1.19	股利分配	324.6	0.0	0.0	0.0
每股净资产	3.93	4.77	5.78	6.98	计入循环贷款前融	(309.0)	17.9	31.5	46.6
<b>估值比率</b>					循环贷款的增加(减	10.8	(50.0)	(0.0)	(0.0)
P/E	42.3	37.9	31.6	26.7	<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>
P/B	8.1	6.7	5.5	4.6	<b>现金净变动额</b>	<b>(65.6)</b>	<b>601.7</b>	<b>379.6</b>	<b>834.0</b>

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。