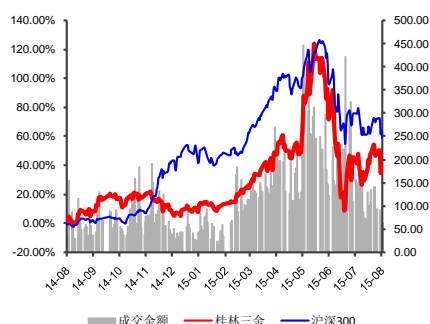


2015年8月20日

**桂林三金（002275）中报点评**

评级：推荐

**最近 52 周走势：**

**相关研究报告：**

《桂林三金（002275）调研纪要——不只是山水甲天下，老三金迸发新活力》2015-05

《桂林三金（002275）公告点评——养老产业布局迈出重要一步》2015-06

**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：**公司8月20日晚间发布定期公告，2015年上半年实现营收6.07亿元，同比下滑4.11%；归属于母公司所有者的净利润为2.18亿元，同比下滑6.23%；基本每股收益为0.37元。同时预告三季报净利润增长-10%~20%。

**点评：**

- **二季度恢复增长，上半年业绩持平。**公司受到中药城搬迁对产能的影响，一季度业绩出现低点，但从半年报来看，二季度业绩明显回升，第二季度收入同比增长7%，环比增长72%，净利润同比增长2.33%，环比增长229%。我们认为公司已平稳度过拐点，随着招标推进，一线品种西瓜霜系列和三金片将维持稳健的增长。
- **西瓜霜牙膏。**公司积极探索大健康系列产品，西瓜霜牙膏14年销售额2200万元，15年上半年销售额已达1389万元，未来借助品牌优势，丰富产品线，有望成为新的增长极。
- **大健康战略步步推进。**公司地处广西桂林，生态资源得天独厚，发展养老产业具备先天优势。公司探索创新商业模式，与特华投资控股有限公司共同发起筹建山水保险公司，正式进军养老领域，有望获得资本市场青睐。
- **证金成为第三大股东。**公司披露，截至8月14日，中央汇金投资有限责任公司持有7,955,200股股票，占总股本的1.35%，为公司第三大股东。同时，中国证券金融股份有限公司通过10只资产管理计划基金合计持有本公司23,739,000股股票，占公司总股本的4.02%。
- **维持“推荐”评级。**我们预测2015-2017年EPS为0.84、1.01、1.19元，对应8月20日收盘价22.61元的估值为27、22、19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。

利润表	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>1,466.4</b>	<b>1,734.4</b>	<b>2,056.5</b>	<b>2,414.2</b>
YOY(%)	0.9%	18.3%	18.6%	17.4%
营业成本	415.1	491.0	582.2	683.5
营业税金及附加	20.3	24.0	28.5	33.5
销售费用	418.0	530.4	628.8	738.2
占营业收入比(%)	28.5%	30.6%	30.6%	30.6%
管理费用	113.2	134.5	159.5	187.2
占营业收入比(%)	7.7%	7.8%	7.8%	7.8%
<b>EBIT</b>	<b>515.6</b>	<b>566.7</b>	<b>669.1</b>	<b>782.9</b>
财务费用	-13.2	-15.1	-28.2	-42.8
占营业收入比(%)	-0.9%	-0.9%	-1.4%	-1.8%
资产减值损失	6.2	0.0	0.0	0.0
投资净收益	16.7	0.0	0.0	0.0
<b>营业利润</b>	<b>523.4</b>	<b>569.6</b>	<b>685.7</b>	<b>814.6</b>
营业外净收入	7.8	15.0	15.0	15.0
<b>利润总额</b>	<b>531.2</b>	<b>584.6</b>	<b>700.6</b>	<b>829.6</b>
所得税	86.3	87.7	105.1	124.4
所得税率(%)	16.3%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>444.9</b>	<b>496.9</b>	<b>595.5</b>	<b>705.1</b>
占营业收入比(%)	30.3%	28.6%	29.0%	29.2%
少数股东损益	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>
YOY(%)	5.9%	11.7%	19.9%	18.4%
<b>EPS (元)</b>	<b>0.75</b>	<b>0.84</b>	<b>1.01</b>	<b>1.19</b>

主要财务比率	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>成长能力</b>				
营业收入	0.9%	18.3%	18.6%	17.4%
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>				
毛利率(%)	71.7%	71.7%	71.7%	71.7%
净利率(%)	30.3%	28.6%	29.0%	29.2%
ROE(%)	19.2%	17.6%	17.4%	17.1%
ROA(%)	19.7%	17.9%	17.9%	20.2%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	5.05	5.97	8.57	8.29
速动比率	3.68	4.78	7.14	7.18
资产负债率%	11.2%	11.2%	8.6%	11.3%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	56.1%	54.7%	55.1%	62.2%
应收账款周转天数	135.6	121.1	133.6	122.0
存货周转天数	131.0	126.1	130.5	125.7
<b>每股指标(元)</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	30.0	26.9	22.4	18.9
P/B	5.8	4.7	3.9	3.2

资产负债表	2014A	2015E	2016E	2017E
现金	467.7	1,069.4	1,448.9	2,282.9
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项净额	614.1	624.6	844.1	880.1
存货	149.0	169.7	208.2	235.4
其他流动资产	251.1	251.1	251.1	251.1
<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>
固定资产净值	255.3	204.3	153.3	102.3
减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	255.3	204.3	153.3	102.3
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	677.3	677.3	677.3	0.0
固定资产清理	0.0	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>
无形资产	186.6	165.0	143.5	121.9
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期资产	8.3	5.8	3.3	3.3
<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>
循环贷款	50.0	0.0	0.0	0.0
应付款项	243.6	354.3	321.1	440.4
预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>流动负债</b>	<b>293.6</b>	<b>354.3</b>	<b>321.1</b>	<b>440.4</b>
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
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>

现金流量表	2014A	2015E	2016E	2017E
税后利润	444.9	496.9	595.5	705.1
加: 少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动	0.0	0.0	0.0	0.0
折旧和摊销	36.1	75.2	75.2	72.8
营运资金的变动	(82.1)	49.0	(335.4)	(3.3)
<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>
短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产投资	(166.2)	12.7	12.7	12.7
<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>
股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0
长期贷款的增加/(	0.0	0.0	0.0	0.0
公司债券发行/(	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	324.6	0.0	0.0	0.0
计入循环贷款前融	(309.0)	17.9	31.5	46.6
循环贷款的增加/(	10.8	(50.0)	(0.0)	(0.0)
<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>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。