



业绩迎来拐点，外延值得期待

2016.03.27

王亮 (分析师)	唐爱金 (研究助理)	陈顺 (研究助理)
电话: 010-57385534	020-88836115	020-88836120
邮箱: wangl_a@gzgzhs.com.cn	tangaij@gzgzhs.com.cn	chenshun@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310514080002		

有别于市场的观点:

1、公司在2015年为了整顿经销商囤货而采取控货的策略，导致去年销量下滑近10%，2015年终端去库存为16年全面提价奠定了坚实基础，西瓜霜及三金片系列2016年有望提价20%左右；2、战略层面上，公司将坚持以医药制造为核心，立足中成药，同时涉足化药和生物药，中成药板块有望通过外延不断丰富品类做大做强，生物药将依托旗下宝船生物进行新品开发（未来或主要以合作研发的方式进行），相关的合作或并购事项有望陆续落地。

投资逻辑:

● 西瓜霜及三金片系列出厂价有望全面提价20%，业绩迎来拐点

中成药是公司营收和净利的主要来源，其中西瓜霜系列和三金片系列是两大核心品种，营收占比超过80%，2015年由于控销策略一方面导致整体销量下滑近10%，但另一方面也为公司16年全面提价打下基础。从终端销售价格来看，两大系列终端零售价（招标价）有30%-40%的提高，考虑到公司在提价同时会部分让利于经销商，预计西瓜霜及三金片系列2016年提价空间将在20%左右，而量上由于在提价后将逐步取消控货、加之西瓜霜系列16年更换大规格包装将带动整体销量向上回升，未来随着三金片在全国招标工作的完成，17年中成药销量增速将有望提升到20%左右。

● 品种有望不断丰富，为公司发展增添新动力

在做大做强公司两大中成药品种的同时，公司一方面积极接洽各种项目寻求并购机会，大的方向是收购一些未来发展前景好、市场空间大的独家品种来迅速丰富公司品类，另一方面在生物制药板块旗下宝船生物正积极推进相关单抗产品研发进程，爱必妥、赫赛汀、西妥昔等产品已提交临床试验申请未来将陆续进入临床一期；与此同时，宝船也采用和国外公司或是高校合作的模式共同研发新品种（如PD-L1、GP120），宝船负责其中一个研发环节借此来获得该品种国内的经营权。未来生产场地或将落地上海张江或浙江湖州，管理层目前正积极筹划生产线及相关配套设施的建设。

盈利预测: 预计公司2016~2017年对应EPS为0.77、1.01元，对应当前股价PE分别为21x、16x。首次覆盖，强烈推荐，给予目标价27元。

风险提示: 三金片招标不及预期、新产品研发、并购不及预期

重要财务指标

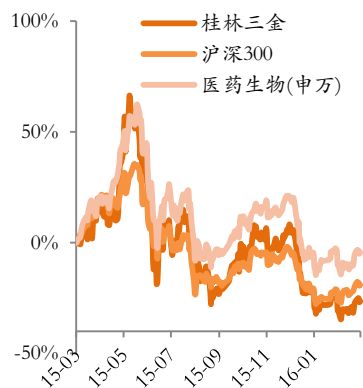
单位:百万元

主要财务指标	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	1466.35	1374.00	1650.00	1950.00
同比(%)	0.94%	-6.30%	20.09%	18.18%
归属母公司净利润	444.87	367.28	457.04	594.41
同比(%)	0.06	-17.44%	24.44%	30.06%
毛利率(%)	71.69%	71.91%	72.67%	73.49%
ROE(%)	19.67%	15.78%	19.16%	23.25%
每股收益(元)	0.75	0.62	0.77	1.01
P/E	22.33	26.03	20.92	16.09
P/B	4.28	4.10	3.92	3.57
EV/EBITDA	16.50	18.01	14.74	11.24

强烈推荐 (首次覆盖)

现价:	16.32
目标价:	27
股价空间:	65%

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
桂林三金	12.55	-32.00	-4.06
医药生物	11.64	-20.87	1.49
沪深300	11.13	-16.68	-1.06

基本资料

总市值(亿元)	96.32
总股本(亿股)	5.90
流通股比例	90%
资产负债率	12.76%
大股东	桂林三金集团
大股东持股比例	61.11%

相关报告

附录：公司财务预测表

单位：百万					单位：百万				
资产负债表	2014	2015E	2016E	2017E	现金流量表	2014	2015E	2016E	2017
流动资产	1640.52	1888.5	1904.1	2141.2	经营活动现金流	396.53	586.48	343.08	587.3
现金	626.30	992.26	820.61	927.75	净利润	444.87	367.28	457.04	594.4
应收账款	70.88	52.30	65.15	78.94	折旧摊销	36.07	48.96	61.63	82.66
其它应收款	54.19	26.73	38.13	51.69	财务费用	-13.21	-10.00	-10.00	-6.00
预付账款	15.15	11.33	14.75	17.88	投资损失	-16.73	-15.00	-20.00	-20.0
存货	149.04	137.65	163.65	186.19	营运资金变动	-38.16	195.05	-145.3	-63.7
其他	724.96	668.25	801.85	878.75	其它	-16.30	0.18	-0.20	0.07
非流动资产	1143.12	1029.7	1159.6	1287.8	投资活动现金流	-166.2	79.24	-171.3	-190.
长期投资	2.07	1.56	0.88	-0.03	资本支出	170.76	-68.85	137.13	147.7
固定资产	255.25	325.01	447.87	554.72	长期投资	1.61	-2.55	-0.37	-0.44
无形资产	179.37	161.61	189.13	218.09	其他	6.16	7.84	-34.59	-43.6
其他	706.43	541.55	521.78	515.09	筹资活动现金流	-298.2	-299.7	-343.3	-363.
资产总计	2783.64	2918.2	3063.7	3429.0	短期借款	30.00	-26.67	7.78	3.70
流动负债	350.24	400.67	450.32	594.32	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	50.00	23.33	31.11	108.95	其他	-328.2	-273.0	-351.1	-367.
应付账款	137.93	158.37	187.26	209.83	现金净增加额	-67.92	365.96	-171.6	33.01
其他	162.31	218.96	231.95	275.54					
非流动负债	112.83	71.03	63.99	45.01	主要财务比率	2014	2015E	2016E	2017E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	112.83	71.03	63.99	45.01	营业收入增长率	0.01	-0.06	0.20	0.18
负债合计	463.07	471.69	514.31	639.32	营业利润增长率	0.08	-0.19	0.22	0.31
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净	0.06	-0.17	0.24	0.30
归属母公司股东	2320.57	2333.7	2436.6	2676.9	获利能力	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益	2783.64	2805.4	2950.9	3316.2	毛利率	0.72	0.72	0.73	0.73
					净利率	0.30	0.27	0.28	0.30
					ROE	0.20	0.16	0.19	0.23
					ROIC	0.19	0.15	0.18	0.21
利润表	2014	2015E	2016E	2017E	偿债能力				
营业收入	1466.35	1374.0	1650.0	1950.0	资产负债率	0.17	0.16	0.17	0.19
营业成本	415.12	386.00	451.00	517.00	净负债比率	0.02	0.01	0.01	0.04
营业税金及附加	20.32	19.30	22.48	27.00	流动比率	4.68	4.71	4.23	3.60
营业费用	418.04	430.00	520.00	580.00	速动比率	4.26	4.37	3.86	3.29
管理费用	113.24	120.00	125.00	130.00	营运能力				
财务费用	-13.21	-10.00	-10.00	-6.00	总资产周转率	0.54	0.48	0.55	0.60
资产减值损失	6.15	20.00	45.00	45.00	应收账款周转率	0.05	0.04	0.04	0.04
公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	0.09	0.12	0.11	0.11
投资净收益	16.73	15.00	20.00	20.00	每股指标(元)				
营业利润	523.43	423.70	516.52	677.00	每股收益(最新摊	0.75	0.62	0.77	1.01
营业外收入	9.30	10.00	23.00	24.00	每股经营现金流	0.67	0.99	0.58	1.00
营业外支出	1.54	1.60	1.82	1.70	每股净资产(最新	3.93	3.95	4.13	4.54
利润总额	531.20	432.10	537.69	699.30	估值比率				
所得税	86.33	64.81	80.65	104.90	P/E	22.33	26.03	20.92	16.09
净利润	444.87	367.28	457.04	594.41	P/B	4.28	4.10	3.92	3.57
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	16.50	18.01	14.74	11.24
归属母公司净利	444.87	367.28	457.04	594.41					
EBITDA	567.27	481.06	599.32	781.96					
EPS(摊薄)	0.75	0.62	0.77	1.01					
数据来源：港澳资讯，公司公告，广证恒生									396.5

团队成员简介：

唐爱金：大消费团队副团队长，医药行业研究员。浙江大学化学硕士，曾就职于东阳光药业研究院任研究员，东阳光药业市场部任市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，2014 年加入广证恒生。

陈顺：医药行业研究员，西南财经大学金融学硕士，理工金融复合背景，一年券商资管助理研究经验，2015 年加入广证恒生。

机构销售团队：

区域	姓名	移动电话	电子邮箱
华北机构销售	王微娜	(86)18611399211	wangwn@gzgzhs.com.cn
	张岚	(86)18601241803	zhanglan@gzgzhs.com.cn
	褚颖	(86)13552097069	chuy@gzgzhs.com.cn
	金娟	(86)13701038621	jinj@gzgzhs.com.cn
上海机构销售	王静	(86)18930391061	wjing@gzgzhs.com.cn
广深机构销售	步娜娜	(86)18320711987	bunn@gzgzhs.com.cn
	吴昊	(86)15818106172	wuhao@gzgzhs.com.cn
	廖敏华	(86) 13632368942	Liaomh@gzgzhs.com.cn
战略与拓展部	李文晖	(86)13632319881	liwh@gzgzhs.com.cn
	姚澍	(86)15899972126	yaoshu@gzgzhs.com.cn



广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼
电 话：020-88836132, 020-88836133
邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；
中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；
回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。