证券研究报告

医药生物

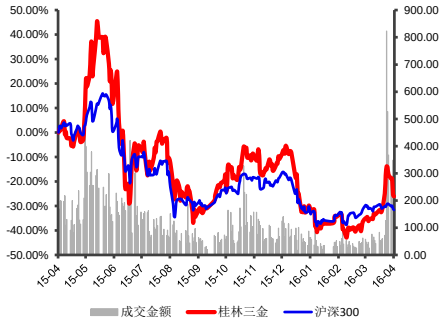
# 三金片提价，16 年业绩恢复增长

2016 年 4 月 21 日

评级：推荐

## 桂林三金（002275）年报及一季报点评

**最近 52 周走势：**




**相关研究报告：**

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

《桂林三金（002275）三季报点评——三季度业绩承压，看好未来弹性》2015-10


**报告作者：**

**分析师：方伟**

**执业证书编号：S0590515120001**

**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 4 月 21 日晚间发布定期公告，2015 年实现营收 13.72 亿元，同比下滑 6.45%，归母净利润 3.77 亿元，同比下滑 15.33%，基本每股收益为 0.64 元；16 年第一季度营收 2.99 亿元，同比增长 34.06%，归母净利润 7180 万元，同比增长 41.12%，基本每股收益为 0.12 元，业绩符合预期。同时预计 16 年上半年归母净利润 1.96-2.62 亿元，同比增长 -10%~20%。

**点评：**

- **利润短期下滑。**受药品行业景气度回落，各省招标滞后的大环境影响，15 年主营业务收入下滑 6.44%，扣非净利润同比下滑 16.23%。公司营收的 95%由中成药（工业）贡献，其营收同比略降 1.77%，毛利率 74.45%，同比下滑 2.91 个百分点，主要是由于原材料成本提升。而中药城一期转固，折旧增加，以及研发投入增加，带来了短期的费用率提升，导致利润下滑略超我们的预期。
- **三金片提价，16 年恢复性增长。**公司的西瓜霜系列剂型丰富，新剂型舒咽清喷雾剂的推出可提升盈利水平；三金片作为基低药，在重庆、湖北、上海等地最新一轮中标价提升 30%，对应低价药 5 元的日用价格上限，仍有提价空间，作为公司收入占比最大的品种，提价将显著提升毛利率。考虑到去年基数较低，一季度净利润同比大增 41%，预计二季度净利润 1.24-1.90 亿元（去年二季度 1.67 亿），经营状况稳定回升。
- **产业链布局循序渐进。**公司战略稳健，在产业链上下游探索布局：作为大健康系列的主打品种，西瓜霜牙膏 15 年贡献营收 3142 万（同比增长 45%），净利润 259 万；储备品种生姜总酚软胶囊今年 2 月获批生产，军转民的睡眠病化药品种莫达非尼片，正在开展药代动力学试验；宝船生物旗下的西妥昔单抗已申报临床，贝伐珠、曲妥珠仍在临床前阶段。公司研发投入占营收比例 4.14%，未来仍

将持续投入，并有潜在融资需求。此外，去年发起成立的山水人寿保险公司，仍在保监会等待审批。

- **维持“推荐”评级。**我们预测 2016-2018 年 EPS 为 0.81、0.95、1.11 元，对应 4 月 21 日收盘价 18.75 元的估值为 23、20、17 倍。考虑到布局养老和潜在外延预期，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：16/04/21

| 利润表 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **1,371.8** | **1,598.5** | **1,867.6** | **2,180.8** |
| *YOY(%)* | *-6.4%* | *16.5%* | *16.8%* | *16.8%* |
| 营业成本 | 376.9 | 423.1 | 494.3 | 577.3 |
| 营业税金及附加 | 19.4 | 22.6 | 26.4 | 30.8 |
| 销售费用 | 443.6 | 494.0 | 577.1 | 674.0 |
| *占营业收入比(%)* | *32.3%* | *30.9%* | *30.9%* | *30.9%* |
| 管理费用 | 131.8 | 132.1 | 154.4 | 180.3 |
| *占营业收入比(%)* | *9.6%* | *8.3%* | *8.3%* | *8.3%* |
| **EBIT** | **426.4** | **542.0** | **630.2** | **732.9** |
| 财务费用 | -10.9 | -14.3 | -24.8 | -35.7 |
| *占营业收入比(%)* | *-0.8%* | *-0.9%* | *-1.3%* | *-1.6%* |
| 资产减值损失 | -1.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 投资净收益 | 10.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **营业利润** | **423.0** | **541.0** | **640.1** | **754.2** |
| 营业外净收入 | 17.3 | 18.2 | 18.2 | 18.2 |
| **利润总额** | **440.3** | **559.1** | **658.3** | **772.4** |
| 所得税 | 63.6 | 83.9 | 98.7 | 115.9 |
| *所得税率(%)* | *14.5%* | *15.0%* | *15.0%* | *15.0%* |
| **净利润** | **376.7** | **475.3** | **559.6** | **656.6** |
| *占营业收入比(%)* | *27.5%* | *29.7%* | *30.0%* | *30.1%* |
| 少数股东损益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **归属母公司净利润** | **376.7** | **475.3** | **559.6** | **656.6** |
| *YOY(%)* | *-15.3%* | *26.2%* | *17.7%* | *17.3%* |
| **EPS（元）** | **0.64** | **0.81** | **0.95** | **1.11** |

| 主要财务比率 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入 | *-6.4%* | *16.5%* | *16.8%* | *16.8%* |
| 营业利润 | *-61.6%* | *27.9%* | *18.3%* | *17.8%* |
| 净利润 | *-15.3%* | *26.2%* | *17.7%* | *17.3%* |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率(%) | *72.5%* | *73.5%* | *73.5%* | *73.5%* |
| 净利率(%) | *27.5%* | *29.7%* | *30.0%* | *30.1%* |
| ROE(%) | *16.1%* | *16.9%* | *16.6%* | *16.3%* |
| ROA(%) | *16.3%* | *17.5%* | *17.3%* | *17.8%* |
| **偿债能力** | | | | |
| 流动比率 | *5.19* | *6.74* | *8.92* | *9.10* |
| 速动比率 | *4.11* | *5.91* | *7.67* | *8.24* |
| 资产负债率% | *10.4%* | *9.1%* | *7.5%* | *8.3%* |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | *52.5%* | *51.6%* | *51.1%* | *52.9%* |
| 应收账款周转天数 | 125.1 | 152.9 | 129.4 | 149.4 |
| 存货周转天数 | 182.7 | 112.1 | 178.9 | 121.7 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益 | 0.64 | 0.81 | 0.95 | 1.11 |
| 每股净资产 | 3.93 | 3.97 | 4.78 | 5.72 |
| **估值比率** | | | | |
| **P/E** | **29.4** | **23.28** | **19.78** | **16.86** |
| P/B | 4.7 | 3.9 | 3.3 | 2.7 |

| 资产负债表 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|
| 现金 | 573.7 | 902.3 | 1,345.6 | 1,817.4 |
| 交易性金融资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应收款项净额 | 542.0 | 760.8 | 761.3 | 1,016.2 |
| 存货 | 188.7 | 130.0 | 242.3 | 192.4 |
| 其他流动资产 | 103.4 | 103.4 | 103.4 | 103.4 |
| **流动资产总额** | **1,407.7** | **1,896.5** | **2,452.7** | **3,129.4** |
| 固定资产净值 | 255.3 | 746.9 | 746.9 | 746.9 |
| 减:资产减值准备 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 固定资产净额 | 255.3 | 746.9 | 746.9 | 746.9 |
| 工程物资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 在建工程 | 677.3 | 259.1 | 259.1 | 259.1 |
| 固定资产清理 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| **固定资产总额** | **932.5** | **1,006.0** | **1,006.0** | **1,006.0** |
| 无形资产 | 179.2 | 178.0 | 176.8 | 175.6 |
| 长期股权投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 其他长期资产 | 7.4 | 5.4 | 3.3 | 3.3 |
| **资产总额** | **2,614.4** | **3,099.9** | **3,652.8** | **4,378.3** |
| 循环贷款 | 50.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应付款项 | 221.3 | 281.5 | 274.8 | 343.8 |
| 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 |
| **流动负债** | **271.3** | **281.5** | **274.8** | **343.8** |
| 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 |
| **负债总额** | **271.3** | **281.5** | **274.8** | **343.8** |
| 少数股东权益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 股东权益 | 2,343.1 | 2,818.4 | 3,377.9 | 4,034.5 |
| **负债和股东权益** | **2,614.4** | **3,099.9** | **3,652.8** | **4,378.3** |

| 现金流量表 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|---|---|---|---|---|
| 税后利润 | 376.7 | 475.3 | 559.6 | 656.6 |
| 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 | 60.3 | 3.3 | 3.3 | 1.2 |
| 营运资金的变动 | (35.5) | (132.4) | (163.1) | (190.9) |
| **经营活动现金流** | 401.5 | 346.1 | 399.8 | 466.8 |
| 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 | 37.6 | 15.4 | 15.4 | (34.6) |
| **投资活动现金流** | 37.6 | 15.4 | 15.4 | (34.6) |
| 股权融资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 长期贷款的增加/(减 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 公司债券发行/（偿 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 股利分配 | 324.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 计入循环贷款前融资 | (309.0) | 17.1 | 28.1 | 39.5 |
| 循环贷款的增加(减 | (46.5) | (50.0) | (0.0) | (0.0) |
| **融资活动现金流** | (355.5) | (32.9) | 28.1 | 39.5 |
| **现金净变动额** | **83.6** | **328.6** | **443.3** | **471.8** |

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% |
| | 卖出 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上 |
| 行业投资评级 | 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 |

**免责条款：**

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。