

招商证券医药行业小组
 联系人:
 吴斌 010-88088557
 wubin@cmschina.com.cn
 徐列海 010-88087800
 xuliehai@cmschina.com.cn

2010年2月22日

桂林三金(002275.SZ)/27.38元

业绩稳定增长，营业费用大幅增加

日用消费·医药

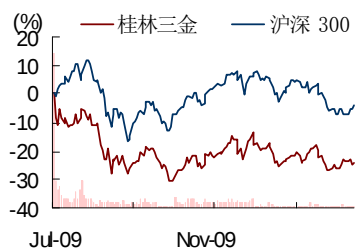
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3018
总股本(万股)	45400
已上市流通股(万股)	4600
总市值(亿元)	124
流通市值(亿元)	13
每股净资产(MRQ)	3.9
ROE(TTM)	17.0
资产负债率	13.5%
主要股东	桂林三金集团股份有限公司
主要股东持股比例	61.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	-6	38
相对表现	0	-13	-3



相关报告

- 1、医药行业 2010 年度投资策略—看好医药商业加快整合，关注重组、国际化、创新和政策受益 2009/12/6
- 2、桂林三金—第 3 季度增速显著加快，3 季报符合预期 2009/10/22
- 3、桂林三金—中期业绩符合预期，全年将实现快速增长 2009/7/28
- 4、桂林三金投资价值分析—汇集品种品牌，营销管理，新药研发、中高层管理持股激励四大核心竞争力 2009/6/14

桂林三金 09 年业绩稳定增长，收入和净利润分别同比增长 12.6%和 12.3%，实现 EPS 0.68 元。09 年公司进行销售调整和终端拉动，营业费用大幅增加，为今后业绩增长打好基础。我们看好公司的长期稳定增长，维持“审慎推荐—A”。

□ **桂林三金 09 年业绩稳定增长。**实现收入和净利润分别为 11.1 亿元和 3.1 亿元，同比分别增长 12.6%和 12.3%，EPS 0.68 元，低于我们此前预测的 0.76 元，公司拟每 10 股派 5.5 元（含税）。低于我们预期的原因主要是 1、西瓜霜系列中，西瓜霜喷剂提价后销量已经恢复至历史高峰，但西瓜霜润喉片销量恢复低于预期；2、广告费用和经销商佣金及奖励投入增加，营业费用率同比提高 2.7 个百分点。分产品来看，09 年三金片销量恢复情况良好，实现收入 4.8 亿元，同比增长 19.4%，符合我们预期。西瓜霜系列实现收入 4.4 亿元，同比增长 10.6%，其中西瓜霜喷剂销量恢复较好，收入同比增长 20%左右，但西瓜霜润喉片和西瓜霜清咽含片等销量增长较低，收入同比基本持平。

□ **未来增长仍将主要来自于三金片、西瓜霜和二线产品眩晕宁、脑脉泰。**1、三金片是销售规模最大的泌尿系感染中成药，已经进入多个省份的基本药物地方增补版中，其价格低廉，疗效确切，适应症是基层较为常见病，值得期待在基层医疗机构的放量；2、喉口科用药虽然竞争较为激烈，但仍有增长前景，西瓜霜喷剂的快速增长便是证明，公司针对不同人群推出不同口味西瓜霜产品，进行市场细分，效果值得期待；3、脑脉泰和眩晕宁是公司主推的二线品种，当前基数不大，合计收入不到 5000 万，但增长迅速，公司走医院到 OTC 的推广道路，经验丰富，有望培育出过亿品种。

□ **维持“审慎推荐—A”投资评级。**我们预测 2010~2012 年公司收入同比分别增长 16%、16%和 15%，净利润同比分别增长 22%、20%和 21%，实现 EPS 分别为 0.83 元/0.99 元/1.20 元。当前股价对应 2010 年 PE 33 倍，估值不低，我们看好公司的品牌优势和产品梯队，期待三金片在基层医疗机构的表现，公司具备长期增长实力，维持“审慎推荐—A”评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	986	1111	1292	1497	1726
同比增长	10%	13%	16%	16%	15%
营业利润(百万元)	327	370	445	534	648
同比增长	13%	13%	20%	20%	21%
净利润(百万元)	274	307	376	451	546
同比增长	10%	12%	22%	20%	21%
每股收益(元)	0.67	0.68	0.83	0.99	1.20
PE	40.8	40.4	33.1	27.6	22.8
PB	14.4	7.0	6.5	5.6	4.7

资料来源：招商证券

09 年收入和净利润稳定增长

桂林三金 09 年实现收入和净利润分别为 11.1 亿元和 3.1 亿元，同比分别增长 12.6% 和 12.3%，EPS 0.68 元，低于我们此前预测的 0.76 元，公司拟每 10 股派 5.5 元（含税）。业绩增长低于预期的原因主要是 1、西瓜霜系列中，西瓜霜喷剂提价后销量已经恢复至历史高峰，但西瓜霜润喉片销量恢复低于预期；2、广告费用和经销商佣金及奖励投入增加，营业费用率同比提高 2.7 个百分点。

由于产品同比提价，以及医药商业子公司减少药店终端配送，低毛利率的商业收入占比下降，因此合并报表毛利率同比提高 2.7 个百分点。公司加强经销商整合和信用额度管理，货款回笼情况良好，应收账款周转率 17.5 次，同比提高 1 次。

表1：桂林三金合并及母公司报表09年经营指标

单位：百万元、%	合并报表		母公司报表	
	09A	增长(率)	09A	增长(率)
营业收入	1,111	12.6%	950	15.6%
毛利率	77.0%	2.7%	82.7%	1.6%
营业费用率	33.8%	2.7%	35.2%	1.9%
管理费用率	8.0%	0.2%	7.5%	-0.2%
财务费用率	0.3%	-0.5%	0.1%	-0.5%
期间费用率	42.1%	2.5%	42.9%	1.1%
营业利润	370	13.2%	362	16.7%
利润总额	377	15.2%	365	17.8%
利润率	34.0%	0.8%	38.4%	0.7%
实际所得税率	18.4%	2.1%	18.5%	2.2%
净利润	307	12.3%	298	14.7%
净利率	27.7%	-0.1%	31.3%	-0.2%
应收账款周转率	17.5	1.0	30.8	1.3
存货周转率	4.9	-	5.6	0.4
每股经营现金流	0.80	0.38	0.77	0.38

数据来源：公司年报，招商证券研究

分产品来看，09 年三金片销量恢复情况良好，实现收入 4.8 亿元，同比增长 19.4%，符合我们预期。西瓜霜系列实现收入 4.4 亿元，同比增长 10.6%，其中西瓜霜喷剂销量恢复较好，收入同比增长 20% 左右，但西瓜霜润喉片和西瓜霜清咽含片等销量增长较低，收入同比基本持平。

表2：分产品收入增长及毛利率变化

	收入(百万元)		毛利率(%)	
	09A	增长率(%)	09A	+/-
三金片系列	476.7	19.4	87.9	1.2
西瓜霜系列	444.9	10.6	79.4	2.3
其他	188.1	2.0	44.0	2.6
合计	1,109.7	12.6	77.1	2.8

数据来源：公司年报，招商证券研究

09 年公司重点进行销售调整和终端拉动，增加了经销商激励和广告支出，总体来看，效果明显：销售回款状况改善，三金片和西瓜霜喷剂销量已经恢复 06 年水平。但同时，营业费用率显著上升，尤其是第 4 季度销售旺季，营业费用率同比上升 5.7 个百分点，使净利润低于预期。我们认为，销售调整之后的良好结果表明公司的营销策略合理有效，营业费用的增加将在未来几年逐步体现在业绩增长上。

我们认为，公司产品三金片、西瓜霜和二线产品眩晕宁、脑脉泰的增长值得关注：1、三金片是销售规模最大的泌尿系感染中成药，已经进入多个省份的基本药物地方增补版中，其价格低廉，疗效确切，适应症是基层较为常见病，值得期待在基层医疗机构的放量；2、喉口科用药虽然竞争较为激烈，但仍有增长前景，西瓜霜喷剂的快速增长便是证明，公司针对不同人群推出不同口味西瓜霜产品，进行市场细分，效果值得期待；3、脑脉泰和眩晕宁是公司主推的二线品种，当前基数不大，合计收入不到 5000 万，但增长迅速，公司走医院到 OTC 的推广道路，经验丰富，有望培育出过亿品种。

表3：桂林三金单季度、季度累计财务指标

单位:百万元	08Q1~2	08Q3	08Q4	09Q1~2	09Q3	09Q4	08A	09A
一、营业总收入	440	207	339	480	249	382	986	1111
二、营业总成本	271	146	243	290	161	291	659	741
其中:营业成本	119	56	79	115	58	82	253	255
营业税金及附加	7	2	5	7	4	6	15	17
销售费用	99	67	140	120	75	180	306	376
管理费用	39	19	19	39	27	24	77	89
财务费用	4	1	2	4	0	-1	7	3
资产减值损失	3	0	-3	5	-3	0	0	2
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	-1	0
四、营业利润	169	61	97	190	88	92	327	370
加:营业外收入	2	2	-1	2	1	5	2	8
减:营业外支出	2	0	0	0	0	0	1	0
五、利润总额	169	63	95	192	89	96	328	377
减:所得税	28	10	15	32	17	21	53	70
六、净利润	142	53	80	161	71	76	274	308
减:少数股东损益	0	0	0	1	0	-1	0	1
七、归属母公司所有者净利润	141	52	80	160	71	76	274	307
EPS	0.31	0.12	0.18	0.35	0.16	0.17	0.60	0.68

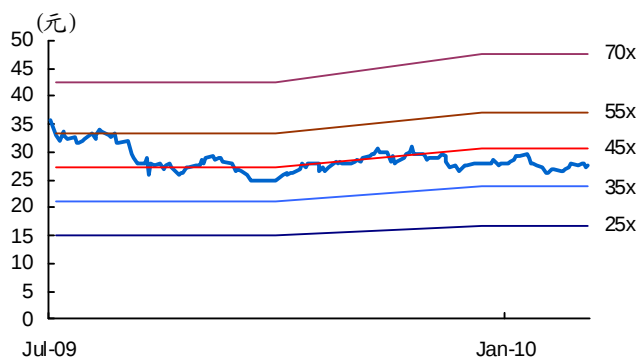
收入增长率	NA	NA	NA	9%	20%	13%	10%	13%
毛利率	73%	73%	77%	76%	77%	78%	74%	77%
营业利润率	38%	29%	28%	40%	35%	24%	33%	33%
净利率	32%	25%	24%	33%	29%	20%	28%	28%
营业费率	22%	33%	41%	25%	30%	47%	31%	34%
管理费率	9%	9%	6%	8%	11%	6%	8%	8%
实际税率	16%	17%	16%	16%	20%	21%	16%	18%
净利润增长率	NA	NA	NA	13%	35%	-5%	10%	12%

数据来源：公司年报，招商证券研究

维持“审慎推荐—A”投资评级

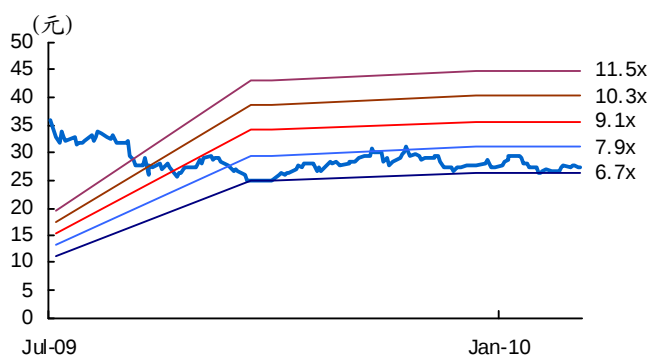
我们预测 2010~2012 年公司收入同比分别增长 16%、16%和 15%，净利润同比分别增长 22%、20%和 21%，实现 EPS 分别为 0.83 元/0.99 元/1.20 元。当前股价对应 2010 年 PE 33 倍，估值不低，我们看好公司的品牌优势和产品梯队，期待今年三金片在基层医疗机构的表现，公司具备长期增长实力，维持“审慎推荐—A”评级。

图 1: 桂林三金历史 PE Band



资料来源：招商证券研发中心

图 2: 桂林三金历史 PB Band



资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	807	1742	1733	2016	2380
现金	306	1148	1045	1220	1462
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	357	383	446	516	596
应收款项	64	63	71	82	95
其它应收款	6	32	37	43	50
存货	46	59	68	78	90
其他	28	58	67	77	88
非流动资产	359	320	394	463	527
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	285	274	351	422	489
无形资产	52	28	25	23	20
其他	18	15	15	15	14
资产总计	1166	2062	2128	2480	2907
流动负债	370	272	211	224	240
短期借款	177	25	10	10	10
应付账款	36	60	69	79	91
预收账款	49	74	20	23	26
其他	108	114	113	113	113
长期负债	9	7	7	7	7
长期借款	0	0	0	0	0
其他	9	7	7	7	7
负债合计	379	279	218	231	246
股本	408	454	454	454	454
资本公积金	5	819	819	819	819
留存收益	365	501	627	965	1376
少数股东权益	9	9	10	11	12
母公司所有者权益	778	1774	1900	2238	2649
负债及权益合计	1166	2062	2128	2480	2907

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	191	363	264	388	477
净利润			376	451	546
折旧摊销			26	31	36
财务费用			1	1	1
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(139)	(95)	(107)
其它			1	1	1
投资活动现金流	(34)	(51)	(100)	(100)	(100)
资本支出			(100)	(100)	(100)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(233)	524	(266)	(113)	(136)
借款变动			(16)	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(250)	(113)	(135)
其他			(1)	(1)	(1)
现金净增加额	(76)	837	(102)	175	242

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	986	1111	1292	1497	1726
营业成本	253	255	296	339	390
营业税金及附加	15	17	19	22	26
营业费用	306	376	428	488	547
管理费用	77	89	103	112	114
财务费用	7	3	1	1	1
资产减值损失	0	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	0	0	0	0
营业利润	327	370	445	534	648
营业外收入	2	8	3	3	3
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	328	377	448	537	651
所得税	53	70	72	86	104
净利润	274	308	377	451	547
少数股东损益	0	1	1	1	1
母公司所有者净利润	274	307	376	451	546
EPS (元)	0.67	0.68	0.83	0.99	1.20

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	10%	13%	16%	16%	15%
营业利润	13%	13%	20%	20%	21%
净利润	10%	12%	22%	20%	21%
获利能力					
毛利率	74.3%	77.0%	77.1%	77.3%	77.4%
净利率	27.8%	27.7%	29.1%	30.1%	31.6%
ROE	35.2%	17.3%	19.8%	20.1%	20.6%
ROIC	29.0%	16.8%	19.5%	19.9%	20.4%
偿债能力					
资产负债率	32.5%	13.5%	10.2%	9.3%	8.5%
净负债比率	15.3%	1.3%	0.5%	0.4%	0.3%
流动比率	2.2	6.4	8.2	9.0	9.9
速动比率	2.1	6.2	7.9	8.6	9.5
营运能力					
资产周转率	0.8	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	4.9	4.9	4.7	4.7	4.7
应收帐款周转率	16.5	17.5	19.4	19.6	19.6
应付帐款周转率	6.3	5.3	4.6	4.6	4.6
每股资料(元)					
每股收益	0.67	0.68	0.83	0.99	1.20
每股经营现金	0.47	0.80	0.58	0.86	1.05
每股净资产	1.91	3.91	4.18	4.93	5.83
每股股利	0.35	0.53	0.55	0.25	0.30
估值比率					
PE	40.8	40.4	33.1	27.6	22.8
PB	14.4	7.0	6.5	5.6	4.7
EV/EBITDA	24.6	22.3	18.6	15.5	12.8

分析师简介

吴斌，中国科学院研究生院企业管理硕士，武汉大学生物技术学士，2009 年加入招商证券，任医药行业助理分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009 年加入招商证券，任医药行业助理分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。