

## 湘财证券研究所

### 医药行业研究小组

陈国栋

Tel: 021-68634510-8721

 E-Mail: [cgd2854@xcsc.com](mailto:cgd2854@xcsc.com)

叶侃

Tel: 021-68634510-8721

 E-Mail: [yk2880@xcsc.com](mailto:yk2880@xcsc.com)

张银旗

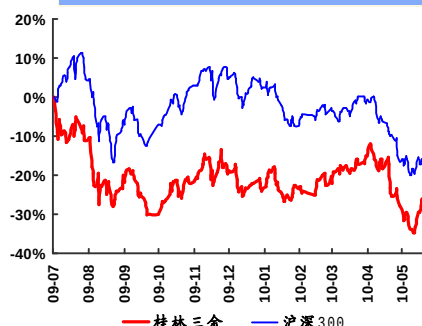
Tel: 021-68634510-8067

 E-Mail: [zyq0100@xcsc.com](mailto:zyq0100@xcsc.com)

### 基础数据:

|            |               |
|------------|---------------|
| 收盘价:       | 26.19 元       |
| 流通 A 股市值:  | 12.05 亿元      |
| 沪深 300 指数: | 2850.30       |
| 合理价值区间:    | 27.30-29.64 元 |

### 一年内股价与大盘走势:



近期我们实地调研桂林三金，与公司高管交流产品销售情况和未来业务发展思路。

### 调研要点:

- q 公司主导产品西瓜霜是咽喉用药市场的三大主力品牌之一，主要竞争对手有金嗓子、草珊瑚。西瓜霜系列产品种类较全，包含适用不同症状和人群的润喉片、清咽含片、喷剂等多个产品。08 年西瓜霜产品进行提价，对销量造成一定影响。从目前销售数据看，喷剂销量恢复情况最为理想，已经超过历史峰值。而润喉片的 09 年销量仅为 22 亿片，远低于 08 年的 28.85 亿片。西瓜霜喷剂销售好于其他品种，一方面是将喷剂适用范围扩大到口腔溃疡，另一方面药用价值高的产品确有其不断增长的刚性需求。我们认为咽喉用药市场难有较快增速，治疗属性较低，同质化严重的品种更难有实质性增长。市场上润喉片等产品的需求已被充分发掘，且需要大量广告费用予以支持。公司每年在广告上的花费不菲，占销售费用一半以上，且广告费用有逐渐递增的趋势，给公司造成一定负担。西瓜霜作为咽喉用药领域的知名品牌，借助针对不同受众的多样化产品，有望扩大市场份额。西瓜霜系列产品已经扩展到牙膏等日用产品领域，未来有望进一步向市场推广。
- q 三金片是泌尿系统用药市场中占有率最高的品种，由于价格低廉，其销售市场早就下沉到基层医疗市场。未来公司并不满足靠渠道销售，希望继续扩大市场，计划逐步在地级三级医院推广。另外三金片新的适应症将会拓展到前列腺炎，增加产品相应市场容量。三金片进入部分地方基本目录增补版，国家的医疗保障重点仍是基层人群，适合基层药品市场需求的产品在今后较长时间段内将保持稳定增长。
- q 脑脉泰、眩晕宁等二线品种 09 年的销售额分别达到 1600、3800 万元，增速明显。由于自身专业化销售队伍还显薄弱，对于脑脉泰等处方药市场的开拓力度有限。目前公司产品主要依赖渠道销售，医院和 OTC 终端的销售收入各为一亿多。今后要加大这两个终端的建设，壮大自己销售队伍，公司计划今后要做到渠道、终端销售收入各占一半，摆脱对经销商的过度依赖。公司还有复方红根草片、复方田七胃痛胶囊等潜力品种，其中复方红根草片是双跨品种，可治疗肠炎、痢疾（医院）和咽喉炎（OTC），具有较好市场前景。
- q 为响应政府号召，保护漓江生态环境，公司将募投项目移至临桂县秧塘工业区内实行，预计将在明年年底建设完成，而在市区内老生产厂房也将陆续搬迁。届时公司产能瓶颈问题能得到彻底解决。目前产能受限，公司采取均衡方式生产，在原先淡季时期也正常生产，从而保证旺季需求。公司是桂林市医药工业龙头企业，在广西自治区医药工业振兴规划中也是重点扶持对象。近期广西提出要在十年内将医药产业打造成千亿产值规模的产业，公司未来有望受惠于相关政策，实现超常规发展。

### 投资建议：

我们预测桂林三金 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 分别为 0.78 元、0.91 元、1.06 元。公司专注于 OTC 药品营销，拥有西瓜霜、三金片等知名品牌，公司净利润率在同类医药企业中名列前茅。由于公司主导产品已处于成熟期，未来将处于稳步增长阶段。外延式并购扩张和产品推陈出新都驱动公司继续向前发展。我们首次给予桂林三金“增持”评级，认为公司合理价值区间为 27.30-29.64 元。

**风险因素：**募投项目完成时间晚于预期；OTC 市场竞争加剧

#### 盈利预测

|             | 2008A  | 2009A   | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|-------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入（百万元） | 986.16 | 1110.83 | 1251.34 | 1414.52 | 1608.90 |
| 增长率         | 10.43% | 12.64%  | 12.65%  | 13.04%  | 13.74%  |
| 净利润（百万元）    | 273.73 | 307.31  | 359.16  | 412.17  | 481.15  |
| 增长率         | 9.85%  | 12.27%  | 16.87%  | 14.76%  | 16.74%  |
| 摊薄后每股收益（元）  | 0.60   | 0.68    | 0.78    | 0.91    | 1.06    |

表 1、桂林三金主要产品销售收入

|         | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 西瓜霜系列产品 | 402.09 | 444.86 | 487.28 | 532.30 | 579.60 |
| 毛利率     | 77.90% | 79.35% | 79.30% | 79.30% | 79.30% |
| 西瓜霜润喉片  | 205.92 | 212.00 | 220.48 | 227.09 | 231.64 |
| 清咽含片    | 41.67  | 45.00  | 48.00  | 51.00  | 54.00  |
| 桂林西瓜霜   | 153.44 | 180.00 | 208.80 | 242.21 | 280.96 |
| 三金片     | 399.18 | 476.74 | 572.09 | 686.51 | 823.81 |
| 毛利率     | 86.72% | 87.92% | 88.00% | 88.00% | 88.00% |
| 其他药品    | 184.38 | 188.11 | 191.87 | 195.71 | 205.50 |
| 毛利率     | 41.45% | 44.03% | 44.00% | 44.00% | 45.00% |

数据来源：湘财证券研究所

## 三张表预测

## 资产负债表

单位:百万元

| 会计年度           | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 1742 | 1868  | 2229  | 2597  |
| 现金             | 1148 | 1196  | 1507  | 1754  |
| 应收账款           | 63   | 96    | 75    | 119   |
| 其他应收款          | 32   | 19    | 28    | 28    |
| 预付账款           | 58   | 64    | 69    | 76    |
| 存货             | 59   | 55    | 55    | 54    |
| 其他流动资产         | 383  | 438   | 495   | 566   |
| <b>非流动资产</b>   | 320  | 301   | 283   | 263   |
| 长期投资           | 4    | 4     | 4     | 4     |
| 固定资产           | 274  | 255   | 235   | 216   |
| 无形资产           | 28   | 28    | 28    | 28    |
| 其他非流动资产        | 15   | 15    | 15    | 15    |
| <b>资产总计</b>    | 2062 | 2169  | 2512  | 2860  |
| <b>流动负债</b>    | 272  | 279   | 305   | 320   |
| 短期借款           | 25   | 30    | 30    | 35    |
| 应付账款           | 60   | 64    | 69    | 76    |
| 其他流动负债         | 188  | 185   | 206   | 209   |
| <b>非流动负债</b>   | 7    | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 7    | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 279  | 279   | 305   | 320   |
| 少数股东权益         | 9    | 10    | 11    | 12    |
| 股本             | 454  | 454   | 454   | 454   |
| 资本公积           | 819  | 819   | 819   | 819   |
| 留存收益           | 501  | 607   | 923   | 1255  |
| 归属母公司股东权益      | 1773 | 1880  | 2196  | 2528  |
| <b>负债和股东权益</b> | 2062 | 2169  | 2512  | 2860  |

## 现金流量表

单位:百万元

| 会计年度           | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 363  | 296   | 410   | 392   |
| 净利润            | 308  | 357   | 413   | 482   |
| 折旧摊销           | 23   | 19    | 19    | 19    |
| 财务费用           | 3    | 2     | 2     | 2     |
| 投资损失           | -0   | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | 31   | -87   | -23   | -115  |
| 其他经营现金流        | -1   | 6     | -1    | 4     |
| <b>投资活动现金流</b> | -51  | -0    | 0     | 0     |

## 利润表

单位:百万元

| 会计年度            | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 1111 | 1251  | 1415  | 1609  |
| <b>营业成本</b>     | 255  | 277   | 302   | 332   |
| <b>营业税金及附加</b>  | 17   | 18    | 21    | 24    |
| <b>营业费用</b>     | 376  | 419   | 475   | 539   |
| <b>管理费用</b>     | 89   | 101   | 113   | 125   |
| <b>财务费用</b>     | 3    | 2     | 2     | 2     |
| <b>资产减值损失</b>   | 2    | 1     | 1     | 1     |
| <b>公允价值变动收益</b> | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资净收益</b>    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 370  | 433   | 501   | 586   |
| <b>营业外收入</b>    | 8    | 5     | 6     | 6     |
| <b>营业外支出</b>    | 0    | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 377  | 437   | 506   | 591   |
| <b>所得税</b>      | 70   | 80    | 93    | 109   |
| <b>净利润</b>      | 308  | 357   | 413   | 482   |
| <b>少数股东损益</b>   | 1    | 1     | 1     | 1     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 307  | 356   | 412   | 481   |
| <b>EBITDA</b>   | 395  | 454   | 521   | 607   |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.68 | 0.78  | 0.91  | 1.06  |

## 主要财务比率

| 会计年度        | 2009  | 2010E  | 2011E | 2012E  |
|-------------|-------|--------|-------|--------|
| <b>成长能力</b> |       |        |       |        |
| 营业收入        | 12.6% | 12.6%  | 13.0% | 13.7%  |
| 营业利润        | 13.2% | 17.0%  | 15.6% | 17.0%  |
| 归属于母公司净利润   | 12.3% | 15.9%  | 15.7% | 16.7%  |
| <b>获利能力</b> |       |        |       |        |
| 毛利率(%)      | 77.0% | 77.9%  | 78.6% | 79.4%  |
| 净利率(%)      | 27.7% | 28.5%  | 29.1% | 29.9%  |
| ROE(%)      | 17.3% | 18.9%  | 18.8% | 19.0%  |
| ROIC(%)     | 46.7% | 49.8%  | 57.2% | 59.3%  |
| <b>偿债能力</b> |       |        |       |        |
| 资产负债率(%)    | 13.5% | 12.9%  | 12.2% | 11.2%  |
| 净负债比率(%)    | 9.35% | 10.76% | 9.82% | 10.92% |
| 流动比率        | 6.40  | 6.70   | 7.30  | 8.10   |
| 速动比率        | 6.18  | 6.50   | 7.12  | 7.94   |
| <b>营运能力</b> |       |        |       |        |
| 总资产周转率      | 0.69  | 0.59   | 0.60  | 0.60   |

|                |            |             |            |             |                 |       |       |       |       |
|----------------|------------|-------------|------------|-------------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 资本支出           | 55         | 0           | 0          | 0           | 应收账款周转率         | 16    | 14    | 15    | 15    |
| 长期投资           | 0          | 0           | -0         | -0          | 应付账款周转率         | 5.34  | 4.49  | 4.54  | 4.55  |
| 其他投资现金流        | 4          | 0           | 0          | 0           | <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>524</b> | <b>-247</b> | <b>-98</b> | <b>-146</b> | 每股收益(最新摊薄)      | 0.68  | 0.78  | 0.91  | 1.06  |
|                |            |             |            |             | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.80  | 0.65  | 0.90  | 0.86  |
| 短期借款           | -152       | 5           | 0          | 5           | 每股净资产(最新摊薄)     | 3.91  | 4.14  | 4.84  | 5.57  |
| 长期借款           | 0          | 0           | 0          | 0           | <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |
| 普通股增加          | 46         | 0           | 0          | 0           | P/E             | 41.08 | 35.45 | 30.63 | 26.24 |
| 资本公积增加         | 813        | 0           | 0          | 0           | P/B             | 7.12  | 6.72  | 5.75  | 4.99  |
| 其他筹资现金流        | -183       | -252        | -98        | -151        | EV/EBITDA       | 29    | 25    | 22    | 19    |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>837</b> | <b>48</b>   | <b>312</b> | <b>247</b>  |                 |       |       |       |       |

**重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 1111  | 1251  | 1415  | 1609  |
| 收入同比(%)   | 13%   | 13%   | 13%   | 14%   |
| 归属母公司净利润  | 307   | 356   | 412   | 481   |
| 净利润同比(%)  | 12%   | 16%   | 16%   | 17%   |
| 毛利率(%)    | 77.0% | 77.9% | 78.6% | 79.4% |
| ROE(%)    | 17.3% | 18.9% | 18.8% | 19.0% |
| 每股收益(元)   | 0.68  | 0.78  | 0.91  | 1.06  |
| P/E       | 41.08 | 35.45 | 30.63 | 26.24 |
| P/B       | 7.12  | 6.72  | 5.75  | 4.99  |
| EV/EBITDA | 29    | 25    | 22    | 19    |

## 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

## 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。