

## 东阿阿胶 ( 000423 ) 2012 年季报点评: 一切趋于正常

行业分类: 中药

2012 年 10 月 24 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	51.90
当前股价 ( 12.10.23 )	40.78

### 基础数据

上证指数	2114.45
总股本 ( 亿 )	6.54
流通 A 股 ( 亿 )	6.54
流通 B 股 ( 亿 )	0
流通 A 股市值 ( 亿 )	266.70
每股净资产 ( 元 )	6.05
ROE ( 2012Q3 )	18.68
资产负债率	15.96
动态市盈率	23.57
市净率	6.74

### 近一年行业指数与上证综指走势对比



### 事件回顾:

公司公布 2012 年三季度报告, 1-9 月公司累计实现营业收入 18.61 亿元, 同比下降 0.11%; 归属上市公司股东的净利润 7.39 亿元, 较去年同期增长 20.54%; 基本每股收益为 1.13 元, 同比增长幅度为 20.54%; 扣除上半年业绩的影响, 公司 7-9 月销售收入和归属上市公司股东的净利润分别为 7.12 亿元和 2.73 亿元, 分别较去年同期增长 22.16% 和 66.98%。

### 投资要点:

**阿胶块恢复发货, 业绩大幅上涨:** 公司今年 5 月份起主动控制阿胶块产品的发货, 其目的在于消化渠道及终端存货、加强营销体系管理和产品价格管控, 这一举措直接压制了公司中期业绩的释放, 使得上半年业绩增长低于市场预期; 3 季度随着阿胶产品销售旺季的到来以及渠道库存水平趋于合理, 公司逐步恢复阿胶块的正常发货, 从而带动单季度业绩大幅上涨, 3 季度公司营业收入和净利润分别同比增长 22.16% 和 64.88%; 此外, 得益于高毛利产品销售增长强劲, 3 季度公司整体销售毛利率为 71.20%, 环比提升 5.12 个百分点。

**营销趋于正常, 财务指标将逐步调整:** 3 季度末, 公司存货量较年中下降 2480 万元, 与此同时, 受回款政策变动的影 响, 期末应收票据和应收账款分别为 4.59 亿元和 1.65 亿元, 同比增长幅度为 693.65% 和 194.64%, 导致经营性现金流较去年同期下降明显 ( 同比下降 89.26% ); 我们认为未来随着公司营销活动趋于正常化, 各项财务指标将会逐步到修正调整, 现金流状况也将会同 步得到改善。

**提价预期尚存, 全年业绩无忧:** 公司具有强势的品牌影响力, 3 季度末公司预收款项为 1.89 亿元, 同比增长 143.75%; 本次渠道清理完成后, 公司针对营销渠道的管控进一步加强、产品价格体系更加稳定, 这为阿胶系列产品的继续提价奠定了基础, 预计未来公司“小步快跑”式提价方式仍将会持续, 有望持续改善公司的经营状况; 阿胶浆和衍生品系列产品增长迅速, 成为公司业绩增长的重要驱动因素, 预计随着 4 季度阿胶销售旺季的来临, 公司阿胶块销量将得到进一步恢复, 进而推动公司全年业绩整体保持平稳增长。

**投资评级:** 公司具有良好的品牌形象和较强的产品定价能力, 未来阿胶系列产品还存在价格上调空间, 随着阿胶浆提价各省备案工作的推进以及阿胶衍生品逐渐发力, 公司盈利能力有望进一步提升和改善, 同时也为公司后续持续发展打开成长的新空间, 我们暂维持公司 12-14 年 EPS 为 1.73/2.13/2.51 元, 在当前市场环境下, 公司具备较好的投资价值和安全边际, 因此维持“买入”评级。

**投资风险:** 阿胶浆提价低于预期; 中药材价格变动; 负面新闻影响

联系人: 赵浩然 联系人电话: 0755-83689524  
 联系人邮箱: zhaohao185@hotmail.com

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼  
 公司网址: www.avicsec.com  
 联系电话: 0755-83692635  
 传真: 0755-83688539

图表 1: 东阿阿胶母公司单季度营业收入变动情况



资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 2: 东阿阿胶单季度母公司净利润变动情况



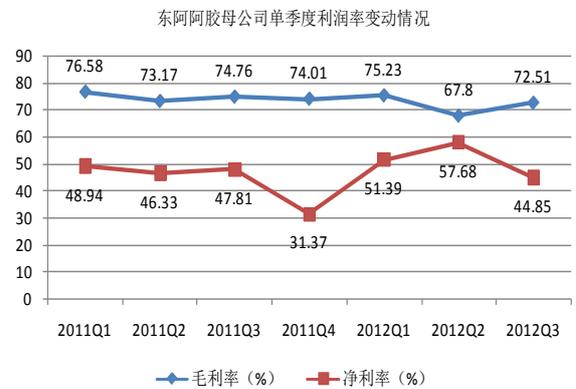
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 3: 东阿阿胶母公司费用率变动情况



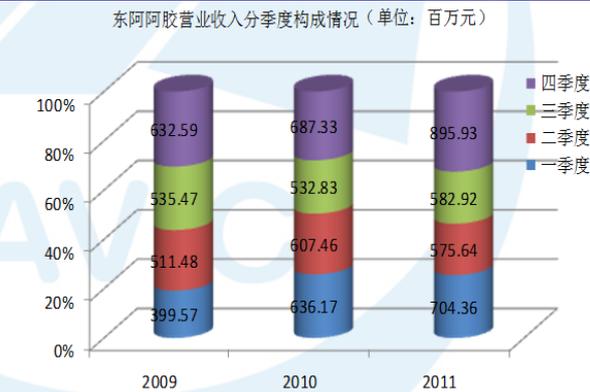
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 4: 东阿阿胶母公司利润率变动情况



资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 5: 东阿阿胶单季度营业收入占比变动情况



资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 6: 东阿阿胶应收账款及存货变动情况



资料来源:wind、中航证券金融研究所

**公司财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	3281	4244	5760	7500	<b>营业收入</b>	2759	3402	3968	4636
现金	1503	2522	3993	5666	营业成本	933	1133	1280	1574
应收账款	56	48	49	44	营业税金及附加	31	33	41	49
其他应收款	19	15	14	12	营业费用	610	732	842	926
预付账款	82	102	122	157	管理费用	231	254	279	306
存货	311	243	269	310	财务费用	-21	-62	-101	-150
其他流动资产	1310	1315	1314	1310	资产减值损失	1	1	1	1
<b>非流动资产</b>	946	893	826	770	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	92	94	87	91	投资净收益	57	57	57	57
固定资产	471	476	453	413	<b>营业利润</b>	1031	1368	1683	1987
无形资产	146	139	132	125	营业外收入	17	9	11	12
其他非流动资产	237	183	155	141	营业外支出	11	5	6	7
<b>资产总计</b>	4226	5137	6587	8270	<b>利润总额</b>	1036	1372	1688	1992
<b>流动负债</b>	685	640	672	683	所得税	166	220	270	319
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	870	1152	1417	1673
应付账款	112	113	115	118	少数股东损益	14	21	24	30
其他流动负债	573	526	557	565	<b>归属母公司净利润</b>	856	1131	1393	1643
<b>非流动负债</b>	66	66	66	66	EBITDA	1057	1363	1643	1900
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.31	1.73	2.13	2.51
其他非流动负债	66	66	66	66					
<b>负债合计</b>	751	706	738	749	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	51	72	97	126	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	654	654	654	654	<b>成长能力</b>				
资本公积	710	710	710	710	营业收入	12.0%	23.3%	16.6%	16.8%
留存收益	2060	2995	4388	6031	营业利润	47.9%	32.7%	23.1%	18.0%
归属母公司股东权益	3424	4359	5752	7395	归属于母公司净利润	47.1%	32.1%	23.2%	17.9%
<b>负债和股东权益</b>	4226	5137	6587	8270	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	66.2%	66.7%	67.8%	66.0%
<b>现金流量表</b>					净利率 (%)	31.0%	33.2%	35.1%	35.4%
					ROE (%)	25.0%	25.9%	24.2%	22.2%
<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	ROIC (%)	57.6%	79.4%	99.5%	115.9%
<b>经营活动现金流</b>	710	1121	1307	1472	<b>偿债能力</b>				
净利润	870	1152	1417	1673	资产负债率 (%)	17.8%	13.7%	11.2%	9.1%
折旧摊销	48	57	61	63	净负债比率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	-21	-62	-101	-150	流动比率	4.79	6.63	8.57	10.98
投资损失	-57	-57	-57	-57	速动比率	4.33	6.25	8.17	10.52
营运资金变动	-165	33	-13	-55	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	35	-1	-1	-2	总资产周转率	0.71	0.73	0.68	0.62
<b>投资活动现金流</b>	-186	55	63	51	应收账款周转率	28	62	77	95
资本支出	224	0	0	0	应付账款周转率	6.11	10.06	11.20	13.50
长期投资	-39	3	-8	4	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现金流	-1	57	56	56	每股收益 (最新摊薄)	1.31	1.73	2.13	2.51
<b>筹资活动现金流</b>	-154	-157	101	150	每股经营现金流 (最新摊薄)	1.09	1.71	2.00	2.25
短期借款	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊薄)	5.24	6.66	8.79	11.31
长期借款	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	31.15	23.58	19.15	16.23
资本公积增加	21	0	0	0	P/B	7.79	6.12	4.64	3.61
其他筹资现金流	-174	-157	101	150	EV/EBITDA	24	18	15	13
<b>现金净增加额</b>	369	1019	1471	1673					

资料来源: 中航证券金融研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。  
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。  
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

张绍坤, SAC执业证书号: S0640511040001, 南开大学经济学硕士, 2007年8月加入中航证券金融研究所, 从事零售行业的研究。

## 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。

### 免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。