



**买入** **30% ↑**  
目标价格: 人民币 56.00

原目标价格: 人民币 66.00

000423.CH

股价: 人民币 43.08

目标价格基础: 30 倍左右 2013 年市盈率

板块评级: 增持

**本报告要点**

- 阿胶浆提价控货导致销售收入增速趋缓。
- 驴皮价格上涨可能影响公司未来的盈利状况。

**主要催化剂/事件**

- 驴皮价格情况明朗
- 复方阿胶浆提价后销量提升

**股价表现**



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	7	(19)	(10)	11
相对新华富时A50指数	11	(13)	(4)	15

发行股数(百万)	654
流通股(%)	77
流通股市值(人民币 百万)	21,655
3个月日均交易额(人民币 百万)	259
净负债比率(%) (2013E)	净现金
主要股东(%)	
华润东阿阿胶有限公司	23

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2013 年 4 月 25 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

制药: 中药

焦作

(8621) 2032 8587

yang.jiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512090002

# 东阿阿胶

## 销售恢复明显, 未来成本上升或超预期

公司 2013 年 1-3 月实现营业收入 9.7 亿元, 同比增长 35.6%, 扣实现归属上市公司净利润 3.8 亿元, 同比上升 15.0%, 实现每股收益 0.586 元, 略低于我们的预期。公司 1-3 月经营活动现金流为-3.2 亿元, 但仅有预付账款的变化有一定异常, 考虑到驴皮价格上涨的原因仍可以接受。由于广东益建低毛利率销售业务纳入合并报表的原因, 公司毛利率大幅降低 10.2 个百分点至 65.1%。考虑到公司的驴皮价格上涨的潜在不利影响, 以及阿胶浆的提价进程慢于我们的预期, 我们下调公司 2013-2015 年的每股收益预测至 1.883、2.313 和 2.968 元, 下调公司目标价至 56.00 元, 相当于 30 倍左右 2013 年市盈率, 仍维持买入评级不变。

**支撑评级的要点**

- 阿胶浆提价前控货影响销售: 尽管公司 1-3 月营业收入同比增长 35.6%, 但我们认为扣除广东益建的影响, 公司阿胶块和复方阿胶浆的增速可在 10% 左右。考虑到预收账款的大幅下降, 我们认为阿胶块的销售较为正常, 阿胶浆的销售额可能有所下滑。由于阿胶浆的提价筹备工作已进入末期, 相应的控货工作造成这种结果并不令人惊讶。
- 驴皮价格上涨可能侵蚀公司盈利: 驴皮作为阿胶的主要原材料, 近年价格一直在上涨, 且近期有加速上涨趋势。综合考虑市场需求和国内驴的出栏量, 我们认为驴皮价格未来有可能继续上涨, 进而损害公司盈利能力。

**评级面临的主要风险**

- 复方阿胶浆提价进度慢于预期。
- 驴皮价格上涨超预期

**估值**

- 我们下调公司 2013-2015 年的每股收益预测至 1.883、2.313 和 2.968 元, 尽管公司 2013 年业绩增速不到 20%, 但基于公司品牌的溢价以及未来业绩的潜在增速, 我们仍给与公司 30 倍左右 2013 年市盈率, 我们将公司目标价由 66.00 元下调至 56.00 元, 但维持**买入**评级不变。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	2,759	3,056	3,858	4,947	6,349
变动(%)	12	11	26	28	28
净利润(人民币 百万)	856	1,040	1,231	1,513	1,941
全面摊薄每股收益(人民币)	1.309	1.590	1.883	2.313	2.968
变动(%)	47	21	18	23	28
先前预测每股收益(人民币)			2.014	2.540	3.175
调整幅度(%)			(7)	(9)	(7)
全面摊薄市盈率(倍)	32.9	27.1	22.9	18.6	14.5
每股现金流量(人民币)	1.085	1.312	1.833	2.276	2.954
价格/每股现金流量(倍)	39.7	32.8	23.5	18.9	14.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.6	22.0	17.5	13.5	9.9
每股股息(人民币)	0.300	0.700	0.753	0.925	1.187
股息率(%)	0.7	1.6	1.7	2.1	2.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 收入高速增长，利润增速缓慢

公司 2013 年 1-3 月实现营业收入 9.7 亿元，同比增长 35.6%，扣实现归属上市公司净利润 3.8 亿元，同比上升 15.0%，实现每股收益 0.586 元，略低于我们的预期。

公司收入的高速增长主要来自新合并子公司广东益建，而代表阿胶块和阿胶浆的母公司销售额增速仅为 10.2%，与公司的净利润增速较为符合。合并子公司广东益建的另一个结果是公司的毛利率大幅下降 10.2 个百分点至 65.1%，不过母公司的阿胶块和阿胶浆产品的综合毛利率仍有小幅提升。

公司 1-3 月经营活动现金流为-3.2 亿元，显著恶化。不过应收项、存货的增幅以及预收款的降幅与往年同期相比未见异常。公司预付账款大幅增长 1.53 亿元，这与往年有很大不同，不过考虑到驴皮价格有上涨趋势，公司希望通过大量预付款锁定驴皮价格，我们认为这种情况仍可以接受，尤其是公司账面仍有超过 25 亿的货币资金。

## 阿胶块销售情况正常，阿胶浆提价前控货影响当期销售

我们估计阿胶块和阿胶浆整体销售额的增速在 10% 左右。

由于公司的预收账款从 2012 年底的 2.37 亿元下降至 0.86 亿元，我们认为阿胶块的实际销售额仍有很好的增长。公司加大促销力度，清理渠道存货，起到了很好的积极作用；竞争对手的提价使得公司产品重获性价比优势，由此导致的消费者回归也巩固了公司阿胶第一品牌的地位。我们预计 2013 年阿胶块的销售增速将在 15-20% 之间，未来阿胶块仍有小幅提价空间，也会保持相近的增速。

参考阿胶块的增长，我们认为阿胶浆的销售额可能出现了一定程度的下滑。考虑到阿胶浆的提价工作已进入尾声，而提价前控货有是此类产品的通行销售策略，因此我们认为阿胶浆的销售额下滑并不值得担忧。提价工作完成后销售额自然会恢复到正常水平，而之前清理的渠道也会有一个补库存的过程。我们预计 2013 年阿胶浆仍会有 30% 左右的增长，未来 3 年增速可能会有小幅提升。

## 驴皮价格上涨或将侵蚀公司盈利

过去几年驴皮价格一直有所上升，截至 2012 年底干驴皮价格约为 80 元/kg，较 2011 年的均价 40 元/kg 有较大涨幅。过去公司可以通过阿胶块较大幅度的提价覆盖驴皮成本，但从目前的情况来看，未来阿胶块大幅提价的可能性较小，一般性提价可能无法完全对冲驴皮价格的上升。考虑到目前驴的存栏量和出栏量与历史最高水平仍有差距，驴皮供应仍较为有限，未来驴皮价格有进一步上涨的可能，我们认为短期内公司盈利能力由于驴皮价格上涨受到侵蚀的概率较大。

## 风险因素

复方阿胶浆提价进度慢于预期。

驴皮价格上涨超预期。

### 下调盈利预测，维持买入评级

基于对驴皮价格持续上涨的担忧，我们下调公司 2013-2015 年的每股收益预测至 1.883、2.313 和 2.968 元。尽管公司 2013 年业绩增速不到 20%，但未来 3 年公司净利润复合增速仍超过 23%。由于公司在阿胶领域第一品牌的地位并未受到动摇，我们认为公司的品牌可以享受估值溢价。我们给予公司 30 倍左右 2013 年市盈率，下调公司目标价至 56.00 元，但维持**买入**评级不变。

**图表 1. 2013 年第 1 季度业绩摘要**

(人民币, 百万)	201 年 1 季度	2013 年 1 季度	同比变动(%)
营业收入	713.8	967.7	35.6
营业成本	(176.3)	(337.6)	91.4
营业税	(9.0)	(8.5)	(5.0)
毛利润	528.5	621.6	17.6
销售费用	(114.1)	(144.7)	26.8
管理费用	(44.6)	(45.1)	1.2
营业利润	369.8	431.8	16.8
资产减值损失	0.0	(0.8)	-
投资收益	25.0	9.8	(60.7)
财务费用	2.7	14.8	439.4
营业外收入	0.5	3.6	691.1
营业外支出	(0.4)	(0.8)	107.5
税前利润	397.7	458.4	15.3
所得税	(61.1)	(70.8)	15.8
少数股东权益	(3.4)	(4.4)	31.0
归属上市公司股东净利润	333.2	383.2	15.0
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	75.3	65.1	
经营利润率	51.8	44.6	
净利率	47.1	40.0	

资料来源：公司数据

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	2,759	3,056	3,858	4,947	6,349
销售成本	(933)	(805)	(1,146)	(1,570)	(2,036)
经营费用	(826)	(1,095)	(1,294)	(1,611)	(2,031)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>999</b>	<b>1,156</b>	<b>1,419</b>	<b>1,765</b>	<b>2,283</b>
折旧及摊销	(47)	(55)	(69)	(82)	(91)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>953</b>	<b>1,101</b>	<b>1,350</b>	<b>1,684</b>	<b>2,192</b>
净利息收入/(费用)	21	22	24	26	29
其他收益/(损失)	56	110	100	100	100
<b>税前利润</b>	<b>1,036</b>	<b>1,245</b>	<b>1,473</b>	<b>1,810</b>	<b>2,320</b>
所得税	(166)	(191)	(226)	(278)	(356)
少数股东权益	(14)	(13)	(16)	(19)	(23)
<b>净利润</b>	<b>856</b>	<b>1,040</b>	<b>1,231</b>	<b>1,513</b>	<b>1,941</b>
<b>核心净利润</b>	<b>810</b>	<b>938</b>	<b>1,231</b>	<b>1,513</b>	<b>1,941</b>
每股收益(人民币)	1.31	1.59	1.88	2.31	2.97
核心每股收益(人民币)	1.24	1.43	1.88	2.31	2.97
每股股息(人民币)	0.30	0.70	0.75	0.93	1.19
收入增长(%)	12	11	26	28	28
息税前利润增长(%)	48	16	23	25	30
息税折旧前利润增长(%)	45	16	23	24	29
每股收益增长(%)	47	21	18	23	28
核心每股收益增长(%)	49	16	31	23	28

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	1,036	1,245	1,473	1,810	2,320
折旧与摊销	47	55	69	82	91
净利息费用	(21)	(22)	(24)	(26)	(29)
运营资本变动	(160)	(141)	6	1	5
税金	(166)	(191)	(226)	(278)	(356)
其他经营现金流	(26)	(88)	(100)	(100)	(100)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>710</b>	<b>858</b>	<b>1,199</b>	<b>1,489</b>	<b>1,932</b>
购买固定资产净值	(224)	(281)	(210)	(160)	(160)
投资减少/增加	7	2	0	0	0
其他投资现金流	30	824	93	100	100
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(186)</b>	<b>545</b>	<b>(117)</b>	<b>(60)</b>	<b>(60)</b>
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(196)	(196)	(458)	(492)	(605)
其他融资现金流	43	(22)	24	26	29
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(154)</b>	<b>(218)</b>	<b>(434)</b>	<b>(466)</b>	<b>(576)</b>
现金变动	370	1,185	648	963	1,295
期初现金	1,133	1,503	2,688	3,335	4,298
公司自由现金流	523	1,403	1,106	1,455	1,901
权益自由现金流	572	1,403	1,106	1,455	1,901

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1,503	2,688	3,335	4,298	5,593
应收帐款	133	352	368	385	404
库存	311	401	441	485	534
其他流动资产	1,334	729	737	747	757
<b>流动资产总计</b>	<b>3,281</b>	<b>4,169</b>	<b>4,881</b>	<b>5,915</b>	<b>7,288</b>
固定资产	582	809	950	1,028	1,096
无形资产	147	152	160	160	160
其他长期资产	217	195	195	195	195
<b>长期资产总计</b>	<b>946</b>	<b>1,156</b>	<b>1,304</b>	<b>1,383</b>	<b>1,452</b>
<b>总资产</b>	<b>4,226</b>	<b>5,326</b>	<b>6,185</b>	<b>7,297</b>	<b>8,739</b>
应付帐款	397	470	504	545	595
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	288	463	491	522	556
<b>流动负债总计</b>	<b>685</b>	<b>933</b>	<b>995</b>	<b>1,067</b>	<b>1,150</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	66	82	90	90	90
股本	654	654	654	654	654
储备	2,770	3,593	4,366	5,387	6,723
<b>股东权益</b>	<b>3,424</b>	<b>4,247</b>	<b>5,020</b>	<b>6,041</b>	<b>7,377</b>
少数股东权益	51	65	81	100	123
<b>总负债及权益</b>	<b>4,226</b>	<b>5,326</b>	<b>6,185</b>	<b>7,297</b>	<b>8,739</b>
每股帐面价值(人民币)	5.2	6.5	7.7	9.2	11.3
每股有形资产(人民币)	5.0	6.3	7.4	9.0	11.0
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.3)	(4.1)	(5.1)	(6.6)	(8.6)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	36.2	37.8	36.8	35.7	36.0
息税前利润率(%)	34.5	36.0	35.0	34.0	34.5
税前利润率(%)	37.6	40.7	38.2	36.6	36.5
净利率(%)	31.0	34.0	31.9	30.6	30.6
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	4.8	4.5	4.9	5.5	6.3
利息覆盖率(倍)	254.7	1,508.4	1,848.8	2,306.8	3,002.2
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	4.3	4.0	4.5	5.1	5.9
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	32.9	27.1	22.9	18.6	14.5
核心业务市盈率(倍)	34.8	30.0	22.9	18.6	14.5
目标价对应核心业务市	45.2	39.0	29.7	24.2	18.9
盈率(倍)					
市净率(倍)	8.2	6.6	5.6	4.7	3.8
价格/现金流(倍)	39.7	32.8	23.5	18.9	14.6
企业价值/息税折旧前利	26.6	22.0	17.5	13.5	9.9
润(倍)					
<b>周转率</b>					
存货周转天数	98.7	161.3	134.1	107.6	91.3
应收帐款周转天数	22.3	29.0	34.0	27.8	22.7
应付帐款周转天数	28.6	35.7	41.3	36.8	32.9
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	22.9	44.0	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	27.8	27.1	26.6	27.4	28.9
资产收益率(%)	22.2	22.1	21.7	22.7	24.5
已运用资本收益率(%)	31.1	28.9	29.2	30.4	32.6

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10% 以上；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10% 区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10% 以上；
- 未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371