东阿阿胶(000423)

业绩恢复增长，价值明显低估

收盘价(元): 42.31

目标价(元):

投资评级：买入(持续)

医药及生物制品组

分析师：林兴秋

执业证书编号：S0290513070001

邮箱：linxingqiu@zszq.com

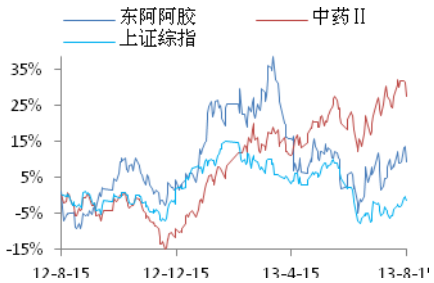
联系人：殷越

电话：021-61681566

公司基本数据

总股本(万股)	65402.15
流通 A 股/B 股(万股)	65378.50/0.00
资产负债率(%)	13.53
每股净资产(元)	7.08
市净率(倍)	5.98
净资产收益率(加权)	8.63
12 个月内最高/最低价	53.92/33.81

股价走势图



相关研究报告

◎事项：

公司发布了 2013 年半年报。

◎主要观点：

◆**五度分析，业绩增速回升，估值低。**公司实现营业收入 17.53 亿元，比上年同期增长 52.6%，营业利润 6.49 亿元，比同期增长 15.19%，净利润 5.42 亿元，同比增长 16.35%，扣非后净利润为 5.22 亿元，同比增长 22.18%。阿胶及系列产品主营业务收入 13.19 亿元，占公司主营业务收入的 75.36%，毛利率为 71.41%，较去年同期上升 0.62%。今年中报的营业收入高增长和去年同期的负增长有关，去年渠道去库存，今年收入恢复增长。公司目前价值低估，2013 年 PE 为 21.84 倍。

◆**六维分析，政策、股东资源、产品、管理等方面有优势。**政策方面，目前的反商业贿赂对公司没什么影响。公司主要产品是阿胶块、阿胶浆。公司 2012 年收入同比增长 10.77%、利润增长 21.50%，收入增长较前几年有所放缓，主要和福胶、同仁堂特别是福胶的激烈竞争有关。公司决定自 2013 年 7 月 13 日起，上调阿胶出厂价 25%，零售价做相应的调整。公司品牌影响力大，有定价能力。股东资源：华润集团给予商业渠道资源的帮助也有利于公司产品的销售。公司聚焦主流商业渠道和品牌连锁，鼓励经销商分销到终端，以优化与管控相结合的方式，构建良好的可持续发展的增长模式，实现阿胶及阿胶系列产品稳定增长。

◆**盈利预测。**预计 2013-2015 年营业收入分别为 44.31 亿元、57.39 亿元、73.74 亿元，净利润分别为 12.67 亿元、15.55 亿元、19.22 亿元，EPS 分别为 1.94、2.38、2.94，目前价格对应 2013 年 PE 为 21.84 倍。

◆**风险提示。**驴皮价格的上升过快。竞争对手间的价格竞争激烈。

	2011A	2012A	2013Q1	2013E	2014E	2015E
主营收入(百万)	2758.85	3056.07	967.74	4431.31	5738.54	7374.03
同比增速(%)	11.98	10.77	-19.03	45.00	29.50	28.50
净利润(百万)	856.17	1040.22	383.18	1266.92	1554.62	1922.19
同比增速(%)	47.05	21.50	27.14	21.79	22.71	23.64
毛利率(%)	66.17	73.65	65.12	64.50	64.40	64.20
每股盈利(元)	1.31	1.59	0.59	1.94	2.38	2.94
ROE(%)	27.21	26.72	8.15	26.83	26.92	26.59
PE(倍)	33.99	24.46		21.84	17.80	14.40

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	4169.34	4838.36	6385.91	7981.93
现金	2687.60	2999.50	4066.21	5386.57
应收账款	103.68	157.48	171.60	244.25
其它应收款	195.77	0.00	140.32	79.09
预付账款	85.64	128.27	158.42	216.82
存货	400.83	527.40	794.22	1075.11
其他	695.83	1025.70	1055.14	980.09
非流动资产	1156.31	1598.45	1818.18	2188.38
长期投资	118.84	119.01	133.88	147.90
固定资产	522.44	772.80	992.50	1249.78
无形资产	151.66	210.22	261.38	323.92
其他	363.37	496.42	430.42	466.78
资产总计	5325.66	6436.81	8204.09	10170.31
流动负债	932.72	1233.57	1713.39	2054.43
短期借款	0.00	0.00	0.00	27.89
应付账款	170.94	351.09	336.40	560.36
其他	761.79	882.48	1376.99	1466.18
非流动负债	81.73	69.81	72.55	74.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	81.73	69.81	72.55	74.69
负债合计	1014.45	1303.38	1785.94	2129.12
少数股东权益	64.64	77.75	91.27	104.59
归属母公司股东权益	4246.56	5055.67	6326.88	7936.59
负债和股东权益	5325.66	6436.81	8204.09	10170.31

利润表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3056.07	4431.31	5738.54	7374.03
营业成本	805.30	1573.11	2042.92	2639.90
营业税金及附加	41.72	50.92	69.84	91.71
营业费用	774.04	989.56	1334.81	1743.20
管理费用	333.91	409.32	545.84	729.42
财务费用	-21.50	-36.21	-31.41	-34.23
资产减值损失	5.62	7.29	7.41	11.73
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	116.03	71.11	81.51	89.55
营业利润	1233.03	1508.44	1850.65	2281.84
营业外收入	16.67	13.14	15.61	15.14
营业外支出	5.10	6.00	7.45	6.18
利润总额	1244.60	1515.57	1858.81	2290.80
所得税	191.03	235.54	290.67	355.29
净利润	1053.56	1280.03	1568.14	1935.51
少数股东损益	13.34	13.11	13.52	13.32
归属母公司净利润	1040.22	1266.92	1554.62	1922.19
EBITDA	1228.19	1501.99	1853.41	2276.91
EPS（元）	1.59	1.94	2.38	2.94

现金流量表

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	858.04	1196.40	1554.63	1973.64
净利润	1053.56	1280.03	1568.14	1935.51
折旧摊销	64.23	71.73	100.59	127.07
财务费用	-21.50	-36.21	-31.41	-34.23
投资损失	-116.03	-71.11	-81.51	-89.55
营运资金变动	543.80	-56.27	-1.03	37.49
其它	-666.01	8.24	-0.14	-2.65
投资活动现金流	545.28	-449.53	-238.27	-405.82
资本支出	223.26	321.84	271.68	351.68
长期投资	-40.35	139.00	-55.23	14.47
其他	728.19	11.31	-21.82	-39.66
筹资活动现金流	-218.29	-434.97	-249.66	-275.35
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-218.29	-434.97	-249.66	-275.35
现金净增加额	1185.04	311.90	1066.71	1292.47

主要财务比率

	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	10.77%	45.00%	29.50%	28.50%
营业利润	19.65%	22.34%	22.69%	23.30%
归属母公司净利润	21.50%	21.79%	22.71%	23.64%
获利能力				
毛利率	73.65%	64.50%	64.40%	64.20%
净利率	34.47%	28.89%	27.33%	26.25%
ROE	26.72%	26.83%	26.92%	26.59%
ROIC	22.76%	23.60%	23.13%	22.61%
偿债能力				
资产负债率	19.05%	20.25%	21.77%	20.93%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.35%
流动比率	4.47	3.92	3.73	3.89
速动比率	4.04	3.49	3.26	3.36
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.75	0.78	0.80
应收帐款周转率	0.03	0.04	0.03	0.03
应付帐款周转率	5.69	6.03	5.94	5.89
每股指标(元)				
每股收益	1.59	1.94	2.38	2.94
每股经营现金	1.31	1.83	2.38	3.02
每股净资产	6.59	7.85	9.81	12.29
估值比率				
P/E	24.46	21.84	17.80	14.40
P/B	5.99	5.47	4.37	3.49
EV/EBITDA	18.65	16.52	12.82	9.88

资料来源：港澳资讯、中山证券研究所

分析师介绍

林兴秋：林兴秋 医药生物行业高级研究员，浙江大学细胞生物学硕士，从事临床医师、新药研发等医药实业工作 6 年，具有执业医师资格证书。2010 年开始医药生物行业研究，3 年证券从业经历。2013 年加入中山证券。

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告列明的日期后3个月内，以行业股票指数相对同期市场基准指数（中证800指数）收益率的预期表现为标准，区分为以下四级：

强于大市　：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在5%以上；

同步大市　：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%～5%之间波动；

弱于大市　：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级　　：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告列明的发布日期后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：强于行业指数15%以上；

持有：强于行业指数5%～15%；

中性：相对于行业指数表现在-5%～5%之间；

卖出：弱于行业指数5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

要求披露

本报告由中山证券有限责任公司（简称“中山证券”或者“本公司”）研究所编制。中山证券有限责任公司是经监管部门批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

机构业务部咨询经理		
上海	**北京**	**深圳**
殷越		
021-61681566		

风险提示及免责声明:

★ 市场有风险，投资须谨慎。本报告提及的证券、金融工具的价格、价值及收入均有可能下跌，以往的表现不应作为日后表现的暗示或担保。您有可能无法全额取回已投资的金额。

★ 本报告无意针对或者打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

★ 本报告是机密的，仅供本公司的个人或者机构客户（简称客户）参考使用，不是或者不应当视为出售、购买或者认购证券或其他金融工具的要约或者要约邀请。本公司不因收件人收到本报告而视其为本公司的客户，如收件人并非本公司客户，请及时退回并删除。若本公司之外的机构发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，本公司及本公司雇员不为前述机构之客户因使用本报告或者报告载明的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。

★ 任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等都只是研究观点的简要沟通，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

★ 本报告基于已公开的资料或信息撰写，但是本公司不保证该资料及信息的准确性、完整性，我公司将随时补充、更新和修订有关资料和信息，但是不保证及时公开发布。本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告列明的发布日期当日的判断，本公司可以在不发出通知的情况下做出更改。本报告所包含的分析基于各种假设和标准，不同的假设和标准、采用不同的观点或分析方法可能导致分析结果出现重大的不同。本公司的销售人员、交易人员或者其他专业人员、其他业务部门也可能给出不同或者相反的意见。

★ 本报告可能附带其他网站的地址或者超级链接，对于可能涉及的地址或超级链接，除本公司官方网站外，本公司不对其内容负责，客户需自行承担浏览这些网站的费用及风险。

★ 本公司或关联机构可能会持有本报告所提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能已经、正在或者争取向这些公司提供投资银行业务等各类服务。在法律许可的情况下，本公司的董事或者雇员可能担任本报告所提及公司的董事。撰写本报告的分析师的薪酬不是基于本公司个别投行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。因此，客户应当充分注意，本公司可能存在对报告客观性产生影响的利益冲突。

★ 在任何情况下，本报告中的信息或者所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，任何人不应当将本报告作为做出投资决策的惟一因素。投资者应当自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不就本报告的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。除法律强制性规定必须承担的责任外，本公司及雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

★ 本报告版权归本公司所有，保留一切权利。除非另有规定外，本报告的所有材料的版权均属本公司所有。未经本公司事前书面授权，任何组织或个人不得以任何方式发送、转载、复制、修改本报告及其所包含的材料、内容。所有于本报告中使用的商标、服务标识及标识均为本公司所有。