

中航证券金融研究所

张绍坤 证券执业证书号：S0640511040001

赵浩然 证券执业证书号：S0640513070002

电话：0755-83689524

邮箱：zhaohao2011@gmail.com

东阿阿胶（000423）2013 年三季度报点评： 盈利能力提升，增长预期明确

行业分类：医药生物

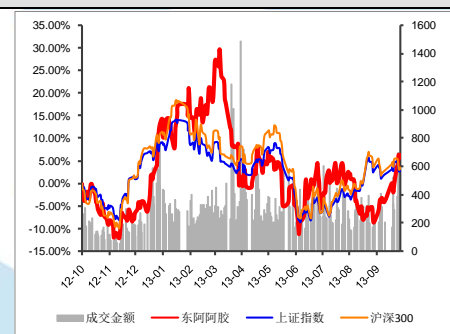
2013 年 10 月 19 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	
当前股价（13.10.19）	44.78

基础数据

上证指数	2193.78
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）	292.87
每股净资产（元）	7.11
ROE（2013Q3）	18.51%
资产负债率	17.75%
动态市盈率	22.60
市净率	5.76

近一年公司指数与上证综指走势对比



事件回顾：

公司公布 2013 年三季度报告：1-9 月公司累计实现营业收入 28.52 亿元，同比增长 53.24%；归属上市公司股东的净利润 8.61 亿元，较去年同期增长 16.47%；基本每股收益为 1.32 元，同比增长幅度为 16.47%；扣除上半年业绩的影响，公司 7-9 月实现营业收入和归属上市公司股东的净利润分别为 10.99 亿元和 3.18 亿元，分别较去年同期增长 54.27%和 16.69%。

投资要点：

收入延续高增长，母公司业绩增速加快：3 季度，在自身销售规模扩大、新增医药商业业务合并报表的共同驱动下，公司实现营业收入 10.99 亿元，同比增长 54.27%，延续了上半年以来的高增长趋势；其中母公司方面，7-9 月累计实现营业收入 7.82 亿元，同比增长 35.06%，净利润 3.85 亿元，同比增长 48.17%，利润增速较 1、2 季度提升明显，成为报告期内上市公司业绩增长的主要推动力。

提价因素逐步呈现，有效缓解成本压力：7 月份，公司公告为了应对原料驴皮价格上涨，上调阿胶出厂价 25%，提价因素逐步在 3 季度逐步显现，单季度公司整体毛利率为 65.51%，环比提升 8.71 个百分点，盈利能力有所提升；单就母公司的情况来看，当季毛利率为 67.86%，同比增加了 5.34%，提价有效缓解了原料成本上涨带来的经营压力。

期间费用上升过快，4 季度控制难言乐观：受加大市场开拓以及研发费用、薪酬等项目增加等因素的影响，公司前 3 季度销售费用、管理费用分别为 5.42 和 2.49 亿元，同比增长 48.91%、66.22%，期间费用过快增长在一定程度上侵蚀公司利润；从历年情况来看，3、4 季度一般是公司全年营销推广的重点，特别是今年产品价格调整后，我们预计公司为了维护渠道秩序、防止客户流失，4 季度市场费用等投入仍将持续加大，因此费用控制难言乐观。

阿胶资源稀缺依旧，未来仍存在调价预期：3 季度末，公司预付账款 3.39 亿元，较去年同期增加 409.36%，公司解释为预付驴皮及中药材款增加所致；与此同时，公司预收款项约为 2.37 亿元，同比增长 25.54%，显示了上游驴皮资源稀缺性依旧，而下游阿胶市场需求则持续旺盛，在这种情况下，我们认为公司阿胶产品未来仍存在有调价预期。

投资评级：

我们认为，虽然公司今年期间费用同比增长较快，但盈利能力的提升有望促使其保持稳定的盈利水平，因此暂维持公司 13-15 年 EPS 分别为 1.98/2.43/2.91 元，对应的动态市盈率分别为 23、18、15 倍；公司品牌形象良好、终端控制能力较强，未来阿胶系列仍存在有提价空间，增长预期明确，在当前 A 股市场环境，具备较好的防御特性，维持其“买入”评级。

投资风险：

负面报道影响；原材料价格变动；市场推广风险。

股市有风险 入市须谨慎

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

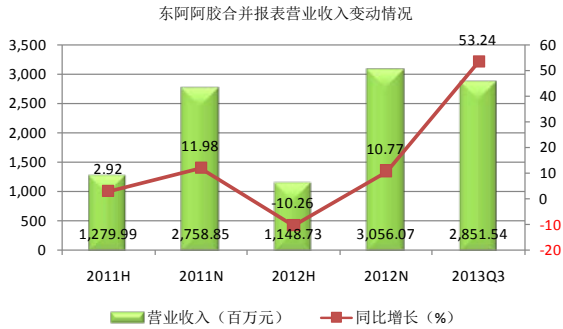
联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

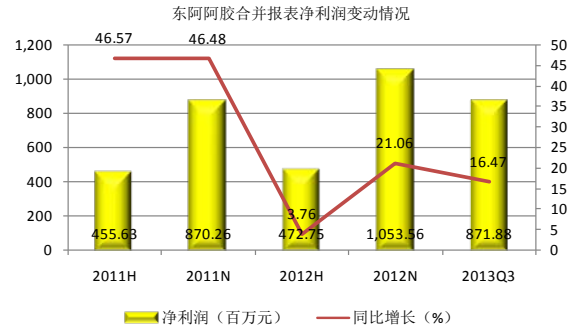
传真：0755-83688539

图表 1: 东阿阿胶营业收入变动情况



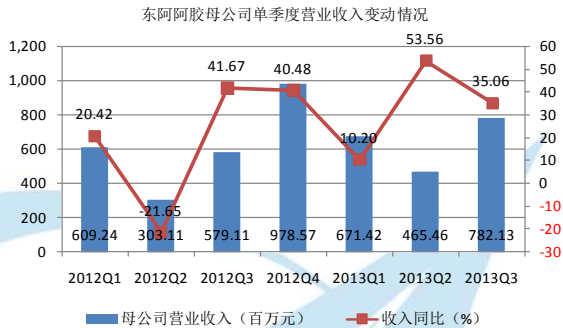
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 2: 东阿阿胶净利润变动情况



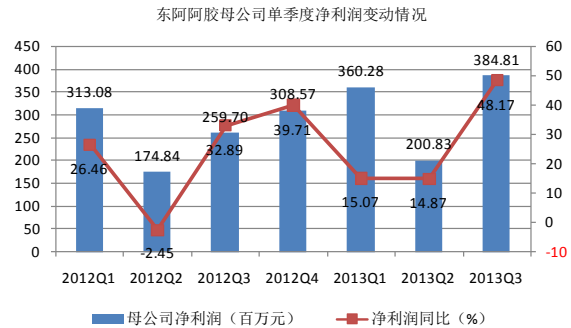
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 3: 东阿阿胶母公司单季度收入变动情况



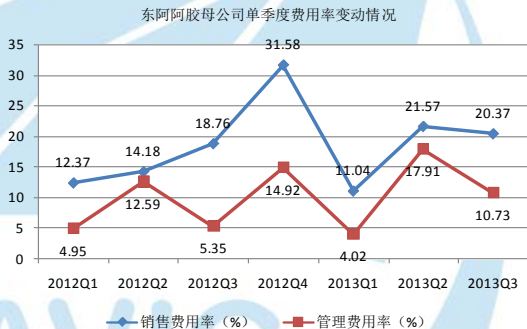
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 4: 东阿阿胶母公司单季度净利润变动情况



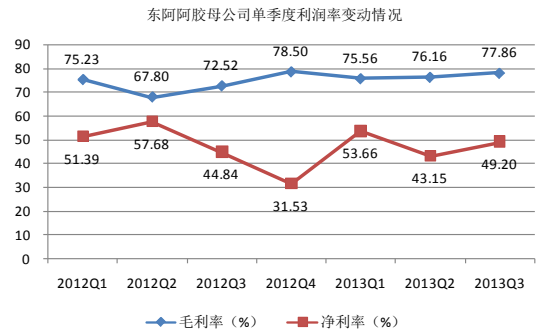
资料来源:公司报告、中航证券金融研究所

图表 5: 东阿阿胶母公司单季度期间费用率变动情况



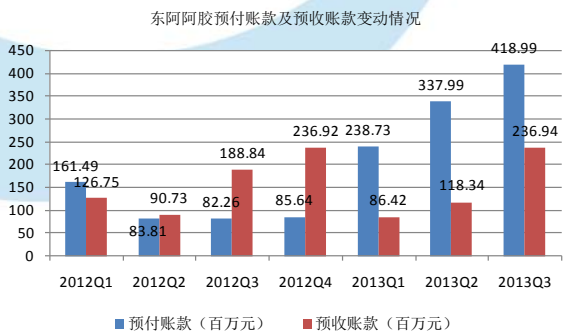
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 6: 东阿阿胶母公司单季度利润率变动情况



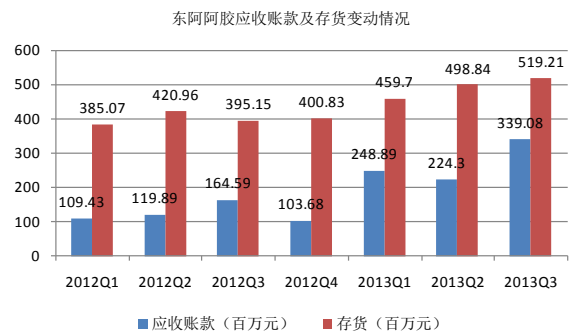
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 7: 东阿阿胶预付及预收账款变动情况



资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 8: 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

图表 9: 盈利预测表

报表预测						
利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	2463.78	2758.85	3056.07	4492.73	5457.32	6494.76
减: 营业成本	1108.87	933.43	805.30	1504.62	1848.94	2276.41
营业税金及附加	23.29	31.37	41.72	51.62	62.71	74.63
营业费用	481.51	610.32	774.04	1083.65	1300.48	1495.74
管理费用	207.26	230.98	333.91	434.00	499.35	548.81
财务费用	-20.86	-21.47	-21.50	-61.21	-82.65	-108.18
资产减值损失	6.66	1.08	5.62	4.45	4.45	4.45
加: 投资收益	39.92	57.40	116.03	50.00	50.00	50.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	696.97	1030.54	1233.03	1525.60	1874.05	2252.90
加: 其他非经营损益	4.08	5.76	11.57	9.44	9.44	9.44
利润总额	701.05	1036.30	1244.60	1535.04	1883.49	2262.34
减: 所得税	106.93	166.04	191.03	222.76	275.02	331.85
净利润	594.12	870.26	1053.56	1312.29	1608.47	1930.49
减: 少数股东损益	11.89	14.09	13.34	16.62	20.37	24.45
归属母公司股东净利润	582.22	856.17	1040.22	1295.67	1588.10	1906.04
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	1019.33	1340.15	2524.58	2915.90	4430.80	5185.38
应收和预付款项	253.51	215.01	437.71	142.64	554.50	274.28
存货	193.76	311.11	400.83	764.14	458.14	857.18
其他流动资产	920.41	1250.04	643.20	643.20	643.20	643.20
长期股权投资	74.41	91.83	118.84	118.84	118.84	118.84
投资性房地产	3.39	3.20	3.06	2.63	2.20	1.77
固定资产和在建工程	484.16	581.64	808.98	749.91	674.84	594.76
无形资产和开发支出	128.72	147.07	152.41	131.29	110.17	89.04
其他非流动资产	351.22	71.39	10.36	5.18	0.00	0.00
资产总计	3428.91	4011.45	5099.97	5473.73	6992.68	7764.45
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	550.19	474.34	707.04	277.36	800.26	366.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	61.34	62.01	81.73	81.73	81.73	81.73
负债合计	611.53	536.35	788.77	359.09	881.98	448.27
股本	654.02	654.02	654.02	654.02	654.02	654.02
资本公积	689.17	709.74	688.55	688.55	688.55	688.55
留存收益	1400.17	2060.04	2903.99	3740.81	4766.49	5997.52
归属母公司股东权益	2743.36	3423.81	4246.56	5083.38	6109.06	7340.09
少数股东权益	74.02	51.30	64.64	81.26	101.64	126.09
股东权益合计	2817.37	3475.11	4311.21	5164.64	6210.70	7466.18
负债和股东权益合计	3428.91	4011.45	5099.97	5523.73	7092.68	7914.45
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	637.21	713.19	858.60	840.94	2036.63	1363.38
投资性现金净流量	-1258.87	-186.49	545.28	-51.97	-41.97	-41.97
筹资性现金净流量	-216.22	-153.69	-218.29	-397.65	-479.76	-566.83
现金流量净额	-838.20	372.93	1185.59	391.32	1514.90	754.58

资料来源: wind、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。