

东阿阿胶（000423）2013 年年度报告点评： 业绩稳定增长，防御特性显现

行业分类：医药生物

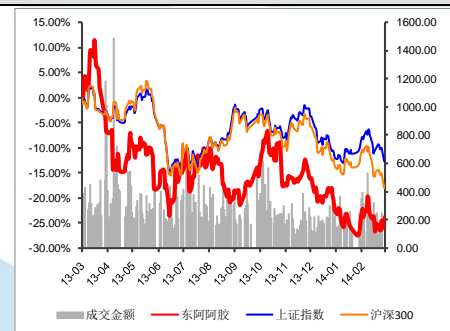
2014 年 03 月 11 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	
当前股价（14.03.11）	37.31

基础数据

上证指数	2001.16
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）	244.01
每股净资产（元）	7.65
ROE（2013N）	24.05%
资产负债率	14.97%
动态市盈率	17.65
动态市净率	3.89

近一年公司指数与上证综指走势对比



资料来源：wind

事件回顾：

公司 2013 年年度报告披露：报告期内公司实现营业收入 40.16 亿元，同比增长幅度为 31.42%；取得营业利润为 14.18 亿元，同比增加 15.00%；归属上市公司股东的净利润为 12.03 亿元，同比增长 15.64%（扣非后为 23.02%）；基本每股收益为 1.84 元，较去年同期增加 15.64%；利润分配预案为：以 2013 年 12 月 31 日的公司总股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 7.00 元（含税）。

投资要点：

并表抬高收入增速，增收不增利现象明显：2013 年，公司累计实现营业收入 40.16 亿元，同比增长 31.42%，远高于此前历年水平；分行业来看，医药工业去年收入 35.04 亿，增速为 17.27%，医药商业收入 5.69 亿，其他业务收入 3.35 亿，同比下滑 14.26%，由此可见商业并表是驱动公司全年收入高速增长的主要原因；而同期公司净利润增速仅为 15.77%，增收不增利的现象较为明显，究其原因为公司医药商业毛利率仅为 9.18%，远低于同期医药工业（64.53%）、其他（41.51%）行业盈利水平。

核心业务增长稳健，毛利率下滑超出预期：报告期内，公司核心业务阿胶及系列产品实现营业收入 33.29 亿元，同比增长 17.86%，显示出较为稳健的增长趋势；但是在原材料价格上涨、低毛利延伸品种业务占比提升等因素的影响下，阿胶业务全年毛利率为 66.20%，较去年同期下滑 4.83%，我们此前一再重申公司具有较强的品牌溢价能力，能够通过持续提价来维持较为稳定的盈利水平，因此对其阿胶系列整体毛利率情况较为乐观，阿胶系列全年毛利率下滑幅度超出我们的判断，这也是公司 13 年实际业绩（1.84 元）低于我们此前预期（1.98 元）的主要原因。

上游资源竞争加剧，阿胶提价预期长期存在：随着阿胶下游市场需求不断扩大、以及上游原材料供应萎靡，再加上国内其他大型制药企业如同仁堂、太极集团等的相继进入，使得行业内对上游优质驴皮资源的争夺逐步加剧，进而带动原料采购成本的持续上涨，公司分别于 13 年 7 月份、14 年 1 月份相继公告为了保持公司可持续发展，上调阿胶出厂价 25% 和 19%，我们判断国内优质驴皮原材料价格仍存在上涨空间，公司在阿胶市场上拥有较强的品牌、网络、技术和标准、价值优势，在其价值回归战略的推动下，未来阿胶仍存在有提价的可能性。

投资评级：

我们根据年报情况，暂调整公司 14-16 年 EPS 分别为 2.11/2.43/2.81 元（原 14、15 年分别为 2.43 和 2.91 元），对应的动态市盈率分别为 18、15、13 倍；我们认为公司主业经营稳健，财务状况良好，目前股价具有较好的业绩支撑，在现阶段弱市环境下具备较好的防御性，因此维持“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

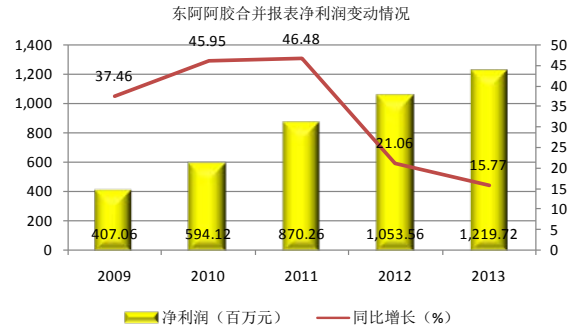
传真：0755-83688539

图表 1: 东阿阿胶营业收入变动情况



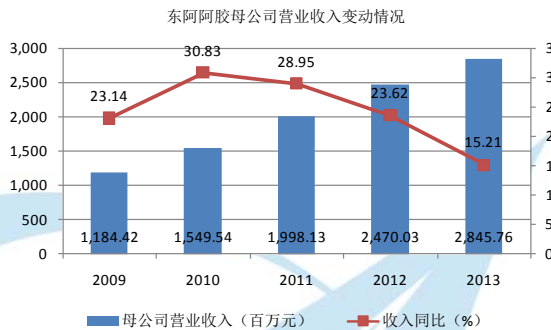
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 2: 东阿阿胶净利润变动情况



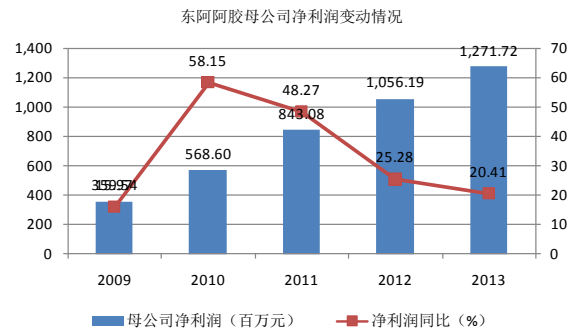
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 3: 东阿阿胶母公司收入变动情况



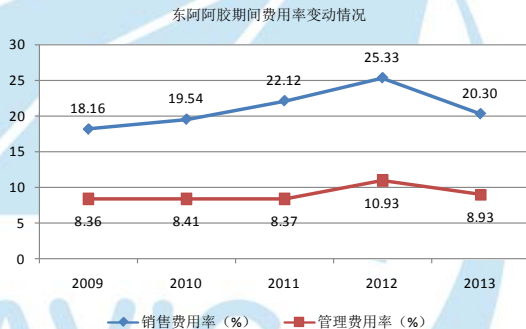
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 4: 东阿阿胶净利润变动情况



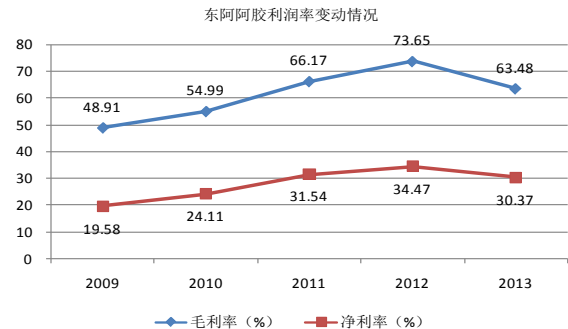
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 5: 东阿阿胶期间费用率变动情况



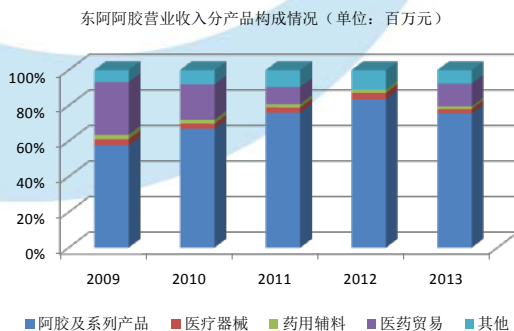
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 6: 东阿阿胶利润率变动情况



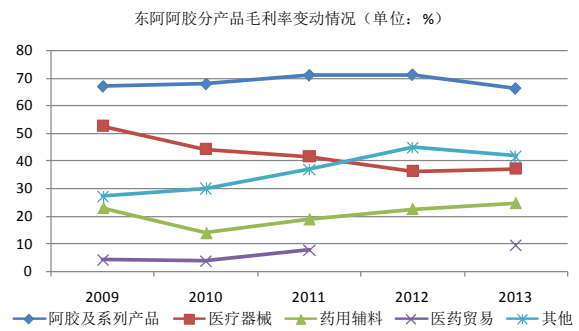
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 7: 东阿阿胶分产品收入构成变动情况



资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 8: 东阿阿胶分产品毛利率变动情况



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	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2758.85	3056.07	4016.30	4753.30	5523.81	6421.98
减: 营业成本	933.43	805.30	1466.56	1831.45	2166.99	2564.30
营业税金及附加	31.37	41.72	45.47	57.58	66.92	77.80
营业费用	610.32	774.04	815.52	938.78	1079.90	1242.01
管理费用	230.98	333.91	358.69	395.00	454.06	522.75
财务费用	-21.47	-21.50	-47.76	-56.88	-80.28	-111.78
资产减值损失	1.08	5.62	5.58	4.09	4.09	4.09
加: 投资收益	57.40	116.03	45.81	45.81	45.81	45.81
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	1030.54	1233.03	1418.05	1629.10	1877.94	2168.63
加: 其他非经营损益	5.76	11.57	19.01	12.11	12.11	12.11
利润总额	1036.30	1244.60	1437.05	1641.21	1890.06	2180.74
减: 所得税	166.04	191.03	217.34	239.31	276.64	320.24
净利润	870.26	1053.56	1219.72	1401.90	1613.42	1860.50
减: 少数股东损益	14.09	13.34	16.84	19.35	22.27	25.68
归属母公司股东净利润	856.17	1040.22	1202.88	1382.54	1591.15	1834.82
资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1340.15	2524.58	2155.58	3154.16	4276.89	6001.99
应收和预付款项	215.01	437.71	530.23	416.50	690.52	604.45
存货	311.11	400.83	551.01	664.35	773.68	928.00
其他流动资产	1250.04	643.20	777.94	777.94	777.94	777.94
长期股权投资	91.83	118.84	121.64	121.64	121.64	121.64
投资性房地产	3.20	3.06	2.92	2.92	2.92	2.92
固定资产和在建工程	581.64	808.98	1203.86	1443.51	1553.16	1442.82
无形资产和开发支出	147.07	152.41	185.42	185.39	185.37	185.34
其他非流动资产	71.39	10.36	337.79	332.89	328.00	328.00
资产总计	4011.45	5099.97	5866.37	7099.31	8710.12	10393.10
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	474.34	707.04	685.00	667.46	832.21	840.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	62.01	81.73	97.09	97.09	97.09	97.09
负债合计	536.35	788.77	782.09	764.54	929.30	937.75
股本	654.02	654.02	654.02	654.02	654.02	654.02
资本公积	709.74	688.55	699.30	699.30	699.30	699.30
留存收益	2060.04	2903.99	3649.07	4926.00	6395.60	8090.25
归属母公司股东权益	3423.81	4246.56	5002.39	6279.32	7748.92	9443.57
少数股东权益	51.30	64.64	81.90	101.25	123.52	149.21
股东权益合计	3475.11	4311.21	5084.28	6380.57	7872.44	9592.78
负债和股东权益合计	4011.45	5099.97	5866.37	7145.12	8801.74	10530.53
现金流量表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	713.19	858.60	880.56	1334.16	1350.39	1739.33
投资性现金净流量	-186.49	545.28	-1199.92	-289.70	-189.70	10.30
筹资性现金净流量	-153.69	-218.29	-452.93	-45.88	-37.95	-24.52
现金流量净额	372.93	1185.59	-772.29	998.58	1122.73	1725.10

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

赵浩然，SAC执业证书号：S0640513070002，南开大学理学学士、天津大学理学硕士，2011年6月加入中航证券金融研究所，从事医药生物行业的研究。

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。