

东阿阿胶（000423）2014 年中期报告点评： 核心业务稳定增长，提价增强盈利能力

行业分类：医药生物

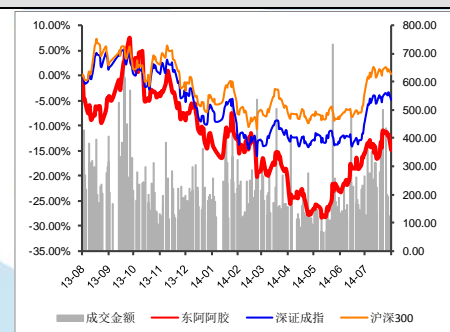
2014 年 08 月 26 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	
当前股价（14.08.27）	35.10

基础数据

上证指数	2207.11
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）	229.56
每股净资产（元）	8.62
ROE（2014H）	11.02%
资产负债率	13.09%
动态市盈率	16.62
动态市净率	3.82

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 2014 年中期报告披露：报告期内公司实现营业收入 17.27 亿元，同比下滑 1.50%；归属上市公司股东的净利润为 6.21 亿元，同比增长 14.63%（扣非后为 8.13%）；基本每股收益为 0.95 元；

投资要点：

商业下滑拖累收入增速，核心阿胶业务增长稳健：报告期内公司累计实现营业收入 17.27 亿元，同比下降 1.50%，分行业来看，医药工业上半年收入 16.63 亿，增速为 11.65%，医药商业收入 0.96 亿，同比下滑 70.41%，其他业务收入 0.92 亿，同比增长 7.80%，由此可见医药商业收入的大幅下滑是带动当期主营业务收入同比下滑的主要原因；同期公司核心业务阿胶及系列产品实现营业收入 16.15 亿元，同比增长 22.41%，保持着较为稳健的增长趋势；

成本压力依然存在，业务构成变化导致综合毛利率提升：近几年，阿胶原材料如驴皮、党参、人参等均持续上涨，造成公司生产成本逐年增加，期间公司采取产品提价、创新采购等多种方式化解成本压力，从报告中可以看出，今年上半年原料成本压力依然存在，公司核心阿胶及系列产品业务毛利率为 65.94%，较去年同期下滑 5.47%；但同期受低毛利商业在业务中所占比重下降的影响所致，公司综合毛利率同比增加 3.68 个百分点，约为 65.07%；

上游重点保障原料供给，下游逐步延伸产品系列：随着阿胶市场竞争加剧，对上游原材料的垄断力度是体现公司核心竞争力的重要组成部分，上半年公司采取国内外并重、构建原料直购网络、开发驴肉产业化等多种措施保障原材料供应；报告期内公司研发投入 6093.12 万元，同比增加 19.70%，通过工艺技术创新，推进产品标准的保护和提升，并完成中药膳食补充剂的工艺和标准开发，延伸产品系列，新品小分子阿胶将会下半年上市销售；

复方阿胶浆打开提价限制，盈利能力有望提高：此前公司的产品提价一直限制在阿胶块领域，但是原料成本的上涨对阿胶块、阿胶浆是一致的，药品价格限制使得公司阿胶浆的成本倒挂现象严重，公司 16 日发布公告，将调整复方阿胶浆最高零售价格，上调幅度不超过 53%，具体视各地区情况确定，出厂价将做相应调整；由于阿胶浆是公司当前第二大品种，在公司营业收入中所占比重约为 20%，本次价格调整无疑将会提高公司整体盈利能力，我们认为复方阿胶浆经过多年的临床应用，在市场上已经形成较好的品牌影响力，此前由于价格因素，公司采取控制发货做法，预计本次价格调整完成后，下半年阿胶浆的市场销售将会趋于正常；

投资评级：

我们根据中期报告情况，暂维持公司 14-16 年 EPS 分别为 2.11/2.43/2.79 元，对应的动态市盈率分别为 17、14、13 倍；我们认为公司主业经营稳健，具有较强的业绩支撑，下半年小分子阿胶上市销售以及阿胶浆提价完成，都将持续增强公司整体盈利能力，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；阿胶浆销售下滑风险。

股市有风险 入市须谨慎

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

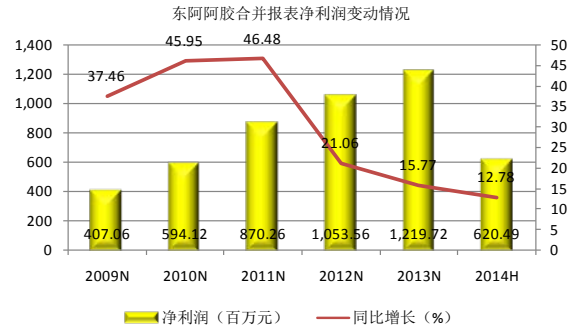
传真：0755-83688539

图表 1: 东阿阿胶营业收入变动情况



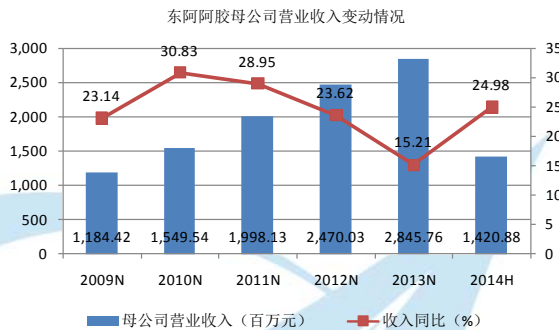
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 2: 东阿阿胶净利润变动情况



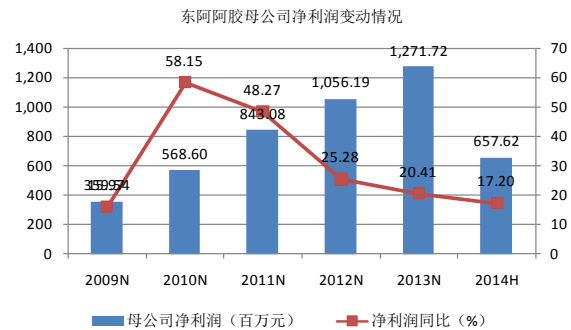
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 3: 东阿阿胶母公司收入变动情况



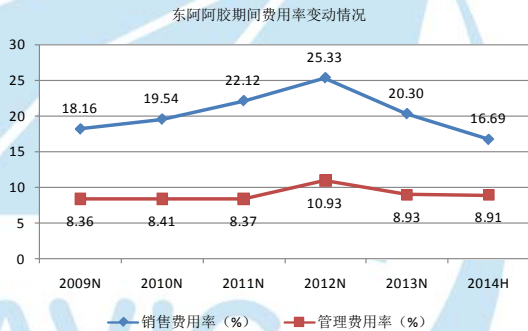
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 4: 东阿阿胶母公司净利润变动情况



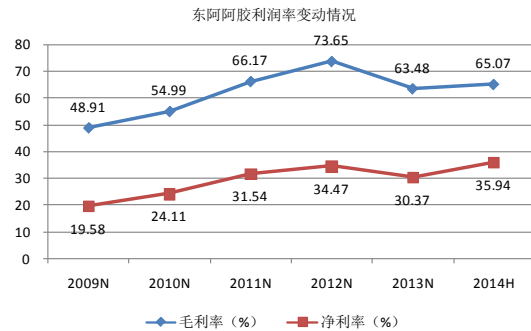
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 5: 东阿阿胶期间费用率变动情况



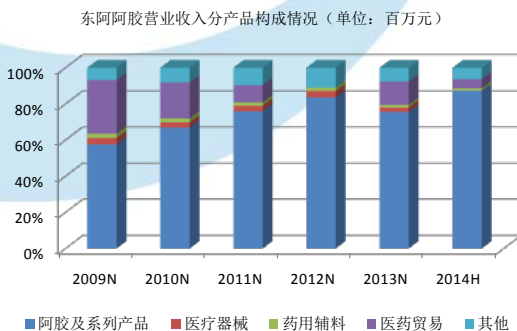
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 6: 东阿阿胶利润率变动情况



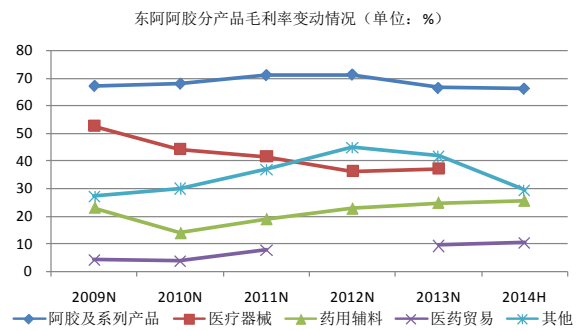
资料来源:wind、中航证券金融研究所

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	-55.34	-75.18	-102.10
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	1627.55	1872.84	2158.95
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	1639.66	1884.95	2171.06
减: 所得税	166.04	191.03	217.34	239.08	275.87	318.79
净利润	870.26	1053.56	1219.72	1400.59	1609.08	1852.27
减: 少数股东损益	14.09	13.34	16.84	19.33	22.21	25.57
归属母公司股东净利润	856.17	1040.22	1202.88	1381.25	1586.87	1826.70
资产负债表	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1340.15	2524.58	2155.58	3016.95	3960.67	5457.65
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	2.48	2.05	1.62
固定资产和在建工程	581.64	808.98	1203.86	1343.14	1352.43	1141.72
无形资产和开发支出	147.07	152.41	185.42	160.10	134.78	109.47
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	6836.01	8141.73	9470.50
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	4662.73	5827.28	7167.84
归属母公司股东权益	3423.81	4246.56	5002.39	6016.05	7180.60	8521.17
少数股东权益	51.30	64.64	81.90	101.23	123.44	149.01
股东权益合计	3475.11	4311.21	5084.28	6117.28	7304.05	8670.18
负债和股东权益合计	4011.45	5099.97	5866.37	6881.82	8233.35	9607.93
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	1460.48	1477.24	1866.87
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	-309.40	-343.81	-380.18
现金流量净额	372.93	1185.59	-772.29	861.37	943.72	1496.98

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。