

收盤價：RMB56.44

目標價：RMB55.32→

醫藥行業

## 東阿阿膠 (000423.SZ)

如預期般溫和增長；維持「中性」評級，目標價人民幣 55.32 元

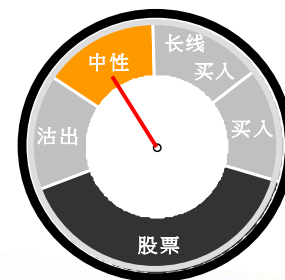


### 財務數據一覽

Y/E 31 Dec	2014	2015	2016E	2017E	2018E
收入 (RMB m)	4,009.0	5,449.7	5,586.4	6,053.6	6,660.0
同比增長(%)	-0.2%	35.9%	2.5%	8.4%	10.0%
股東純利 (RMB m)	1,365.5	1,625.0	1,770.9	1,921.2	2,117.5
每股盈利 (RMB)	2.1	2.5	2.7	2.9	3.2
每股盈利增長 (%)	13.5%	19.0%	9.0%	8.5%	10.2%
市盈率 (x)	27.0	22.7	20.8	19.2	17.4
市賬率 (x)	6.4	5.4	4.6	4.0	3.5
股息率 (%)	1.4%	1.4%	1.8%	2.0%	2.2%

資料來源：公司、交銀國際預測

- **東阿阿膠公佈 2016 年三季度業績。**期內，公司錄得收入人民幣 13.1 億元，同比增長 5.9%；毛利人民幣 8.158 億元，同比增長 6.3%，毛利率為 62.3% (3Q15 毛利率：62.0%)；股東應占溢利為 3.97 億元，同比增長 11.0%。此外，公司錄得銷售費用人民幣 2.879 億元，與去年同期人民幣 2.872 億元持平；行政費用人民幣 1.191 億元，同比增長 27.5%。
- **尚未有提價戰略跡象。**從公司以往的業務表現來看，只有提價才可帶來收入和利潤顯著增長。舉例說，公司從 2010 年至 2015 年將阿膠片的出廠價格提高了約 6 倍。我們認為有關戰略讓東阿阿膠以更高的價格購買驢皮，激勵毛驢養殖業，並協助公司獲得更多市場份額。公司的升級客戶群亦對價格不大敏感，進而促進提價戰略。然而，根據最新信息，東阿阿膠仍對其提價戰略按兵不動，且沒有跡象顯示公司將於今年 11 月/12 月實施這一戰略。若在利好的情景下，東阿阿膠於今年四季度上調阿膠塊的平均售價，分銷商仍需要時間來消耗庫存。因此，我們維持東阿阿膠於 FY2016 只會錄得溫和增長的觀點，並維持我們對 FY2016 的每股盈利預測人民幣 2.7 元不變，同比增長 9.0%。
- **我們繼續認為阿膠行業強者越強的邏輯仍然成立，但提價戰略是關鍵。**由於驢皮供應有限，擁有市場主導地位的公司將受惠於行業整合。我們認為東阿阿膠能夠利用其優勢，包括品牌優勢和充沛的現金來擴充市場份額和鞏固市場地位。然而，提高平均售價是加強市場份額僅有的有效策略。在缺乏提價的證據的情況下，我們認為公司難以獲得高增長。
- **維持「中性」評級，目標價人民幣 55.32 元。**基於三季度業績，我們維持對公司的財務預測。鑒於公司缺乏短期催化劑，特別是提價戰略，我們維持中性評級和目標價人民幣 55.32 元，對應 20.4 倍/18.8 倍 2016/2017 年市盈率。



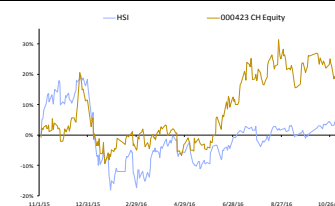
- 東阿阿膠公佈 2016 年三季度業績，利潤僅同比增長 11.0%。
- 提價策略為公司核心增長點，但並沒有於今年三季度出現。我們認為沒有證據或跡象顯示公司將於四季度提價。
- 維持「中性」評級，目標價人民幣 55.32 元。

### 股份資料

52 周高位 (RMB)	63.63
52 周低位 (RMB)	42.38
市值 (RMB m)	36,912.98
發行股數 (百萬)	654.02
日成交量 (百萬)	7.24
1 個月內變化 (%)	-5.14
年初至今變化 (%)	7.92
50 天平均價 (RMB)	58.30
200 天平均價 (RMB)	51.19
14 天強弱指數	38.9

資料來源：公司、Bloomberg

### 個股 1 年走勢圖



資料來源：公司、Bloomberg

**李博**

 David.li@bocomgroup.com  
 電話：(852) 3766 1811

## 公司背景

公司主要從事阿膠類產品的研發、生產製造和銷售，為中國最大的阿膠生產企業，也是阿膠行業的主要標準制定者之一。

### 東阿阿膠 (000423.SZ): 財務報表

#### 損益表 (RMB m)

年結 12 月 31 日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
營業收入	4,009.0	5,449.7	5,586.4	6,053.6	6,660.0
營業成本	(1,381.4)	(1,928.7)	(1,883.0)	(2,016.4)	(2,221.2)
毛利	2,627.6	3,520.9	3,703.4	4,037.3	4,438.8
營業稅金及附加	(48.8)	(64.6)	(67.0)	(72.6)	(79.9)
銷售費用	(751.3)	(1,276.8)	(1,256.9)	(1,404.4)	(1,545.1)
管理費用	(371.5)	(423.2)	(435.9)	(470.7)	(508.4)
財務費用	40.4	17.4	39.6	63.5	89.7
其它	95.7	146.5	115.8	124.1	114.7
營業利潤	1,592.2	1,920.3	2,098.9	2,277.0	2,509.7
營業外收入	30.0	20.8	16.6	18.3	20.1
營業外支出	(8.8)	(13.9)	(11.1)	(12.2)	(13.4)
稅前利潤	1,613.3	1,927.2	2,104.4	2,283.1	2,516.4
稅項	(241.1)	(289.4)	(315.7)	(342.5)	(377.5)
年內利潤	1,372.3	1,637.8	1,788.8	1,940.6	2,138.9
一归属于母公司淨利潤	1,365.5	1,625.0	1,770.9	1,921.2	2,117.5

#### 資產負債表 (RMB m)

年結 12 月 31 日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
可供出售金融資產	70.9	50.4	53.0	55.6	58.4
長期股權投資	74.1	93.6	98.3	103.2	95.0
固定資產	1,326.1	1,363.2	1,631.8	1,558.7	1,492.8
在建工程	136.6	175.9	202.3	182.1	173.0
無形資產	231.4	199.0	189.1	179.6	197.6
遞延所得稅資產	67.6	99.6	104.6	109.8	115.3
其它	126.6	194.2	185.5	177.8	171.2
非流動資產合計	2,033.3	2,176.0	2,464.6	2,366.9	2,303.3
貨幣資金	2,549.8	1,658.6	2,558.9	3,810.0	5,091.4
應收票據	32.1	121.6	60.8	30.4	15.2
應收賬款	116.5	307.7	153.8	76.9	38.5
預付賬款	212.7	300.9	285.8	271.6	258.0
存貨	1,464.3	1,725.5	1,811.7	1,902.3	1,997.5
其它	1,051.2	2,318.8	2,553.2	2,807.4	3,086.8
流動資產合計	5,426.7	6,433.0	7,424.3	8,898.6	10,487.4
遞延收益	75.5	71.0	62.7	56.4	50.8
非流動負債合計	75.5	71.0	62.7	56.4	50.8
應付賬款	235.3	168.0	184.8	203.3	223.6
預收款項	462.2	389.2	447.6	492.4	541.6
應付職工薪酬	94.1	88.2	101.4	111.6	122.7
應交稅費	85.7	97.9	88.1	79.3	71.4
應付股利	25.5	20.0	22.0	24.1	26.6
其它應付款	453.9	611.7	703.4	808.9	930.2
流動負債合計	1,356.8	1,455.0	1,627.4	1,799.7	1,996.2
淨資產	6,027.6	7,083.0	8,198.9	9,409.4	10,743.6
權益	6,027.6	7,083.0	8,198.9	9,409.4	10,743.6

資料來源：公司、交銀國際預測

#### 現金流量表 (RMB m)

年結 12 月 31 日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
經營活動					
銷售商品、提供勞務收到的現金	4,762.0	5,834.7	6,419.0	6,910.9	7,544.0
收到的稅費返還	0.3	0.7	0.0	0.0	0.0
收到其他與經營活動有關的現金	160.8	217.1	182.5	174.2	166.7
經營活動現金流入小計	4,923.0	6,052.5	6,601.5	7,085.0	7,710.7
購買商品、勞務支付的現金	(2,334.3)	(2,496.4)	(2,841.6)	(3,157.1)	(3,521.2)
支付給職工的現金	(338.6)	(378.7)	(422.6)	(460.6)	(497.3)
支付各項稅費	(750.3)	(903.3)	(847.5)	(879.1)	(920.8)
支付其他與經營活動有關的現金	(842.7)	(1,296.5)	137.2	27.1	(32.2)
經營活動現金流出小計	(4,265.9)	(5,074.9)	(3,974.5)	(4,469.8)	(4,971.4)
營運活動現金淨額	657.1	977.6	2,627.0	2,615.3	2,739.3
投資活動					
收回投資現金	2,472.0	3,546.6	2,188.1	2,198.3	2,191.0
取得投資收益收到的現金	108.3	78.9	(7.2)	(7.6)	5.5
其它	1.8	27.3	11.8	11.0	(17.4)
投資活動現金流入小計	2,582.2	3,652.8	2,192.7	2,201.7	2,179.1
構建固定資產、無形資產和其它長期資產支付的現金	(275.7)	(284.3)	(677.6)	(281.2)	(292.5)
投資支付的現金	(1,906.0)	(4,762.4)	(2,561.3)	(2,562.3)	(2,563.5)
其它	0.7	(6.6)	0.0	0.0	0.0
投資活動現金流出小計	(2,181.0)	(5,053.3)	(3,238.8)	(2,843.5)	(2,856.1)
投資活動現金淨額	401.2	(1,400.4)	(1,046.1)	(641.8)	(677.0)
籌資活動					
籌資活動現金流入小計	138.5	87.4	91.7	105.5	121.3
籌資活動現金流出小計	(560.5)	(556.0)	(770.9)	(827.9)	(902.2)
籌資活動現金淨額	(422.0)	(468.6)	(679.2)	(722.3)	(780.9)
年內現金及其等價物增加淨額	636.3	(891.4)	901.7	1,251.1	1,281.4
年初現金及現金等價物	1,913.8	2,549.8	1,658.6	2,558.9	3,810.0
匯率變動	(0.3)	0.1	(1.3)	-	-
年終現金及現金等價物	2,549.8	1,658.6	2,558.9	3,810.0	5,091.4

#### 財務比率

年結 12 月 31 日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
增長率					
收入	-0.2%	35.9%	2.5%	8.4%	10.0%
毛利	3.1%	34.0%	5.2%	9.0%	9.9%
股東純利	13.5%	19.0%	9.0%	8.5%	10.2%
毛利率	65.5%	64.6%	66.3%	66.7%	66.6%
淨利率	34.1%	29.8%	31.7%	31.7%	31.8%
流動比率	399.9%	442.1%	456.2%	494.5%	525.4%
ROA	18.3%	18.9%	17.9%	17.1%	16.6%
ROE	22.7%	22.9%	21.6%	20.4%	19.7%

## 交銀國際

 上環皇后大道中 181 號新紀元廣場低座 17 樓 1701 室

總機: +852 2297 9888

傳真: +852 2766 3183

[www.bocomgroup.com](http://www.bocomgroup.com)

## 評級定義

## 公司評級

買入: 預期股價於 12 個月內上升超過 20%  
 長線買入: 預期股價於 12 個月以上時間上升超過 20%  
 中性: 預期股價波幅在±20%之間  
 沽出: 預期股價於 12 個月內下跌超過 20%

## 行業評級

領先: 預期行業指數於 12 個月內超過大市漲幅 10%以上  
 同步: 預期行業指數與大市漲幅的差幅在±10%之間  
 落後: 預期行業指數於 12 個月內落後大市漲幅 10%以上

## 研究團隊

## 研究部主管

@bocomgroup.com

鄭子豐 CFA, CPA, CA (852) 3766 1818 raymond.cheng

## 銀行/網絡新金融

李珊珊 CFA (86) 10 8800 9788 - 8058 lishanshan  
 萬麗 CFA (86) 10 8800 9788 - 8051 wanli  
 韓嘉楠 (86) 10 8800 9788 - 8055 hannah.han

## 消費

王惟穎 CFA (852) 3766 1808 summer.wang

## 環保服務

鄭民康 (852) 3766 1810 wallace.cheng

## 文旅博彩

劉雅瀚 CFA, FRM (852) 3766 1807 alfred.lau

## 醫藥生物

李博 (852) 3766 1811 david.li

## 保險及證券

李珊珊 CFA (86) 10 8800 9788 - 8058 lishanshan  
 萬麗 CFA (86) 10 8800 9788 - 8051 wanli  
 張雨璿 (852) 3766 1850 yufan.zhang

## 互聯網

馬原 PhD (86) 10 8800 9788 - 8039 yuan.ma  
 毅馨瑜 CPA (86) 10 8800 9788 - 8045 conniegu  
 孫夢琪 (86) 10 8800 9788 - 8048 mengqi.sun

## 建材及工業(中盤)

陳慶 (852) 3766 1805 angus.chan

## 研究部主管/策略

@bocomgroup.com

洪灝 CFA (852) 3766 1802 hao.hong

## 策略

譚淳 (852) 3766 1825 karen.tan

## 油氣/燃氣

劉旭彤 (852) 3766 1806 xutong.liu

## 房地產

劉雅瀚 CFA, FRM (852) 3766 1807 alfred.lau  
 謝聯聰 CFA, FRM (852) 3766 1815 philip.tse  
 過璐璐 (852) 3766 1830 luella.guo

## 新能源

孫勝權 (86) 21 6065 3606 louis.sun

## 科技

嚴司政 (852) 3766 1803 christopher.yim

## 交通運輸及工業

鄭碧海 CFA (852) 3766 1809 geoffrey.cheng  
 周雲飛 (852) 3766 1816 fay.zhou

## 汽車

陳慶 (852) 3766 1805 angus.chan

## 分析員披露

本研究報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點并無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們并無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本研究報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則的相關定義】並沒有於發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益，除了一位覆蓋分析師持有世茂房地產控股有限公司之股份。

## 有關商務關係之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、中國惠農資本集團有限公司、國聯證券股份有限公司、鄭州銀行股份有限公司、中國華融資產管理股份有限公司、中國國際金融股份有限公司、盈健醫療集團有限公司、綠景（中國）地產投資有限公司、中國建設銀行股份有限公司、新昌營造集團有限公司、河北翼辰實業集團股份有限公司、中國飛機租賃集團控股有限公司、東方證券股份有限公司、無錫市建設發展投資有限公司、國銀金融租賃股份有限公司、鳳凰醫療集團有限公司、光大證券股份有限公司、中國首控集團有限公司、佳源國際控股有限公司、瀘州市興瀘水務（集團）有限公司、中國郵政儲蓄銀行股份有限公司、招商證券股份有限公司、山東省國際信託股份有限公司和廣東康華醫療股份有限公司有投資銀行業務關係。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有東方證券股份有限公司的股本證券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 現持有光大證券股份有限公司的股本證券逾1%。

## 免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告（包括任何有關的附件），表示并保證其根據下述的條件下有權獲得本報告，并且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，并且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)複製、複印或儲存，或者(ii)直接或者間接分發或者轉交予任何其它人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或雇員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、并可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當并提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告并非旨在包含投資者所需要的所有信息，并可能受遞延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失（包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失）而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而并非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或被視為集團的任何成員作出提議、建議或徵求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

**交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的全資附屬公司。**