

2016年11月18日

王睿哲
C0062@e-capital.com.tw
目标价(元) 72.0

公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2016/11/18)	58.67		
深证成指(2016/11/18)	10889.11		
股价 12 个月高/低	62.1/42.85		
总发行股数(百万)	654.02		
A 股数(百万)	653.87		
A 市值(亿元)	383.62		
主要股东	华润东阿阿胶有限公司 (23.14%)		
每股净值(元)	11.78		
股价/账面净值	4.98		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	0.8	1.2	21.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2016-11-01	56.00	买入
2016-08-15	59.76	买入

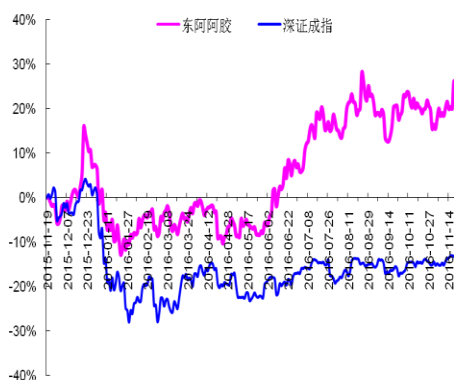
产品组合

阿胶及系列	89.7%
其他	6.6%
医药贸易	3.0%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	2.3%
一般法人	23.2%

股价相对大盘走势



东阿阿胶(000423.SZ)

buy 买入

阿胶系列产品出厂价上调，业绩继续向上

结论与建议：

事件：

公司决定自 2016 年 11 月 17 日起，公司重点产品东阿阿胶、复方阿胶浆和桃花姬阿胶糕出厂价分别上调 14%、28%、25%，零售价亦做相应调整。

点评：

- **阿胶块提价保证业绩继续向上：**近年来，随着我国毛驴存栏率不断下降，以及阿胶需求量的提升，公司在促进阿胶全产业链健康发展的目标下，不断提升产品价格，持续推进阿胶价值回归。公司此次提价距离上次提价有一年之隔，也是处于消费旺季前期，调价时间节点符合预期。此次阿胶块出厂价格上调 14%，与去年 11 月份的提价幅度（15%）相当。提价后阿胶块的出厂价将由 2914 元/kg 提升至 3322 元/kg，零售端若同步调整，零售价则将从 4730 元提升至 5392 元/kg，日服用金额将达到 27-54 元/日（日服用量以 5-10 克计）。我们认为提价后阿胶块的日服用金额仍低于人参、虫草、燕窝等，并且历次提价也使得阿胶块的客户聚集在高端人群中，对价格的敏感度不高，不会导致明显的客户流失。从 2015 年的 11 月提价后的销售情况来看，预计短期销售量会受到一定的影响，但待渠道消化后，销售将会得以恢复。不过考虑到提价幅度与提价时间点与去年相同，我们认为短期销售量同比而言将不会下滑，而提价将直接带来业绩的同比提升。
- **阿胶浆及桃花姬提价幅度较高，毛利率预计将会提升：**公司此次将复方阿胶浆以及桃花姬阿胶糕出厂价分别上调 28%和 25%，调价幅度高于去年（均为 15%），并且也高于此次阿胶块的调价幅度。我们预计此次提价后，公司阿胶浆及桃花姬产品中的单克阿胶产出价值已经和阿胶块相当，预计将会带动公司毛利率的提升。
- **构建阿胶产业生态系统，保障公司长远发展：**目前，公司在国内已建立了 20 个毛驴药材标准化养殖示范基地，并计划在 2017 年再建 10 个以上养殖基地。公司还在埃及、秘鲁、墨西哥等地定点采购，与澳大利亚北领地政府签署合作协议进行毛驴养殖、屠宰加工及贸易投资，并且还在布局非洲、中亚市场。另外，公司通过实施毛驴活体循环开发，提升毛驴的综合价值，并通过产业链反哺上游，提升上游养殖毛驴的积极性。我们认为在阿胶需求量不断提升的背景下，公司全球获取原料来源并构建阿胶产业生态系统，将保障公司的长远发展。
- **盈利预测及投资建议：**考虑到公司提价后将对业绩产生积极的影响，我们上调公司的盈利预测。我们预计公司 2016/2017 年实现净利润 18.0 亿元 (YOY+11.1%) / 21.4 亿元 (YOY+19.0%)，EPS 分别为 2.76 元/3.28 元，对应 PE 分别为 22 倍/19 倍。公司渠道整理充分，旺季提价将带动业绩同比增长，而公司目前估值较低，我们维持“买入”的投资建议。

年度截止 12月 31 日		2013	2014	2015	2016E	2017E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1203	1366	1625	1805	2148
同比增减	%	15.64%	13.52%	19.00%	11.09%	18.99%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.84	2.09	2.48	2.76	3.28
同比增减	%	15.64%	13.52%	19.00%	32.20%	18.99%
市盈率(P/E)	X	32	28	24	21	18
股利 (DPS)	RMB 元	0.70	0.80	0.80	0.83	0.99
GON 股息率 (Yield)	%	1.19%	1.36%	1.36%	1.41%	1.68%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
营业收入	4,016	4,009	5,450	5,836	6,677
经营成本	1,467	1,381	1,929	1,928	2,134
主营业务利润	2,550	2,628	3,521	3,908	4,543
销售费用	816	751	1,277	1,383	1,569
管理费用	359	372	423	449	511
财务费用	-48	-40	-17	-29	-33
营业利润	1,418	1,592	1,920	2,124	2,531
补贴收入	22	30	21	21	20
税前利润	1,437	1,613	1,927	2,140	2,546
所得税	217	241	289	321	382
少数股东损益	17	7	13	14	16
归属于母公司净利润	1,203	1,366	1,625	1,805	2,148

附二：合并资产负债表

百万元	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
货币资金	2,214	2,550	1,659	3,804	4,726
存货	551	1,464	1,725	817	935
应收账款	256	149	429	292	334
流动资产合计	4,083	5,427	6,433	5,856	7,045
长期股权投资	122	74	94	120	120
固定资产	641	1,326	1,363	660	680
无形资产及其他资产合计	184	231	199	190	200
资产总计	5,980	7,460	8,609	7,336	8,595
流动负债合计	798	1,357	1,455	1,100	1,200
长期负债合计	97	75	71	-1,069	-1,430
负债合计	895	1,432	1,526	31	-230
少数股东权益	82	105	69	55	66
股东权益合计	5,084	6,028	7,083	7,305	8,825
负债及股东权益合计	5,980	7,460	8,609	7,336	8,595

附三：合并现金流量表

百万元	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
经营活动产生的现金流量净额	879	657	978	1,600	1,877
投资活动产生的现金流量净额	-1,200	401	-1,400	310	-405
筹资活动产生的现金流量净额	-453	-422	-469	-320	-550
现金及现金等价物净增加额	-774	636	-891	1,590	922

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或会买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。