

收盤價：RMB58.67

潛在上行空間：+16.6%

目標價：RMB68.42 ↑

醫藥行業

東阿阿膠(000423.SZ)

期待已久的提價終於落地；上調目標價至 68.42 元，評級調高至長線買入

落后

同步

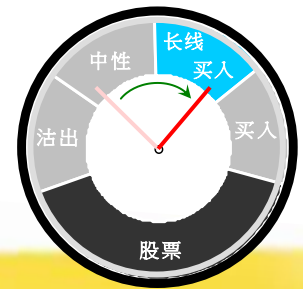
领先

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	6,465.1	7,380.0
同比增長(%)	-0.2%	35.9%	2.5%	15.7%	14.2%
股東純利 (RMB m)	1,365.5	1,625.0	1,770.9	2,099.8	2,430.2
每股盈利 (RMB)	2.1	2.5	2.7	3.2	3.7
每股盈利增長 (%)	13.5%	19.0%	9.0%	18.6%	15.7%
市盈率 (x)	28.1	23.6	21.7	18.3	15.8
市賬率 (x)	6.6	5.6	4.8	4.1	3.5
股息率 (%)	1.4%	1.4%	1.8%	2.1%	2.4%

資料來源：公司、交銀國際預測

- **東阿阿膠調整主要產品價格。**上周，東阿阿膠宣佈上調主要產品價格。其中，阿膠塊、複方阿膠漿和桃花姬的出廠價由 2016 年 11 月 17 日起分別上調 14%、28%和 25%。根據公告，公司的提價策略能夠提高驢皮的收購價，提高上游農戶飼養毛驢的積極性，讓公司提供更優質的阿膠產品。
- **我們重申對公司的提價戰略感到樂觀。**將主要產品的出廠價提升是提升銷量的有效戰略。公司從 2010 年至 2015 年將阿膠片的出廠價格提高了約 6 倍，銷量顯著增長。以目前的情況來看，基於(i)阿膠的日常開支仍然偏低；(ii)提價將有助上游公司生產更多的驢皮，緩解驢皮供應的壓力；(iii)東阿阿膠將增加上游原材料的成本，消除中小型競爭對手並獲得更多的市場份額；和(iv)公司在上一輪提價以後升級了客戶群，剩餘的客戶對價格敏感度較低，因此我們對該戰略仍然感到樂觀。
- **我們繼續認為，強勁的公司將在阿膠行業中走強，價格上漲仍是關鍵。**由於驢皮供應有限，具有優勢地位的公司將受益於市場整合。我們相信，東阿阿膠將利用其優勢，特別是其品牌優勢和豐富的現金儲備，擴大其市場份額，鞏固其市場地位。然而，在現階段增加市場份額的唯一有效策略是提高其產品的平均售價。我們亦認為上調價值將是東阿阿膠的長期戰略。
- **上調至長線買入評級，調高目標價至人民幣 68.42 元。**鑒於 2016 年剩餘天數有限，庫存消耗等因素，我們認為本次提價對公司 2016 年的表現影響不大。我們上調 FY17/FY18 收入預測至人民幣 64.651 億元/73.80 億元，同比上升 15.7%/14.2%；及純利預測至人民幣 20.998 億元/24.302 億元，同比上升 18.6%/15.7%。基於公司最新的提價方案和我們的收入及利潤增長預測，我們把公司的評級由「中性」上調至「長線買入」，目標價上調至人民幣 68.42 元，對應 21.3 倍/18.4 倍 2017/2018E 市盈率，較現價有 16.6%上升空間。



- 東阿阿膠宣佈上調主要產品價格。
- 我們重申對公司的提價戰略感到樂觀。
- 我們繼續認為，強勁的公司將在阿膠行業中走強，價格上漲仍是關鍵。
- 上調至長線買入評級，調高目標價至人民幣 68.42 元。

股份資料

52 周高位 (RMB)	63.63
52 周低位 (RMB)	42.38
市值 (RMB m)	38,371.44
發行股數 (百萬)	654.02
日成交量 (百萬)	6.65
1 個月內變化 (%)	-0.15
年初至今變化 (%)	12.18
50 天平均價 (RMB)	57.92
200 天平均價 (RMB)	51.93
14 天強弱指數	64.5

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
 Tel: (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	6,465.1	7,380.0
營業成本	(1,381.4)	(1,928.7)	(1,883.0)	(2,115.1)	(2,394.0)
毛利	2,627.6	3,520.9	3,703.4	4,350.0	4,986.0
營業稅金及附加	(48.8)	(64.6)	(67.0)	(77.6)	(88.6)
銷售費用	(751.3)	(1,276.8)	(1,256.9)	(1,499.9)	(1,712.2)
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	2,489.3	2,881.2
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	2,495.4	2,887.9
稅項	(241.1)	(289.4)	(315.7)	(374.3)	(433.2)
年內利潤	1,372.3	1,637.8	1,788.8	2,121.1	2,454.7
一归属于母公司净利润	1,365.5	1,625.0	1,770.9	2,099.8	2,430.2

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	3,922.6	5,401.0
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	9,011.2	10,796.9
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	9,522.0	11,053.2
權益	6,027.6	7,083.0	8,198.9	9,522.0	11,053.2

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	7,322.3	8,264.0
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	7,496.5	8,430.7
購買商品、勞務支付的現金	(2,334.3)	(2,496.4)	(2,841.6)	(3,351.3)	(3,861.1)
支付給職工的現金	(338.6)	(378.7)	(422.6)	(460.6)	(497.3)
支付的各项稅費	(750.3)	(903.3)	(847.5)	(915.9)	(985.2)
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)	(4,700.7)	(5,375.6)
營運活動現金淨額	657.1	977.6	2,627.0	2,795.7	3,055.1
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)	(895.7)	(1,021.0)
籌資活動現金淨額	(422.0)	(468.6)	(679.2)	(790.2)	(899.7)
年內現金及其等價物增加淨額					
年初現金及現金等價物	1,913.8	2,549.8	1,658.6	2,558.9	3,922.6
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	3,922.6	5,401.0

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%	15.7%	14.2%
毛利	3.1%	34.0%	5.2%	17.5%	14.6%
股東純利	13.5%	19.0%	9.0%	18.6%	15.7%
毛利率	65.5%	64.6%	66.3%	67.3%	67.6%
淨利率	34.1%	29.8%	31.7%	32.5%	32.9%
流動比率					
流動比率	399.9%	442.1%	456.2%	500.7%	540.9%
ROA	18.3%	18.9%	17.9%	18.5%	18.6%
ROE	22.7%	22.9%	21.6%	22.1%	22.0%

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

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

研究部主管/策略

@bocomgroup.com

洪灝 CFA (852) 3766 1802 hao.hong

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

策略

譚淳 (852) 3766 1825 karen.tan

消費

王惟穎 CFA (852) 3766 1808 summer.wang

建材及工業(中盤)

陳慶 (852) 3766 1805 angus.chan

環保服務

鄭民康 (852) 3766 1810 wallace.cheng

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

文旅博彩

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

新能源

孫勝權 (86) 21 6065 3606 louis.sun

醫藥生物

李博 (852) 3766 1811 david.li

科技

嚴司政 (852) 3766 1803 christopher.yim

保險及證券

李珊珊 CFA (86) 10 8800 9788 - 8058 lishanshan

萬麗 CFA (86) 10 8800 9788 - 8051 wanli

張兩瑞 (852) 3766 1850 yufan.zhang

交通運輸及工業

鄭碧海 CFA (852) 3766 1809 geoffrey.cheng

周雲飛 (852) 3766 1816 fay.zhou

互聯網

馬原 PhD (86) 10 8800 9788 - 8039 yuan.ma

穀馨瑜 CPA (86) 10 8800 9788 - 8045 connie.gu

孫夢琪 (86) 10 8800 9788 - 8048 mengqi.sun

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、中國飛機租賃集團股份有限公司、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，并可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不暗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。