

2017年08月15日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

75.0

公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2017/8/15)	64.11		
深证成指(2017/8/15)	10559.78		
股价 12 个月高/低	72.71/50.68		
总发行股数(百万)	654.02		
A 股数(百万)	653.87		
A 市值(亿元)	419.19		
主要股东	华润东阿阿胶有限公司 (23.14%)		
每股净值(元)	12.34		
股价/账面净值	5.20		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-2.0	-4.4	10.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2017-05-16	66.28	买入
2017-03-10	56.92	买入

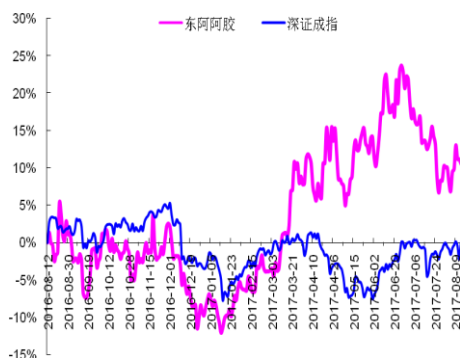
产品组合

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	7.1%
一般法人	33.6%

股价相对大盘走势



东阿阿胶(000423.SZ)

buy 买入

Q2 业绩略低于预期，原材料储备增加，期待 Q4 旺季释放业绩

结论与建议：

- 公司业绩：** 公司2017H1实现营收29.3亿元，YOY+9.7%，录得净利润9.0亿元，YOY+8.8%，折合EPS为1.38元，扣非后实际净利润为8.4亿元，YOY+5.6%，业绩略低于预期。其中Q2单季度公司实现营收12.6亿元，YOY+5.6%，录得净利润3.0亿元，YOY+4.3%。
- 淡季下游拿货热情略减，原材料存货增加，预计旺季业绩将可释放：** 公司去年11月公布的提价政策（阿胶块、阿胶浆、桃花姬分别提价14%、28%、25%）在3月开始执行，而随后的二季度又为公司产品的销售淡季，下游经销商在淡季对提价后的产品拿货热情有所减退，考虑到提价因素，我们预计公司Q2实际出货数量有所下降。但预计随着淡季经销商库存的下降以及Q4旺季的来临，经销商在下半年备货热情将会上升，公司未来业绩将会逐季提升。另外，公司本期末存货同比增加80%至43亿元，较年初来看也大幅增加了13亿，我们预计主要是公司在储备驴皮资源，将对公司未来业绩的增长提供保障。
- 综合毛利率受成本及营收结构变化影响有所下降：** 公司上半年的综合毛利率为66.1%，同比下降2.9个百分点，一方面是由于原材料成本上涨使得公司阿胶系列产品的毛利率同比下降0.5个百分点至75%，另一方面是由于公司低毛利的毛驴养殖业务营收占比增加，影响了综合毛利率。公司本期销售费用率为24.2%，同比微增0.1个百分点，管理费用率为6.3%，同比下降1.1个百分点，整体来看，公司期间费用率为30.3%，同比下降0.7个百分点，但由于毛利率降幅更大，公司净利增速低于营收增速。
- 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：** 考虑到短期业绩不及预期，我们小幅下调公司的盈利预测。我们预计公司2017/2018年实现净利润20.9亿元(YOY+12.7%)/23.5亿元(YOY+12.4%)，EPS分别为3.19元/3.59元，对应PE分别为20倍/18倍。淡季业绩虽低于预期，但预计在旺季时业绩将可释放，存货增加也对增长提供了有利的保障。目前估值相对合理，维持“买入”投资建议。

年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016E	2017E	2018E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1366	1625	1852	2088	2346
同比增减	%	13.52	19.00	14.00	12.72	12.36
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.09	2.48	2.83	3.19	3.59
同比增减	%	13.52	19.00	13.99	12.73	12.36
市盈率(P/E)	X	30.69	25.79	22.62	20.07	17.86
股利 (DPS)	RMB 元	0.80	0.80	0.90	0.38	0.43
GON 股息率 (Yield)	%	1.25	1.25	1.40	0.60	0.67

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	2,014	2,015	2,016	2017E	2018E
营业收入	4009	5450	6317	7298	8358
经营成本	1381	1929	2088	2445	2813
营业税金及附加	49	65	70	81	92
销售费用	751	1277	1618	1872	2140
管理费用	372	423	493	556	652
财务费用	-40	-17	-17	-11	-13
资产减值损失	6	5	10	11	10
投资收益	102	152	107	101	90
营业利润	1592	1920	2163	2445	2754
营业外收入	30	21	39	35	30
营业外支出	9	14	6	6	5
利润总额	1613	1927	2196	2474	2779
所得税	241	289	341	382	428
少数股东损益	7	13	3	4	5
归属于母公司所有者的净利润	1366	1625	1852	2088	2346

附二：合并资产负债表

百万元	2,014	2,015	2,016	2017E	2018E
货币资金	2550	1659	1415	1627	1871
应收账款	117	308	386	464	556
存货	1464	1725	3014	2863	2720
流动资产合计	5427	6433	7583	9099	10919
长期股权投资	74	94	84	109	142
固定资产	1326	1363	1418	1560	1716
在建工程	137	176	304	365	438
非流动资产合计	2033	2176	2367	2722	3130
资产总计	7460	8609	9950	11821	14049
流动负债合计	1357	1455	1491	1789	2146
非流动负债合计	75	71	73	76	79
负债合计	1432	1526	1563	1864	2225
少数股东权益	105	69	27	35	81
股东权益合计	5922	7014	8359	9922	11743
负债及股东权益合计	7460	8609	9950	11821	14049

附三：合并现金流量表

百万元	2,014	2,015	2,016	2017E	2018E
经营活动产生的现金流量净额	657	978	625	687	756
投资活动产生的现金流量净额	401	-1400	-330	-1400	-1400
筹资活动产生的现金流量净额	-422	-469	-539	-2000	-2000
现金及现金等价物净增加额	636	-891	-244	-2713	-2644

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。