

东阿阿胶 000423.SZ

历史清白，未来辉煌

事件

近日媒体报道认为，公司 1998 年收购原聊城制药厂未用现金、而是该厂原持有者东昌府区国资局以该厂的净资产认购公司当年的配股；此外媒体根据相关诉讼案质疑聊城国资委代持了东昌府区国资局的上述配股。

公司澄清：公司配股中聊城国资委用现金全额支付了配股；公司以配股所得现金收购原聊城制药厂相关净资产；在公司现控股股东华润东阿阿胶有限公司组建前，聊城市国资委一直是公司控股股东，不存在代持行为。

研究结论

- **1998 年度的配股已经验资，足额到位：**我们查阅了公司历年公告，媒体所称配股在 1997 年股东大会通过、并在 1998 年 2 月份实施，方案是以 1996 年 7 月底总股本为基数，实施每 10 配售 3 股，共计配售新股 1871.3981 万股，配股价格每股 6.00 元人民币，配股缴款日期为 1998 年 2 月 9 日至 1998 年 2 月 20 日。本次募集资金 11228.3886 万元，扣除发行费用后实际募集资金 10735.553 万元，于 1998 年 3 月 11 日全部到位，经山东省会计师事务所(98)鲁会验字第 0108 号文件出具验资报告。**实务中独立审计师向收款银行直接发送询证函，在收到银行加盖公章的回函证明款项已到位后，才会出具验资报告。报告具有法律效力，所以我们有理由相信此次配股均以现金支付，没有以聊城制药厂净资产兑付的情况。而当时控股股东聊城国资委理应为其获得的 554.4 万股配售支付 3326.4 万元的现金。**
- **该次配股所获资金部分用于收购聊城制药厂，程序正规：**公司上述配股获得资金 10735.553 万元，其中 1579 万元用于收购聊城制药厂，分别经公司第三届一次董事会决议和 1999 年度临时股东大会审议表决通过，并及时进行了信息披露。而上述董事会在当年 7 月举行，上述临时股东大会在当年 8 月召开，程序上公司收购聊城制药厂理应在表决通过以后才能执行，与前述配股存在明显的时间先后，所以我们判断不存在事先聊城制药厂持有者以该厂净资产参与 1997 年确定、1998 年 2 月份实施的配股，更谈不上因此而委托聊城国资委代持这部分股权。
- **历史证实清白，而未来的辉煌值得期待：**公司希望行业健康发展，在价格上做阿胶价值回归，而在产量上着手节约驴皮资源，我们预计以后每年的阿胶产量均会适当减少，但阿胶块收入受益于价值回归不会下降。此外阿胶衍生产品将是公司新的增长点，日前山东省物价局公布上调部分非处方药品最高零售价，公司 20ml 复方阿胶浆价格调整至 3.9 元/支 (+30%)，20ml 无糖型阿胶浆价格调整至 4.3 元/支 (+10%)，为未来提升出厂价打开了空间。根据历史经验，我们预计其他省份或将跟随山东省做相应调整。此外我们的草根调研显示，公司阿胶衍生品的广告在药店铺设得非常广，预计销量上也将有大的提高。随着公司阿胶块的价值回归，以及阿胶衍生品的持续增长，公司未来可期。
- **盈利预测：**我们维持原先的盈利预测，即预计 2011、2012、2013 年每股收益为 1.34 元，1.74 元和 2.23 元，维持增持的投资评级。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

李淑花

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

联系人

宋敏

8621-63325888 × 6107

songmin@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 12 月 1 日) 48.90 元

目标价格 53.60 元

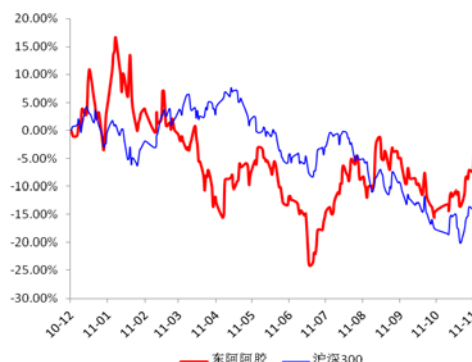
总股本/A 股 (万股) 65402/65402

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 12 月 2 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	2464	3268	4087	5137	
同比(%)	18%	33%	25%	26%	
归属母公司净利润	582	878	1136	1457	
同比(%)	49%	51%	29%	28%	
毛利率(%)	55.0%	60.6%	61.8%	63.0%	
ROE(%)	21.2%	25.6%	26.0%	25.9%	
每股收益(元)	0.89	1.34	1.74	2.23	
P/E (倍)	54.93	36.41	28.23	22.07	
P/B (倍)	11.66	9.34	7.33	5.70	

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附：

图表 1：公司 98 年配股一览

项目	1997/12/31	本年配股	1998/12/31
一、尚未流通股份			
发起人股份			
其中：			
国家拥有股份（即：聊城地区国有资产管理局）	35,851,015	5,544,000	41,395,015
内部职工股(含高管)	51,250,306	7,925,330	59,175,636
尚未流通股份合计	87,101,321	13,469,330	100,570,651
二、已流通股份			
境内上市的人民币普通股	33,915,254	5,244,651	39,159,905
已流通股份合计	33,915,254	5,244,651	39,159,905
三、股份总数	121,016,575	18,713,981	139,730,556

资料来源：公司公告、东方证券研究所

本次配股 1871.3981 万股，配股价格每股 6.00 元人民币，募集资金为 11228.3886 万元，扣除发行费用实际募集资金 10735.553 万元，于 1998 年 3 月 11 日全部到位，经山东省会计师事务所(98)鲁会验字第 0108 号文件出具验资报告。

图表 2：公司 98 年配股资金使用去向

(万元)	预计	实际
重组人促红细胞生成素(EPO)工程项目	8,180	7,264
被购并企业追加投入项目	1,480	1,490
购并聊城制药厂	-	1,579
剩余补充流动资金	1,075	402
合计	10,735	10,735

资料来源：公司公告、东方证券研究所

公司实际募集资金 10735 万元，实际使用资金也是 10735 万元。其中变更的一项就是用配股所获资金中的 1579 万元，购并了原聊城制药厂，并更名为聊城阿华制药有限公司。原聊城制药厂尚属全国为数不多的药用辅料专业生产厂家，有一定的产业优势和政策扶持。

截至 2010 年底，聊城阿华制药有限公司的主要业务仍为药用辅料的生产和销售，其总资产为 4387.11 万元，当年净利润为-150.31 万元。

附表：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2502	3280	4174	5556	营业收入	2464	3268	4087	5137
现金	1133	2317	3419	4620	营业成本	1109	1289	1559	1901
应收账款	129	202	252	317	营业税金及附加	23	38	47	59
其它应收款	25	52	65	82	营业费用	482	654	838	1079
预付账款	49	64	78	95	管理费用	207	281	356	452
存货	194	230	278	339	财务费用	-21	-53	-89	-125
其他	972	414	82	103	资产减值损失	7	7	7	7
非流动资产	1096	922	1075	1088	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	74	76	76	76	投资净收益	40	20	20	20
固定资产	400	564	715	792	营业利润	697	1073	1389	1784
无形资产	128	121	114	107	营业外收入	6	5	5	5
其他	494	162	170	114	营业外支出	2	1	0	1
资产总计	3598	4202	5249	6644	利润总额	701	1078	1394	1788
流动负债	719	664	737	826	所得税	107	172	223	286
短期借款	0	0	0	0	净利润	594	905	1171	1502
应付账款	194	219	265	323	少数股东损益	12	27	35	45
其他	525	445	472	503	归属于母公司净利润	582	878	1136	1457
非流动负债	62	11	11	11	EBITDA	725	1081	1384	1764
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.89	1.34	1.74	2.23
其他	62	11	11	11					
负债合计	780	675	748	837	主要财务比率				
少数股东权益	74	101	136	181	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	654	654	654	654	成长能力				
资本公积	689	689	689	689	营业收入	17.9%	32.6%	25.1%	25.7%
留存收益	1400	2082	3022	4283	营业利润	48.2%	54.0%	29.4%	28.4%
归属母公司股东权益合计	2743	3426	4365	5627	归属于母公司净利润	48.7%	50.9%	29.3%	28.3%
负债和股东权益	3598	4202	5249	6644	获利能力				
					毛利率	55.0%	60.6%	61.8%	63.0%
					净利率	8.4%	23.6%	26.9%	27.8%
					ROE	21.2%	25.6%	26.0%	25.9%
					ROIC	54.4%	96.0%	139.7%	160.5%
					偿债能力				
					资产负债率	21.7%	16.1%	14.2%	12.6%
					净负债比率				
					流动比率	3.48	4.94	5.67	6.73
					速动比率	3.21	4.59	5.28	6.31
					营运能力				
					总资产周转率	0.73	0.84	0.86	0.86
					应收账款周转率	19	19	17	17
					应付账款周转率	6.28	6.25	6.44	6.46
					每股指标（元）				
					每股收益	0.89	1.34	1.74	2.23
					每股经营现金流	0.97	1.83	2.19	2.10
					每股净资产	4.19	5.24	6.67	8.60
					估值比率				
					P/E	54.93	36.41	28.23	22.07
					P/B	11.66	9.34	7.33	5.70
					EV/EBITDA	42	28	22	17

资料来源：东方证券研究所预测

附图：相关上市公司近期资金流向



注：超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn