

中药III

署名人: 余方升

S0960511090002

021-52286447

yufangsheng@cjis.cn

东阿阿胶

000423

强烈推荐

阿胶块销量将有持续较好恢复

公司 11 年 1-9 月实现归属于母公司净利润约 6.13 亿, 同比增长 45.93%, 对应 EPS0.94 元。

投资要点:

- **第 3 季度业绩保持了较快增速。**公司 1-9 月实现营收 18.63 亿, 同比增长 4.87%; 实现归属于上市公司股东净利润 6.13 亿, 同比增长 45.39%。其中 7-9 月营收达到 5.83 亿, 同比增 9.40%, 归属于母公司所有者净利润同比增长 42.20%, 单季 EPS0.25 元。其他方面, 三项费用率上升 1.55 个百分点, 经营现金流保持良好;
- **预计 4 季度阿胶块销量将有持续较好恢复。**从前 3 季度情况来看, 阿胶块销量已经达到去年的 60%以上, 复方阿胶浆增长超过 25%。其中, 7-9 月阿胶及系列产品同比增长约 30%多, 增速较 1-6 月开始加快。目前属销售旺季, 福胶、同仁堂等品牌阿胶厂家前期也陆续大幅涨价缓解了公司竞争压力, 预计第 4 季度阿胶块业务将持续转好, 全年可望恢复至去年的约 9 成销量, 今后不排除继续提价的可能;
- **保健食品有较大成长空间。**公司积极在北京等地开展桃花姬阿胶糕促销活动, 保健食品保持了高速增势, 11 年营收有望冲击 3 亿规模;
- **中药材下跌缓解成本压力。**党参等许多大宗中药材近期有较大跌幅, 药市行情开始明显降温, 公司的经营压力将减轻;
- **维持强烈推荐评级。**公司加强上下游产业链拓展, 推进文化营销拉动市场需求, 业绩增长有可持续性。我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 1.35、1.85 和 2.46 元, 同比分别增长 52%、37%和 33%, 维持强烈推荐的投资评级。

**风险提示:** 驴皮资源日益紧缺。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万)	2464	2700	3358	4133
同比(%)	18%	10%	24%	23%
归属母公司净利润(百万元)	582	883	1212	1608
同比(%)	49%	52%	37%	33%
毛利率(%)	55.0%	66.2%	69.1%	71.1%
ROE(%)	21.2%	25.7%	28.3%	30.0%
每股收益(元)	0.89	1.35	1.85	2.46
P/E	48.27	31.84	23.19	17.48
P/B	10.24	8.19	6.56	5.25
EV/EBITDA	37	24	18	13

资料来源: 中投证券研究所

6-12 个月目标价:

当前股价: 42.97 元

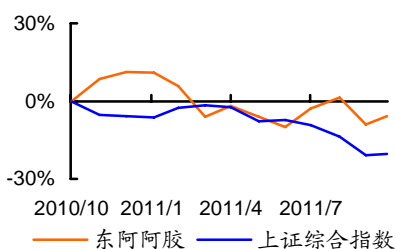
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2370.33
总股本(百万)	654
流通股本(百万)	654
流通市值(亿)	281
EPS (TTM)	1.11
每股净资产(元)	4.31
资产负债率	21.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
东阿阿胶	0.63	-6.86	-5.43
上证综合指数	-7.79	-16.22	-23.44



相关报告

《东阿阿胶-阿胶块未来销量较好恢复可期》2011-8-16

《东阿阿胶-阿胶产品销售形势将逐季好转》2011-4-12

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	2502	2753	3552	4698
现金	1133	2171	2970	3983
应收账款	129	160	191	232
其它应收款	25	34	34	45
预付账款	49	46	52	58
存货	194	177	193	221
其他	972	164	113	159
<b>非流动资产</b>	1096	1503	1642	1655
长期投资	74	100	97	91
固定资产	400	536	658	717
无形资产	128	137	147	154
其他	494	730	740	694
<b>资产总计</b>	3598	4256	5194	6353
<b>流动负债</b>	719	651	709	749
短期借款	0	0	0	0
应付账款	194	148	175	197
其他	525	504	534	552
<b>非流动负债</b>	62	75	68	72
长期借款	0	0	0	0
其他	62	75	68	72
<b>负债合计</b>	780	727	777	821
少数股东权益	74	99	132	175
股本	654	654	654	654
资本公积	689	689	689	689
留存收益	1400	2087	2942	4014
归属母公司股东权益	2743	3430	4285	5357
<b>负债和股东权益</b>	3598	4256	5194	6353

**现金流量表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	636	1661	1300	1578
净利润	594	908	1245	1651
折旧摊销	48	58	77	95
财务费用	-21	-17	-26	-35
投资损失	-40	-45	-42	-44
营运资金变动	47	728	48	-91
其它	7	30	-2	2
<b>投资活动现金流</b>	-1259	-443	-170	-64
资本支出	137	300	200	100
长期投资	-1153	174	-3	-7
其他	-2275	31	26	30
<b>筹资活动现金流</b>	-216	-180	-331	-501
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-1	0	0	0
其他	-215	-180	-331	-501
<b>现金净增加额</b>	-840	1038	799	1013

**利润表**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	2464	2700	3358	4133
营业成本	1109	912	1039	1195
营业税金及附加	23	26	32	39
营业费用	482	513	621	744
管理费用	207	243	269	289
财务费用	-21	-17	-26	-35
资产减值损失	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	40	45	42	44
<b>营业利润</b>	697	1068	1466	1944
营业外收入	6	5	6	5
营业外支出	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	701	1071	1469	1948
所得税	107	163	224	297
<b>净利润</b>	594	908	1245	1651
少数股东损益	12	25	33	43
<b>归属母公司净利润</b>	582	883	1212	1608
<b>EBITDA</b>	725	1109	1517	2005
<b>EPS (元)</b>	0.89	1.35	1.85	2.46

**主要财务比率**

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	17.9%	9.6%	24.4%	23.1%
营业利润	48.2%	53.2%	37.2%	32.7%
归属于母公司净利润	48.7%	51.6%	37.3%	32.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	55.0%	66.2%	69.1%	71.1%
净利率	23.6%	32.7%	36.1%	38.9%
ROE	21.2%	25.7%	28.3%	30.0%
ROIC	46.1%	117.6%	144.9	170.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	21.7%	17.1%	15.0%	12.9%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.48	4.23	5.01	6.27
速动比率	3.21	3.95	4.74	5.97
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.73	0.69	0.71	0.72
应收账款周转率	19	18	18	19
应付账款周转率	6.28	5.35	6.45	6.43
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.89	1.35	1.85	2.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	2.54	1.99	2.41
每股净资产(最新摊薄)	4.19	5.24	6.55	8.19
<b>估值比率</b>				
P/E	48.27	31.84	23.19	17.48
P/B	10.24	8.19	6.56	5.25
EV/EBITDA	37	24	18	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 研究团队简介

中投医药团队荣誉: 2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第 2 名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名; 2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名; 2010 年财经风云榜最佳证券分析师 (医药行业唯一一个)。

中投医药团队成员:

- 周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;  
余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 2 年证券行业从业经验, 负责中药行业个股研究;  
余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;  
江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药及医药流通研究;  
王威, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

### 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司 (以下简称“中投证券”) 提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

### 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

#### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

#### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

#### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434