

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

东阿阿胶(000423)

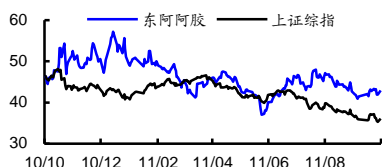
推荐

2011 年三季度报点评

(维持评级)

2011 年 10 月 25 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本 (百万股)	654.0/653.8
总市值 (百万元)	28,103.3/28,093.1
沪深 300/深圳成指	2,370.33/9,957.62
12 个月最高/最低 (元)	57.20/36.99

相关研究报告:

《东阿阿胶-000423-阿胶价值回归, 提价驱动业绩》——2011-8-16

《东阿阿胶-000423-调整基本到位, 11 年仍值得期待》——2011-4-12

《东阿阿胶-000423-2010 年中报点评: 阿胶提价效应使业绩强劲增长》——2010-8-31

《东阿阿胶调研简报: 营销变革成效显著, 阿胶价值回归加速》——2010-6-7

联系人: 胡博新

电话: 0755-82133263
E-mail: hubx@guosen.com.cn

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396
E-mail: hepg@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120026

证券分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908
E-mail: dingdan@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120006

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

季报点评

阿胶块销售逐月恢复, 期待 4 季度旺季到来

●前三季度净利增长 45.93%, EPS0.94 元

11 年前三季度实现营业收入 18.63 亿元 (+4.87%)、利润总额 7.42 亿元 (+46.98%)、归属于母公司股东净利润 6.32 亿元 (+45.93%)、EPS0.94 元, 扣除 Q3 所得税率波动的影响, 业绩基本符合我们预期的增长 50%。前三季度综合毛利率为 64.03%, 同比上升 12.90 个百分点。毛利率上升主要原因是阿胶块提价, 以及部分商业资产出售后工业收入比重提高。

●Q3 淡季收入实现正增长, 阿胶块销售逐月恢复

11 年 Q3 实现收入 5.83 亿元, 同比增长 9.40%, 环比增长 1.3%, 扭转了 Q2 单季度收入下滑的趋势。综合毛利率恢复至 66.0%, 环比提高 6.5 个百分点。进入 8 月份, 阿胶块销售已经逐步恢复, 部分地区销量已经超过同期: 1) 中间库存经过半年的时间经逐步消耗, 为应对 4 季度旺季, 代理商开始重新备货。2) 同仁堂、福牌阿胶等主要竞争对手提价, 价格差异缩小, 部分消费者回流。前 3 季度预计阿胶块销量在 900 吨左右, 完成全年计划销量的 62%, 对应收入在 15 亿元左右。进入 4 季度销售旺季, 我们判断阿胶块销售将继续恢复, 全年阿胶块销量有望恢复至去年的 80-90%。

●加大销售投入, 推动阿胶衍生品快速发展

前 3 季度公司销售费用累计投入 3.11 亿元, 同比增长 2.01%。公司从今年以来开始加大对阿胶衍生品复方阿胶浆以及保健食品的市场推广力度。5 月份启动复方阿胶浆对癌症治疗的临床推广。9 月份在北京启动“发现美--寻找桃花 Lady”活动, 推动桃花姬膏在北京市场的销售。

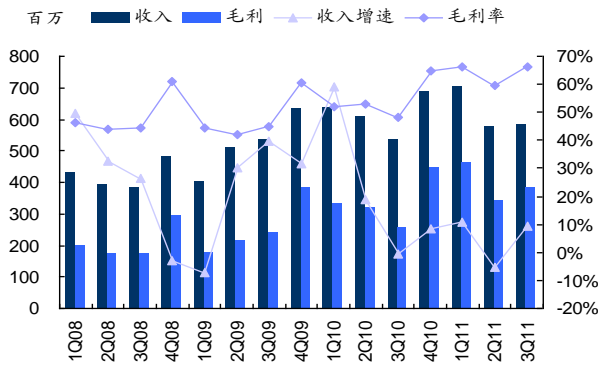
●期待 4 季度销售旺季, 维持“推荐”评级和一年期目标价 54-60 元

随着 4 季度消费旺季到来, 阿胶块销量有望逐步恢复, 业绩存在弹性空间。维持盈利预测 11-13EPS1.33、1.70 和 2.03 元, 对应 PE32X、25X、21X。公司拥有独特资源与品牌, 围绕阿胶进行产品价值回归与产品多方向延伸, 战略定位清晰, 维持“推荐”评级, 维持一年期目标价 54-60 元 (12E30-33x)。

盈利预测和财务指标

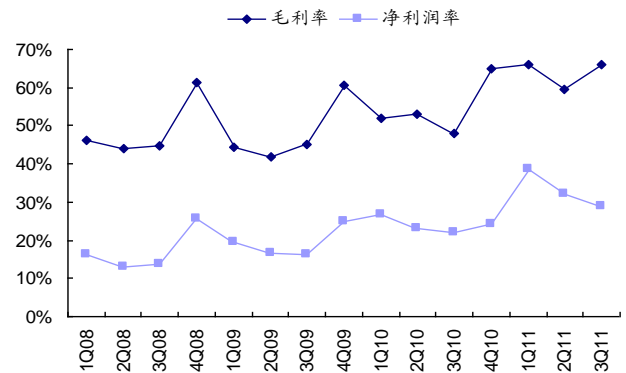
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,090.12	2,463.78	3,152	3,772	4,512
(+/-%)	23.97%	17.88%	28.0%	19.6%	19.6%
净利润(百万元)	391.50	582.22	870	1111	1326
(+/-%)	36.39%	48.72%	49.5%	27.6%	19.4%
每股收益 (元)	0.60	0.89	1.33	1.70	2.03
EBIT Margin	22.65%	28.45%	32.6%	34.7%	34.6%
净资产收益率 (ROE)	16.32%	21.22%	26.0%	26.9%	26.2%
市盈率 (PE)	71.78	48.27	32.3	25.3	21.2
EV/EBITDA	54.26	37.50	26.8	21.2	17.9
市净率 (PB)	11.72	10.24	8.38	6.80	5.56

图 1: 08Q1-11Q3 公司收入和毛利



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

图 2: 08Q1-11Q3 公司毛利率和净利率



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

表 1: 出厂价增幅和销量降幅对 11 年 EPS 的敏感性分析

	15%	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%	65%	70%	75%	80%
0%	1.05	1.08	1.12	1.16	1.20	1.23	1.27	1.31	1.35	1.39	1.42	1.46	1.50	1.54
-5%	1.02	1.05	1.09	1.13	1.16	1.20	1.23	1.27	1.31	1.34	1.38	1.41	1.45	1.49
-10%	0.99	1.03	1.06	1.09	1.13	1.16	1.20	1.23	1.26	1.30	1.33	1.37	1.40	1.43
-15%	0.96	1.00	1.03	1.06	1.09	1.13	1.16	1.19	1.22	1.25	1.29	1.32	1.35	1.38
-20%	0.94	0.97	1.00	1.03	1.06	1.09	1.12	1.15	1.18	1.21	1.24	1.27	1.30	1.33
-25%	0.91	0.94	0.97	1.00	1.02	1.05	1.08	1.11	1.14	1.17	1.19	1.22	1.25	1.28
-30%	0.88	0.91	0.94	0.96	0.99	1.02	1.04	1.07	1.10	1.12	1.15	1.17	1.20	1.23
-35%	0.86	0.88	0.91	0.93	0.95	0.98	1.00	1.03	1.05	1.08	1.10	1.13	1.15	1.18
-40%	0.83	0.85	0.87	0.90	0.92	0.94	0.97	0.99	1.01	1.03	1.06	1.08	1.10	1.12
-45%	0.80	0.82	0.84	0.86	0.89	0.91	0.93	0.95	0.97	0.99	1.01	1.03	1.05	1.07

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所整理

表 2: 分产品收入预测 (单位: 百万元)

	2006	2007	2008	2009	2010A	2011E	2012E	2013E
阿胶及系列								
收入	701.0	953.6	1051.2	1262.0	1616.1	2118.9	2536.5	2843.4
收入增长率		36.0%	10.2%	20.1%	28.1%	31.1%	19.7%	12.1%
毛利率	68.4%	67.2%	64.63%	66.9%	69.7%	75.1%	74.2%	73.9%
毛利	480	641	679	845	1126	1592	1881	2101
毛利增长率		33.6%	5.95%	24.4%	33.3%	41.4%	18.2%	11.7%
1、阿胶块	313	464	512	581	815	1174	1421	1563
增长率		48%	10%	13%	40%	44%	21%	10%
出厂均价 (元/kg)	157	221	277	306	453	815	897	986
增长率		41%	25%	10%	48%	80%	10%	10%
销量 (吨)	2000	2100	1850	1900	1800	1440	1584	1584
毛利率	63.2%	67.9%	69.2%	70.1%	73.7%	82%	81%	81%
2、复方阿胶浆	320	400	430	559	671	805	966	1111
增长率		25%	8%	30%	20%	20%	20%	15%
毛利率	73.7%	73.3%	68.0%	67.1%	67%	67%	66%	66%
3、其他产品	67.6	89.9	108.9	122.2	130.0	140.0	150.0	170.0

毛利率	68%	37%	30%	52%	58%	60%	60%	60%
药用辅料								
收入	44.7	47.2	54.6	53.2	58.0	60.9	63.9	67.1
增长率		5.5%	15.7%	-2.6%	9.1%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	19.0%	21.6%	19.7%	23.1%	23.1%	23.1%	23.1%	23.1%
保健食品								
收入	52.2	77.6	81.8	100.0	200.0	300.1	420.1	588.1
增长率		48.7%	5.4%	22.2%	100.0%	50.0%	40.0%	40.0%
毛利率	50.9%	51.3%	49.2%	45.8%	46.0%	50.6%	55.7%	58.4%
医疗器械								
收入	30.3	39.1	49.2	75.5	78.0	85.8	94.4	198.2
增长率		29.1%	25.7%	53.4%	3.4%	10.0%	10.0%	110.0%
毛利率	41.2%	42.1%	46.8%	52.5%	52.5%	52.5%	52.5%	52.5%
内部抵消								
收入	-153	-226	-215	-216	-237	-254	-269	-282
增长率		48.1%	-5.1%	0.7%	9.7%	7.0%	6.0%	5.0%
毛利率	-1.3%	10.5%	-4.9%	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-1.2%	-1.2%
医药商业								
收入	263.2	368.8	481.6	648.6	537.0	590.7	649.8	714.7
增长率		40.1%	30.6%	34.7%	-17.2%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	4.5%	3.7%	4.1%	4.2%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
其他								
收入	130.5	114.2	169.6	149.1	217.0	238.7	262.6	288.8
增长率		-13%	48.6%	-12%	45.6%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	43.1%	29.4%	30.5%	27.2%	27.2%	27.2%	27.2%	27.2%
主营业务收入合计	1069.4	1374.5	1673.5	2072.2	2469.1	3141.5	3758.4	4418.2
增长率		28.5%	21.7%	23.8%	19.2%	27.2%	19.6%	17.6%
毛利率	55.8%	53.2%	49.9%	48.9%	54.9%	60.3%	60.6%	60.5%
营业成本/营业收入	44.2%	46.8%	50.1%	51.1%	45.1%	39.7%	39.4%	39.5%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所整理

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1133	2140	2774	3583
应收款项	205	259	310	371
存货净额	194	247	292	351
其他流动资产	970	487	583	697
流动资产合计	2502	3133	3959	5003
固定资产	484	582	699	805
无形资产及其他	128	123	118	113
投资性房地产	410	410	410	410
长期股权投资	74	34	34	34
资产总计	3598	4282	5220	6365
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	194	190	225	270
其他流动负债	525	572	662	793
流动负债合计	719	762	886	1063
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	62	82	102	122
长期负债合计	62	82	102	122
负债合计	780	843	988	1185
少数股东权益	74	86	102	121
股东权益	2743	3353	4130	5059
负债和股东权益总计	3598	4282	5220	6365

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.89	1.33	1.70	2.03
每股红利	0.33	0.40	0.51	0.61
每股净资产	4.19	5.13	6.32	7.73
ROIC	22%	32%	39%	44%
ROE	21%	26%	27%	26%
毛利率	55%	60%	61%	60%
EBIT Margin	26%	33%	35%	35%
EBITDA Margin	28%	34%	36%	36%
收入增长	19%	28%	20%	20%
净利润增长率	48%	50%	28%	19%
资产负债率	24%	22%	21%	21%
息率	0.8%	0.9%	1.2%	1.4%
P/E	48.3	32.3	25.3	21.2
P/B	10.2	8.4	6.8	5.6
EV/EBITDA	41.8	26.8	21.2	17.9

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2464	3152	3772	4512
营业成本	1109	1252	1485	1783
营业税金及附加	23	28	34	41
销售费用	482	583	664	794
管理费用	207	261	280	335
财务费用	(21)	(15)	(22)	(29)
投资收益	40	5	5	5
资产减值及公允价值变动	(7)	(2)	(2)	(2)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	697	1045	1334	1592
营业外净收支	4	0	0	0
利润总额	701	1045	1334	1592
所得税费用	107	157	200	239
少数股东损益	12	18	23	27
归属于母公司净利润	582	870	1111	1326

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	582	870	1111	1326
资产减值准备	7	3	2	2
折旧摊销	48	52	64	76
公允价值变动损失	7	2	2	2
财务费用	(21)	(15)	(22)	(29)
营运资本变动	(1136)	441	(46)	(35)
其它	0	10	14	17
经营活动现金流	(492)	1378	1148	1387
资本开支	(137)	(150)	(180)	(180)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(93)	(110)	(180)	(180)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(214)	(261)	(333)	(398)
其它融资现金流	173	0	0	0
融资活动现金流	(255)	(261)	(333)	(398)
现金净变动	(841)	1007	634	809
货币资金的期初余额	1974	1133	2140	2774
货币资金的期末余额	1133	2140	2774	3583
企业自由现金流	(681)	1216	951	1186
权益自由现金流	(508)	1229	970	1211

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432			黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟				郭莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁丹	0755-82134323	刘勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张弢	010-88005311	刘明	010-88005319	龙飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
		田良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706	朱少凌	0755-82130646	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	010-88005321				
熊丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304	钟潇	0755-82132098		
建筑		新兴产业		研究支持	
邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
刘萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	余辉	0755-82130741
		孙伟	010-66026320	王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑云	021-60875163
邓岳	0755-82150533	李腾	0755-82130833-6223	毛甜	021-60933154
		刘洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165		

秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦敏	0755-82130833-3772	袁剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833-1379		

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	林莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
焦戢 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		郑灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn