

分析师：涂羚波

执业证书编号：S0050208010103

Tel: 010-59355910

Email: tulb@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)

东阿阿胶 (000423.SZ)

消费旺季来临

投资要点

● **提价推动业绩增长。**2011年前三季度实现营业收入18.63亿元，比上年同期增长4.87%，实现净利润6.13亿元，同比增长45.93%，每股收益0.94元。三季度单季营业收入、净利润分别为5.83亿元、1.63亿元，同比分别增长9.49%、42.20%，每股收益0.25元。

● **消费旺季将推动销量回升。**阿胶块经历了2010年的大幅提价后，上半年销量受到影响，前三季度处于逐季恢复中，至三季度末，阿胶块的销量已恢复至去年同期的60%。随着四季度消费旺季的来临，以及竞争对手同仁堂、福胶等相继提价，公司因提价带来的竞争压力缓解，全年有望恢复到去年九成左右的水平，后续仍不排除有提价的可能。

● **预收帐款高，管理费用率上升。**公司三季度末预收帐款高达1.19亿元，同比增长144%，已经锁定了部分业绩，也反映了市场对阿胶需求的旺盛。管理费用率同比上升2.10个百分点，原因是技术开发费用、咨询费用等支出增加。

● **维持“增持”评级。**预计公司2011、2012、2013年实现营业收入33.53亿元、41.49亿元、51.14亿元，同比增长52%、34%、32%，净利润8.84亿元、11.84亿元、15.62亿元，同比增长52%、34%、32%，每股收益1.35元、1.81元、2.39元。给予公司2011年40倍PE估值，合理估值54元。

医药生物

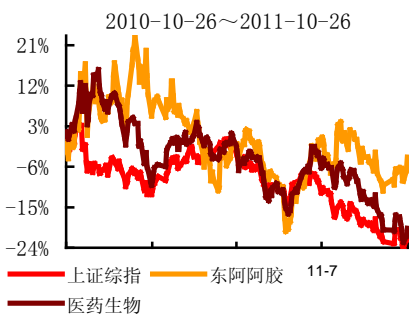
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	维持
目标价格：	54

市场数据

市价(元)	44.37
上市的流通A股(亿股)	6.54
总股本(亿股)	6.54
52周股价最高最低(元)	36.6-61.27
上证指数/深证成指	2409.67/10203.40
2010年股息率	0.80%

52周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2463.78	3353	4149	5114
增长率(%)	17.87	36	24	23
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	582.22	884.19	1183.63	1562.21
增长率(%)	48.71	52	34	32
毛利率(%)	54.99	60	62	64
净资产收益率(%)	21.22	24	25	25
EPS(元)	0.89	1.35	1.81	2.39
P/E(倍)	49.84	32.82	24.52	18.58
P/B(倍)	11.41	8.00	6.03	4.55

来源：公司年报、民族证券

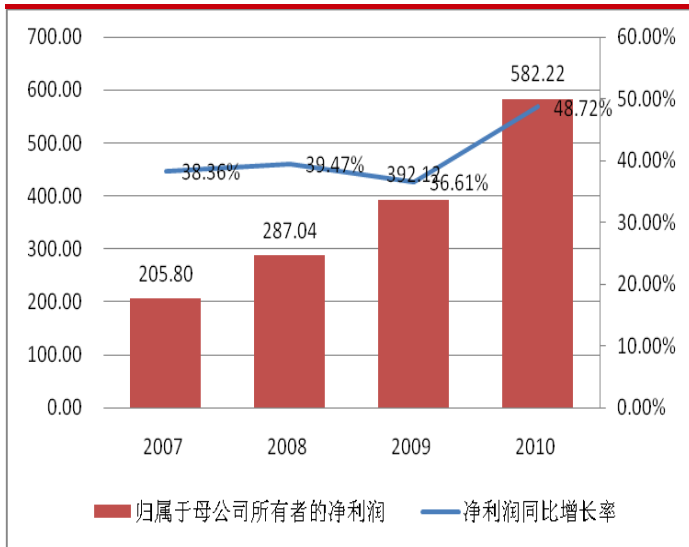
1.

表 1：公司收入和毛利预测

单位：万元	2010	2011E	2012E	2013E
阿胶	97920	156672	203674	264776
增长率 (%)	60.00%	60.00%	30.00%	30.00%
毛利率 (%)	71.50%	78.00%	80.00%	81.00%
复方阿胶	66600	78588	91162	104836
增长率 (%)	20.00%	18.00%	16.00%	15.00%
毛利率 (%)	66.50%	66.00%	65.50%	65.00%
阿胶保健品	25000	37500	54375	76125
增长率 (%)	150.00%	50.00%	45.00%	40.00%
毛利率 (%)	46.10%	46.50%	47.00%	47.50%
其他	56858	62544	65671	65671
增长率 (%)	15.00%	10.00%	5.00%	0.00%
毛利率 (%)	17.00%	16.00%	15.00%	14.00%
总收入	246378	335304	414882	511408
增长率 (%)	18.50%	36.09%	23.73%	23.27%
营业成本率	45.01%	39.90%	37.80%	35.87%
毛利率 (%)	54.99%	60.10%	62.20%	64.13%

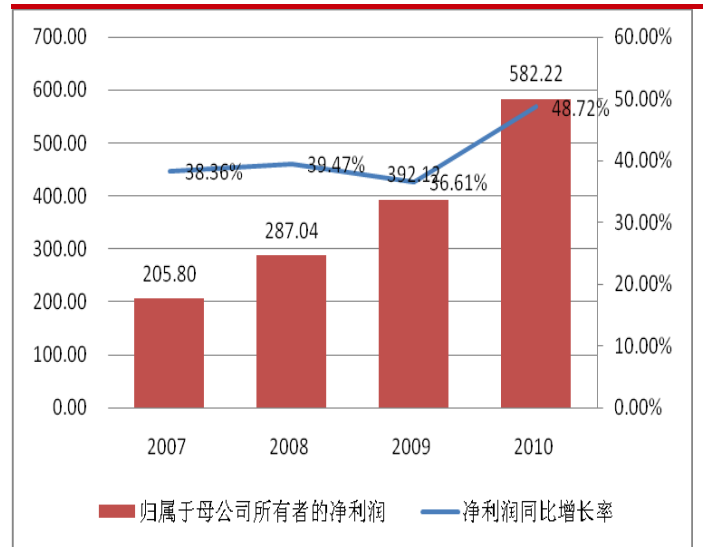
资料来源：民族证券

图 1：公司近年营业收入



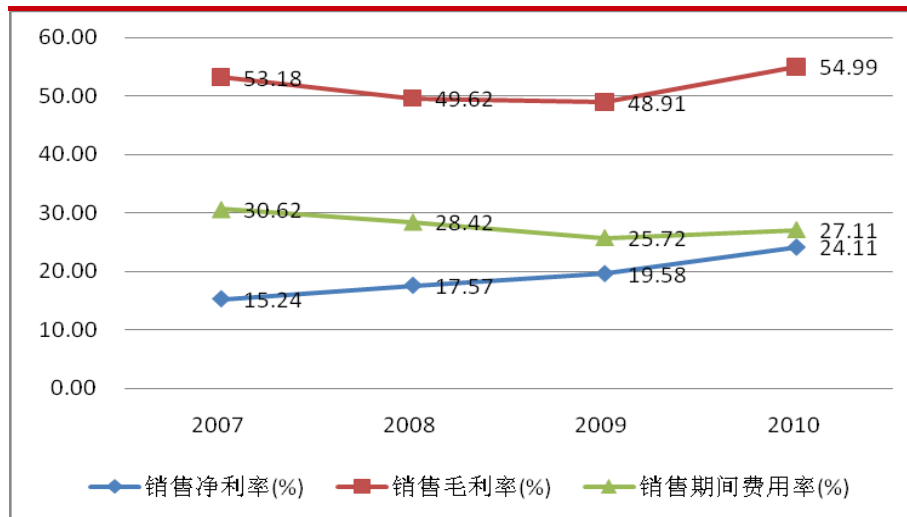
资料来源：公司资料，民族证券

图 2：公司近年净利润



资料来源：公司资料，民族证券

图 3：公司近三年盈利水平



数据来源：公司资料 民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1580	3426	4679	6334
现金及等价物	1133	2847	3978	5488
应收帐款	180	245	303	374
存货	194	234	274	321
其它流动资产	73	100	123	152
非流动资产	1096	1235	1352	1478
长期股权投资	74	74	74	74
固定资产及其他	487	604	705	818
投资性房地产	3	3	3	3
无形资产	129	151	166	179
其它非流动资产	403	403	403	403
资产总计	3598	4661	6031	7813
流动负债	719	867	1017	1189
短期借款	0	0	0	0
应付帐款	194	234	274	320
其它流动负债	525	634	743	869
非流动负债	62	74	87	102
长期借款	0	0	0	0
其它非流动负债	62	74	87	102
负债合计	780	941	1104	1291
少数股东权益	74	92	116	148
归属于母公司所有者权益	2743	3628	4811	6373
负债和股东权益	3598	4661	6031	7813

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	682	951	1270	1657
净利润	594	902	1208	1594
资产减值准备	7	0	0	0
折旧和摊销	48	60	70	80
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-21	-28	-35	-43
营运资本变动	93	17	27	27
投资收益	-40	0	0	0
投资活动现金流	-433	-199	-187	-206
资本支出	-150	-199	-187	-206
其它	-283	0	0	0
融资活动现金流	-198	41	48	58
权益性融资	-236	0	0	0
负债净变化	17	13	13	15
财务费用	21	28	35	43
现金净增加额	51	793	1131	1510
期初现金余额	2004	2054	2847	3978
期末现金余额	2054	2847	3978	5488

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2464	3353	4149	5114
营业成本	1109	1338	1568	1834
营业税金及附加	23	32	39	48
销售费用	482	671	809	972
管理费用	207	277	342	422
财务费用	-21	-28	-35	-43
资产减值损失	7	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	40	0	0	0
营业利润	697	1065	1425	1881
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	701	1065	1425	1881
所得税	107	162	217	287
净利润	594	902	1208	1594
少数股东损益	12	18	24	32
归属于母公司所	582	884	1184	1562
EBITDA	643	1036	1390	1838
EPS (元)	0.89	1.35	1.81	2.39

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	18.5%	36.1%	23.7%	23.3%
营业利润	48.0%	52.8%	33.9%	32.0%
归属母公司净利	48.5%	51.9%	33.9%	32.0%
获利能力				
毛利率	55.0%	60.1%	62.2%	64.1%
净利率	23.6%	26.4%	28.5%	30.5%
ROE	21.2%	24.4%	24.6%	24.5%
ROIC	17.5%	23.1%	23.5%	23.5%
偿债能力				
资产负债率	21.7%	20.2%	18.3%	16.5%
流动比率	2.2	4.0	4.6	5.3
速动比率	1.9	3.7	4.3	5.1
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收帐款周转率	13.7	13.7	13.7	13.7
应付帐款周转率	5.7	5.7	5.7	5.7
每股指标(元)				
每股收益	0.89	1.35	1.81	2.39
每股经营现金	1.04	1.45	1.94	2.53
每股净资产	4.19	5.55	7.36	9.74
估值比率				
P/E	49.8	32.8	24.5	18.6
P/B	10.6	8.0	6.0	4.6
EV/EBITDA	91.2	56.6	42.2	31.9

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备8年医药行业的从业经验，以及8年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的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征价。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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn