

证券研究报告—动态报告/公司快评

医药保健

东阿阿胶 (000423)
推荐

制药与生物

复方阿胶浆最高零售价调整点评

(维持评级)

2011年11月29日

复方阿胶浆最高零售价调整为出厂价提高打开空间

联系人: 胡博新 0755-82133263 hubx@guosen.com.cn
 证券分析师: 贺平鸽 0755-82133396 hepg@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

事项:

事件: 11月21日山东省物价局发布部分非处方药品最高零售价格的通知,其中复方阿胶浆价格调整为3.9元/支(之前价格为3元/支),无糖型复方阿胶浆调整为4.3元/支(之前价格为3.3元/支)。新价格从12月1日起执行。

我们的观点: 此次复方阿胶浆最高零售价调整幅度约为30%,为公司提高出厂价格提供了一定的空间。考虑到公司尚未公布出厂价提高计划,我们暂时维持原来的盈利预测11~13EPS1.33、1.70和2.03元,对应PE37X、29X、25X。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,提高一年期目标价至56-59元(12PE33-35x)。

评论:

■ 最高零售价调整为未来提高出厂价打开空间

2000~2010年,山东省物价局调整过2次复方阿胶浆的价格,2000年为28.6元(20ml X 12支,2.42元/支),05年调整为36元(20ml X 12支,3元/支),提高26%。目前药店零售价为32~33元,医院中标价在33~35元之间,公司出厂价与终端价格有30%左右的空间。此次省内最高零售价上调30%,出厂价与最高零售价的价差进一步拉大,使得公司有足够的空间提高出厂价格。

表1:复方阿胶浆最高零售价 单位:元

规格	单位	最新最高零售价	山东省基药价格	05年最高零售价	00年最高零售价
20ml	支	3.9	3	3	2.38
200ml	盒(瓶)	32.9	28	23	
250ml	盒(瓶)	40.5	33	29	22
20ml(无糖型)	支	4.3	3.33		
200ml(无糖型)	盒(瓶)	36.3	29		
250ml(无糖型)	盒(瓶)	44.6			

资料来源:山东省物价局,国信证券经济研究所整理

■ 山东省提价为其他省份定价提供参照

非处方药由各省定价,此次最高零售价调整仅限于山东省内,其他省份尚未有调整的通知。从05年调价的情况来看,浙江、重庆、福建等均参考山东省价格制定最高零售价。此次山东省提价,将为其他省份定价提供一定的参照,公司可主动去其它省份进行价格备案,促使其它省份调整最高零售价,当绝大多数省份提高最高零售价之后,公司统

一提高出厂价的条件也就具备了。

表2: 浙江和重庆复方阿胶浆最高零售价

省份	规格包装	价格(元)	定价通知	执行日期
浙江	20ml*12支	36	浙价费〔2009〕52号	2009/3/15
重庆	20ml*12支	33.7	渝价[2009]123号	2009/5/6

资料来源: 浙江省物价局, 重庆市物价局, 国信证券经济研究所整理

近年来, 公司对加大复方阿胶浆的营销力度, 包括 OTC 渠道广告投放和医院渠道的学术宣传。复方阿胶浆也成为补血类中药的第二大品种。良好的消费者认同度也为提价奠定了重要基础。

表3: 09年国内补血类药物重点品牌

排名	品牌	市场份额
1	东阿阿胶 (山东东阿阿胶集团)	10.81%
2	复方阿胶浆 (山东东阿阿胶集团)	8.22%
3	钾钴胺 (卫材中国药业有限公司)	4.60%
4	驴胶补血颗粒 (湖南九芝堂股份)	4.30%
5	乌鸡白凤丸 (北京同仁堂)	2.74%
6	腺苷钴胺 (上海第一生化药业有限公司)	2.68%
7	乌鸡白凤丸 (江西汇仁药业)	2.60%
8	充足人血小板生成素 (辽宁沈阳三生制药股份有限公司)	2.10%
9	利血生 (江苏吉贝尔药业有限公司)	2.07%
10	福牌阿胶 (山东福胶集团)	1.77%
11	其他	41.89%

资料来源: 南方所, 国信证券经济研究所整理

■ 出厂价格调整将缓解成本上升压力

此次山东省物价局批准复方阿胶浆价格主要基于阿胶、党参等原料价格的上涨。05~10 年间复方阿胶浆的主要五味药材 (阿胶、红参、熟地黄、党参、山楂) 价格均有所上涨, 其中党参就上升了 588%。如果出厂价格提升将有效缓解成本上升的压力。

■ 看好 4 季度阿胶块销量恢复

从 3 季度收入情况来看, 我们判断前三季度阿胶块销量在 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%。

■ 维持公司“推荐”评级, 一年期目标价 51-56 元

此次山东省复方阿胶浆最高零售价调整为公司择机提高出厂价格提供了一定的条件和空间。考虑到公司尚未公布提价计划, 我们暂维持前期盈利预测 11~13EPS1.33、1.70 和 2.03 元, 对应 PE37X、29X、25X。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。将一年期目标价由 51-56 元提高至 56-59 元 (12PE33-35x)。

表 3: 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

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

分析师承诺:

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。

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。