

中药  
署名人: 余方升  
S0960511090002  
021-52286447  
yufangsheng@cjis.cn

东阿阿胶

000423

强烈推荐

掌控定价权的“资源王者”

**6-12个月目标价:**

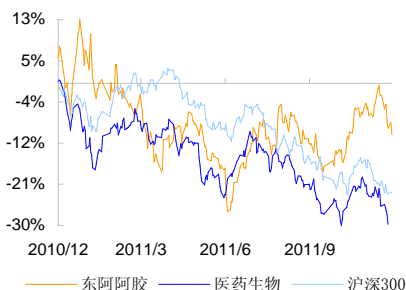
当前股价: 44.80元  
评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2248.59
总股本(百万)	654
流通股本(百万)	653
流通市值(亿)	292
EPS	0.89
每股净资产(元)	4.19
资产负债率	21.69%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
东阿阿胶	-4.64	1.01	7.71
医药生物	-7.17	-9.93	-10.18
沪深300指数	-8.06	-9.94	-16.35



**相关报告**

东阿阿胶-阿胶块销量将有持续较好恢复  
2011-10-24  
东阿阿胶-未来销量较好恢复可期  
2011-08-15  
东阿阿胶-阿胶产品销售形势将逐季好转  
2011-04-12

**投资要点:**

- **目前处于阿胶产品需求高峰期,销售形势较好。**据我们了解,上海等地药店统一零售价执行比较到位,销售状况良好,购买群体在向高端消费者转移。预计今年公司阿胶块销量将能够恢复至去年的9成,明年初存在小幅继续提价的可能。健康网零售研究数据库10月统计显示,公司的阿胶产品销售收入占据了31.5%的市场份额,比福胶和辅仁堂总和还多,验证了公司在阿胶市场的主导优势到位;
- **阿胶浆提价缓解成本压力。**前期山东省物价局将复方阿胶浆最高零售价上调了30%,预计公司不久后将会相应上调出厂价。随着党参等中药材价格的走低,未来阿胶浆的毛利率将有较好回升;
- **加大保健食品推广力度。**公司前期在北京开展“发现美—寻找桃花 lady”活动以来,阿胶糕逐渐为女性白领认知和接受,取得了较好的宣传效果。而上海等地通过电视购物促销,推动阿胶原粉和糕等销量也出现了明显增长;
- **持续加强上游原料质量控制。**日前在国家中医药管理局公布的道地药材保护与规范化生产基地中,公司被列为唯一的一个动物保护基地。未来3-5年,公司将在河北、内蒙古、辽宁等地新建5-7个GAP原料基地,同时还将对东阿地下水进行深入研究和保护;
- **维持强烈推荐评级。**作为掌控定价权的“资源王者”,公司未来将通过阿胶块提价,重点培育阿胶原粉,保健食品放量的发展战略,推动业绩持续较快增长。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:** 驴皮资源紧缺。

**主要财务指标**

单位:百万元	2464	2700	3358	4133
营业收入	18%	10%	24%	23%
收入同比(%)	582	883	1212	1608
归属母公司净利润	49%	52%	37%	33%
净利润同比(%)	55.0%	66.2%	69.1%	71.1%
毛利率(%)	21.2%	25.7%	28.3%	30.0%
ROE(%)	0.89	1.35	1.85	2.46
每股收益(元)	50.65	33.41	24.33	18.34
P/E	10.75	8.60	6.88	5.50
P/B	39	25	18	14
EV/EBITDA	25.04	16.68	11.02	7.95

资料来源:中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	2502	2753	3552	4698	<b>营业收入</b>	2464	2700	3358	4133
现金	1133	2171	2970	3983	营业成本	1109	912	1039	1195
应收账款	129	160	191	232	营业税金及附加	23	26	32	39
其他应收款	25	34	34	45	营业费用	482	513	621	744
预付账款	49	46	52	58	管理费用	207	243	269	289
存货	194	177	193	221	财务费用	-21	-17	-26	-35
其他流动资产	972	164	113	159	资产减值损失	7	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1096	1503	1642	1655	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	74	100	97	91	投资净收益	40	45	42	44
固定资产	400	536	658	717	<b>营业利润</b>	697	1068	1466	1944
无形资产	128	137	147	154	营业外收入	6	5	6	5
其他非流动资产	494	730	740	694	营业外支出	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	3598	4256	5194	6353	<b>利润总额</b>	701	1071	1469	1948
<b>流动负债</b>	719	651	709	749	所得税	107	163	224	297
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	594	908	1245	1651
应付账款	194	148	175	197	少数股东损益	12	25	33	43
其他流动负债	525	504	534	552	<b>归属母公司净利润</b>	582	883	1212	1608
<b>非流动负债</b>	62	75	68	72	EBITDA	725	1109	1517	2005
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.89	1.35	1.85	2.46
其他非流动负债	62	75	68	72					
<b>负债合计</b>	780	727	777	821	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	74	99	132	175	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	654	654	654	654	<b>成长能力</b>				
资本公积	689	689	689	689	营业收入	17.9%	9.6%	24.4%	23.1%
留存收益	1400	2087	2942	4014	营业利润	48.2%	53.2%	37.2%	32.7%
归属母公司股东权益	2743	3430	4285	5357	归属于母公司净利润	48.7%	51.6%	37.3%	32.7%
<b>负债和股东权益</b>	3598	4256	5194	6353	<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	50.65	33.41	24.33	18.34
					P/B	10.75	8.60	6.88	5.50
					EV/EBITDA	39	25	18	14

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—2011 年连续 5 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜, 2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名; 2010 年和 2011 年财经风云榜最佳证券分析师; 团队成员余文心获得 2011 年度医药信息达人称号(证券行业唯一一个);

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, 医药行业分析师, 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, 负责中药研究;  
余文心, 医药行业分析师, 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, 医药行业分析师, 上海交大生物工程学士, 金融学硕士, 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, 医药行业分析师, 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。

### 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(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。

### 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

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