

东阿阿胶 (000423)
买入/维持评级

股价: RMB41.00

分析师

胡骥
SAC 执业证书编号:s1000511110003
0755-83201063
huji@mail.htlhsc.com.cn

联系人

赵媛
021-68498596
zhaoyuan@mail.htlhsc.com.cn

调价加强终端掌控， 营销战略继续执行

- 公司今日公告：复方阿胶浆零售价上调不超过 30%。阿胶块出厂价上调 10%，零售价不变。销售副总经理程继忠因个人原因辞职。
- 阿胶浆提价符合预期，处方发力销量增速将超 20%。考虑到近日山东物价局已上调最高零售价格，此次提价符合我们的预期，在其他省份审批备案后，将迎来全国产品提价。在新一轮基药招标中，阿胶浆新近十几个省份增补目录，2012 年作为基药执行完整年份，销售有望突破 11 亿。产业园技改项目将进一步扩大阿胶浆产量，未来 3 年复合增长将超过 20%。
- 结构性调价有助终端掌控，资源品牌溢价仍待挖掘。阿胶块出厂价上涨 10%至 1082 元/千克，我们以现有经营数据为基础，预计提价将增厚 2012 年 EPS0.06 元。同时由于零售价维持不变，提价不会造成市场销量震荡。由于前期出厂价与零售价差较大（接近 60%），使得部分终端价格执行不到位，此次结构性调价将使渠道利润得到合理修正，有助于终端价格和品牌形象维护。同时由于公司大力加强品牌宣传和市场推广，节省了经销商的营销费用，经销商的销售积极性不会受到明显影响。
- 高管离职不影响战略执行，维持买入评级。程继忠是公司 2009 年聘请的职业经理人，曾在葵花药业、步长集团负责营销工作，其控制营销理念使产品价格得到大幅提升。目前公司 OTC、处方、商超渠道已全面覆盖，新任营销总监 OTC 营销经验丰富，将继续推行控量提价战略，深度分销和渠道梳理的执行不会因高管变动而大打折扣。我们看好公司对资源、技术、品牌终端等产业链各环节的强力控制，小幅上调 2011~2013 年每股收益至 1.32 元、1.80 元(+1.7%)、2.26 元(+1.5%)，复合增长率 36.5%，对应的市盈率分别为 31、23、18 倍，维持买入评级。
- 风险提示：短期经济下滑引发的消费增速缓慢；公司尚未完全垄断上游驴皮资源，在不断提价的情况下，有可能给竞争对手留下市场空白。

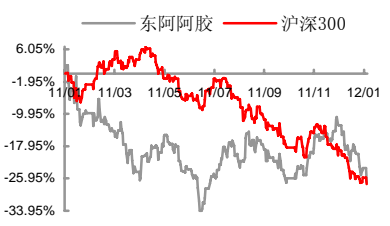
相关研究

《打造大保健品牌，培育全产业链价值》
2011/12/27

基础数据

总股本 (百万股)	654
流通 A 股 (百万股)	654
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	26,815

最近 52 周股价走势图



资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

经营预测与估值	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2464	2692	3399	4289
(+/-%)	19%	9%	26%	26%
归属母公司净利润(百万元)	582	865	1177	1481
(+/-%)	48%	49%	36%	26%
EPS(元)	0.89	1.32	1.80	2.26
P/E(倍)	46.1	31.0	22.8	18.1

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2502	2876	3561	4570	营业收入	2464	2692	3399	4289
现金	1133	1338	1730	2304	营业成本	1109	876	988	1264
应收账款	129	255	323	407	营业税金及附加	23	29	37	46
其他应收款	25	116	147	185	营业费用	482	507	652	816
预付账款	49	42	46	59	管理费用	207	292	362	443
存货	194	422	475	608	财务费用	-21	-20	-25	-29
其他流动资产	972	704	840	1006	资产减值损失	7	5	5	5
非流动资产	1096	1507	1715	1906	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	74	88	88	88	投资净收益	40	47	51	56
固定资产	400	432	490	624	营业利润	697	1048	1430	1799
无形资产	128	121	114	107	营业外收入	6	5	0	0
其他非流动资产	494	866	1024	1088	营业外支出	2	2	0	0
资产总计	3598	4384	5276	6476	利润总额	701	1051	1430	1799
流动负债	719	830	815	901	所得税	107	169	230	289
短期借款	0	50	0	0	净利润	594	882	1200	1510
应付账款	194	146	164	210	少数股东损益	12	17	23	29
其他流动负债	525	634	650	691	归属母公司净利	582	865	1177	1481
非流动负债	62	50	50	50	EBITDA	725	1082	1468	1850
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.89	1.32	1.80	2.26
其他非流动负	62	50	50	50					
负债合计	780	880	865	952	主要财务比率				
少数股东权益	74	91	114	143	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	654	654	654	654	成长能力				
资本公积	689	689	689	689	营业收入	18.5%	9.3%	26.3%	26.2%
留存收益	1400	2069	2955	4039	营业利润	48.0%	50.4%	36.4%	25.8%
归属母公司股	2743	3413	4298	5382	归属母公司净利	48.5%	48.6%	36.0%	25.8%
负债和股东权	3598	4384	5276	6476	获利能力				
					毛利率(%)	55.0%	67.4%	70.9%	70.5%
					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	23.6%
					ROE(%)	21.2%	25.4%	27.4%	27.5%
					ROIC(%)	45.7%	58.1%	62.7%	63.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	21.7%	20.1%	16.4%	14.7%
					净负债比率(%)	0.00%	5.68%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.48	3.47	4.37	5.07
					速动比率	3.21	2.96	3.79	4.39
					营运能力				
					总资产周转率	0.73	0.67	0.70	0.73
					应收账款周转率	19	13	11	11
					应付账款周转率	6.28	5.16	6.37	6.75
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊	0.89	1.32	1.80	2.26
					每股经营现金流	0.97	1.16	1.41	1.77
					每股净资产(最新	4.19	5.22	6.57	8.23
					估值比率				
					P/E	46.06	30.98	22.78	18.11
					P/B	9.77	7.86	6.24	4.98
					EV/EBITDA	35	23	17	14

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,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,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012年 华泰联合证券有限责任公司