



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

能源:石油及天然气

王军

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001  
(8621) 2032 8310

jun.wang@bocigroup.com

\*焦阳为本报告重要贡献者

# 东阿阿胶上调阿胶、复方阿 胶浆产品价格

东阿阿胶(000423.SZ/人民币 39.46, 买入)发布公告上调阿胶出厂价 10%, 同时上调复方阿胶浆零售价不超过 30%, 出厂价也将相应调整。

从 2011 年第 4 季度部分渠道的阿胶块货源已经偏紧的情况来看, 我们认为本次阿胶块提价属于意料之中。我们估计, 阿胶块 2011 年第三季度销量的同比下滑幅度已经缩窄, 账面新增的 1 亿元预收款项可能预示着第四季度的销售有所恢复, 2011 年全年阿胶块销量下滑可能在 20% 以内。由于 950 元/公斤的出厂价与 1,500 元/公斤的零售价之间差距较大, 故本次公司虽上调阿胶块出厂价, 但终端零售价并未上调。我们认为本次提价对终端销售影响非常有限, 2012 年阿胶块的销量将继续恢复, 预计将达到 2010 年的水平, 全年阿胶块销售额增长在 30% 左右。我们估计如果阿胶块的销售超预期, 公司在下半年可能会再次小幅提价。经历了 2011 年 60% 的提价之后, 公司消费群体的重建工作正在进行。从目前的情况来看, 虽然阿胶块的消费群体正在向收入较高的人群转移, 但导致阿胶块销量复苏的主要力量可能仍来自于原有消费者, 毕竟在功效相同的滋补品中, 阿胶块的价格仍然相对较为低廉。我们认为阿胶块仍具有较大的提价空间, 但未来的提价可能将会较为温和, 毕竟在品牌和渠道没能形成绝对优势的情况下, 采取大幅提价的策略仍具有一定的风险。

复方阿胶浆零售价上调 30% 符合预期。自 2011 年 11 月山东省物价局发布新的复方阿胶浆最高零售价之后, 复方阿胶浆的提价就已仅是时间问题。复方阿胶浆虽属于补气养血类中药的传统品种, 消费者的认知度也很高, 但竞争品种众多以及营销略显不足使得复方阿胶浆的增长一直较为缓慢。我们认为本次复方阿胶浆调价将会对 OTC 终端的销售有一定的负面影响, 但对公司开拓医院市场却具有非常重要的作用, 预计 2012 年复方阿胶浆的增长在 30% 左右, 2013 年增速可能将会更快。

公司同时公告高管程继忠因个人原因辞去销售副总职务。我们认为过去的 3 年中程继忠先生的主要贡献在于帮助公司用较短的时间完成了销售渠道和价格体系的理顺, 并提升了公司销售体系的执行力。2011 年阿胶块大幅提价后, 公司的销售渠道表现的较为稳定, 价格体系也得以较好的维持。我们认为公司的销售体系已经成型, 预计程继忠先生的离职不会对公司的销售造成太大影响。

我们维持公司 2011-2013 年 1.36 元、1.82 元、2.48 元的盈利预测, 相对于目前的股价, 公司 2012 年的市盈率不足 22 倍。考虑到公司阿胶块、复方阿胶浆、阿胶系列保健食品三类产品定位清晰, 目标市场差异明显且覆盖全面, 我们认为公司发展的确定性很强。我们维持公司 54.50 元的目标价, 相当于 30 倍 2012 年市盈率, 并维持 **买入** 评级不变。

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## 免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371