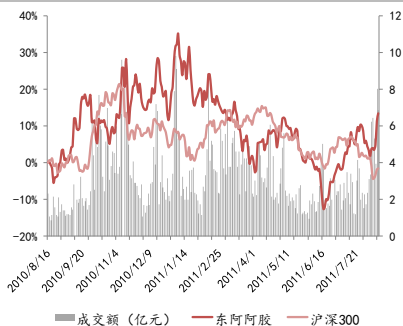


投资评级

谨慎推荐

近一年股价走势图



公司基本情况

总股本(万股)	65,402
流通股本(万股)	65,378
每股净资产(元)	4.88
资产负债率(%)	15.84

研发部

宋凯
SAC 执业证书编号: S1340511070001
联系电话: 010-68858138
Email: songkai@cnpsec.com

收入小幅增长，毛利率提升

——东阿阿胶（000423）半年报点评

事件：

公司公布了 2011 年中报，营业收入 12.80 亿元，同比增长 2.92%；营业利润 5.35 亿元，同比增长了 46.43%；利润总额 5.35 亿元，同比增长了 45.99%；归属于母公司净利润 4.50 亿元，同比增长了 47.34%；扣除非经常性损益后母公司净利润增幅为 40.62%。基本每股收益 0.69 元。

点评：

● **销量下滑，毛利率提升。**公司阿胶产品实现营业收入 9.92 亿元，同比增长了 17.33%，毛利率为 71.90%，同比上升了 2.15 个百分点。医药贸易营业收入 1.45 亿元，同比下降了 55.83%，毛利率为 6.88%，同比上升了 3.86 个百分点。今年伊始公司一次性大幅提价 60%，出厂价格大幅提升势必会影响产品销量，预计今年全年公司阿胶产品销量处于下滑趋势，业绩提升主要依赖于价格上涨、毛利率提升。

● **涨价符合公司自身未来规划，销量下滑不必过度担忧。**我们认为公司产品大幅提价符合自身的战略规划。未来公司以阿胶块为核心，大力发展上下游相关产业，下游阿胶衍生品将成为未来公司支柱产品，如复方阿胶浆、阿胶枣系列产品、桃花姬（桂圆膏）产品和阿胶原粉等产品，这些产品附加值更高，阿胶的利用率也有所提升，这在目前国内驴皮资源整体紧缺的背景下，是一个正确的战略选择。所以未来阿胶块在公司业务中的比重将逐渐下降，投资者不必过度忧虑其销量的下滑。

● **未来重点建设商超和医院渠道。**目前公司阿胶产品 80-90%通过 OTC 渠道投放，商超和医院渠道将是公司十二五期间重点建设领域，预计未来几年商超和医院渠道的销售收入占比将分别达到 30%和 20%左右。这与公司将重点开发下游阿胶衍生品战略相辅相成，公司重点开发的阿胶衍生品桃花姬、阿胶枣等保健食品适于通过商超渠道销售。公司的阿胶浆产品除了具有补血功效以外，还能够缓解经受放疗癌症患者的疲乏综合征，帮助患者完成治疗。我们认为未来商超和医院渠道的开发将带动阿胶下游衍生品的销售增长。

● **盈利预测与投资评级。**我们调整公司 2011-2013 年每股收益为 1.37 元、1.82 元和 2.32 元（此前为 1.38、1.83 和 2.41），对应前一交易日股价动态市盈率为 35 倍、26 倍和 21 倍，作为行业龙头企业，估值比较合理，我们维持公司“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示。**阿胶衍生品开发低于预期。

图表 1：东阿阿胶盈利预测（单位：万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	207,911	246,378	259,175	317,746	388,820
增长率	23.32%	18.50%	5.19%	22.60%	22.37%
营业成本	106,230	110,887	84,468	93,689	106,475
毛利率	48.91%	54.99%	67.41%	70.51%	72.62%
营业税金及附加	1,789	2,329	2,450	2,600	2,890
销售费用	37,751	48,151	50,824	61,579	75,159
管理费用	17,371	20,726	22,445	27,263	33,400
财务费用	-1,646	-2,086	-2,487	-2,606	-3,111
期间费用率	25.72%	27.11%	27.31%	27.14%	27.12%
资产减值损失	-47	666	760	800	850
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	621	3,992	5,890	6,300	6,600
营业利润	47,082	69,697	106,606	140,721	179,758
增长率	37.27%	48.03%	52.96%	32.00%	27.74%
加：营业外收入	513	571	300	0	0
减：营业外支出	253	163	50	0	0
利润总额	47,342	70,105	106,856	140,721	179,758
增长率	38.71%	48.08%	52.42%	31.69%	27.74%
减：所得税	6,636	10,693	16,338	21,108	26,964
所得税率	14.02%	15.25%	15.29%	15.00%	15.00%
净利润	40,706	59,412	90,517	119,613	152,794
增长率	37.46%	45.95%	52.36%	32.14%	27.74%
减：少数股东损益	1,494	1,189	935	900	870
归属于母公司所有者的净利润	39,212	58,222	89,582	118,713	151,924
增长率	36.61%	48.48%	53.86%	32.52%	31.74%
基本每股收益(元)	0.68	0.89	1.37	1.82	2.32

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。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。