

中药III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 余方升

S0960110030152

021-52288047

yufangsheng@cjis.cn

6-12个月目标价: 60.90

当前股价: 48.00元

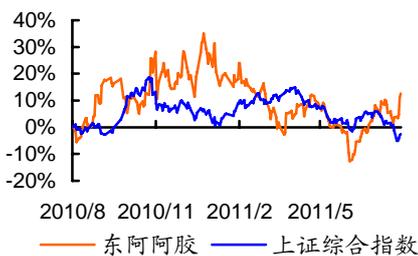
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2626.77
总股本(百万)	654
流通股本(百万)	654
流通市值(亿)	314
EPS (TTM)	1.05
每股净资产(元)	4.31
资产负债率	21.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
东阿阿胶	5.43	4.34	-7.97
上证综合指数	-6.86	-8.51	-9.40



相关报告

《东阿阿胶-阿胶产品销售形势将逐季好转》2011-4-12

《东阿阿胶-阿胶块出厂价大幅上调在即, 提高目标价至84元》2011-1-5

《东阿阿胶-积极夯实阿胶产业链, 业绩持续快速增长值得期待》2010-11-11

东阿阿胶

000423

强烈推荐

阿胶块未来销量较好恢复可期

公司11年上半年实现归属于母公司净利润约4.50亿, 同比增长47.34%, 对应EPS0.69元, 符合预期。

投资要点:

- **中期净利润保持较快增长。**公司1-6月实现营收12.80亿, 同比增长2.92%。实现归属于母公司净利润4.50亿, 同比增长47.34%。业绩实现较快增速的主要原因是阿胶及系列产品销售收入增加较多。其他方面, 三项费用率有所上升, 经营现金流状况良好;
- **阿胶块销售逐季趋好, 保健食品延续较好增势。**阿胶及系列产品1-6月销售收入约9.92亿, 同比增长17.33%。阿胶块提价后销量逐渐得到恢复, 从各地区来看, 上半年华东、华南等地销量有所下降, 而华北、西南等地区保持了较稳增速。随着旺季的临近, 预计未来2个季度阿胶业务将持续好转。桃花姬阿胶糕、水晶枣等保健食品增速较快, 11年销售收入可望达到3亿;
- **其它业务整体比较稳定。**上半年医药贸易营收达到1.45亿, 同比缩减55.83%, 毛利率则有明显提升。医疗器械有0.43亿销售收入, 同比增长40.15%。其它产品营收达到1.36亿, 有大幅增加;
- **继续购买理财产品提高资金收益。**6月末公司货币资金达到17.01亿, 为提高闲置资金使用效益, 公司购买了9亿预期年收益率为6.5%的理财产品;
- **维持强烈推荐评级。**公司未来将通过聚焦营销、研发和原料, 加强渠道业务拓展, 产业链竞争优势日益凸显。我们预计公司11-13年EPS分别为1.35、2.03和2.84元, 维持强烈推荐评级。

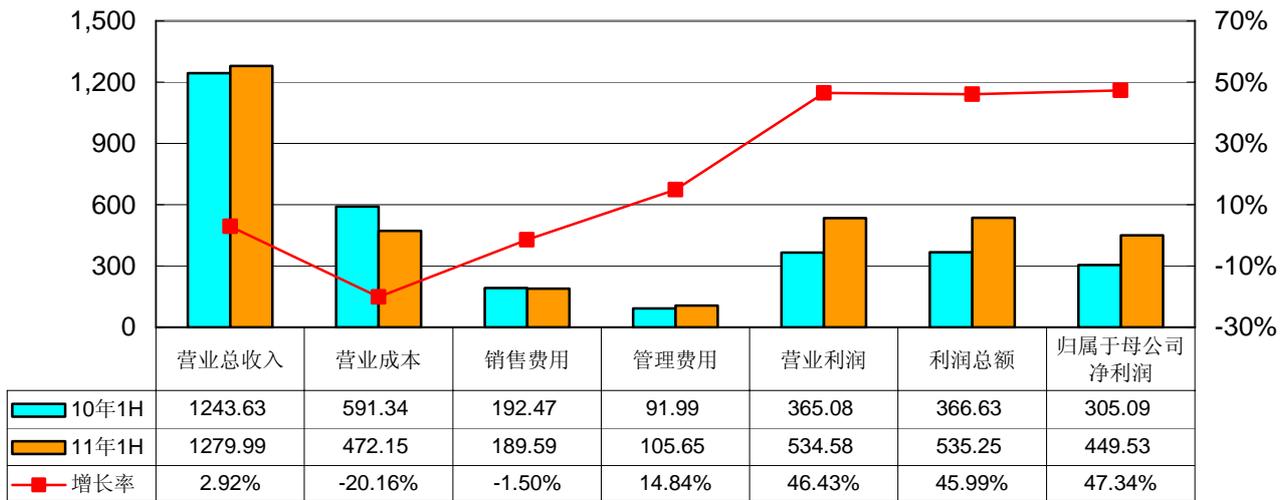
风险提示: 驴皮资源日益紧缺。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2464	3079	3946	4936
同比(%)	18%	25%	28%	25%
归属母公司净利润(百万元)	582	886	1330	1855
同比(%)	49%	52%	50%	39%
毛利率(%)	55.0%	61.8%	66.0%	68.8%
ROE(%)	21.2%	25.8%	30.2%	32.7%
每股收益(元)	0.89	1.35	2.03	2.84
P/E	53.92	35.44	23.60	16.92
P/B	11.44	9.14	7.13	5.53
EV/EBITDA	41	27	18	13

资料来源: 中投证券研究所

图 1: 东阿阿胶 11 年上半年主要盈利性指标变化情况 (单位: 百万)



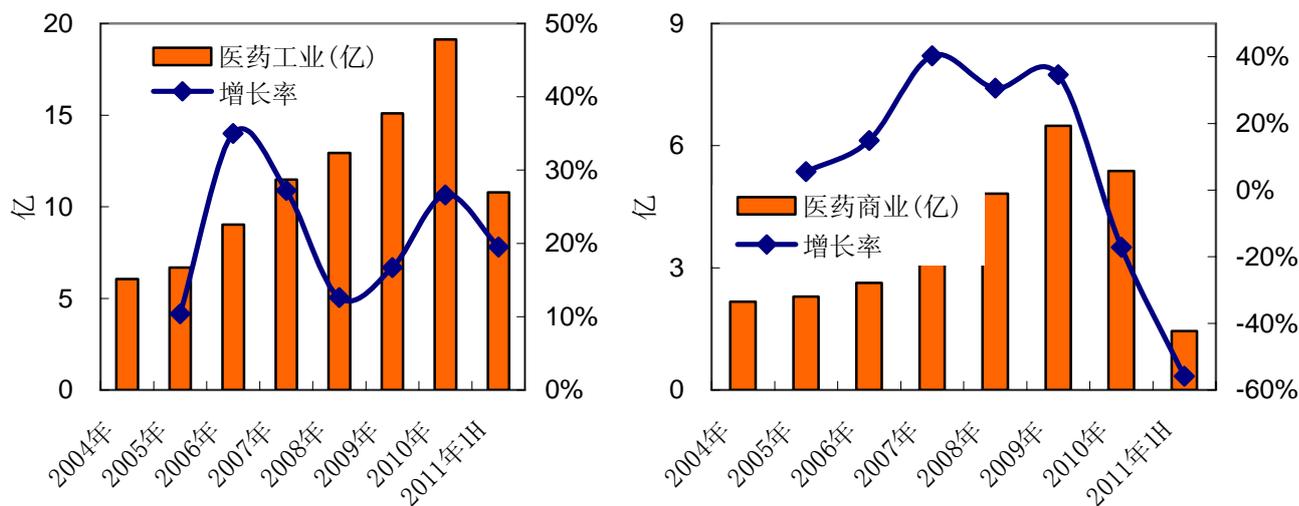
数据来源: 公司 11 年半年报 中投证券研究所

表 1: 东阿阿胶 10-11 年季度盈利性数据 (单位: 百万)

财务指标	10 年 1Q	10 年 2Q	10 年 3Q	10 年 4Q	11 年 1Q	11 年 2Q	112Q 环比
营业收入	636.17	607.46	532.83	687.33	704.36	575.64	-18.27%
营业成本	305.43	285.91	276.90	240.63	239.18	232.98	-2.59%
营业费用	85.55	106.92	111.95	177.09	104.92	84.67	-19.30%
管理费用	44.88	47.12	31.59	83.67	50.96	54.68	7.30%
财务费用	-5.19	-6.13	-2.22	-7.32	-6.44	-3.24	-49.65%
营业利润	199.92	165.15	137.69	194.21	321.28	213.30	-33.61%
利润总额	200.95	165.68	138.41	196.01	321.60	213.66	-33.56%
所得税	30.79	24.97	20.78	30.39	49.86	29.76	-40.31%
归属于母公司净利润	167.00	138.09	114.92	162.22	268.86	180.68	-32.80%
EPS	0.26	0.21	0.18	0.25	0.41	0.28	-0.13
毛利率	51.99%	52.93%	48.03%	64.99%	66.04%	59.53%	-6.52%
营业费用率	13.45%	17.60%	21.01%	25.77%	14.90%	14.71%	-0.19%
管理费用率	7.05%	7.76%	5.93%	12.17%	7.24%	9.50%	2.26%
实际所得税率	15.32%	15.07%	15.01%	15.50%	15.50%	13.93%	-1.57%

资料来源: 公司历年报表 中投证券研究所

图 2: 东阿阿胶历年主要业务增长情况



资料来源: 公司历年报表 中投证券研究所

表 2: 东阿阿胶主营业务预测 (单位: 百万)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入					
阿胶及系列	1262.00	1665.84	2215.56	2880.23	3608.93
保健食品	100.02	160.00	288.00	460.80	691.20
医药商业等	710.17	629.34	566.41	594.73	624.46
其它业务收入	6.91	8.56	9.42	10.36	11.40
合计	2079.11	2463.74	3079.39	3946.12	4935.99
毛利率					
阿胶及系列	66.94%	68.00%	73.05%	76.78%	79.25%
保健食品	45.76%	45.07%	51.18%	54.23%	55.75%
医药商业等	17.19%	23.24%	23.24%	23.24%	23.24%
其它业务收入	59.95%	43.20%	43.20%	43.20%	43.20%
合计	48.91%	54.99%	61.75%	65.99%	68.79%

数据来源: 公司历年年报 中投证券研究所

表 3: 阿胶块 2004 年以来价格上涨情况 (单位: 元/Kg)

年度	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1 月
出厂价	158	158	205	275	320	393	596	954
涨幅	20%	0	30%	34%	16%	23%	52%	60%

数据来源: 公司公告 中投证券研究所 注: 截止到 2011 年 8 月 16 日

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
流动资产	2502	2812	3742	5104	营业收入	2464	3079	3946	4936
现金	1133	2114	3029	4223	营业成本	1109	1178	1342	1541
应收账款	129	183	225	278	营业税金及附加	23	29	37	47
其它应收款	25	39	40	54	营业费用	482	585	710	839
预付账款	49	60	67	74	管理费用	207	277	316	346
存货	194	229	249	285	财务费用	-21	-16	-26	-36
其他	972	187	133	189	资产减值损失	7	0	0	0
非流动资产	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	营业利润	697	1072	1609	2244
无形资产	128	137	147	154	营业外收入	6	5	6	5
其他	494	730	740	694	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	3598	4315	5384	6759	利润总额	701	1075	1613	2248
流动负债	719	707	775	830	所得税	107	164	246	343
短期借款	0	0	0	0	净利润	594	911	1367	1905
应付账款	194	191	226	254	少数股东损益	12	25	37	49
其他	525	517	549	575	归属母公司净利润	582	886	1330	1855
非流动负债	62	75	68	72	EBITDA	725	1113	1661	2303
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.89	1.35	2.03	2.84
其他	62	75	68	72					
负债合计	780	782	843	901	主要财务比率				
少数股东权益	74	99	136	185	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	654	654	654	654	成长能力				
资本公积	689	689	689	689	营业收入	17.9%	25.0%	28.1%	25.1%
留存收益	1400	2090	3062	4329	营业利润	48.2%	53.7%	50.2%	39.5%
归属母公司股东权益	2743	3433	4405	5672	归属于母公司净利润	48.7%	52.1%	50.2%	39.5%
负债和股东权益	3598	4315	5384	6759	获利能力				
					毛利率	55.0%	61.8%	66.0%	68.8%
					净利率	23.6%	28.8%	33.7%	37.6%
					ROE	21.2%	25.8%	30.2%	32.7%
					ROIC	46.1%	109.3%	148.0	181.2%
					偿债能力				
					资产负债率	21.7%	18.1%	15.7%	13.3%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.48	3.98	4.83	6.15
					速动比率	3.21	3.65	4.50	5.80
					营运能力				
					总资产周转率	0.73	0.78	0.81	0.81
					应收账款周转率	19	19	19	19
					应付账款周转率	6.28	6.13	6.45	6.42
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.89	1.35	2.03	2.84
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	2.45	2.17	2.77
					每股净资产(最新摊薄)	4.19	5.25	6.74	8.67
					估值比率				
					P/E	53.92	35.44	23.60	16.92
					P/B	11.44	9.14	7.13	5.53
					EV/EBITDA	41	27	18	13

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 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第 2 名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名; 2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名; 2010 年财经风云榜最佳证券分析师 (医药行业唯一一个)。

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, 医药行业研究助理, 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, 医药行业研究助理, 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, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 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, 医药行业研究助理, 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。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司 (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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

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

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

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