

东阿阿胶 (000423): 资源稀缺提价合理, 战略调整迎接旺季

行业分类: 医药

2011. 08. 31

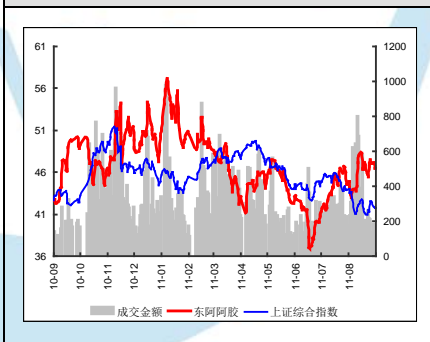
研究员: 张绍坤
(执业证书编号: S0640511010008)
联系人: 刁志学, 赵浩然
电话: 0755-83520492、83689524
Email: diaozhixue@163.com

6 个月目标价	61.00
当前股价	46.20
投资评级	买入

基础数据

上证指数	2567.34
总股本 (亿)	6.54
流通 A 股 (亿)	6.54
流通 A 股市值 (亿)	302.15
总市值 (亿)	302.15
ROE	15.15%
资产负债率	15.84%
动态市盈率	31.01
动态市净率	8.13

近一年股价表现



相关研究:

《东阿阿胶 (000423): 回归奢侈品的中药品牌》 2011. 07. 11

《东阿阿胶 (000423): 提价尚需市场消化, 未来市场前景可观》 2011. 08. 17

2011 年 08 月 25 日, 我们来到山东省东阿县对东阿阿胶公司进行调研, 就公司的产品结构、经营策略及未来发展战略进行交流沟通。

我们的观点:

● 阿胶市场价格的主导地位形成

阿胶与云南白药、片仔癀一样都属于资源稀缺性产品: 我国毛驴存栏量以每年 4% 左右的速度递减, 上游原材料锐减导致阿胶产量下降; 随着我国人均可支配收入的增加和人们健康意识的提高, 阿胶市场需求增长迅速; 产品的稀缺性和消费市场迅速增长使得公司享有较强的定价能力。公司在发展过程中逐步形成资源、文化、工艺、原料四大垄断优势, 占据阿胶市场约 70% 的份额, 去年公司阿胶业务实现 18 亿元, 相对竞争对手优势明显, 公司在阿胶行业的领导地位决定了其是阿胶市场价格的主导者, 其他公司采取价格追随战略, 年初公司宣布产品出厂价提价后, 其他公司产品价格随后均有不同程度的调整;

● 多系列产品拓展培育新增长点

受上游原材料稀缺的限制, 公司单靠卖阿胶块来保持业绩持续快速增长的可能性很小, 公司将围绕阿胶系列不断拓展产品目录, 重点培育复方阿胶浆和保健品系列产品, 提高阿胶的效价, 从而带动公司业绩的稳定增长。复方阿胶浆方面: 据健康网对全国部分城市补血用品药店销售统计数据显示复方阿胶浆在上半市场占有率基本维持在 75%, 由于该产品进入国家基本医保目录, 因此公司的销售策略主要为通过学术推广和营销活动加强医药终端的销售, 在公司品牌效应和推广力度加大的影响下, 我们预计复方阿胶浆业务 11 年将会有较快增长; 保健品方面: 公司加大阿胶系列保健品的研发投入, 已取得多个保健品种如海龙胶系列、龟甲胶系列的生产批件, 即将投放市场。

● 战略调整完成后将迎来快速增长

2009 年起公司采取“控制营销”策略, 重新甄选经销商, 减少中间环节, 将渠道扁平化, 增强对终端的控制能力; 上半年公司阿胶产品由药品向保健品转型升级, 在转型过程中不可避免的会给公司营销、渠道、人员、宣传方面带来一定的磨合, 短期内可能会对公司业绩造成一定影响; 从长期来看, 公司营销经过调整后, 将会更为适应的市场变化, 从而带动公司进入新一轮的快速增长期;

● 竞争产品追随提价将推动消费回归

公司年初阿胶块产品提价 60% 后拉大与市场同类产品的价格差 (济南阿胶专卖店东阿阿胶 500g 售价为 750 元, 福胶集团精装福字阿胶 500g 售价 520 元 (平装为 470 元)), 是公司上半年销量下滑的主要原因, 下半年市场同类产品追随提价的可能性很大, 产品的价格差将会减小, 从而推动部分消费者回归公司产品。

投资评级:

维持 11-13 年 EPS 分别为 1.49 元, 2.10 元, 2.60 元, 买入评级

图表 1: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2502	3577	4604	5773	营业收入	2464	3223	3969	4781
现金	1133	2115	3046	4090	营业成本	1109	1128	1310	1530
应收账款	129	185	218	268	营业税金及附加	23	28	35	43
其他应收款	25	32	39	47	营业费用	482	741	794	956
预付账款	49	57	67	77	管理费用	207	274	341	411
存货	194	202	232	272	财务费用	-21	-67	-107	-148
其他流动资产	972	987	1002	1019	资产减值损失	7	7	7	7
非流动资产	1096	1044	996	945	公允价值变动收				
长期投资	74	69	69	69	益	0	0	0	0
固定资产	400	397	373	335	投资净收益	40	53	53	53
无形资产	128	124	120	116	营业利润	697	1165	1641	2034
其他非流动资					营业外收入	6	5	6	5
产	494	453	434	424	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	3598	4621	5600	6718	利润总额	701	1168	1645	2038
流动负债	719	746	809	878	所得税	107	175	247	306
短期借款	0	0	0	0	净利润	594	993	1398	1732
应付账款	194	183	220	252	少数股东损益	12	20	28	35
其他流动负债	525	563	589	626	归属母公司净利润	582	973	1370	1698
非流动负债	62	65	68	71	EBITDA	725	1149	1589	1943
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.89	1.49	2.10	2.60
其他非流动负									
债	62	65	68	71					
负债合计	780	810	878	949	主要财务比率				
少数股东权益	74	94	122	156	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%	30.8%	23.2%	20.5%
留存收益	1400	2373	3257	4270	营业利润	48.2%	67.1%	40.9%	23.9%
归属母公司股东权益	2743	3717	4600	5613	归属于母公司净利润	48.7%	67.1%	40.8%	23.9%
负债和股东权益	3598	4621	5600	6718	获利能力				
					毛利率(%)	55.0%	65.0%	67.0%	68.0%
					净利率(%)	23.6%	30.2%	34.5%	35.5%
					ROE(%)	21.2%	26.2%	29.8%	30.2%
					ROIC(%)	46.1%	74.0%	104.8%	128.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	21.7%	17.5%	15.7%	14.1%
					净负债比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.48	4.80	5.69	6.57

现金流量表

单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	636	860	1262	1532
净利润	594	993	1398	1732
折旧摊销	48	51	55	56
财务费用	-21	-67	-107	-148
投资损失	-40	-53	-53	-53

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640511010008，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事消费行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。