

2012年03月09日

黎莹  
C0051@e-capital.com.cn  
目标价(元) 51.00

#### 公司基本资讯

产业别	医药
A 股价 (12/03/09)	42.50
深证成分指数 (12/03/09)	10334.38
股价 12 个月高/低	49.99/36.75
总发行股数 (百万)	654.02
A 股数 (百万)	653.78
A 市值 (亿元)	277.86
主要股东	华润东阿阿胶有限公司(23.14%)
每股净值 (元)	5.24
股价/帐面净值	8.11
	一个月 三个月 一年
股价涨跌 (%)	0.24 -6.59 -9.36

#### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2011-04-13	44.77	买入

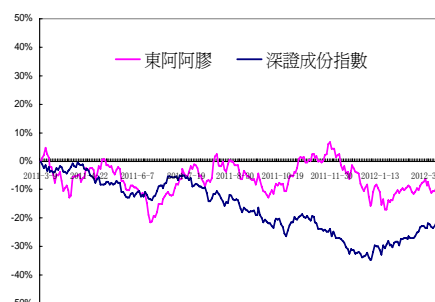
#### 产品组合

阿胶及系列	83%
其它	17%

#### 机构投资者占流通 A 股比例

QFII	0.92%
基金	29.77%
券商集合理财	0.18%
一般法人	23.15%

#### 股价相对大盘走势



## 东阿阿胶(000423.SZ)

Buy 买入

### 持续看好阿胶块销量恢复

#### 结论与建议:

公司为资源稀缺品种, 阿胶产品将持续实现价值回归, 同时公司加大阿胶衍生产品推广, 为后续业绩增长蓄能。

预计公司 2012/2013 年净利润分别为 11.14 亿元(YoY+30.06%)和 14.49 亿元(YoY+30.09%), EPS 为 1.70 元和 2.21 元, 对应 PE 为 25 倍和 19 倍。考量公司的资源稀缺性, 维持“买入”建议。

- **2011 年业绩保持高增长:** 2011 年实现营收 27.6 亿元 (YOY+12%), 实现净利润 8.56 亿元 (YOY+47%), 每股收益 1.31 元, 符合预期。由于多次上调阿胶块出厂价, 综合毛利率同比提高 11.2 个百分点, 费用方面, 销售费用率提高 2.6 个百分点, 管理费用率持平, 使净利润率提高 7.4 个百分点, 净利润增幅大幅高于营收增幅。
- 2011 年 4Q 实现营收 8.96 亿元 (YOY+30%) / (QOQ+54%), 实现净利润 2.43 亿元 (YOY+50%) / (QOQ+49%), 毛利率同比提高 5.6 个百分点, 期间费用率同比提高 3 个百分点。
- **阿胶块销量逐渐恢复:** 公司阿胶块定位高端, 多次上调阿胶块出厂价, 2011 年年初提价 60%, 2011 年上半年为终端消化提价影响, 销量有较大幅度的下降。母公司 (阿胶块生产的主体企业) 2011 年 H1 实现营收 8.92 亿元 (YOY+17%), 我们预计阿胶块销量下滑 40% 左右。而下半年开始销量在逐步恢复, 从母公司 Q3 营收实现 4.09 亿元 (YOY+33%) / (QOQ+6%), 预计阿胶块销量同比下滑 20% 左右; Q4 营收实现 6.96 亿元 (YOY+45%) / (QOQ+70%), 阿胶块销量同比下滑 9% 左右; 可凸显销量较上半年逐步恢复。我们看好 2012 年的阿胶块销量的恢复情况。
- **聚焦阿胶主业, 剥离医药贸易:** 2011 年医药贸易实现营收 2.89 亿元 (YOY-46.3%), 营收大幅下降的原因为公司将其持有的湖北金马医药有限公司 65% 的股权剥离, 不在并表。公司从 2010 年出售山东阿华医药贸易 36% 股权以来, 不断剥离医药贸易, 聚焦阿胶主业。
- **2012 年看点:** 1、阿胶块销量恢复性增长: 按照 2012 年 4Q 阿胶块销量为基础保守测算, 2012 年销量将提高 30%; 2、阿胶块销量逐步恢复, 市场需求仍然较好, 不排除今年将继续小幅提价的可能; 3、2011 年阿胶浆预计保持了 30% 左右的增速。公司在 2012 年初公告提高阿胶浆终端零售价不超过 30%, 出厂价做出相应调整, 预期将增加渠道利润空间, 提高积极性, 奠定阿胶浆增长业绩。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2012/2013 年净利润分别为 11.14 亿元 (YoY+30.06%) 和 14.49 亿元 (YoY+30.09%), EPS 为 1.70 元和 2.21 元, 对应 PE 为 25 倍和 19 倍。考量公司的资源稀缺性, 维持“买入”建议。目标价 51.00 元 (2012PE 30X)。

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012 F	2013 F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	392	582	856	1114	1449
同比增减	%	36.61%	48.48%	47.05%	30.06%	30.09%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.60	0.89	1.31	1.70	2.21
同比增减	%	36.61%	48.48%	47.05%	30.06%	30.09%
A 股市盈率(P/E)	X	71	48	32	25	19
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.20	0.20	0.20	0.30
股息率 (Yield)	%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 StrongBuy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2009	2010	2011	2012 F	2013 F
营业收入	2,079	2,464	2,759	3,128	3,914
经营成本	1,062	1,109	933	888	1,044
主营业务利润	1,017	1,355	1,825	2,241	2,870
销售费用	378	482	610	688	861
管理费用	174	207	231	250	305
财务费用	-16	-21	-21	-27	-33
营业利润	471	697	1,031	1,331	1,732
补贴收入	5	6	17	0	0
税前利润	473	701	1,036	1,331	1,732
所得税	66	107	166	200	260
少数股东损益	15	12	14	18	24
归属于母公司所有者的净利润	392	582	856	1,114	1,449

附二: 合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012 F	2013 F
货币资金	1,974	1,133	1,503	1498	1618
存货	203	194	311	135	235
应收账款	123	129	56	123	133
流动资产合计	2,445	2,502	3,281	2870	3070
长期股权投资	118	74	92	84	84
固定资产	348	400	471	598	618
无形资产及其它资产合计	125	130	150	152	152
资产总计	3,117	3,598	4,226	3827	4057
流动负债合计	613	719	685	634	662
长期负债合计	45	62	66	71	69
负债合计	658	780	751	705	731
少数股东权益	70	74	51	84	85
股东权益合计	2,390	2,743	3,424	3122	3326
负债及股东权益合计	3,117	3,598	4,226	3827	4057

附三: 合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011	2012 F	2013 F
经营活动产生的现金流量净额	813	636	710	733	743
投资活动产生的现金流量净额	-134	-1,259	-186	-160	-165
筹资活动产生的现金流量净额	597	-216	-154	-143	-153
现金及现金等价物净增加额	1,275	-839	370	430	425

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。