

东阿阿胶 (000423.SZ)

一季度经营稳健

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **51.2-52.3**

分析师: 胡德军 生物医药小组

S0740511070005

021-20315083

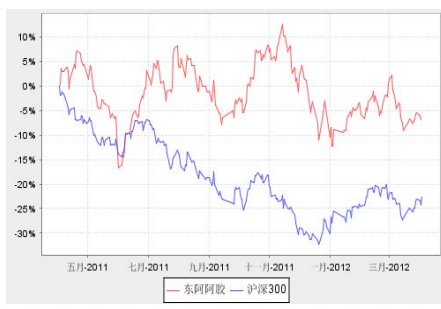
hudj@r.qlzq.com.cn

2012年4月18日

基本状况

总股本(百万股)	654.02
流通股本(百万股)	654.02
市价(元)	41.35
市值(百万元)	27043.79
流通市值(百万元)	27043.79

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2,463.78	2,758.85	3,366.03	4,092.57	4,827.22
营业收入增速	17.88%	11.98%	22.01%	21.58%	17.95%
净利润增长率	48.72%	47.05%	37.84%	27.85%	21.36%
摊薄每股收益(元)	0.89	1.31	1.80	2.31	2.80
前次预测每股收益(元)	0.89	1.31	1.80	2.31	2.80
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	57.40	32.81	23.28	18.21	15.01
PEG	1.18	0.70	0.62	0.65	0.70
每股净资产(元)	4.19	5.24	6.74	8.75	11.25
每股现金流量	0.97	1.09	1.97	2.40	2.89
净资产收益率	21.22%	25.01%	26.77%	26.38%	24.89%
市净率	12.18	8.20	6.23	4.80	3.74
总股本(百万股)	654.02	654.02	654.02	654.02	654.02

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司今日股票大幅波动, 盘中一度跌近 9%, 最终收盘在 39.57 元, 全天下跌 4.3%; 公司股票目前表现和阿胶市场销售形成鲜明对比, 我们认为此次股票大幅波动和公司目前经营情况无关, 错杀有望提供买入良机, 建议投资者积极关注;
- 根据我们对终端市场的跟踪调查, 公司目前阿胶系列产品销售状况良好, 阿胶块价格稳定, 预计全年将延续价稳量升的格局; 由于阿胶作为滋补品越来越受到消费者认可, 因此也吸引了更多的低端品牌加入, 虽然有利于共同把市场做大, 但随着产品参差不齐的现象愈加严重, 未来行业标准的推出有望加速, 一二线品牌有望受益;
- 同时我们观察到目前部分二线阿胶品牌已有提价动向, 其中在广东地区部分二线阿胶品牌价格已经超过 600 元/斤, 随着二线品牌价格的集体上涨, 公司阿胶终端零售价和二线品牌差距正在缩小, 预计未来将对公司阿胶块销量起到积极的作用; 我们认为目前阿胶产业面临一个新的局面, 一线品牌地位稳固, 逐渐开始构建多业务组合、二线品牌开始走以价换量、三线品牌仍以低价换市场(整体有点类似白酒产业); 我们认为未来公司看点已经从传统的阿胶块提价向阿胶衍生品系列产品转移;
- 公司在传统的阿胶块销售渠道上, 在收缩 OTC 市场的同时, 逐渐开始开拓新的销售渠道, 其中医院终端逐渐引起重视, 随着中药膏方的兴起, 越来越多的膏方制剂开始使用阿胶作为君药, 我们预计未来医院渠道的销售比例有望持续攀升;
- 公司目前阿胶系列产品主要分为阿胶块、阿胶浆、阿胶衍生品, 2012 年公司重点培育桃花姬阿胶膏、阿胶枣以及阿胶原粉市场, 不仅在广告上继续加大投入, 同时在各地举办各种活动进行相关衍生品的推销活动, 我们预计 2012 年整个衍生品销售增速有望超过 50%;

- 从长远战略角度出发，拥有多项业务组合的营业方式才具备持续的增长动力，公司目前的衍生品战略正符合了目前阿胶整个产业格局的变化；一方面持续投入衍生品业务，构建新的利润增长点；同时不断巩固阿胶块市场的品牌地位，为未来小步快跑的策略奠定基础；
- 我们预计公司一季度依然保持快速增长态势，一方面一季度阿胶块整体提价 10%，确保了产品毛利率的持续提升；另一方面虽然一季度阿胶浆提价受各地物价局备案进程影响目前尚未开始实施，但目前销售良好，销量保持稳定增加，我们预计随着二季度各地区阿胶浆提价备案的结束，阿胶系列产品毛利率有望整体继续上升；
- 我们预测公司 2012-14 年公司营业收入分别为 33.66 亿元、40.93 亿元和 48.27 亿元，实现净利润分别为 11.80 亿元、15.08 亿元和 18.31 亿元，同比分别增长 37.84%、27.85%和 21.36%，对应公司每股收益分别为 1.80 元、2.31 元和 2.80 元。公司合理价值区间为 51.2—52.3 元/股，继续给予“买入”评级；
- 风险提示：阿胶块提价后带来的销售量下滑的风险，包括资源缺乏带来的驴皮供应不足，提价后消费支付能力不足以及竞争对手的降价带来的产品销量不畅等；国家药品价格政策以及医改可能带来的不可预测的调整风险；食品安全风险，包括阿胶假冒产品可能对公司产品带来的负面影响等；

附表 1: 公司销售收入盈利预测表

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
阿胶及系列						
销售收入	1,262.00	1,801.51	2,289.41	2,907.10	3,585.74	4,295.05
增长率 (YOY)	20.06%	42.75%	27.08%	26.98%	23.34%	19.78%
毛利率	66.94%	67.77%	70.83%	72.59%	72.82%	72.54%
销售成本	417.22	580.63	667.82	796.75	974.73	1,179.63
增长率 (YOY)	12.22%	39.17%	15.02%	19.31%	22.34%	21.02%
毛利	844.78	1,220.88	1,621.59	2,110.35	2,611.01	3,115.42
增长率 (YOY)	24.35%	44.52%	32.82%	30.14%	23.72%	19.32%
占总销售额比重	63.99%	73.37%	84.67%	86.37%	87.62%	88.98%
占主营业务利润比重	78.56%	80.99%	89.95%	91.47%	92.64%	93.47%
医疗器械						
销售收入	75.47	78.36	89.22	93.68	98.37	103.28
增长率 (YOY)	53.39%	3.83%	13.86%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	52.50%	49.41%	41.42%	46.91%	45.80%	45.10%
销售成本	35.85	39.64	52.27	49.73	53.32	56.71
增长率 (YOY)	36.94%	10.57%	31.85%	-4.85%	7.21%	6.36%
毛利	39.62	38.72	36.95	43.95	45.05	46.58
增长率 (YOY)	72.11%	-2.27%	-4.56%	18.93%	2.50%	3.39%
占总销售额比重	3.83%	3.19%	3.30%	2.78%	2.40%	2.14%
占主营业务利润比重	3.68%	2.57%	2.05%	1.90%	1.60%	1.40%
药用辅料						
销售收入	53.15	58.21	56.80	59.64	62.62	65.75
增长率 (YOY)	-2.60%	9.52%	-2.42%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	23.07%	13.94%	18.94%	17.05%	15.85%	16.75%
销售成本	40.89	50.10	46.04	49.47	52.70	54.74
增长率 (YOY)	-6.73%	22.51%	-8.09%	7.45%	6.52%	3.87%
毛利	12.26	8.11	10.76	10.17	9.92	11.02
增长率 (YOY)	14.26%	-33.81%	32.58%	-5.48%	-2.41%	11.01%
占总销售额比重	2.69%	2.37%	2.10%	1.77%	1.53%	1.36%
占主营业务利润比重	1.14%	0.54%	0.60%	0.44%	0.35%	0.33%
其它						
销售收入	797.64	755.05	577.49	617.70	661.06	694.11
增长率 (YOY)	22.49%	-5.34%	-23.52%	6.96%	7.02%	5.00%
毛利率	22.07%	31.45%	22.30%	22.31%	22.33%	22.33%
销售成本	621.60	517.55	448.73	479.87	513.43	539.10
增长率 (YOY)	7.20%	-16.74%	-13.30%	6.94%	6.99%	5.00%
毛利	176.04	237.50	128.76	137.83	147.62	155.01
增长率 (YOY)	146.62%	34.91%	-45.79%	7.05%	7.10%	5.00%
占总销售额比重	40.44%	30.75%	21.36%	18.35%	16.15%	14.38%
占主营业务利润比重	16.37%	15.76%	7.14%	5.97%	5.24%	4.65%
内部抵消						
销售收入	-216.08	-237.91	-309.00	-312.09	-315.21	-330.97
增长率 (YOY)	0.73%	10.10%	29.88%	1.00%	1.00%	5.00%
毛利率	-1.25%	-0.92%	-1.55%	-1.55%	-1.55%	-1.55%
销售成本	-218.78	-240.09	-313.79	-316.93	-320.10	-336.10
增长率 (YOY)	-2.77%	9.74%	30.70%	1.00%	1.00%	5.00%
毛利	2.70	2.18	4.79	4.84	4.89	5.13
增长率 (YOY)	-74.29%	-19.26%	119.70%	1.00%	1.00%	5.00%
占总销售额比重	-10.96%	-9.69%	-11.43%	-9.27%	-7.70%	-6.86%
占主营业务利润比重	0.25%	0.14%	0.27%	0.21%	0.17%	0.15%
销售收入小计	1972.18	2455.22	2703.92	3366.03	4092.57	4827.22
销售成本小计	896.78	947.82	901.07	1058.89	1274.08	1494.08
毛利	1075.40	1507.40	1802.85	2307.14	2818.49	3333.14
平均毛利率	54.53%	61.40%	66.68%	68.54%	68.87%	69.05%

来源: 齐鲁证券研究所

附录1: 财务预测简表
损益表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	2,090	2,464	2,759	3,366	4,093	4,827
增长率	23.97%	17.9%	12.0%	22.0%	21.6%	18.0%
营业成本	-1,069	-1,109	-933	-1,059	-1,274	-1,494
% 销售成本	51.2%	45.0%	33.8%	31.5%	31.1%	31.0%
毛利	1,021	1,355	1,825	2,307	2,818	3,333
% 销售成本	48.8%	55.0%	66.2%	68.5%	68.9%	69.0%
营业税金及附加	-18	-23	-31	-36	-45	-52
% 销售成本	0.9%	0.9%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
营业费用	-379	-482	-610	-663	-721	-785
% 销售成本	18.1%	19.5%	22.1%	19.7%	17.6%	16.3%
管理费用	-177	-207	-231	-282	-344	-405
% 销售成本	8.5%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
息税前利润 (EBIT)	447	643	953	1,326	1,708	2,091
% 销售成本	21.4%	26.1%	34.5%	39.4%	41.7%	43.3%
财务费用	16	21	21	20	25	27
% 销售成本	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
资产减值损失	0	-7	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	40	57	57	57	57
% 税前利润	1.3%	5.7%	5.5%	4.1%	3.2%	2.6%
营业利润	470	697	1,031	1,402	1,790	2,174
营业利润率	22.5%	28.3%	37.4%	41.7%	43.7%	45.0%
营业外收支	3	4	6	5	5	5
税前利润	473	701	1,036	1,407	1,795	2,179
利润率	22.6%	28.5%	37.6%	41.8%	43.9%	45.1%
所得税	-66	-107	-166	-213	-271	-334
所得税率	14.0%	15.3%	16.0%	15.1%	15.1%	15.3%
净利润	406	594	870	1,194	1,523	1,845
少数股东损益	15	12	14	14	15	15
归属于母公司的净利润	392	582	856	1,180	1,509	1,831
净利润率	18.7%	23.6%	31.0%	35.1%	36.9%	37.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	406	594	870	1,194	1,523	1,846
少数股东损益	0	0	0	14	15	15
非现金支出	44	55	49	57	61	67
非经营收益	-23	-60	-45	-62	-62	-62
营运资金变动	384	47	-165	97	50	41
经营活动现金净流	812	636	710	1,300	1,587	1,906
资本开支	120	136	217	95	92	97
投资	-19	-1,149	-27	0	0	0
其他	5	26	57	57	57	57
投资活动现金净流	-135	-1,259	-186	-38	-35	-39
股权募资	724	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	50	0	0	0
其他	-127	-217	-204	-23	-196	-196
筹资活动现金净流	597	-217	-154	-23	-196	-196
现金净流量	1,274	-840	369	1,239	1,356	1,671

资产负债表 (人民币百万元)

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	1,982	1,133	1,503	2,728	4,069	5,726
应收款项	180	205	133	230	272	323
存货	204	194	311	239	297	354
其他流动资产	89	970	1,334	1,316	1,331	1,347
流动资产	2,455	2,502	3,281	4,512	5,968	7,749
% 总资产	78.3%	69.5%	77.6%	82.0%	85.4%	88.0%
长期投资	124	427	162	162	162	162
固定资产	393	484	582	621	650	680
% 总资产	12.5%	13.5%	13.8%	11.3%	9.3%	7.7%
无形资产	129	131	151	155	161	166
非流动资产	680	1,096	946	989	1,024	1,059
% 总资产	21.7%	30.5%	22.4%	18.0%	14.6%	12.0%
资产总计	3,135	3,598	4,226	5,501	6,992	8,808
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	455	550	474	559	673	789
其他流动负债	167	169	211	403	453	503
流动负债	622	719	685	962	1,126	1,292
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	45	62	66	66	66	66
负债	667	780	751	1,028	1,192	1,358
普通股股东权益	2,398	2,743	3,424	4,408	5,720	7,355
少数股东权益	70	74	51	65	80	95
负债股东权益合计	3,135	3,598	4,226	5,501	6,992	8,808

比率分析

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标						
每股收益 (元)	0.599	0.890	1.309	1.804	2.307	2.800
每股净资产 (元)	3.667	4.195	5.235	6.739	8.746	11.246
每股经营现金净流 (元)	1.242	0.972	1.085	1.967	2.404	2.892
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	16.32%	21.22%	25.01%	26.77%	26.38%	24.89%
总资产收益率	12.49%	16.18%	20.26%	21.45%	21.58%	20.79%
投入资本收益率	106.15%	43.31%	44.10%	70.91%	92.19%	113.07%
增长率						
营业总收入增长率	23.97%	17.88%	11.98%	22.01%	21.58%	17.95%
EBIT增长率	34.28%	43.74%	48.21%	39.15%	28.85%	22.39%
净利润增长率	36.39%	48.72%	47.05%	37.84%	27.85%	21.36%
总资产增长率	65.60%	14.76%	17.47%	30.16%	27.11%	25.96%
资产管理能力						
应收账款周转天数	20.5	18.7	12.2	14.4	13.7	13.9
存货周转天数	67.3	65.4	98.7	82.4	85.0	86.4
应付账款周转天数	43.7	58.1	59.7	49.9	52.9	55.2
固定资产周转天数	58.8	55.7	57.6	51.5	42.6	36.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-80.31%	-40.22%	-43.24%	-60.99%	-70.16%	-76.86%
EBIT利息保障倍数	-27.4	-30.8	-44.4	-66.5	-67.9	-77.1
资产负债率	21.28%	21.69%	17.78%	18.69%	17.05%	15.42%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%
持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。