

## 东阿阿胶（000423）调研简报

当前价格：39.22元

目标价格：49.8元

目标期限：6个月

评级：买入

研究员：何筱微

执业证书编号：S0910510120001

电话：021-62448067

Email：hexiaowei@casstock.com

研究支持：吴琳

电话：021-62442039

Email：wulin@casstock.com

### 事件：

近日，我们来到东阿阿胶进行实地调研，就我们关注的公司经营现状和未来发展战略的一些问题，与公司相关人员进行了交流。

### 分析和评论：

#### 1、集中做阿胶主业，打造保健滋补品牌

作为华润体系中具有特色的医药板块，公司将主力打造保健滋补品牌，集中做阿胶主业。未来非相关产业，如阿华包装、阿华医疗器械等资产将逐步剥离。

#### 2、阿胶块走高端路线，推动价值回归

目前全国毛驴存栏量约在 600 万头，按自然出栏率 25%计算，一年 130 万头。统计数据 displays，毛驴存栏量从 1999 年起逐年下降，近年来下降速度在 2-6%。公司目前有养殖基地 14 个，计划到 2015 年建设到 20 个，同时会加大进口驴皮力度，但进口占比仍不会太大。尽管公司在控制驴皮资源上投入较大，但受主要原料驴皮资源逐年减少的影响，阿胶块将不会有大幅扩产提产的可能，产量预计会基本保持稳定，生产情况将视驴皮供应及市场情况而定。公司坚定阿胶块高端路线，聚焦高端消费群体，未来重点发展北京、上海、广州、深圳等一线或大型城市，而对偏远地区的销量将逐渐减少。公司对阿胶块的发展思路是，提价控量，实现价值回归。市场目前已是供不应求的状态，东阿阿胶价格为同行业中最高，零售价为 825 元/斤。随着人们保健意识及对阿胶功效认知的提高，未来阿胶需求将增大。

### 3、复方阿胶浆稳定增长，衍生品放量

阿胶浆现有 4 条灌装生产线，每天可灌装 90 万支左右。目前一期技改项目已完成，二期处于基础建设中，预计 2-3 年后投产，二期完成后阿胶浆产量至少翻番。阿胶浆现在已进入十多个省的基药增补目录中，借助华润销售体系，未来阿胶浆将呈稳定增长趋势。同时，阿胶浆说明书调整虽然还在论证阶段，但成功调整的概率较大，届时，阿胶浆将会实现量价齐增。阿胶浆年初提价 30%，目前看来全国统一提价短期有难度，仍在做各省工作。在目前阿胶块不增量，阿胶浆稳定释放的情况下，公司将大力发展衍生品。桃花姬已是过亿产品，阿胶原粉和阿胶原浆是新投入产品，未来也将发展为过亿产品。预计保健品增速会在 40-50%。

### 4、生产线搬迁，打造阿胶产业园

公司的一分厂生产阿胶块，二分厂生产阿胶浆，三分厂生产保健品、生物药。目前总厂正在进行厂房建设，一分厂和三分厂将搬迁至总厂，和二分厂共同建立成为阿胶产业园。生产线搬迁可能需要 1-2 年时间。另有主题公园建设，届时将形成工业+旅游文化相结合，促进阿胶事业发展，产值有望有重大突破。

### 5、发展战略清晰，长期看好

由于阿胶产业发展前景诱人，新进入者逐渐增多，太极集团和宏济堂相继加入阿胶行业。尽管竞争越来越激烈，但东阿阿胶产品的品牌效应、独家资源和秘方，将使公司立于不败之地，而随着国家对保健品监管力度加大，公司将更加占据有利地位。公司 4 月份受毒胶囊事件影响较大，但明胶主要用于桃花姬，为了提高口感，成份占比较小，阿胶块中不含明胶，因此我们认为该事件对公司长期影响甚微。我们预计 2012 年-2014 年 EPS 分别为 1.66 元、2.06 元和 2.5 元，给予 30 倍 PE，目标价格在 49.8 元，维持买入评级。

### 6、风险提示

阿胶提价后，其销量影响程度未知；明胶事件对阿胶产品市场影响程度未知。

**盈利预测**
**利润表 (百万元)**

	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	<b>2759</b>	<b>3311</b>	<b>4138</b>	<b>5049</b>
营业成本	933	1043	1304	1590
<b>毛利</b>	<b>1825</b>	<b>2268</b>	<b>2835</b>	<b>3458</b>
% 营业收入	66.2%	68.5%	68.5%	68.5%
营业税金及附加	31	38	47	57
% 营业收入	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
销售费用	610	728	910	1111
% 营业收入	22.1%	22.0%	22.0%	22.0%
管理费用	231	265	331	404
% 营业收入	8.4%	8.0%	8.0%	8.0%
财务费用	-21	-26	-33	-40
% 营业收入	-0.8%	-0.8%	-0.8%	-0.8%
资产减值损失	1	1	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	57	60	60	60
<b>营业利润</b>	<b>1031</b>	<b>1322</b>	<b>1637</b>	<b>1985</b>
% 营业收入	37.4%	39.9%	39.6%	39.3%
营业外收支	6	6	6	6
<b>利润总额</b>	<b>1036</b>	<b>1316</b>	<b>1632</b>	<b>1979</b>
% 营业收入	37.6%	39.8%	39.4%	39.2%
所得税费用	166	211	261	317
净利润	870	1106	1371	1662
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>856.2</b>	<b>1088.7</b>	<b>1348.2</b>	<b>1635.1</b>
少数股东损益	14	17	22	27
<b>EPS (元/股)</b>	<b>1.31</b>	<b>1.66</b>	<b>2.06</b>	<b>2.50</b>

### 具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

### 投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

### 免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有, 未经事先书面授权, 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“航天证券”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司及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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

### 风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任, 我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: [www.casstock.com](http://www.casstock.com)