

生物医药行业 公司研究报告

东阿阿胶 (000423)

评级: 增持

收盘价 (元) 36.80
目标价 (元) 43.40

提价影响将逐步消除, 看好公司长期发展

市场数据

52周内最高价 (元) 50.58
52周内最低价 (元) 36.40
市净率 0.00
总股本 (亿股) 6.54
流通 A 股 (亿股) 6.54
流通 B 股或 H 股 (亿股) 0.00
总市值 (亿元) 251.73
流通 A 股市值 (亿元) 251.64
流通 B 股或 H 股市值 (亿元) 0.00

相对股价表现



相关研究

《阿胶提价可控范围之内, 效果有待观察》, 2012.1.5

《三季报点评——阿胶销售恢复提速, 迎来四季度销售旺季》, 2011.10.25

《期待阿胶的先抑后扬》, 2011.8.16

《由东阿阿胶提价引发的思考!》, 2011.7.7

生物医药研究小组

证书编号 S0120512050001

郑一宁

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

联系人

杨莹

8621-68761616-8565

yangying@tebon.com.cn

傅涛

8621-68761616-8682

futao@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中

心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

事件:

2012年8月16日, 公司发布2012年半年报, 报告期内, 本报告期实现营业收入11.48亿元, 比上年同期下降10.25%, 营业利润5.63亿元, 比上年同期增长5.38%; 实现净利润4.73亿元, 比上年同期增长3.76%。

点评:

- **阿胶系列产品销售低于预期:** 报告期内, 公司阿胶系列产品销售收入达10亿元, 同比增长0.78%; 医疗器械销售收入达5300万元, 同比增长24.31%; 药用辅料收入达3246万元, 同比增长20.62%。公司5月份开始对阿胶块产品进行控货, 清理渠道库存, 因此销售受到一定程度的影响。
- **阿胶块提价的影响将逐步消除:** 2011年1月, 公司大幅提高阿胶块出厂价达60%, 大幅提价带来的后果是原有消费者的部分流失和新的消费者重建。我们在之前的报告中已经对公司的提价做过简单的测算, 事实上也验证了我们的预测, 阿胶块的销售受到提价的影响。目前来看, 这一影响仍未完全消除, 渠道的库存较多。但是, 提价已经过去一年半, 随着下半年销售旺季的到来, 公司在阿胶系列衍生品上的多元化创新更加适应市场的需求, 包括阿胶粉和桃花姬等产品, 我们预计年底前能够逐步消除影响, 销售能够得到恢复。
- **剥离医药商业, 收入下降, 盈利能力提升:** 2011年10月, 公司出于专注主营业务的战略考虑, 将控股子公司湖北金马医药有限公司转让给同一控制下的北医股份, 彻底剥离医药商业, 导致上半年销售收入下滑明显。去年同期, 医药贸易销售收入达1.44亿元。剥离商业资产之后, 公司综合毛利率得到提升, 盈利能力提高。
- **风险提示:** 1. 阿胶系列产品的市场恢复低于预期; 2. 驴皮价格上涨的风险。
- **盈利预测及估值分析:** 预计未来三年归属于母公司净利润分别为10.10, 12.01和14.61亿元; 每股收益分别为1.55, 1.84和2.23元。给予2012年28倍PE, 目标价为43.40元, 给予增持评级。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2463.78	2758.85	2896.79	3331.31	3930.94
收入增幅 (%)	18.50%	11.98%	5.00%	15.00%	18.00%
净利润	582.22	856.17	1010.24	1201.22	1460.74
净利增幅 (%)	48.48%	47.05%	18.00%	18.90%	21.60%
毛利率 (%)	54.99%	66.17%	72.00%	72.00%	72.00%
ROE (%)	21.22%	25.01%	24.43%	24.12%	24.31%
摊薄 EPS (元)	0.890	1.309	1.545	1.837	2.233

图表 1: 公司未来三年财务报表预测

请务必阅读正文后的免责声明部分

财务和估值数据摘要						
单位: 百万元	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2079.11	2463.78	2758.85	2896.79	3331.31	3930.94
增长率 (%)	23.32%	18.50%	11.98%	5.00%	15.00%	18.00%
归属母公司股东净利润	392.12	582.22	856.17	1010.24	1201.22	1460.74
增长率 (%)	36.61%	48.48%	47.05%	18.00%	18.90%	21.60%
每股收益 (EPS)	0.600	0.890	1.309	1.545	1.837	2.233
每股股利 (DPS)	0.160	0.350	0.300	0.458	0.544	0.662
每股经营现金流	1.244	0.974	1.090	1.983	1.537	2.573
销售毛利率	48.91%	54.99%	66.17%	72.00%	72.00%	72.00%
销售净利率	19.58%	24.11%	31.54%	35.45%	36.65%	37.77%
净资产收益率 (ROE)	16.41%	21.22%	25.01%	24.43%	24.12%	24.31%
投入资本回报率 (ROIC)	39.51%	69.51%	49.79%	42.30%	57.13%	62.98%
市盈率 (P/E)	64.20	43.24	29.40	24.92	20.96	17.23
市净率 (P/B)	10.53	9.18	7.35	6.09	5.06	4.19
股息率 (分红/股价)	0.004	0.009	0.008	0.012	0.014	0.017

报表预测

利润表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	2079.11	2463.78	2758.85	2896.79	3331.31	3930.94
减: 营业成本	1062.30	1108.87	933.43	811.10	932.77	1100.66
营业税金及附加	17.89	23.29	31.37	32.94	37.88	44.70
营业费用	377.51	481.51	610.32	637.29	699.57	786.19
管理费用	173.71	207.26	230.98	243.33	279.83	330.20
财务费用	-16.46	-20.86	-21.47	-38.95	-58.20	-80.61
资产减值损失	-0.47	6.66	1.08	3.00	3.00	3.00
加: 投资收益	6.21	39.92	57.40	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	470.82	696.97	1030.54	1208.08	1436.46	1746.80
加: 其他非经营损益	2.61	4.08	5.76	0.00	0.00	0.00
利润总额	473.42	701.05	1036.30	1208.08	1436.46	1746.80
减: 所得税	66.36	106.93	166.04	181.21	215.47	262.02
净利润	407.06	594.12	870.26	1026.87	1220.99	1484.78
减: 少数股东损益	14.94	11.89	14.09	16.63	19.77	24.05
归属母公司股东净利润	392.12	582.22	856.17	1010.24	1201.22	1460.74
资产负债表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1840.66	1019.33	1340.15	2379.43	3089.98	4424.44
应收和预付款项	238.79	253.51	215.01	341.29	298.46	456.45
存货	202.70	193.76	311.11	20.20	360.81	88.78
其他流动资产	30.00	920.41	1250.04	1250.04	1250.04	1250.04

长期股权投资	118.33	74.41	91.83	91.83	91.83	91.83
投资性房地产	3.49	3.39	3.20	2.77	2.34	1.91
固定资产和在建工程	388.00	484.16	581.64	489.37	397.09	304.82
无形资产和开发支出	125.62	128.72	147.07	127.45	107.82	88.19
其他非流动资产	2.14	351.22	71.39	69.30	67.22	67.22
资产总计	2949.74	3428.91	4011.45	4771.68	5665.59	6773.68
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	445.92	550.19	474.34	507.14	536.09	592.36
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	44.70	61.34	62.01	62.01	62.01	62.01
负债合计	490.61	611.53	536.35	569.14	598.10	654.36
股本	654.02	654.02	654.02	654.02	654.02	654.02
资本公积	689.92	689.17	709.74	709.74	709.74	709.74
留存收益	1045.58	1400.17	2060.04	2770.85	3616.03	4643.81
归属母公司股东权益	2389.52	2743.36	3423.81	4134.61	4979.79	6007.57
少数股东权益	69.60	74.02	51.30	67.93	87.70	111.75
股东权益合计	2459.12	2817.37	3475.11	4202.54	5067.49	6119.32
负债和股东权益合计	2949.74	3428.91	4011.45	4771.68	5665.59	6773.68
现金流量表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	813.90	637.21	713.19	1296.86	1005.06	1682.88
投资性现金净流量	-134.42	-1258.87	-186.49	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	596.77	-216.22	-153.69	-257.59	-294.51	-348.42
现金流量净额	1276.24	-838.20	372.93	1039.28	710.55	1334.46

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
- 中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
- 回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
- 增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
- 中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
- 减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。