



买入 **30% ↑**
目标价格: 人民币 50.00

000423.SZ 原目标价格: 人民币 54.50

股价: 人民币 38.49

目标价格基础: 30 倍左右 2012 年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 2012 年 2 季度清理渠道存货态度坚决, 短期业绩受到影响。
- 阿胶渠道库存有望年内恢复到正常水平, 2013 年销售将会正常。

主要催化剂/事件

- 未来阿胶销单季度销量同比增长

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(5)	(4)	(3)	(19)
相对新华富时 A50 指数	(5)	1	8	(4)

发行股数(百万)	654
流通股(%)	77
流通股市值(人民币 百万)	19,348
3 个月日均交易额(人民币 百万)	213
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
华润东阿阿胶有限公司	23

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以 2012 年 8 月 15 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药: 中药

王军

(8621) 2032 8310

jun.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

*焦阳、寇嘉辉为本报告重大贡献者

东阿阿胶

清理渠道存货, 短期业绩受到压制

公司 2012 年 1-6 月实现营业收入 11.49 亿元, 同比下降 10.25%, 扣除转让医药商业的影响同比增长 1.18%, 归属上市公司净利润 4.73 亿元, 同比上升 3.76%, 实现每股收益 0.71 元, 低于我们的预期。由于回款政策变化及增加对客户的授信额度, 公司 1-6 月经营性现金流为 -0.40 亿元, 大幅低于当期净利润。从 2 季度营业收入来看, 公司清理渠道存货的动作十分坚决, 我们认为相应的行动还将持续 1-2 个季度, 这意味着公司短期的业绩将受到压制, 但 2013 年很可能成为业绩的拐点。我们下调公司 2012-2014 年的每股收益预测至 1.638、2.130、2.645 元, 并相应下调公司的目标价至 50.00 元, 维持买入评级不变。

支撑评级的要点

- 受阿胶块渠道库存清理影响, 阿胶系列产品增速放缓: 上半年公司阿胶系列产品销售额达到 10.00 亿元, 同比增长 0.78%; 受阿胶块占比降低的影响, 毛利率下降 1.11 个百分点至达到 70.79%。
- 渠道库存有望在未来 2 个季度内恢复正常: 从终端阿胶块的生产日期来看, 阿胶块的渠道库存有望在第 4 季度恢复正常, 乐观情况下甚至不会对第 4 季度旺季的销售造成太大影响。渠道库存恢复正常后, 阿胶块 2013 年的销售将迎来恢复性增长。
- 阿胶浆提价备案工作进展顺利: 阿胶浆的提价备案工作正在有条不紊的进行, 正常情况下将在 2013 年全面实行新价格。

评级面临的主要风险

- 渠道库存清理速度慢于预期。

估值

- 我们下调公司 2012-2014 年每股盈利预测至 1.638、2.130、2.645 元, 将公司目标价由 54.50 元下调至 50.00 元, 相当于 30 倍左右 2012 年市盈率, 维持买入评级不变。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	2,464	2,759	2,927	3,963	5,022
变动(%)	19	12	6	35	27
净利润(人民币 百万)	582	856	1,071	1,393	1,730
全面摊薄每股收益(人民币)	0.890	1.309	1.638	2.130	2.645
变动(%)	48	47	25	30	24
先前预测每股收益(人民币)			1.793	2.257	2.851
调整幅度(%)			(9)	(6)	(7)
全面摊薄市盈率(倍)	43.2	29.4	23.5	18.1	14.6
每股现金流量(人民币)	0.972	1.085	1.598	2.097	2.627
价格/每股现金流量(倍)	39.6	35.5	24.1	18.4	14.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	34.3	23.6	18.0	13.2	9.9
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.573	0.745	0.926
股息率(%)	0.8	0.8	1.5	1.9	2.4

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

上半年收入下降 10.25%，净利润同比上升 3.76%

2012 年 1-6 月，公司实现营业收入 11.49 亿元，同比下降 10.25%，扣除转让医药商业的影响同比增长 1.18%，归属上市公司净利润 4.66 亿元，同比上升 3.66%，实现每股收益 0.71 元，低于我们的预期。其中第 2 季度公司营收仅为 4.35 亿元，同比下降近 25%，扣除转让医药商业的影响也有 20% 左右的下降，是公司上半年业绩低于预期的主要原因。

由于回款政策变化以及增加对客户的授信额度，公司 1-6 月经营性现金流为 -0.40 亿元，大幅低于当期净利润。公司存货也增加了 1.1 亿元，但主要来自原材料的库存，整体风险不大。

由于整体收入的负增长，公司的销售费用率较同期提升了 2.79 个百分点，达到 17.60%，管理费用率也上升 0.66 个百分点至 8.91%，但整体仍处于较好水平。预计未来随着收入增速的提升，整体费用率将会降至以往的水平。

阿胶块渠道库存正在清理，销售有望 2 个季度内恢复正常

公司第 2 季度 4.35 亿的营业收入意味着阿胶块的销售仅为 1 亿元左右，明显低于往年同期水平。我们认为这种状况缘于公司的营销主动调整。在阿胶块连续提价引起一定程度的销售不畅后，阿胶块在销售渠道形成了相当数量的库存，影响了新价格的执行以及公司的相关销售策略。从 2 季度销售的情况来看，我们认为公司清理渠道存货的态度十分坚决，有利于在时间较短的销售淡季内完成该项工作。

从终端销售阿胶块的包装和生产日期来看，我们预计阿胶块的渠道库存有望在第 4 季度中期恢复正常，如果情况顺利，甚至不会对第 4 季度旺季的销售造成太大影响。渠道库存恢复正常后，阿胶块的销量将恢复正常状态，并随着消费者对新价格的逐渐接受而开始增长。

阿胶浆稳定增长，提价因素或将在 2013 年反映

2012 年初，公司上调复方阿胶浆零售价 30%。从目前的情况来看，阿胶浆的提价备案工作正在有条不紊的进行，部分地区已经完成备案。考虑到潜在的串货风险，我们预计公司将在全国所有地区提价备案工作完成后统一上调出厂价，提价带来的一次性销售额增长有望在 2013 年实现。同时，提价备案工作完成后，公司将会有更大的空间运作阿胶浆地方基药增补事宜，为阿胶浆的放量打好基础。我们预计 2012 年阿胶浆的销售额增长将在 25% 左右。

风险因素

渠道库存清理速度慢于预期。

业绩处于谷底，估值偏低，维持买入评级

我们下调公司 2012-2014 年每股盈利预测至 1.638、2.130、2.645 元，并下调公司目标价至 50.00 元，相当于 30 倍左右 2012 年市盈率。从目前的情况来看，2012 年是公司较为确定的业绩谷底，正常情况下 2013 年将迎来业绩拐点。目前公司的估值不到 23 倍 2012 年每股收益预测，相对公司近期增速来看并不贵，考虑到公司独特的资源和优秀的品牌形象更是估值偏低。我们认为公司中长期的买点正在形成，维持**买入**评级不变。

图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2011年 1-6月	2012年 1-6月	同比变动%
营业收入	1,280.0	1,148.7	(10.3)
营业成本	(472.2)	(323.8)	(31.4)
营业税	(12.8)	(13.7)	7.1
毛利润	795.0	811.2	2.0
销售费用	(189.6)	(202.2)	6.7
管理费用	(105.7)	(102.3)	(3.2)
营业利润	499.8	506.7	1.4
资产减值损失	(3.8)	(3.2)	(14.3)
投资收益	28.9	49.9	72.7
财务费用	9.7	10.0	3.5
营业外收入	1.2	0.9	(22.3)
营业外支出	(0.5)	(0.8)	51.9
税前利润	535.3	563.5	5.3
所得税	(79.6)	(90.7)	13.9
少数股东权益	(6.1)	(6.8)	11.3
归属上市公司股东净利润	449.5	465.9	3.7
主要比率(%)			
毛利率	63.1	71.8	
经营利润率	39.0	44.1	
净利率	35.6	41.2	

资料来源: 公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	2,464	2,759	2,927	3,963	5,022
销售成本	(1,109)	(933)	(767)	(1,090)	(1,416)
经营费用	(664)	(826)	(898)	(1,218)	(1,541)
经营利润(息税前利润)	690	999	1,261	1,655	2,065
折旧及摊销	(48)	(47)	(57)	(63)	(68)
息税折旧前利润	643	953	1,204	1,591	1,997
净利息收入/(费用)	21	21	21	21	21
其他收益/(损失)	33	56	70	70	70
税前利润	701	1,036	1,296	1,683	2,089
所得税	(107)	(166)	(208)	(270)	(335)
少数股东权益	(12)	(14)	(17)	(20)	(24)
净利润	582	856	1,071	1,393	1,730
核心净利润	543	810	1,071	1,393	1,730
每股收益(人民币)	0.89	1.31	1.64	2.13	2.65
核心每股收益(人民币)	0.83	1.24	1.64	2.13	2.65
每股股息(人民币)	0.30	0.30	0.57	0.75	0.93
收入增长(%)	19	12	6	35	27
息税前利润增长(%)	44	48	26	32	26
息税折旧前利润增长(%)	40	45	26	31	25
每股收益增长(%)	48	47	25	30	24
核心每股收益增长(%)	50	49	32	30	24

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1,133	1,503	2,336	3,344	4,606
应收帐款	205	133	144	157	171
库存	194	311	342	376	414
其他流动资产	970	1,334	1,342	1,351	1,361
流动资产总计	2,502	3,281	4,165	5,228	6,552
固定资产	484	582	632	656	655
无形资产	129	147	147	140	133
其他长期资产	483	217	217	217	217
长期资产总计	1,096	946	996	1,012	1,005
总资产	3,598	4,226	5,160	6,241	7,557
应付帐款	501	397	419	446	478
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	217	288	302	317	334
流动负债总计	719	685	721	764	813
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	62	66	72	72	72
股本	654	654	654	654	654
储备	2,089	2,770	3,645	4,663	5,905
股东权益	2,743	3,424	4,299	5,317	6,559
少数股东权益	74	51	68	89	113
总负债及权益	3,598	4,226	5,160	6,241	7,557
每股帐面价值(人民币)	4.2	5.2	6.6	8.1	10.0
每股有形资产(人民币)	4.0	5.0	6.3	7.9	9.8
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.7)	(2.3)	(3.6)	(5.1)	(7.0)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	701	1,036	1,296	1,683	2,089
折旧与摊销	48	47	57	63	68
净利息费用	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)
运营资本变动	27	(160)	(9)	(14)	(12)
税金	(107)	(166)	(208)	(270)	(335)
其他经营现金流	(12)	(26)	(70)	(70)	(70)
经营活动产生的现金流	636	710	1,045	1,371	1,718
购买固定资产净值	(137)	(224)	(100)	(80)	(60)
投资减少/增加	1	7	0	0	0
其他投资现金流	(1,123)	30	63	70	70
投资活动产生的现金流	(1,259)	(186)	(37)	(10)	10
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	50	0	0	0
支付股息	(229)	(196)	(196)	(375)	(488)
其他融资现金流	13	(7)	21	21	21
融资活动产生的现金流	(216)	(154)	(175)	(353)	(466)
现金变动	(839)	370	833	1,008	1,262
期初现金	1,965	1,133	1,503	2,336	3,344
公司自由现金流	(623)	523	1,030	1,383	1,750
权益自由现金流	(623)	572	1,030	1,383	1,750

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	28.0	36.2	43.1	41.8	41.1
息税前利润率(%)	26.1	34.5	41.1	40.2	39.8
税前利润率(%)	28.5	37.6	44.3	42.5	41.6
净利率(%)	23.6	31.0	36.6	35.2	34.4
流动性					
流动比率(倍)	3.5	4.8	5.8	6.8	8.1
利息覆盖率(倍)	436.6	254.7	322.0	425.5	534.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	3.2	4.3	5.3	6.4	7.6
估值					
市盈率(倍)	43.2	29.4	23.5	18.1	14.6
核心业务市盈率(倍)	46.4	31.1	23.5	18.1	14.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	60.3	40.4	30.5	23.5	18.9
市净率(倍)	9.2	7.4	5.9	4.7	3.8
价格/现金流(倍)	39.6	35.5	24.1	18.4	14.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	34.3	23.6	18.0	13.2	9.9
周转率					
存货周转天数	65.3	98.7	155.4	120.3	101.9
应收帐款周转天数	28.5	22.3	17.3	13.9	11.9
应付帐款周转天数	37.0	28.6	25.5	21.9	20.0
回报率					
股息支付率(%)	33.7	22.9	35.0	35.0	35.0
净资产收益率(%)	22.7	27.8	27.7	29.0	29.1
资产收益率(%)	17.7	22.2	23.2	24.8	25.4
已运用资本收益率(%)	25.2	31.1	31.4	33.1	33.5

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371