



**买入**

**23% ↑**

目标价格: 人民币 50.00

000423.CH

股价: 人民币 40.78

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**

- 收入利润恢复迅速, 渠道清理效果显著。
- 阿胶渠道库存已基本恢复正常水平, 未来不会对销售造成负面影响。

**主要催化剂/事件**

- 阿胶销单季度销量继续同比增长

**股价表现**



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(1)	11	6	(3)
相对新华富时 A50 指数	(0)	5	7	3

发行股数(百万)	654
流通股(%)	77
流通股市值(人民币 百万)	20,499
3 个月日均交易额(人民币 百万)	221
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 10 月 23 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

焦阳

(8621) 2032 8587

yang.jiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512090002

# 东阿阿胶

## 渠道存货清理效果良好, 旺季销售基本确保

公司 2012 年 1-9 月实现营业收入 18.61 亿元, 同比下降 0.11%, 扣除转让医药商业的影响同比增长 13.82%, 归属上市公司净利润 7.39 亿元, 同比上升 20.54%, 实现每股收益 1.13 元, 符合我们的预期。由于增加对客户的授信额度导致回款政策变化, 公司 1-9 月经营性现金流为 0.28 亿元, 低于当期净利润。第 3 季度营业收入大幅增长表明第 2 季度公司渠道存货清理的时机恰到好处, 效果良好, 也显示出公司不愿影响旺季销售, 不给竞争对手可乘之机的决心。尽管目前我们仍不能断定公司的渠道清理工作已经完成, 但至少渠道存货已经不会给未来的产品销售造成太大障碍。我们维持公司 2012-2014 年 1.638、2.130、2.645 元的每股收益预测, 也维持公司 50.00 元的目标价和买入评级不变。

**支撑评级的要点**

- 季度销售同比环比皆大幅增长, 阿胶销售恢复良好: 第 3 季度公司销售额达到 7.12 亿元, 同比增长 22.16%, 环比增长 63.74%, 整体毛利率仍保持在 71.2% 左右, 我们估计扣除转让医药商业影响后与 2011 年同期差别不大。销售数据表明阿胶的销量可能恢复良好。
- 阿胶渠道清理效果显著, 渠道库存基本恢复正常: 第 2 季度开始的渠道库存清理工作效果显著, 整体进度甚至快于我们之前预期的乐观情况。我们估计阿胶渠道库存水平已基本恢复正常, 未来 2 个季度内将完成全恢复正常, 同时旺季的销售将基本不会受到影响。2013 年阿胶的销售也将持续恢复性增长。

**评级面临的主要风险**

- 旺季销售重新造成渠道库存异常。

**估值**

- 我们维持公司 2012-2014 年 1.638、2.130、2.645 元的每股盈利预测, 维持公司 50.00 元的目标价, 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
全面摊薄市盈率(倍)	45.8	31.2	24.9	19.1	15.4
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)	42.0	37.6	25.5	19.4	15.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	36.5	25.1	19.2	14.1	10.7
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.573	0.745	0.926
股息率(%)	0.7	0.7	1.4	1.8	2.3

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 1-9 月收入下降 0.11%，净利润同比上升 20.54%

2012 年 1-9 月，公司实现营业收入 18.61 亿元，同比下降 0.11%，扣除转让医药商业的影响同比增长 13.82%，归属上市公司净利润 7.39 亿元，同比上升 20.54%，实现每股收益 1.13 元，符合我们的预期。其中第 3 季度公司营收达到 7.12 亿元，环比增长 63.74%，同比上升 22.16%，扣除转让医药商业的影响同比增速可能在 30-35% 之间，单季度实现净利润 2.76 亿元，同比增长 66.98%，环比增长 105.48%。相比上半年的情况，公司第 3 季度销售、盈利恢复明显。

由于回款政策变化以及增加对客户的授信额度，公司 1-9 月经营性现金流为 0.28 亿元，低于当期净利润。不过第 3 季度公司经营活动现金流达到 0.68 亿元，虽同比下降 28.13%，但较第 2 季度 -0.34 亿元的数据有大幅提升。

公司应收票据大幅上升 3.19 亿元至 4.59 亿元，但应收账款增量仅为 0.45 亿元。考虑到公司 10 亿元以上的货币资金和超过 10 亿元的银行理财，应收票据大幅上升并无太多影响。公司预收账款增长 0.98 亿元，接近去年同期 1.00 亿元的增量，表明公司阿胶销售情况好转明显。

尽管第 3 季度收入大幅增长，公司单季度的销售费用率仍上升到 22.67%，为近 5 年最高水平，较去年同期提升了 1.88 个百分点，不过考虑到剥离医药商业的影响，实际销售费用率的上升幅度可能会略小。管理费用率达到 6.65%，较低 2 季度大幅下降，维持在历史平均水平。我们认为公司促销对销量恢复有一定作用，但也拉高了销售费用率，未来随着销售逐渐正常，公司的期间费用率也会略有下滑。

## 阿胶渠道库存清理效果显著，促销加快销量恢复

第 3 季度 7.12 亿的营业收入意味着阿胶块的销售基本恢复，这说明第 2 季度较为激进的渠道存货清理工作成效显著。尽管我们暂时无法确定公司的渠道存货清理工作已完成，不过从第 3 季度的销售数据来看，可能遗留的渠道异常存货未来将不会对公司的销售造成障碍。

终端调研的结果表明，第 3 季度的销量恢复的与公司加大促销力度有很大关系。购买 500g 赠 125g 甚至 250g 的促销有效地降低了阿胶大幅提价后消费者的心里抵触，为重获消费者的认同感争取了时间。尽管赠送促销可能会增加消费者重复购买的时间间隔，小幅增加了未来销售的不确定性，但确保客户群体的稳定对需要长期服用的中药滋补品来说明显更为重要。

第 3 季度公司销售数据的强势反弹表明，公司绝不会在即将到来的销售旺季将市场份额拱手让于竞争对手，东阿阿胶的品牌仍将是阿胶产品毫无争议的龙头。

## 风险因素

旺季热销重新导致渠道库存异常。

### 业绩处于谷底，估值偏低，维持买入评级

我们维持公司 2012-2014 年 1.638、2.130、2.645 元的每股盈利预测，同时维持公司 50.00 元的目标价，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，且销售好转迹象明显。公司在淡季调整渠道存货，旺季销售恢复正常的可能性很高，品牌的占有率和客户的忠诚度这些核心竞争力并无损害。目前公司的估值不到 25 倍 2012 年每股收益预测，相对公司近年来的增速略显便宜，考虑到公司独特的资源和优秀的品牌形象，我们认为公司具有较好的投资机会，维持**买入**评级不变。

**图表 1. 业绩摘要**

(人民币, 百万)	2011 年第 3 季度	2012 年第 3 季度	同比变动%
营业收入	582.9	712.1	22.2
营业成本	(198.0)	(205.1)	3.6
营业税	(7.4)	(10.7)	43.9
毛利润	377.5	496.4	31.5
销售费用	(121.2)	(161.4)	33.2
管理费用	(63.0)	(47.4)	(24.8)
营业利润	193.3	287.5	48.8
资产减值损失	0.0	(4.1)	(40,700.0)
投资收益	6.4	40.7	539.8
财务费用	6.3	4.2	(32.8)
营业外收入	2.6	8.8	245.3
营业外支出	(1.4)	(0.9)	(40.6)
税前利润	207.1	336.4	62.5
所得税	(39.8)	(60.6)	52.3
少数股东权益	(3.9)	(3.0)	(23.7)
归属上市公司股东净利润	163.4	272.9	67.0
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	66.0	71.2	
经营利润率	33.2	40.4	
净利率	28.7	38.7	

资料来源：公司数据

**图表 2. 业绩摘要**

(人民币, 百万)	2011 年前 3 季度	2012 年前 3 季度	同比变动%
营业收入	1,862.9	1,860.8	(0.1)
营业成本	(670.2)	(528.9)	(21.1)
营业税	(20.2)	(24.4)	20.6
毛利润	1,172.5	1,307.6	11.5
销售费用	(310.8)	(363.6)	17.0
管理费用	(168.7)	(149.7)	(11.2)
营业利润	693.1	794.2	14.6
资产减值损失	(3.8)	(7.3)	93.6
投资收益	35.2	90.6	157.1
财务费用	16.0	14.3	(10.8)
营业外收入	3.8	9.8	159.4
营业外支出	(2.0)	(1.7)	(15.2)
税前利润	742.3	899.9	21.2
所得税	(119.4)	(151.3)	26.7
少数股东权益	(10.0)	(9.7)	(2.4)
归属上市公司股东净利润	612.9	738.8	20.5
<b>主要比率(%)</b>			
毛利率	64.0	71.6	
经营利润率	37.2	42.7	
净利率	33.4	40.2	

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)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>690</b>	<b>999</b>	<b>1,261</b>	<b>1,655</b>	<b>2,065</b>
折旧及摊销	(48)	(47)	(57)	(63)	(68)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>643</b>	<b>953</b>	<b>1,204</b>	<b>1,591</b>	<b>1,997</b>
净利息收入/(费用)	21	21	21	21	21
其他收益/(损失)	33	56	70	70	70
<b>税前利润</b>	<b>701</b>	<b>1,036</b>	<b>1,296</b>	<b>1,683</b>	<b>2,089</b>
所得税	(107)	(166)	(208)	(270)	(335)
少数股东权益	(12)	(14)	(17)	(20)	(24)
<b>净利润</b>	<b>582</b>	<b>856</b>	<b>1,071</b>	<b>1,393</b>	<b>1,730</b>
<b>核心净利润</b>	<b>543</b>	<b>810</b>	<b>1,071</b>	<b>1,393</b>	<b>1,730</b>
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
<b>流动资产总计</b>	<b>2,502</b>	<b>3,281</b>	<b>4,165</b>	<b>5,228</b>	<b>6,552</b>
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
<b>长期资产总计</b>	<b>1,096</b>	<b>946</b>	<b>996</b>	<b>1,012</b>	<b>1,005</b>
<b>总资产</b>	<b>3,598</b>	<b>4,226</b>	<b>5,160</b>	<b>6,241</b>	<b>7,557</b>
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
<b>流动负债总计</b>	<b>719</b>	<b>685</b>	<b>721</b>	<b>764</b>	<b>813</b>
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
<b>股东权益</b>	<b>2,743</b>	<b>3,424</b>	<b>4,299</b>	<b>5,317</b>	<b>6,559</b>
少数股东权益	74	51	68	89	113
<b>总负债及权益</b>	<b>3,598</b>	<b>4,226</b>	<b>5,160</b>	<b>6,241</b>	<b>7,557</b>
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)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>636</b>	<b>710</b>	<b>1,045</b>	<b>1,371</b>	<b>1,718</b>
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
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(1,259)</b>	<b>(186)</b>	<b>(37)</b>	<b>(10)</b>	<b>10</b>
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
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(216)</b>	<b>(154)</b>	<b>(175)</b>	<b>(353)</b>	<b>(466)</b>
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
<b>盈利能力</b>					
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
<b>流动性</b>					
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
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	45.8	31.2	24.9	19.1	15.4
核心业务市盈率(倍)	49.1	32.9	24.9	19.1	15.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
盈率(倍)	60.3	40.4	30.5	23.5	18.9
市净率(倍)	9.7	7.8	6.2	5.0	4.1
价格/现金流(倍)	42.0	37.6	25.5	19.4	15.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	36.5	25.1	19.2	14.1	10.7
<b>周转率</b>					
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
<b>回报率</b>					
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

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

#### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

#### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。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证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“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、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，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要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 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