

公司研究 / 公司调研

2012年11月29日

医药生物 / 中药II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元)：37.42

合理价格区间(元)：

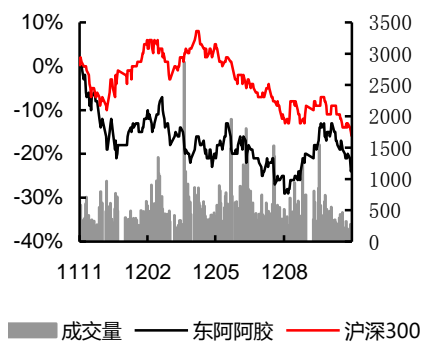
彭海柱 执业证书编号：S0570510120025
研究员 025-83290883
penghaizhu@mail.htsc.com.cn

赵媛 执业证书编号：S0570512070067
研究员 021-68498596
zhaoyuan@mail.htsc.com.cn

相关研究

- 1《东阿阿胶(000423)：渠道清理完毕，销售恢复正轨》2012.10
- 2《东阿阿胶(000423)：控货致短期业绩放缓，看好长期产业链优势》2012.08
- 3《提价滞后影响业绩，全年增速仍有望达30%》2012.04

股价走势图



公司基本资料

总股本(百万)	654.02
流通A股(百万)	653.78
52周内股价区间(元)	34.59-48.99
总市值(百万)	24,473.49
总资产(百万)	4,508.82
每股净资产(元)	5.92

推进立体营销，开启新的征程

东阿阿胶(000423)

投资要点：

◆ **消费旺季启动，体验式、立体式营销推进。**公司推动体验式、电子商务等多渠道立体营销战略，10月份开始公司在全国一万家中高端药店开展“代客熬胶”活动，免费赠送辅料，即食阿胶20分钟即成。通过配备标准式操作台，现场活动品鉴，促销效果显著，大幅推动了阿胶块的销售。电视购物、电子商务渠道销售突飞猛进，仅天猫“双十一”一天官网销售就超过500万，创历史新高；产品登陆央视，将“东阿阿胶、滋补国宝”定位，在消费者心智中建立认知；与战略区域卫视合作养生栏目，举办四季养生专家讲堂；与治未病中心合作构建膏方推广网络，培育膏方专家100人；同时加大基金礼品券、政府专供礼品开发。三季度阿胶块/浆（体现为母公司营收）收入同比增长42%，测算销量同比增长接近30%，预计全年阿胶块销量将达到1700吨左右。公司自5月份开始控货整肃渠道，加强终端维护，同时延长经销商回款周期，渠道库存已经降至较为安全水平，预计年底主销区的终端价格将恢复至统一指导价。明年在无控货等负面因素影响下，将再次迎来量价齐升。

◆ **阿胶块聚焦优势区域，阿胶浆提价明年到位。**阿胶块提价将改为小幅快走策略，消除经销商涨价囤货预期。主动退出三线低端市场，聚焦北上广、珠江三角区、长江三角区，目前优势区域已占到总销售的60%。受基药以及学术推广支持，今年阿胶浆增速超过25%，目前处于满负荷生产，随着明年下半年产业园技改项目达产，产能瓶颈将有效缓解。公司已在大部分省区完成提价备案，预计2013年H1完成全国提价。

◆ **阿胶衍生品推广力度加大，维持增持评级。**衍生品目前主要在山东、北京、广东等地重点推广，预计今年销售增速在20%，销售接近4亿，其中桃花姬销售约2亿。公司十二五规划收入目标60亿元（其中：阿胶块20亿，阿胶浆20亿，保健品10亿，子公司10亿），全产业链优势将是公司长期制胜的关键。预计12~14年EPS分别为1.60元、1.94元、2.31元，对应PE为23X、19X、16X，维持增持评级。

◆ **风险提示：**阿胶浆提价进程低于预期；衍生品推广不达预期。

经营预测指标与估值

	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万)	2759	2885	3642	4458
+/-%	12%	5%	26%	22%
净利润(百万)	856	1046	1270	1511
+/-%	47%	22%	21%	19%
EPS	1.31	1.60	1.94	2.31
PE	28.6	23.4	19.3	16.2

资料来源：公司公告

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表 单位：百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	3281	4161	4995	5920
现金	1503	1275	1893	2030
应收账款	56	602	518	634
其他应收账款	19	126	158	194
预付账款	82	105	121	157
存货	311	438	553	766
其他流动资产	1310	1616	1752	2139
非流动资产	946	1136	1286	1427
长期投资	92	115	115	115
固定资产投资	471	531	584	715
无形资产	146	140	133	126
其他非流动资产	237	349	453	471
资产总计	4226	5298	6281	7347
流动负债	685	697	808	849
短期借款	0	0	0	0
应付账款	112	105	133	139
其他流动负债	573	592	675	710
非流动负债	66	62	62	58
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	66	62	62	58
负债合计	751	759	869	907
少数股东权益	51	69	91	116
股本	654	654	654	654
资本公积	710	710	710	710
留存公积	2060	3106	3958	4961
归属母公司股	3424	4470	5321	6324
负债和股东权益	4226	5298	6281	7347

现金流量表 单位：百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金	710	-472	1155	761
净利润	870	1064	1292	1537
折旧摊销	48	59	69	85
财务费用	-21	-18	-18	-19
投资损失	-57	-103	-80	-88
营运资金变动	-165	-1504	-109	-757
其他经营现金	35	31	1	4
投资活动现金	-186	234	-139	-134
资本支出	224	160	200	200
长期投资	-39	75	18	21
其他投资现金	-1	469	79	87
筹资活动现金	-154	11	-398	-490
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	21	0	0	0
其他筹资现金	-174	11	-398	-490
现金净增加额	369	-228	618	137

利润表 单位：百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2759	2885	3642	4458
营业成本	933	876	1106	1393
营业税金及附加	31	31	39	48
营业费用	610	606	765	936
管理费用	231	234	295	361
财务费用	-21	-18	-18	-19
资产减值损失	1	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	57	103	80	88
营业利润	1031	1258	1533	1824
营业外收入	17	10	5	5
营业外支出	11	2	0	0
利润总额	1036	1266	1538	1829
所得税	166	203	246	293
净利润	870	1064	1292	1537
少数股东损益	14	18	22	26
归属母公司净利润	856	1046	1270	1511
EBITDA	1057	1299	1584	1890
EPS	1.31	1.60	1.94	2.31

主要财务比率 单位：百万元

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力	12.0%	4.6%	26.2%	22.4%
营业收入	47.9%	22.1%	21.8%	19.0%
营业利润	47.1%	22.1%	21.4%	19.0%
归属母公司净利润				
获利能力	66.2%	69.6%	69.6%	68.8%
毛利率(%)	31.0%	36.2%	34.9%	33.9%
净利率(%)	25.0%	23.4%	23.9%	23.9%
ROE(%)	57.6%	34.1%	38.6%	36.5%
ROIC(%)				
偿债能力	17.8%	14.3%	13.8%	12.3%
资产负债率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
净负债比率(%)	4.79	5.97	6.19	6.97
流动比率	4.33	5.34	5.50	6.07
速动比率				
营运能力	0.71	0.61	0.63	0.65
总资产周转率	28	8	6	7
应收账款周转率	6.11	8.07	9.30	10.24
应付账款周转率				
每股指标(元)	1.31	1.60	1.94	2.31
每股收益(最新摊薄)	1.09	-0.72	1.77	1.16
每股经营现金流(最	5.24	6.83	8.14	9.67
每股净资产(最新摊				
估值比率	28.58	23.40	19.27	16.20
PE	7.15	5.48	4.60	3.87
PB	22	18	14	12
EV_EBITDA	12.0%	4.6%	26.2%	22.4%

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

© 版权所有 2012 年 华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

增 持	行业股票指数超越基准
中 性	行业股票指数基本与基准持平
减 持	行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

- 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

- 投资建议的评级标准

买 入	股价超越基准 20%以上
增 持	股价超越基准 5%-20%
中 性	股价相对基准波动在-5%~5%之间
减 持	股价弱于基准 5%-20%
卖 出	股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000
 电话：86 25 84457777 /传真：86 25 84579778
 电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层/邮政编码 518048
 电话：86 755 82493932 /传真：86 755 82492062
 电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

北京

北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 5 楼/邮政编码：100034
 电话：86 10 68085588 /传真：86 10 68085588
 电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海市浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层/邮政编码：200120
 电话：86 21 50106028 /传真：86 21 68498501
 电子邮件：lzrd@mail.htlhsc.com.cn