

中药
署名人: 余方升
S0960511090002
021-52286447
yufangsheng@china-invs.cn

东阿阿胶

000423

推荐

提价幅度较大，渠道扶持和终端推广有望加强

7月13日，公司公告称将阿胶块出厂价和零售价均上调25%。

投资要点:

- **驴皮明显上涨驱动产品提价幅度较大。**据测算，此次提价后，阿胶块出厂价将提高到694元/斤，零售价提升至1094元/斤，年初以来累计提价幅度为33%。前期深圳地区精装阿胶250g规格零售价已从495元上调约20%至590元，供货价提高10%。驴皮价格今年以来快速上涨至150元/公斤，我们估计主要原因是新进入者抢购及各阿胶企业因新版GMP认证需要储备原料所致。
- **加强终端促销，销量有望逐步恢复。**据过往经验来看，预计同仁堂、福胶等二线品牌未来一段时间有跟进提价的可能。而公司今后将继续加大对终端的扶持，延续去年底以来效果显著的熬胶/赠送辅料等活动，提升对消费者的优惠力度和服务，中秋节旺季来临后销量有望维持在较好的水平。
- **阿胶浆维持较稳增速。**复方阿胶浆前期进入了青海省基药增补目录，上半年受转换规格有所影响。在基层放量驱动下，预计下半年增速将恢复较稳增速。
- **阿胶糕明显上量。**通过电视购物、广告投放、地面活动等多种措施，桃花姬阿胶糕上半年销售放量，预计全年收入将翻番至超过2.5亿。
- **推荐评级。**我们预计公司13-15年EPS分别为1.92、2.31元和2.77元，同比分别增长21%、20%和20%。目前股价对应今明两年PE分别为22倍和18倍，属于偏低估值白马股，推荐评级。

风险提示: 驴皮资源紧缺。

主要财务指标

单位: 百万元	2012年	2013E	2014E	2015E
营业收入	3056	3677	4408	5222
收入同比(%)	11%	20%	20%	18%
归属母公司净利润	1040	1257	1511	1812
净利润同比(%)	21%	21%	20%	20%
毛利率(%)	73.6%	73.2%	73.7%	73.9%
ROE(%)	24.5%	22.8%	22.3%	21.6%
每股收益(元)	1.59	1.92	2.31	2.77
P/E	26.38	21.83	18.17	15.15
P/B	6.46	4.99	4.04	3.27
EV/EBITDA	19	16	13	11

资料来源: 中投证券研究所

6-12个月目标价:

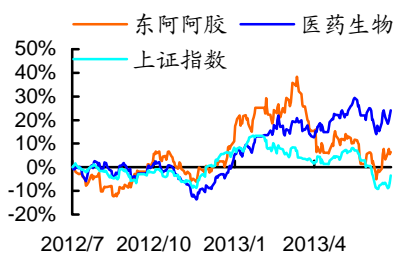
当前股价: 41.96元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2072.99
总股本(百万)	654
流通股本(百万)	654
流通市值(亿)	274
EPS	0.59
每股净资产(元)	7.08
资产负债率	13.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
东阿阿胶	4.87%	-7.78%	-2.42%
医药生物	1.80%	8.97%	24.92%
上证指数	-6.24%	-6.60%	-7.58%



相关报告

《东阿阿胶-持续优化营销策略，业绩有望保持稳增长》2013-3-31
《东阿阿胶-下半年业绩增速可望加快》2012-4-23
《东阿阿胶-未来阿胶块和浆有望价升量增》2012-3-8

附表 1: 公司主营收入和成本预测 (单位: 万)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2014E
营业收入					
阿胶及系列:	204701	245400	285480	338202	395120
阿胶块	124800	155400	186480	214452	246620
复方阿胶浆	79901	90000	99000	123750	148500
保健食品	25600	22600	40680	56952	76885
其它产品	40091	37000	40700	44770	49247
其它业务收入	5493	820	861	904	949
合计	275885	305820	367721	440828	522201
毛利率					
阿胶及系列	72.66%	78.33%	79.14%	80.28%	81.09%
保健食品	48.51%	50.42%	50.00%	50.00%	50.00%
其它产品	47.73%	57.57%	55.64%	54.83%	54.01%
其它业务收入	41.12%	41.46%	41.46%	41.46%	41.46%
合计	66.17%	73.66%	73.23%	73.70%	73.89%

数据来源: 公司历年年报 中投证券研究总部

附表 2: 阿胶块 2004 年以来价格上涨情况 (单位: 元/Kg)

年度	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1 月	2013 年 7 月
出厂价	158	158	205	275	320	393	596	954	1049	1110	1388
涨幅	20%	0%	30%	34%	16%	23%	52%	60%	10%	6%	25%

数据来源: 公司公告 中投证券研究总部 注: 截止到 2013 年 7 月

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	4169	4665	6006	7675	营业收入	3056	3677	4408	5222
现金	2688	3958	5093	6513	营业成本	805	985	1159	1364
应收账款	104	130	132	173	营业税金及附加	42	37	40	42
其它应收款	196	96	139	210	营业费用	774	883	1117	1306
预付账款	86	78	106	126	管理费用	334	338	419	470
存货	401	331	451	556	财务费用	-22	-33	-45	-58
其他	696	72	85	98	资产减值损失	6	0	0	0
非流动资产	1156	1856	1979	1982	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	119	95	102	105	投资净收益	116	45	81	63
固定资产	522	749	911	982	营业利润	1233	1513	1799	2162
无形资产	152	152	153	153	营业外收入	17	5	11	8
其他	363	860	813	742	营业外支出	5	8	7	7
资产总计	5326	6521	7985	9656	利润总额	1245	1510	1803	2163
流动负债	933	850	1008	1047	所得税	191	234	270	324
短期借款	0	0	0	0	净利润	1054	1276	1533	1838
应付账款	171	164	219	242	少数股东损益	13	19	22	26
其他	762	686	789	805	归属母公司净利润	1040	1257	1511	1812
非流动负债	82	84	83	83	EBITDA	1276	1548	1846	2215
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.59	1.92	2.31	2.77
其他	82	84	83	83					
负债合计	1014	934	1091	1131	主要财务比率				
少数股东权益	65	84	106	132	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	654	654	654	654	成长能力				
资本公积	689	689	689	689	营业收入	10.8%	20.3%	19.9%	18.5%
留存收益	2904	4161	5445	7051	营业利润	19.6%	22.7%	18.9%	20.2%
归属母公司股东权益	4247	5504	6788	8394	归属于母公司净利润	21.5%	20.8%	20.2%	20.0%
负债和股东权益	5326	6521	7985	9656	获利能力				
					毛利率	73.6%	73.2%	73.7%	73.9%
					净利率	34.0%	34.2%	34.3%	34.7%
					ROE	24.5%	22.8%	22.3%	21.6%
					ROIC	66.8%	118.5%	122.4	125.6%
					偿债能力				
					资产负债率	19.0%	14.3%	13.7%	11.7%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.47	5.49	5.96	7.33
					速动比率	4.04	5.10	5.51	6.80
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.62	0.61	0.59
					应收账款周转率	36	30	32	32
					应付账款周转率	5.69	5.89	6.06	5.91
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.59	1.92	2.31	2.77
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.31	3.04	2.22	2.47
					每股净资产(最新摊薄)	6.49	8.42	10.38	12.83
					估值比率				
					P/E	26.38	21.83	18.17	15.15
					P/B	6.46	4.99	4.04	3.27
					EV/EBITDA	19	16	13	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉：2007—2012 年连续 6 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜，2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名，2012 年获第 1 名。

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；

余方升，医药行业分析师，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，3 年证券行业从业经验，负责中药研究；

余文心，医药行业分析师，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；

江琦，医药行业分析师，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药及医药流通研究；

王威，医药行业分析师，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434