

公司研究 / 公告点评

2013年07月14日

医药生物 / 中药 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 41.96
合理价格区间(元):

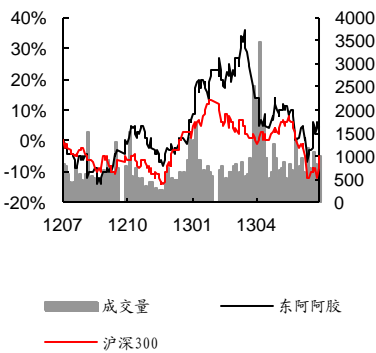
彭海柱 执业证书编号: S0570510120025
研究员 025-83290883
penghaizhu@mail.htsc.com.cn

赵媛 执业证书编号: S0570512070067
研究员 021-28972092
zhaoyuan@mail.htsc.com.cn

相关研究

- 1 《东阿阿胶 (000423): 提价有助转移成本, 渠道激励推动上量》2013.07
- 2 《东阿阿胶 (000423): 衍生品增长提速, 成本压力显现》2013.04
- 3 《东阿阿胶 (000423): 立体营销战略显著, 业绩持续提速》2013.04

股价走势图



提价幅度超预期, 攻守兼备投资价值凸显

东阿阿胶(000423)

投资要点:

阿胶块出厂价上调 25%, 显著降低成本压力。由于阿胶原材料驴皮价格上涨, 导致采购成本同比增加, 公司上调出厂价 25%, 符合我们此前判断, 但提价幅度超出预期。公司在二季度末实施控货策略, 目前渠道库存处于安全水平。提价将显著降低驴皮价格上涨带来的成本压力。提价后, 阿胶日均消费额也仅为 12 元, 与其他品牌相比, 阿胶价格转移的能力最强。长期来看, 驴皮资源的紧张, 加速淘汰成本转嫁能力较弱的中小品牌, 有利于市场集中度的提升。

聚焦高端消费群, 渠道激励加大推动上量。随着阿胶价值回归, 不断聚焦重点区域高端消费群体, 销量对提价的敏感度将逐步下降。我们通过回归统计分析, 阿胶价格上涨 20%, 消费量短期下降约 9%, 销售额增加 9%, 营业利润增加 13%。2012 年已收复部分前期大幅提价导致的流失客户, 今年 1-5 月广东省终端销售增长 40% 以上。由于终端价格提升绝对额高于出厂价, 对渠道经销商激励的加大, 同时公司将继续加大“代客熬胶”等终端推广范围和力度, 有望在旺季到来前降低对销量造成的不利影响。

桃花姬销售超 3 亿, 衍生品增长迅猛。公司调整营销架构, 加大衍生品市场推广和广告宣传, 由山东、北京等优势地区向广东、长三角区域推广, 今年桃花姬销售有望超 3 亿。随着电子商务、专营店、电视购物等新渠道模式拓展, 将推动衍生品不断放量, 未来 2 年阿胶保健衍生品有望达到 10 亿规模。

业绩呈前低后高, 投资价值凸显。复方阿胶浆年初提价 10%, 5 月再次提价 12%, 包装由 12 支装向 9 支装过渡, 老包装消化告一段落, 下半年新包装发货量将加大。随着阿胶块和阿胶浆提价效应的显现, 公司业绩将呈现前低后高走势, 考虑到提价后终端推广引起的销售费用投入的提高, 维持 2013~2015 年 EPS1.98 元、2.43 元、2.87 元, 同比分别增长 24%、23% 和 18%, 对应 PE 分别为 21 倍、17 倍和 15 倍, 估值优势明显, 维持增持评级。

风险提示: 驴皮价格上涨超预期; 阿胶浆在部分区域提价进程低于预期。

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)	34.59-54.59
总市值(百万)	27,442.74
总资产(百万)	5,439.66
每股净资产(元)	7.08

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)	3,056.07	4,085.02	5,222.58	6,218.32
+/-%	10.77%	33.67%	27.85%	19.07%
净利润(百万)	1,040.22	1,295.04	1,589.13	1,879.00
+/-%	21.50%	24.50%	22.71%	18.24%
EPS	1.59	1.98	2.43	2.87
PE	26.38	21.19	17.27	14.60

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	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	4169	5439	6646	8037
现金	2688	3416	4152	5110
应收账款	104	193	247	294
其他应收账款	196	182	234	283
预付账款	86	146	189	233
存货	401	607	818	996
其他流动资产	696	894	1006	1120
非流动资产	1156	1266	1265	1253
长期投资	119	120	120	120
固定投资	522	613	665	725
无形资产	152	148	143	138
其他非流动资产	363	385	337	270
资产总计	5326	6705	7911	9290
流动负债	933	1000	1115	1227
短期借款	0	0	0	0
应付账款	171	232	312	380
其他流动负债	762	768	803	846
非流动负债	82	82	82	82
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	82	82	82	82
负债合计	1014	1082	1197	1308
少数股东权益	65	81	102	126
股本	654	654	654	654
资本公积	689	689	689	689
留存公积	2904	4199	5270	6514
归属母公司股	4247	5542	6613	7856
负债和股东权益	5326	6705	7911	9290

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金	858	755	1190	1514
净利润	1054	1312	1610	1903
折旧摊销	64	68	80	92
财务费用	-22	-30	-36	-45
投资损失	-116	-110	-110	-116
营运资金变动	-139	-495	-361	-323
其他经营现金	16	11	8	3
投资活动现金	545	-60	29	34
资本支出	281	160	70	70
长期投资	704	0	0	0
其他投资现金	1531	100	99	104
筹资活动现金	-218	33	-483	-591
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	-197	33	-483	-591
现金净增加额	1185	728	737	958

利润表

单位: 百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3056	4085	5223	6218
营业成本	805	1215	1636	1991
营业税金及附加	42	56	71	85
营业费用	774	986	1234	1438
管理费用	334	426	534	623
财务费用	-22	-30	-36	-45
资产减值损失	6	5	5	5
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	116	110	110	116
营业利润	1233	1537	1889	2236
营业外收入	17	17	17	17
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	1245	1549	1901	2248
所得税	191	238	292	345
净利润	1054	1312	1610	1903
少数股东损益	13	17	20	24
归属母公司净利	1040	1295	1589	1879
EBITDA	1276	1576	1933	2283
EPS	1.59	1.98	2.43	2.87

主要财务比率

单位: 百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	10.8%	33.7%	27.9%	19.1%
营业利润	19.7%	24.7%	22.9%	18.4%
归属母公司净利	21.5%	24.5%	22.7%	18.2%
获利能力				
毛利率(%)	73.7%	70.3%	68.7%	68.0%
净利率(%)	34.0%	31.7%	30.4%	30.2%
ROE(%)	24.5%	23.4%	24.0%	23.9%
ROIC(%)	66.8%	60.0%	63.2%	66.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	19.1%	16.1%	15.1%	14.1%
净负债比率(%)	0	0	0	0
流动比率	4.47	5.44	5.96	6.55
速动比率	4.04	4.83	5.23	5.74
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.68	0.71	0.72
应收账款周转率	36	26	22	22
应付账款周转率	5.69	6.03	6.01	5.75
每股指标(元)				
每股收益(最新摊)	1.59	1.98	2.43	2.87
每股经营现金流	1.31	1.16	1.82	2.31
每股净资产(最新)	6.49	8.47	10.11	12.01
估值比率				
PE	27.09	21.76	17.73	14.99
PB	6.63	5.08	4.26	3.59
EV EBITDA	20	16	13	11

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的存在法律禁止的利益关系。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，需在允许的范围内使用，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 2013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：ht-rd@mail.htsc.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：ht-rd@mail.htsc.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：ht-rd@mail.htsc.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：ht-rd@mail.htsc.com.cn