



买入

32% ↑

目标价格: 人民币 56.00

000423.CH

股价: 人民币 42.31

目标价格基础: 30 倍左右 2013 年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 阿胶块竞争格局稳定, 未来增长预期逐渐明朗。
- 阿胶浆的提价放量进展受阻, 需要更多时间平衡渠道和终端的利益。

主要催化剂/事件

- 驴皮价格涨幅预期明朗
- 阿胶浆提价后销量提升

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	5	(3)	(2)	10
相对新华富时 A50 指数	19	(2)	9	13

发行股数(百万)	654
流通股(%)	77
流通股市值(人民币 百万)	21,268
3 个月日均交易额(人民币 百万)	286
净负债比率(%) (2013E)	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 2013 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

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

阿胶块增长预期明朗, 阿胶浆放量仍需时日

2013 年 1-6 月公司实现营业收入 17.5 亿元, 同比增长 52.6%, 其中扣除广东益建并表影响, 收入同比增速在 25% 左右, 实现归属上市公司净利润 5.4 亿元, 同比上升 16.4%, 实现每股收益 0.829 元, 符合我们的预期。公司 1-6 月经营活动现金流为 -2.3 亿元, 我们认为这与广东益建的并表有关。我们认为公司的阿胶块在提价后增长预期已较为明朗, 而阿胶浆的提价和放量过程明显慢于预期, 需要给予更多的耐心。我们维持公司 2013-2015 年 1.883、2.313、2.968 元的每股收益预测, 维持 56.00 元的目标价, 相当于 30 倍左右 2013 年市盈率, 仍维持买入评级不变。

支撑评级的要点

- 阿胶块销售增长良好: 我们估计上半年阿胶块的收入增速在 30% 左右, 较第 1 季度有显著提升。这与 2012 年第 2 季度公司对主动调整销售策略和渠道库存造成的低基数有很大关系。
- 阿胶浆放量仍需等待: 我们估计阿胶浆的销售额同比仍有小幅下滑, 这与各地区提价备案进度不一有很大关系。我们认为这种影响在第 4 季度有望消除。
- 保健食品快速增长: 我们估计保健食品业务的增速在 50% 以上, 这与小包装桃花姬系列产品上市热销有一定关系。我们认为全年保健食品的增速仍会保持在 50% 以上。
- 驴皮价格上涨只需小幅提价即可对冲: 我们认为未来驴皮价格不会大幅上涨, 因此阿胶小幅提价即可对冲驴皮价格的一般性上涨。

评级面临的主要风险

- 复方阿胶浆提价进度慢于预期。
- 驴皮价格上涨超预期。

估值

- 我们维持公司 2013-2015 年 1.883、2.313、2.968 元的每股收益预测。考虑到阿胶块仍有较大提价空间, 阿胶浆放量值得期待, 我们维持 56.00 元的目标价, 相当于 30 倍左右 2013 年市盈率, 仍维持买入评级不变。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	2,759	3,056	3,858	4,947	6,349
变动(%)	12	11	26	28	28
净利润(人民币 百万)	856	1,040	1,231	1,513	1,941
全面摊薄每股收益(人民币)	1.309	1.590	1.883	2.313	2.968
变动(%)	47	21	18	23	28
全面摊薄市盈率(倍)	32.9	27.1	22.9	18.6	14.5
每股现金流量(人民币)	1.085	1.312	1.833	2.276	2.954
价格/每股现金流量(倍)	39.7	32.8	23.5	18.9	14.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.6	22.0	17.5	13.5	9.9
每股股息(人民币)	0.300	0.700	0.753	0.925	1.187
股息率(%)	0.7	1.6	1.7	2.1	2.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

并表广东益建导致收入高增长，阿胶浆拖累利润增速

2013年1-6月公司实现营业收入17.5亿元，同比增长52.6%，实现归属上市公司净利润5.4亿元，同比上升16.4%，实现每股收益0.829元，符合我们的预期。

并表广东益建带来的3.2亿元营收是收入高增长的主要原因，扣除该因素影响，公司1-6营收增速在25%左右。此外，并表也拉低了公司整体的毛利率水平，但母公司的阿胶块和阿胶浆产品的综合毛利率仍有小幅提升。

阿胶系列产品销售费用率和管理费用率有所上升，造成了营业利润率的下降，拖累了上半年的利润增速，而这种现象在第1季度还没有明显迹象。我们认为阿胶浆提价不顺导致公司需要资源平衡渠道和终端的关系，这会使得公司需要投入一定的费用。

公司1-6月经营活动现金流为-2.3亿元，较第1季度有明显好转，且大部分现金流出与并表广东益建有关，公司整体的经营质量仍然不错。

阿胶系列增长良好，但喜忧参半

公司上半年阿胶系列产品销售额达到13.2亿元，同比增长31.9%，毛利率也有小幅提升。

参考公司的母公司报表，我们估计阿胶块的销售额增速在30%左右，由于上半年阿胶块价格仅上调6%，可以说报告期内阿胶块的销量情况不错。不过2012年第2季度的基数很低，我们认为上半年阿胶块的增速并不具备参考意义，全年的增长仍要依靠第3、4季度的大力促销。

我们估计阿胶浆的销售额有小幅下滑，这与产品在不同地区的提价进度不同有很大关系。复方阿胶浆的销售主要通过OTC渠道，各地区之间不同的终端价格对经销商和终端的积极性有很大影响，也限制了公司实际供货价格的提升。同时，公司需要大量的费用平衡不同地区间的销售政策。这些因素都限制了复方阿胶浆的放量。

1-6月公司的保健食品业务收入达到1.2亿元，我们估计实际增速在50%以上。小包装促进了桃花姬产品的销售，这也从侧面反映了公司的保健食品营销工作正逐步走上正轨。我们估计全年公司的保健食品业务增速也将超过50%。

阿胶提价将获得成功

7月13日公司公告即日上调阿胶出厂价25%，零售价也作相应调整。目前公司阿胶的出厂价在700元/500g左右，零售指导价在1100元/500g左右。从目前的情况来看，公司的出厂价格上调已经完成，而终端的价格尽管有所上调，但调整幅度并没有到位。与2011年幅度为60%的提价相比，公司本次提价充分考虑了消费者的可接受性。公司在公告中表示，产品价格调整后，市场费用等投入也将逐渐加大，我们相信公司会在未来2个季度中通过促销活动平滑提价对消费者产生的心理影响。

我们认为，由于公司阿胶产品在市场优势地位早已形成并已经非常稳固，因此本次阿胶的提价无疑将会成功。一方面，阿胶作为 OTC 药品，服用人群数量不大且相对固定，作为销售方的药店终端有理由从每个消费者身上获取最大收益，这就意味着单位产品毛利高的品牌拥有自然的优势，公司的产品正是具备这种优势。目前阿胶产品的价格梯队已经形成，贸然打破这种局面不会获得消费者的认同，而保持目前的价格梯队将使得东阿阿胶的单位毛利优势继续扩大，这对于公司产品的竞争对手来说是一个两难的选择。另一方面，对于阿胶的消费者而言，在可选择品牌都在涨价的情况下，更换品牌并不能带来所谓的性价比满足。这就意味着只要消费者没有直接感受到大幅难以容忍的提价，就不会轻易更换品牌。公司多种形式的促销活动可以平滑提价幅度，减小提价对消费者心理产生的负面影响。

同时，我们认为尽管驴皮价格未来很可能持续上涨，但涨幅不会非常剧烈，因此公司的阿胶只需小幅提价便可对冲成本上涨，25%的提价长期会提升公司阿胶系列产品的毛利率水平。

图表 1. 不同品牌阿胶价格对比

(500g)	东阿阿胶	同仁堂	福胶
1号药网	629	480	276
开心人	790	540	520
金象网	599	499	499
好药师	654	480	-

资料来源：中银国际研究

风险因素

复方阿胶浆提价进度慢于预期。

驴皮价格上涨超预期。

维持调盈利预测，维持买入评级

我们维持公司 2013-2015 年 1.883、2.313、2.968 元的每股收益预测。尽管阿胶系列产品 2013 年的增长面临一定的不确定性，但长期增长逻辑依然强劲。我们认为公司的品牌可以享受估值溢价，仍给予公司 30 倍左右 2013 年市盈率，维持公司 56.00 元的目标价和**买入**评级不变。

图表 2. 2013 年上半年业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年上半年	2013 年上半年	同比变动%
营业收入	1,148.7	1,753.0	52.6
营业成本	(323.8)	(676.8)	109.0
营业税	(13.7)	(16.2)	18.2
毛利润	811.2	1060.0	30.7
销售费用	(202.2)	(307.7)	52.2
管理费用	(102.3)	(147.0)	43.7
营业利润	506.7	605.3	19.5
资产减值损失	(3.2)	(0.5)	-
投资收益	49.9	20.7	(58.6)
财务费用	10.0	23.5	134.2
营业外收入	0.9	6.8	619.1
营业外支出	(0.8)	(2.0)	147.6
税前利润	563.5	653.7	16.0
所得税	(90.7)	(103.5)	14.1
少数股东权益	(6.8)	(8.1)	18.6
归属上市公司股东净利润	465.9	542.1	16.4
主要比率(%)			
毛利率	71.8	61.4	
经营利润率	44.1	34.5	
净利率	41.2	31.4	

资料来源: 公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	2,759	3,056	3,858	4,947	6,349
销售成本	(933)	(805)	(1,146)	(1,570)	(2,036)
经营费用	(826)	(1,095)	(1,294)	(1,611)	(2,031)
经营利润(息税前利润)	999	1,156	1,419	1,765	2,283
折旧及摊销	(47)	(55)	(69)	(82)	(91)
息税折旧前利润	953	1,101	1,350	1,684	2,192
净利息收入/(费用)	21	22	24	26	29
其他收益/(损失)	56	110	100	100	100
税前利润	1,036	1,245	1,473	1,810	2,320
所得税	(166)	(191)	(226)	(278)	(356)
少数股东权益	(14)	(13)	(16)	(19)	(23)
净利润	856	1,040	1,231	1,513	1,941
核心净利润	810	938	1,231	1,513	1,941
每股收益(人民币)	1.31	1.59	1.88	2.31	2.97
核心每股收益(人民币)	1.24	1.43	1.88	2.31	2.97
每股股息(人民币)	0.30	0.70	0.75	0.93	1.19
收入增长(%)	12	11	26	28	28
息税前利润增长(%)	48	16	23	25	30
息税折旧前利润增长(%)	45	16	23	24	29
每股收益增长(%)	47	21	18	23	28
核心每股收益增长(%)	49	16	31	23	28

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	1,036	1,245	1,473	1,810	2,320
折旧与摊销	47	55	69	82	91
净利息费用	(21)	(22)	(24)	(26)	(29)
运营资本变动	(160)	(141)	6	1	5
税金	(166)	(191)	(226)	(278)	(356)
其他经营现金流	(26)	(88)	(100)	(100)	(100)
经营活动产生的现金流	710	858	1,199	1,489	1,932
购买固定资产净值	(224)	(281)	(210)	(160)	(160)
投资减少/增加	7	2	0	0	0
其他投资现金流	30	824	93	100	100
投资活动产生的现金流	(186)	545	(117)	(60)	(60)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	0	0	0	0	0
支付股息	(196)	(196)	(458)	(492)	(605)
其他融资现金流	43	(22)	24	26	29
融资活动产生的现金流	(154)	(218)	(434)	(466)	(576)
现金变动	370	1,185	648	963	1,295
期初现金	1,133	1,503	2,688	3,335	4,298
公司自由现金流	523	1,403	1,106	1,455	1,901
权益自由现金流	572	1,403	1,106	1,455	1,901

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1,503	2,688	3,335	4,298	5,593
应收帐款	133	352	368	385	404
库存	311	401	441	485	534
其他流动资产	1,334	729	737	747	757
流动资产总计	3,281	4,169	4,881	5,915	7,288
固定资产	582	809	950	1,028	1,096
无形资产	147	152	160	160	160
其他长期资产	217	195	195	195	195
长期资产总计	946	1,156	1,304	1,383	1,452
总资产	4,226	5,326	6,185	7,297	8,739
应付帐款	397	470	504	545	595
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	288	463	491	522	556
流动负债总计	685	933	995	1,067	1,150
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	66	82	90	90	90
股本	654	654	654	654	654
储备	2,770	3,593	4,366	5,387	6,723
股东权益	3,424	4,247	5,020	6,041	7,377
少数股东权益	51	65	81	100	123
总负债及权益	4,226	5,326	6,185	7,297	8,739
每股帐面价值(人民币)	5.2	6.5	7.7	9.2	11.3
每股有形资产(人民币)	5.0	6.3	7.4	9.0	11.0
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.3)	(4.1)	(5.1)	(6.6)	(8.6)

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	36.2	37.8	36.8	35.7	36.0
息税前利润率(%)	34.5	36.0	35.0	34.0	34.5
税前利润率(%)	37.6	40.7	38.2	36.6	36.5
净利率(%)	31.0	34.0	31.9	30.6	30.6
流动性					
流动比率(倍)	4.8	4.5	4.9	5.5	6.3
利息覆盖率(倍)	254.7	1508.4	1848.8	2306.8	3002.2
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)	4.3	4.0	4.5	5.1	5.9
估值					
市盈率(倍)	32.3	26.6	22.5	18.3	14.3
核心业务市盈率(倍)	34.2	29.5	22.5	18.3	14.3
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
盈率(倍)	45.2	39.0	29.7	24.2	18.9
市净率(倍)	8.1	6.5	5.5	4.6	3.8
价格/现金流(倍)	39.0	32.2	23.1	18.6	14.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	26.1	21.6	17.1	13.2	9.7
周转率					
存货周转天数	98.7	161.3	134.1	107.6	91.3
应收帐款周转天数	22.3	29.0	34.0	27.8	22.7
应付帐款周转天数	28.6	35.7	41.3	36.8	32.9
回报率					
股息支付率(%)	22.9	44.0	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	27.8	27.1	26.6	27.4	28.9
资产收益率(%)	22.2	22.1	21.7	22.7	24.5
已运用资本收益率(%)	31.1	28.9	29.2	30.4	32.6

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