

中药III

周锐 S0960207090141

0755-82026719
zhourui@cjis.cn

余方升

0755-82026844
yufangsheng@cjis.cn

6-12个月目标价: 41.00元

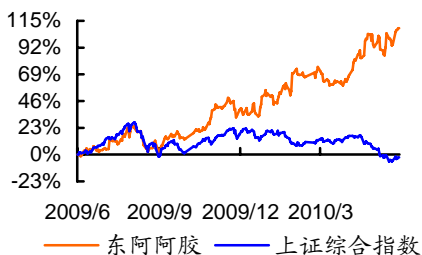
当前股价: 35.76元
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2655.77
总股本(百万)	654
流通股本(百万)	533
流通市值(亿)	190
EPS (TTM)	0.74
每股净资产(元)	3.76
资产负债率	21.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
东阿阿胶	2.76	19.00	56.16
上证综合指数	-8.43	-12.98	-14.23



相关报告

东阿阿胶

000423

推荐

产业链一体化模式稳步推进, 营销变革力促业绩快速成长

阿胶系列产品终端需求较旺, 产业链一体化模式稳步实施, 营销变革成效显著, 公司未来业绩快速成长值得期待。

投资要点:

- **阿胶产业链一体化模式顺利推进中。**公司以现有资源为平台, 向上延伸至养驴产业, 向下拓展至养颜养生馆、膏方等, 力争形成“产品和服务”并重的成熟盈利模式, 为未来业绩的长期稳健增长夯实基础;
- **阿胶块提价, 阿胶浆价增量升。**阿胶块受限驴皮资源, 采取“限产提价”的策略, 09年预计销售收入超过6亿。今年初以来已累计提价38.6%, 而终端实际售价距最高零售价尚还有约10%空间, 预计下半年在终端需求拉动下继续提价的可能性很大。而复方阿胶浆实行“控价放量”策略, 09年销售收入超过4亿, 未来受益于基层需求放量, 增速有望达到30%以上;
- **保健品业务有望实现较快增长, 但利润贡献形成可观规模尚需时日。**09年保健品业务主推“阿胶元浆”、“桃花姬阿胶糕”、“九朝贡胶”等, 销售收入达到1亿, 净利润首次扭亏为盈约204万。在营销的有效推动下, 预计未来3年有望实现50%以上的增速, 利润贡献逐年提高;
- **控制营销成效明显, 销售渠道有待进一步改善。**近年来, 公司通过文化营销实现阿胶价值回归, 实行“由销转营”打造终端拉动力, 力推控制营销强化对市场控制力, 取得了显著成效。未来公司计划提高医院处方的销售比重, OTC、商超和医院的目标比例达到5:3:2, 同时, 还将加快与华润系万家超市的合作, 打造“店中店”等特色盈利模式, 进一步优化和完善销售渠道;
- **业绩成长比较明确, 维持推荐的投资评级。**公司拥有垄断资源优势, 一体化产业链模式稳步推进, 成长趋势良好, 同时激励方案促使业绩释放动力较足, 我们初步预计公司10-12年EPS分别为0.89、1.24、和1.68元, 未来业绩存在超预期可能, 维持推荐的投资评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2079	2686	3420	4326
同比(%)	23%	29%	27%	26%
归属母公司净利润(百万元)	392	582	812	1099
同比(%)	37%	48%	40%	35%
毛利率(%)	48.9%	52.3%	55.0%	57.1%
ROE(%)	16.4%	21.2%	25.3%	28.6%
每股收益(元)	0.60	0.89	1.24	1.68
P/E	59.64	40.17	28.79	21.29
P/B	9.79	8.53	7.27	6.09
EV/EBITDA	43	29	21	16

资料来源: 中投证券研究所

附表 1: 东阿阿胶主营业务收入及成本预测 (单位: 万)

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入				
阿胶及系列	126200	166584	214893	272914
保健食品	10002	16004	24006	36008
其它产品	71017	85221	102265	122718
其它业务收入	691	760	836	920
合计	207911	268569	342000	432560
营业成本				
阿胶及系列	41718	48393	55652	64000
保健食品	5425	8788	13183	19774
其它产品	58811	70573	84687	101625
其它业务成本	277	305	335	368
合计	106230	128059	153857	185767
毛利率				
阿胶及系列	66.94%	70.95%	74.10%	76.55%
保健食品	45.76%	45.09%	45.09%	45.09%
其它产品	17.19%	17.19%	17.19%	17.19%
其它业务收入	59.95%	59.95%	59.95%	59.95%
合计	48.91%	52.32%	55.01%	57.05%

数据来源: 公司公告 中投证券研究所 注: 阿胶及系列产品收入为未内部抵消数据

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 5 月
出厂价	158	158	205	275	320	393	542
涨幅	20%	0	30%	34%	16%	23%	39%

数据来源: 公司公告 中投证券研究所 注: 2010 年截止到 5 月 30 日

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2445	2577	3057	3771	营业收入	2079	2686	3420	4326
现金	1974	1748	2086	2666	营业成本	1062	1281	1539	1858
应收账款	123	157	210	258	营业税金及附加	18	23	29	37
其它应收款	16	42	49	54	营业费用	378	488	621	785
预付账款	59	68	83	100	管理费用	174	224	286	361
存货	203	277	324	382	财务费用	-16	-25	-26	-32
其他	71	285	305	310	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	672	891	1024	1040	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	118	114	115	116	投资净收益	6	4	5	5
固定资产	348	468	587	648	营业利润	471	699	976	1321
无形资产	125	119	113	107	营业外收入	5	4	4	4
其他	81	190	209	169	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	3117	3468	4081	4812	利润总额	473	699	977	1322
流动负债	613	607	712	784	所得税	66	98	137	185
短期借款	0	0	0	0	净利润	407	601	840	1137
应付账款	159	169	217	253	少数股东损益	15	19	28	38
其他	454	438	495	531	归属母公司净利润	392	582	812	1099
非流动负债	45	30	37	33	EBITDA	499	725	1019	1374
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.60	0.89	1.24	1.68
其他	45	30	37	33					
负债合计	658	636	749	817	主要财务比率				
少数股东权益	70	89	117	155	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	654	654	654	654	成长能力				
资本公积	690	690	690	690	营业收入	23.3%	29.2%	27.3%	26.5%
留存收益	1046	1399	1871	2496	营业利润	37.3%	48.4%	39.6%	35.4%
归属母公司股东权益	2390	2743	3215	3840	归属于母公司净利润	36.6%	48.5%	39.5%	35.3%
负债和股东权益	3117	3468	4081	4812	获利能力				
					毛利率	48.9%	52.3%	55.0%	57.1%
					净利率	34.4%	37.2%	39.7%	38.1%
					ROE	16.4%	21.2%	25.3%	28.6%
					ROIC	120.8	61.7%	74.5%	94.5%
					偿债能力				
					资产负债率	21.1%	18.4%	18.4%	17.0%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.99	4.25	4.29	4.81
					速动比率	3.66	3.79	3.84	4.32
					营运能力				
					总资产周转率	0.83	0.82	0.91	0.97
					应收账款周转率	17	18	18	17
					应付账款周转率	8.31	7.81	7.98	7.90
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.60	0.89	1.24	1.68
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	0.40	1.30	1.71
					每股净资产(最新摊薄)	3.65	4.19	4.92	5.87
					估值比率				
					P/E	59.64	40.17	28.79	21.29
					P/B	9.79	8.53	7.27	6.09
					EV/EBITDA	43	29	21	16

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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

分析师简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

余方升, 医药行业研究员助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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, 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和信息, 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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

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

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

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