

中药III

周锐

执业资格编号: S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

余方升

执业资格编号: S0960110030152

0755-82026844

yufangsheng@cjis.cn

6-12个月目标价: 41.00元

当前股价: 39.21元

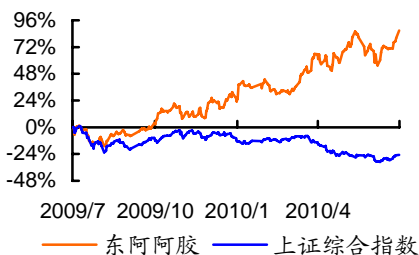
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2575.37
总股本(百万)	654
流通股本(百万)	654
流通市值(亿)	256
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	10.56	16.73	49.65
上证综合指数	0.88	-11.44	-13.77



相关报告

《东阿阿胶-产业链一体化模式稳步推进, 营销变革力促业绩快速增长》2010-5-30

东阿阿胶

000423

推荐

业绩趋势持续向好, 维持推荐评级

近日, 我们与公司高管就阿胶销售情况及未来趋势进行了交流。

投资要点:

- **经营业绩持续向好。**1-6月公司通过加强营销变革, 拉动产品需求, 采取提价等策略使得阿胶及系列产品销售额明显增加, 中期预告归属于母公司净利润同比增长50%-100%;
- **阿胶业务增速可观, 原粉业务尚待拓展。**阿胶块上半年提价幅度较大, 假阿胶事件反而加剧了公司产品紧俏局面, 目前已完成全年产销量目标的2/3, 因此未来2个季度缺货形势会越发凸显。阿胶原粉新包装估计9月推出, 今年有望实现一定收获。而复方阿胶浆增速相对平稳;
- **保健品4季度有提速可能。**前6月保健品业务有所超预期, 桃花姬阿胶糕、水晶枣等上半年销售达到8000万, 但在很多地区还有待拓展。目前与华润万家超市合作谈判基本完成, 预计国庆之前开始铺货。保健品市场潜在需求空间非常大, 公司未来实现高增长是可期待的, 利润贡献将有显著提高;
- **驴皮资源日益稀缺, 未来进口来源有待突破。**长期来看驴皮紧缺趋势是逐渐加剧的。公司通过建立13个养驴基地从而掌控上游资源, 同时还积极从澳大利亚等国外进口, 加上部分储货, 预计未来3-5年里支撑现有阿胶产量还是有保障的;
- **销售渠道持续优化之中。**近年公司通过实施阿胶价值回归战略, 终端维护家数比例不高但销售份额占比较大, 控制渠道成效比较明显。未来OTC、商超和医院目标销售占比5:3:2, 提高在医院的销售比重。此外, 预计不久后推出的免费阿胶打粉机可望进一步带动终端消费;
- **维持推荐的投资评级。**综合来看, 公司一体化产业链稳步推进, 把控资源和定价能力较强, 销售不断优化改善, 成长动力较足, 我们预计公司10-12年EPS分别为0.89、1.24、和1.68元, 未来业绩持续向好, 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	65.40	44.05	31.57	23.34
P/B	10.73	9.35	7.98	6.68
EV/EBITDA	47	33	23	17

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
<b>营业收入</b>				
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
<b>合计</b>	<b>207911</b>	<b>268569</b>	<b>342000</b>	<b>432560</b>
<b>营业成本</b>				
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
<b>合计</b>	<b>106230</b>	<b>128059</b>	<b>153857</b>	<b>185767</b>
<b>毛利率</b>				
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%
<b>合计</b>	<b>48.91%</b>	<b>52.32%</b>	<b>55.01%</b>	<b>57.05%</b>

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 7 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 7 月 27 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
<b>流动资产</b>	2445	2577	3057	3771	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	3117	3468	4081	4812	<b>利润总额</b>	473	699	977	1322
<b>流动负债</b>	613	607	712	784	所得税	66	98	137	185
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	392	582	812	1099
<b>非流动负债</b>	45	30	37	33	EBITDA	499	725	1019	1374
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	0.60	0.89	1.24	1.68
其他	45	30	37	33					
<b>负债合计</b>	658	636	749	817	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	70	89	117	155	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	654	654	654	654	<b>成长能力</b>				
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%
<b>负债和股东权益</b>	3117	3468	4081	4812	<b>获利能力</b>				
					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%
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					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
					<b>每股指标 (元)</b>				
					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
					<b>估值比率</b>				
					P/E	65.40	44.05	31.57	23.34
					P/B	10.73	9.35	7.98	6.68
					EV/EBITDA	47	33	23	17

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