

中药III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 余方升

S0960110030152

0755-82026844

yufangsheng@cjis.cn

6-12个月目标价: 46.00元

当前股价: 40.85元

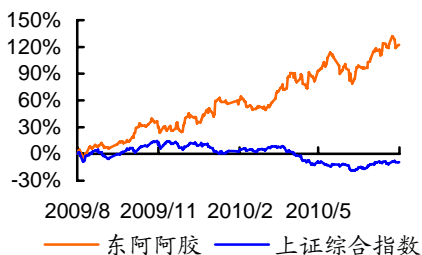
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2596.58
总股本(百万)	654
流通股本(百万)	654
流通市值(亿)	267
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	7.78	16.46	40.26
上证综合指数	0.95	-0.99	-15.16



相关报告

《东阿阿胶-业绩趋势持续向好, 维持推荐评级》2010-7-28

《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

阿胶块价升量增, 保健品逐渐放量成新利润增长亮点

公司上半年实现归属于母公司净利润 3.06 亿, 同比增长 92.12%, 对应 EPS0.47 元。

投资要点:

- **中期业绩大幅增长, 超出市场预期。**1-6 月公司实现营业收入 12.44 亿, 同比增长 36.50%。实现归属于母公司净利润 3.06 亿, 同比增长 92.12%, 毛利率提高 22.05% 至 52.39%。阿胶及系列产品营收大幅增长是中期业绩优良的主要原因;
- **阿胶块上半年量价齐升。**阿胶业务上半年营收约 7.8 亿, 同比增长 60.80%。其中阿胶块提价效应明显, 使得毛利率提升很多, 而复方阿胶浆增速相对平稳。预计 3、4 季度阿胶业务仍将保持较好增长势头;
- **保健品销售规模明显扩大。**前 6 月保健品业务增长很快, 桃花姬阿胶糕、水晶枣等销售收入达到 0.7 亿多。预计近期将推出阿胶原粉新包装, 即食阿胶糕等新品也将逐渐上量。随着保健品消费旺季的到来, 下半年销售规模有望突破 1 亿;
- **医药商业比较稳定。**上半年医药贸易营收达到 3.28 亿, 同比增长 2.50%, 毛利率为 3.02%, 有所提升;
- **未来将开展并购活动。**公司计划用 3 亿设立投资公司, 专门进行中药滋补、保健品等企业股权收购整合等, 同时对自有资金保值和增值;
- **继续购买理财产品提高资金效益。**6 月末公司货币资金达到 15.51 亿, 为提高闲置资金使用效益, 继上半年 6 亿理财投资后, 公司近期又用 1 亿资金购买了理财产品;
- **维持推荐的投资评级。**公司持续优化产品结构和营销渠道, 净利润持续快速增长可期, 我们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.93、1.25 和 1.69 元 (原为 0.89、1.24 和 1.68 元), 维持推荐评级。

风险提示:

- 驴皮资源日益紧缺。

主要财务指标

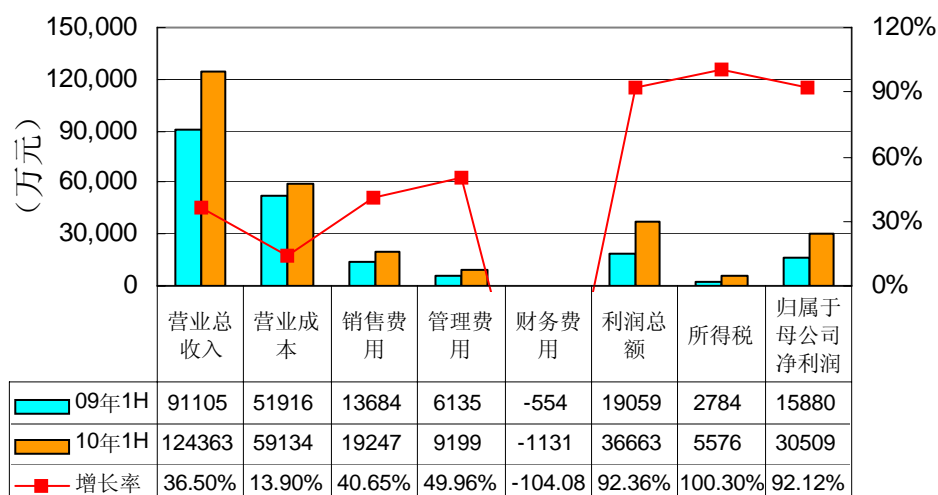
单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2079	2686	3420	4326
同比(%)	23%	29%	27%	26%
归属母公司净利润(百万元)	392	609	818	1106
同比(%)	37%	55%	34%	35%
毛利率(%)	48.9%	52.3%	55.0%	57.1%
ROE(%)	16.4%	22.0%	25.3%	28.6%
每股收益(元)	0.60	0.93	1.25	1.69
P/E	68.13	43.83	32.67	24.16
P/B	11.18	9.64	8.27	6.92
EV/EBITDA	49	33	24	18

资料来源: 中投证券研究所

一、主要财务数据的解读

东阿阿胶前 6 月实现营业收入 12.44 亿，同比增长 36.50%。实现归属于母公司净利润 3.06 亿，同比增长 92.12%，对应 EPS0.47 元。

图 1: 东阿阿胶 10 年上半年主要盈利性指标变化情况



数据来源：公司 10 年半年报 中投证券研究所

从分项指标来看：

公司上半年营业收入同比增长 36.50%，营业成本增长比较少，主要系阿胶及系列产品营收快速增长所致；

销售费用增长基本同步于营收，管理费用增长相对较多；

财务费用继续大幅减少主要原因估计是利息收入增加和购买理财产品有一定收益；

利润总额和归属于母公司净利润大幅增长，这主要是阿胶块上半年提价约 39% 带来的积极效应推动的。

除了表中所列数据外，东阿阿胶 10 年上半年经营现金流净额状况良好，同比增长 12.05%，达到 2.26 亿；

从季度数据来看，10 年 2 季度营收环比有所减少，主要是公司 6 月对阿胶块采取了限额发货，而继续提价使得毛利率环比提升了约 1%。

表 1: 东阿阿胶季度盈利性数据 (单位: 万)

财务指标	09年1Q	09年2Q	093Q	094Q	10年1Q	10年2Q	102Q 环比
营业收入	39957	51148	53547	63259	63617	60746	-4.51%
营业成本	22235	29681	29454	24861	30543	28591	-6.39%
营业费用	5459	8225	10176	13891	8555	10692	24.98%
管理费用	3049	3086	3174	8063	4488	4712	4.98%
财务费用	-212	-343	-249	-843	-519	-613	18.02%
营业利润	9151	9964	10562	17405	19992	16515	-17.39%
投资收益	54	267	0	301	0	-19	—
利润总额	9167	9893	10624	17659	20095	16568	-17.55%
所得税	1451	1333	1953	1899	3079	2497	-18.88%
归属于母公司净利润	7593	8287	8310	15022	16700	13809	-17.31%
EPS	0.12	0.13	0.13	0.23	0.26	0.21	-17.31%
毛利率	44.35%	41.97%	44.99%	60.70%	51.99%	52.93%	0.94%
营业费用率	13.66%	16.08%	19.00%	21.96%	13.45%	17.60%	4.15%
管理费用率	7.63%	6.03%	5.93%	12.75%	7.05%	7.76%	0.70%
实际所得税率	15.83%	13.47%	18.38%	10.76%	15.32%	15.07%	-0.25%

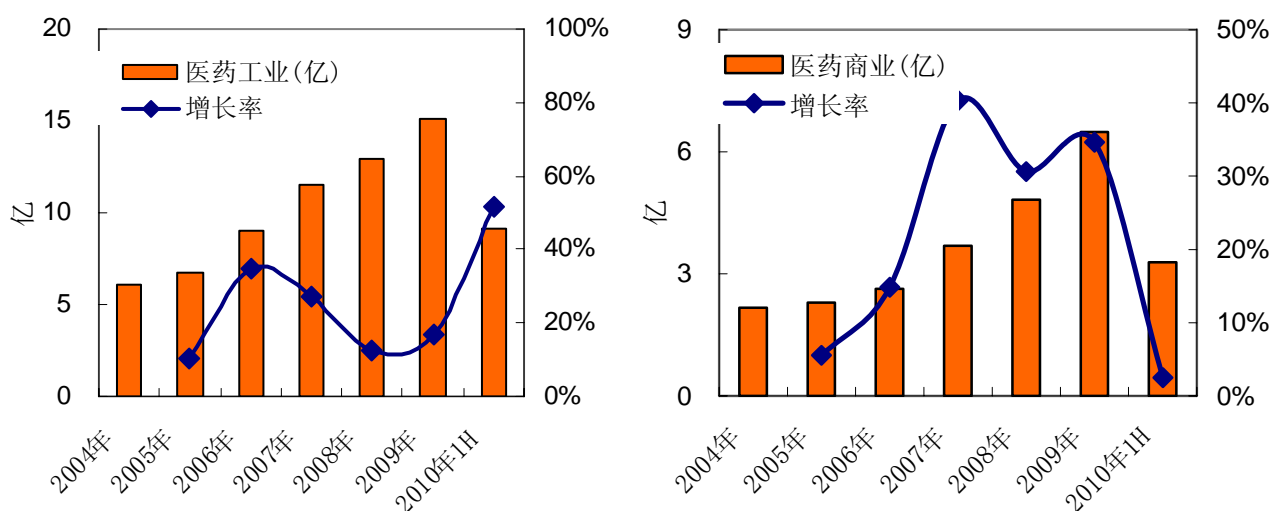
资料来源: 东阿阿胶历年报表 中投证券研究所

二、核心业务增长状况

医药工业方面, 上半年实现销售收入约 9.10 亿, 其中阿胶及系列产品营收为 8.54 亿, 同比增长 60.80%, 毛利率提升 11.67% 至 69.76%;

医药商业前 6 月营收为 3.28 亿, 同比增长 2.50%, 毛利率 3.02%。

图 2: 东阿阿胶历年主要业务的增长情况



资料来源: 公司历年报表 中投证券研究所

从具体主导产品来看:

阿胶业务营收和毛利率大幅增加。阿胶业务上半年营收约 7.8 亿，同比增长 60.80%。其中阿胶块提价效应明显，使得毛利率大幅提升，而复方阿胶浆增速相对平稳。预计未来 2 个季度阿胶业务仍将保持较好增长势头；

保健品渐入放量期。前 6 月保健品业务增长很快，桃花姬阿胶糕、水晶枣等销售收入达到 0.7 亿多。预计近期将推出阿胶原粉新包装，即食阿胶糕等新品也将逐渐上量。随着保健品消费旺季的到来，下半年销售规模有望突破 1 亿。

三、前景预期和盈利预测

总体来看，公司积极推动阿胶产业链上下游建设，持续优化产品结构和营销渠道，净利润持续快速增长可期。

我们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.93、1.25 和 1.69 元(原为 0.89、1.24 和 1.68 元)，维持推荐评级。

表 2: 东阿阿胶主营业务预测 (单位: 万)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入					
阿胶及系列	105116.40	126200	166584	214893	272914
保健食品	8183.10	10002	16004	24006	36008
其它产品	54046.65	71017	85221	102265	122718
其它业务收入	1249.38	691	760	836	920
合计	168596	207911	268569	342000	432560
营业成本					
阿胶及系列	37181.22	41718	48393	55652	64000
保健食品	4155.72	5425	8788	13183	19774
其它产品	42483.10	58811	70573	84687	101625
其它业务成本	1122.14	277	305	335	368
合计	84,942	106230	128059	153857	185767
毛利率					
阿胶及系列	64.63%	66.94%	70.95%	74.10%	76.55%
保健食品	49.22%	45.76%	45.09%	45.09%	45.09%
其它产品	21.40%	17.19%	17.19%	17.19%	17.19%
其它业务收入	10.18%	59.95%	59.95%	59.95%	59.95%
合计	49.62%	48.91%	52.32%	55.01%	57.05%

数据来源: 公司历年年报 中投证券研究所

表 3: 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 8 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 8 月 25 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	2605	3075	3794	营业收入	2079	2686	3420	4326
现金	1974	1777	2104	2689	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	457	616	779
预付账款	59	68	83	100	管理费用	174	223	285	360
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	732	982	1330
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	3496	4099	4834	利润总额	473	732	984	1331
流动负债	613	607	712	784	所得税	66	103	138	187
短期借款	0	0	0	0	净利润	407	629	846	1144
应付账款	159	169	217	253	少数股东损益	15	20	28	38
其他	454	438	495	531	归属母公司净利润	392	609	818	1106
非流动负债	45	30	37	33	EBITDA	499	757	1025	1383
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.60	0.93	1.25	1.69
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	90	118	156	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	1426	1888	2517	营业利润	37.3%	55.4%	34.3%	35.4%
归属母公司股东权益	2390	2770	3232	3861	归属于母公司净利润	36.6%	55.4%	34.2%	35.2%
负债和股东权益	3117	3496	4099	4834	获利能力				
					毛利率	48.9%	52.3%	55.0%	57.1%
					净利率	18.9%	22.7%	23.9%	25.6%
					ROE	16.4%	22.0%	25.3%	28.6%
					ROIC	120.8	64.7%	75.0%	95.1%
					偿债能力				
					资产负债率	21.1%	18.2%	18.3%	16.9%
					净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.99	4.29	4.32	4.84
					速动比率	3.66	3.84	3.86	4.35
					营运能力				
					总资产周转率	0.83	0.81	0.90	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	0.93	1.25	1.69
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	0.45	1.30	1.72
					每股净资产(最新摊薄)	3.65	4.24	4.94	5.90
					估值比率				
					P/E	68.13	43.83	32.67	24.16
					P/B	11.18	9.64	8.27	6.92
					EV/EBITDA	49	33	24	18

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

研究团队简介

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, 8 年证券行业从业经验, 2006 年、2007 年和 2009 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, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 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, 负责化学药及医药政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药行业研究。

誉猛, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 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

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

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