中药Ⅲ
署名人：周锐
S0960207090141
0755-82026719
zhourui@cjis.cn
参与人：余方升
S0960110030152
0755-82026844
yufangsheng@cjis.cn

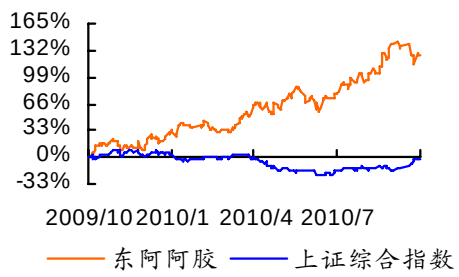
6－12 个月目标价： 65.50 元
当前股价： 47.21 元
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2975.04
总股本(百万)	654
流通股本(百万)	654
流通市值(亿)	309
EPS（TTM）	0.82
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	0.00	27.94	39.64
上证综合指数	0.00	16.10	-0.81



相关报告

《东阿阿胶-阿胶块出厂价上调 10%，维持强烈推荐评级》2010-10-12
《东阿阿胶-阿胶块价升量增，保健品逐渐放量成新利润增长亮点》2010-8-25
《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 000423 强烈推荐

长期成长性突出，未来关注外延式扩张

10 月 22 日，东阿阿胶公告 1-9 月实现归属于母公司净利润同比增长约 73.63%，对应 EPS 约 0.64 元，同时公司决定投资 6 亿购买理财产品。

投资要点：

- **第 3 季度业绩延续较快增速。**公司 1-9 月营业收入达到 17.76 亿，同比增长 22.81%；实现归属于母公司净利润约 4.20 亿，同比增长 73.63%。其中 7-9 月实现归属于母公司净利润约 1.15 亿，同比增长 38.28%，对应 EPS 约 0.18 元，经营性现金流状况良好。我们预计公司全年业绩增速可望达到 60%;
- **阿胶块控制发货，复方阿胶浆保持良好增速。**阿胶块每年产量有限，5 月以来公司就开始控制发货，使得 7-9 月增速较为平缓。近期涨价 10%效应预计 11 年会明显体现出来。而复方阿胶浆则延续了上半年较好的增长态势;
- **保健食品继续高增长。**预计前 3 季度桃花姬阿胶糕、水晶枣等保健食品营收超过 1 亿。而 4 季度一般是消费高峰，销售收入有望创新高;
- **外延式扩张可期。**公司拟聘任的副总经理于波有丰富的资本运作经验，以后将会通过正在筹建的投资公司为平台，陆续在中药保健食品等方面开展收购，拓展新的利润增长点;
- **继续投资理财产品提高资金收益。**9 月底公司货币资金仍高达 13.69 亿，为提高闲置资金收益率，近期计划使用 6 亿资金购买理财产品;
- **维持强烈推荐评级。**公司不断加强控制营销，未来内生增长和外延式扩张均值得期待。我们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.96、1.31 和 1.77 元，6-12 月目标价 65.50 元，维持强烈推荐的投资评级。

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	2717	3461	4377
同比(%)	23%	31%	27%	26%
归属母公司净利润(百万元)	392	629	857	1156
同比(%)	37%	60%	36%	35%
毛利率(%)	48.9%	52.9%	55.5%	57.6%
ROE(%)	16.4%	22.5%	26.1%	29.4%
每股收益(元)	0.60	0.96	1.31	1.77
P/E	78.74	49.09	36.02	26.71
P/B	12.92	11.07	9.41	7.85
EV/EBITDA	58	37	27	20

资料来源：中投证券研究所

附表 1：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	126200	169739	218963	278083
保健食品	8183	10002	16004	24006	36008
其它产品	54047	71017	85221	102265	122718
其它业务收入	1249	691	760	836	920
合计	**168596**	**207911**	**271723**	**346070**	**437729**
营业成本					
阿胶及系列	37181	41718	48393	55652	64000
保健食品	4156	5425	8788	13183	19774
其它产品	42483	58811	70573	84687	101625
其它业务成本	1122	277	305	335	368
合计	**84942**	**106230**	**128059**	**153857**	**185767**
毛利率					
阿胶及系列	64.63%	66.94%	71.49%	74.58%	76.99%
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%**	**52.87%**	**55.54%**	**57.56%**

数据来源：公司历年年报 中投证券研究所

附表 2: 阿胶块 2004 年以来每年价格上涨情况（单位：元/Kg）

年度	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 10 月
出厂价	158	158	205	275	320	393	596
年涨幅	20%	0	30%	34%	16%	23%	52%

数据来源：公司公告 中投证券研究所 注：截止到 2010 年 10 月 22 日

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2445	2626	3126	3874
现金	1974	1793	2148	2762
应收账款	123	159	212	261
其它应收款	16	42	50	55
预付账款	59	68	83	100
存货	203	277	324	382
其他	71	288	309	313
非流动资产	672	891	1024	1040
长期投资	118	114	115	116
固定资产	348	468	587	648
无形资产	125	119	113	107
其他	81	190	209	169
资产总计	3117	3518	4150	4915
流动负债	613	608	714	787
短期借款	0	0	0	0
应付账款	159	169	217	253
其他	454	440	497	533
非流动负债	45	30	37	33
长期借款	0	0	0	0
其他	45	30	37	33
负债合计	658	638	751	820
少数股东权益	70	90	120	160
股本	654	654	654	654
资本公积	690	690	690	690
留存收益	1046	1446	1936	2591
归属母公司股东权益	2390	2790	3280	3935
负债和股东权益	3117	3518	4150	4915

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	813	308	892	1177
净利润	407	650	887	1196
折旧摊销	44	51	69	86
财务费用	-16	-25	-27	-33
投资损失	-6	-4	-5	-5
营运资金变动	385	-388	-36	-70
其它	-1	25	4	4
投资活动现金流	-134	-286	-196	-96
资本支出	123	300	200	100
长期投资	-19	-9	1	1
其他	-31	5	5	5
筹资活动现金流	597	-203	-341	-467
短期借款	-1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	130	0	0	0
资本公积增加	567	0	0	0
其他	-99	-203	-341	-467
现金净增加额	1275	-181	356	614

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2079	2717	3461	4377
营业成本	1062	1281	1539	1858
营业税金及附加	18	23	30	38
营业费用	378	462	606	766
管理费用	174	225	288	364
财务费用	-16	-25	-27	-33
资产减值损失	-0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	6	4	5	5
营业利润	471	755	1030	1390
营业外收入	5	4	4	4
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	473	756	1031	1391
所得税	66	106	145	195
净利润	407	650	887	1196
少数股东损益	15	21	30	40
归属母公司净利润	392	629	857	1156
EBITDA	499	780	1072	1442
EPS（元）	0.60	0.96	1.31	1.77

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	23.3%	30.7%	27.4%	26.5%
营业利润	37.3%	60.4%	36.4%	35.0%
归属于母公司净利润	36.6%	60.4%	36.3%	34.9%
获利能力				
毛利率	48.9%	52.9%	55.5%	57.6%
净利率	18.9%	23.1%	24.8%	26.4%
ROE	16.4%	22.5%	26.1%	29.4%
ROIC	120.8	66.5%	78.4%	99.1%
偿债能力				
资产负债率	21.1%	18.1%	18.1%	16.7%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	3.99	4.32	4.38	4.93
速动比率	3.66	3.86	3.92	4.44
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.82	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	0.96	1.31	1.77
每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	0.47	1.36	1.80
每股净资产(最新摊薄)	3.65	4.27	5.01	6.02
估值比率				
P/E	78.74	49.09	36.02	26.71
P/B	12.92	11.07	9.41	7.85
EV/EBITDA	58	37	27	20

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；

王威，医药行业研究助理，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械行业研究。

訾猛，医药品牌销售经理，复旦大学硕士，2008 年加入中投证券研究所。

免责条款

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，旨为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	北京	上海
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：（021）62171434