

2011年1月13日

东阿阿胶

提价 60%，价值回归工程的里程碑

2011年1月6日，东阿阿胶公告称上调阿胶块出厂价不超过60%。我们认为不再纳入政府定价范围为阿胶的价值回归工程扫清了最后的障碍，阿胶作为资源受限的稀缺保健品，终将完成在保健品领域由平民向贵族的转变。我们将目标价上调至64.45元，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 我们认为本次提价是公司长期以来与相关行政主管部门密切沟通的成果，企业自主定价权的获得将为阿胶的价值回归工程扫清最后的障碍。
- 凭借公司强大的渠道掌控力，在当前阿胶块供不应求的市场情况下，我们相信公司有能力在更高的价格水平上重新建立阿胶块的供求平衡状态。
- 公司对本次提价的风险有着较为充分的估计和判断，在未来的价格制定过程中拥有一定的灵活性，我们认为公司的阿胶价值回归战略终将成功。

影响评级的主要风险

- 价格的大幅上调将引发客户群体的重建，这对公司的市场营销工作提出了新的要求。
- 价格的大幅上调将给予竞争对手更好的生存空间，公司面临的市场竞争可能会加剧。
- 价格的大幅上调将考验公司的媒体公关能力。

估值

- 我们上调公司 10-12 年的盈利预测至 0.940、1.611、2.298 元，并将目标价由 52.56 元上调至 64.45 元，相当于 40 倍 2011 年市盈率，维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	1,686	2,079	2,723	3,663	4,698
变动 (%)	22	23	31	35	28
净利润(人民币 百万)	287	392	615	1,054	1,503
全面摊薄每股收益(人民币)	0.548	0.600	0.940	1.611	2.298
变动 (%)	39.5	9.4	56.7	71.5	42.6
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.940	1.314	1.741
调整幅度 (%)	-	-	0	22.6	32.0
全面摊薄市盈率(倍)	95.5	87.4	55.8	32.5	22.8
每股现金流量(人民币)	0.57	1.24	0.95	1.56	2.24
价格/每股现金流量(倍)	92.5	42.2	55.0	33.5	23.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	73.6	64.9	43.1	24.8	17.0
每股股息(人民币)	0.160	0.350	0.470	0.645	0.919
股息率 (%)	0.3	0.7	0.9	1.2	1.8

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

买入
A 000423.SZ - 人民币 52.40
 目标价格：人民币 64.45 (↑52.56)

胡文洲, CFA*

(8621) 6860 4866 分机 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源：彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对 (%)	3	3	11	108
相对新华富时 A50 指数 (%)	1	4	16	128

资料来源：彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	654
流通股 (%)	77
流通股市值(人民币 百万)	26,388
3个月日均交易额(人民币 百万)	411
净负债比率 (%)	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

*焦阳是本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司

具备证券投资咨询业务资格

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入 (BUY) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出 (SELL) 指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级 (NR)。持有 (HOLD) 则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

阿胶块提价不超过 60%，不仅仅意味着提价

2010 年 12 月 17 日，山东省物价局发布了《山东省政府定价药品目录》(关于山东省政府定价药品目录的通知，鲁价格发[2010] 242 号)，阿胶不在目录之列。

2010 年 12 月 28 日，在山东省物价局对菏泽市物价局的公文批复中(关于阿胶价格问题的批复，鲁价格发[2010] 249 号)，山东省物价局明确表示“阿胶、龟甲胶、鹿角胶等产品不再纳入政府定价管理范围，价格由企业自主制定。各生产企业可根据生产经营成本和市场供求变化合理制定销售价格”。

2011 年 1 月 6 日，东阿阿胶发布公告：“阿胶的主要原料驴皮资源日趋紧张，收购价格不断上涨。公司决定自 2011 年 1 月 7 日阿胶块产品出厂价上调幅度不超过 60%”。

我们认为本次提价是公司长期以来与相关行政主管部门密切沟通的成果，企业自主定价权的获得将为阿胶的价值回归工程扫清最后的障碍。

敢于大幅提价的信心源于对渠道的掌控和对产品供求状况的判断

公司 2009 年聘请程继忠负责公司的销售工作，采用控制营销手段，建立渠道秩序，使渠道畅而不乱，产品虽多次提价，但渠道的回报却稳中有升，公司的渠道掌控力日益加强。

目前市场上阿胶块呈供不应求态势，且由于原料驴皮的限制，这种状况短期无法改观。多年以来，由于驴皮产量和阿胶块政府指导价双双受限，阿胶块的市场基本处于沉睡状态，众多阿胶生厂商没有动力做大市场。公司未雨绸缪，在价格管制放开之前就做了很多产品和品牌的宣传工作，有效的激活了市场的需求。我们认为在此次价格管制突破之后，公司有能力在更高的价格水平上建立阿胶块新的供求平衡状态。

上调阿胶块出厂价 60%，大幅提升全年业绩

经过我们简单测算，在其他产品增长预期不变的情况下，假设 2011 年阿胶块提价 55%，成本提高 20%，全年销量下降 10%，则每股收益将达到 1.61 元；2012 年提价 30%，成本上升 15%，销量与 2011 年持平，则公司 2012 年每股收益为 2.30 元。

阿胶块价格上调并非完全没有风险

价格的大幅上调将引发客户群体的重建。以往阿胶块提价的经验表明，在消费行为方面，消费者对每公斤百元左右的价格有较好的耐受性。然而，面对 400-500 元左右的涨幅以及未来的提价预期，阿胶块的消费群体可能发生根本性的变化。相对于虫草、茅台等高端消费品，我们认为目前阿胶块的消费群体还过于平民化。这意味着收入相对较低的消费者将可能由心理和财力上的无法接受转为购买价格相对低廉的其他品牌其它品种产品；收入相对稍高的消费者将可能由于心理上的不接受而抑制部分短期消费需求；而促使具有消费能力的潜在消费者认同阿胶块是保健品贵族的定位则需要一定的时间。完成客户群体重建需要很多不同于以往的工作，包括产品形象的设计、产品价格的制定、产品功效的宣传等多个方面，我们认为在这些方面公司还有很长的路要走。

价格的大幅上调将给予竞争对手更好的生存空间。公司阿胶的产量占全国总产量的 80%，但仍有同仁堂 (600085.SS/人民币 32.13, 持有)、福胶集团以及众多中小生产商的阿胶块产品在市面销售。公司阿胶块价格的大幅上调将不可避免的将一部分消费者推向这些竞争对手，而这些竞争对手公司也可能小幅提价，并在享受提价顺风车的同时提高市场占有率。同时，由于竞争对手具有一定的提价空间，驴皮资源的竞争可能更为激烈，价格上涨可能超出预期。

价格的大幅上调将考验公司的媒体公关能力。2010 年公司多次上调阿胶块出厂价曾引发媒体的广泛关注。从产品的稀缺性和产品失衡的供求关系分析，本次大幅提价无可厚非，然而大幅提价引发一定的情绪宣泄也合乎情理，如果处理不当则可能影响公司的形象以及未来的价格策略。我们相信公司在媒体公关方面已经做好的较为充分的准备，并认为从长期来看消费者将能够接受此次提价。

我们注意到公司此次提价的表述是“不超过 60%”，这意味着公司在未来的价格制定过程中有一定的灵活性，可以根据各方面的反应及时调整价格。我们认为公司对本次提价的风险有着较为充分的估计和判断，并认为公司的阿胶价值回归战略终将成功。

上调盈利预测，维持买入评级

本次提价是阿胶价值回归工程中里程碑式的事件，鉴于阿胶的稀缺性，我们维持未来阿胶块的价格将与其他高端滋补品接轨的基本判断。

我们上调公司 10-12 年的盈利预测至 0.940、1.611、2.298 元，复合增长率超过 56.5%。目前可比中药类上市公司 2011 年 32.36-42.78 倍的市盈率，考虑到公司未来 2 年的高速增长非常确定，我们给予公司 40 倍 2011 年市盈率，将公司的目标价由 52.56 元上调至 64.45 元，维持买入评级。

图表 2. 中药类上市公司估值比较

公司简称	代码	总市值 (人民币, 亿元)	价格 (人民币, 元)	每股收益 (人民币)				市盈率 (倍)				每股收益 复合增长 (%)	净资产收益 (%)		
				2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E		2010E	2011E	2012E
云南白药	000538.SZ	397.95	57.32	1.13	1.34	1.77	2.30	50.70	42.90	32.36	24.88	26.79	21.32	22.96	23.86
片仔癀	600436.SS	88.20	63.00	0.93	1.24	1.47	1.73	68.02	51.00	42.78	36.41	23.16	19.75	20.45	21.46
武汉健民	600976.SS	37.74	24.60	0.32	0.47	0.61	0.80	77.24	52.27	40.14	30.77	35.91	8.62	10.30	12.26
天士力	600535.SS	189.84	36.76	0.65	0.81	1.02	1.26	56.64	45.27	36.17	29.18	24.75	18.41	20.05	21.28
同仁堂	600085.SS	167.34	32.13	0.55	0.66	0.79	0.93	58.59	48.60	40.77	34.45	19.37	10.21	11.15	11.90
平均		176.21	42.76	0.71	0.90	1.13	1.41	62.24	48.01	38.44	31.14	26.00	15.66	16.98	18.15
东阿阿胶	000423.SZ	342.71	52.40	0.60	0.94	1.61	2.30	87.33	55.74	32.53	22.80	56.46	24.20	35.00	39.80

资料来源：公司资料及中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入	1,686	2,079	2,723	3,663	4,698
销售成本	(849)	(1,062)	(1,280)	(1,437)	(1,652)
运营费用	(470)	(518)	(698)	(956)	(1,246)
息税折旧前利润	366	499	744	1,270	1,800
折旧与摊销	(34)	(44)	(48)	(54)	(58)
营业利润(息税前利润)	332	454	696	1,216	1,742
净利息收入(费用)	11	16	42	52	68
其它盈利/(亏损)	(2)	3	3	3	3
税前利润	342	473	741	1,271	1,812
所得税	(45)	(66)	(107)	(184)	(263)
少数股东损益	(9)	(15)	(19)	(33)	(46)
净利润	287	392	615	1,054	1,503
核心净利润	287	392	615	1,054	1,503
每股收益(人民币)	0.548	0.600	0.940	1.611	2.298
核心每股收益(人民币)	0.548	0.600	0.940	1.611	2.298
每股股息(人民币)	0.160	0.350	0.470	0.645	0.919
收入增长(%)	22	23	31	35	28
息税前利润增长(%)	14	37	53	75	43
息税折旧前利润增长(%)	13	36	49	71	42
每股收益增长(%)	39	9	57	71	43
核心每股收益增长(%)	39	9	57	71	43

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及等价物	540	1,974	2,276	2,912	3,846
应收帐款	123	134	176	236	303
库存	191	203	244	274	315
其它流动资产	308	135	178	235	299
流动资产合计	1,161	2,445	2,873	3,657	4,763
固定资产	353	397	432	455	464
无形资产	111	161	160	159	159
其它长期资产	268	114	108	102	96
长期资产合计	732	672	699	716	718
总资产	1,893	3,117	3,573	4,373	5,481
应付账款	245	358	431	484	556
短期债	1	0	0	0	0
其它流动负债	189	255	294	352	413
流动负债合计	435	613	725	835	970
长期债	0	0	0	0	0
其它长期负债	9	45	64	92	123
股本	524	654	654	654	654
资本公积	882	1,736	2,043	2,675	3,577
股东权益	1,405	2,390	2,697	3,329	4,231
少数股东权益	45	70	87	116	158
负债权益总计	1,893	3,117	3,573	4,373	5,481
每股账面价值(人民币)	2.68	3.65	4.12	5.09	6.47
每股有形资产(人民币)	2.47	3.41	3.88	4.85	6.23
净负债(现金)(人民币)	(1.03)	(3.02)	(3.48)	(4.45)	(5.88)

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
税前利润	342	473	741	1,271	1,812
折旧与摊销	34	44	48	54	58
净利息费用	(11)	(16)	(42)	(52)	(68)
营运资本变动	(33)	288	(49)	(89)	(95)
支付所得税	(45)	(66)	(107)	(184)	(263)
其它经营现金流	11	89	29	19	15
经营活动产生的现金流	297	813	619	1,018	1,460
购建固定资产净额	(38)	(101)	(80)	(70)	(60)
投资减少/(增加)	4	6	28	32	32
其它投资现金流	(33)	(40)	(79)	(9)	(68)
投资活动产生的现金流	(67)	(134)	(131)	(47)	(96)
净股本增加	0	130	0	0	0
净负债增加	(3)	(1)	0	0	0
支付股息	(105)	(84)	(229)	(307)	(422)
其它筹资现金流	(2)	551	42	52	68
筹资活动产生的现金流	(110)	597	(186)	(255)	(354)
现金余额变动	120	1,275	302	716	1,011
年初现金	569	540	1,974	2,276	2,912
公司自由现金流	243	696	531	1,023	1,432
股权自由现金流	238	694	531	1,023	1,432

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	21.7	24.0	27.3	34.7	38.3
息税前利润率	19.7	21.9	25.6	33.2	37.1
税前利润率	20.3	22.8	27.2	34.7	38.6
净利率	17.0	18.9	22.6	28.8	32.0
流动性(倍)					
流动比率	2.7	4.0	4.0	4.4	4.9
利息覆盖倍数	298.9	366.4	nm	nm	nm
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	2.2	3.7	3.6	4.0	4.6
估值(倍)					
市盈率	95.5	87.4	55.8	32.5	22.8
核心业务市盈率	95.5	87.4	55.8	32.5	22.8
目标价对应核心业务市	117.5	107.5	68.6	40.0	28.1
盈率					
市净率	19.5	14.3	12.7	10.3	8.1
价格/现金流	92.5	42.2	55.0	33.5	23.4
企业价值/息税折旧前利	73.6	64.9	43.1	24.8	17.0
润					
周转率					
存货周转天数	82.0	67.6	63.7	65.9	65.1
应收帐款周转天数	24.1	21.6	19.1	18.9	19.2
应付帐款周转天数	52.9	62.8	52.9	45.6	40.4
回报率(%)					
股息支付率	29.2	58.4	50.0	40.0	40.0
净资产收益率	20.4	16.4	24.2	35.0	39.8
资产收益率	15.2	12.5	17.8	26.2	30.2
已运用资本收益率	23.7	19.2	28.2	40.7	46.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。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、材料或内容只提供給閣下作参考之用，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邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均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，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团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，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团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。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

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。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市集团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何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咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2) 因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 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) 2867 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) 2867 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 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 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