

分析师：涂羚波
执业证书编号：S0050208010103
Tel：010-59355910
Email：tulb@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)

东阿阿胶 (000423. SZ)

良好的抗通胀品种

投资要点

● **提价推动业绩快速增长。**2010 年实现营业总收入 24.64 亿元、5.94 亿元，同比分别增长 17.88%、46.18%，净利润的增长大幅超过收入增长，主要源于 2010 年阿胶块产品经历了 4 次提价，带动总体毛利率水平提高了 6 个百分点。2011 年一季度，提价效应继续显现，营业收入、净利润同比增长 10.7%、60.99%。毛利率水平同比提升了 14 个百分点。

● **阿胶块——提价控量。**公司对于阿胶块的战略是定位高端人群，提价控量，这一战略不仅是为了应对驴皮收购价格的上升，更是想通过提高价格，打造阿胶产品的高端形象，促使其价值回归。阿胶块从 2010 年开始提价，1 月份两次累计提价 33.3% (从 393 元/kg 提价至 516 元/kg)，5 月份提价 5% (从 516 元/kg 提价至 542 元/kg)，10 月份再次提价 10% (从 542 元/kg 提价至 596 元/kg)。从去年 4 次提价的结果看，全年销售额估计 9-10 亿元，销量保持稳定。今年 1 月份再度提价 60%，目前已是 954 元/每公斤，虽然一季度的销售量受到了一定影响，下降了 20%，但从去年全年销量的情况看，随着四季度阿胶消费旺季的来临，我们判断阿胶块全年销售量变化不大。

医药生物

投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	未评级
目标价格：	54

市场数据

市价(元)	42.79
上市的流通 A 股(亿股)	6.54
总股本(亿股)	6.54
52 周股价最高最低(元)	31.2-61.27
上证指数/深证成指	2728.02/11642.40
2010 年股息率	0.80%

52 周相对市场表现

2010-6-7~2011-6-7

— 上证综指 — 东阿阿胶
— 医药生物

相关研究

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2464	3353	4149	5114
增长率(%)	19	36	24	23
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	582.22	884.19	1183.63	1562.21
增长率(%)	48	52	34	32
毛利率(%)	55	60	62	64
净资产收益率(%)	21	24	25	25
EPS(元)	0.89	1.35	1.81	2.39
P/E(倍)	48.07	31.65	23.64	□7.91
P/B(倍)	10.20	7.71	5.82	4.39

来源：公司年报、民族证券

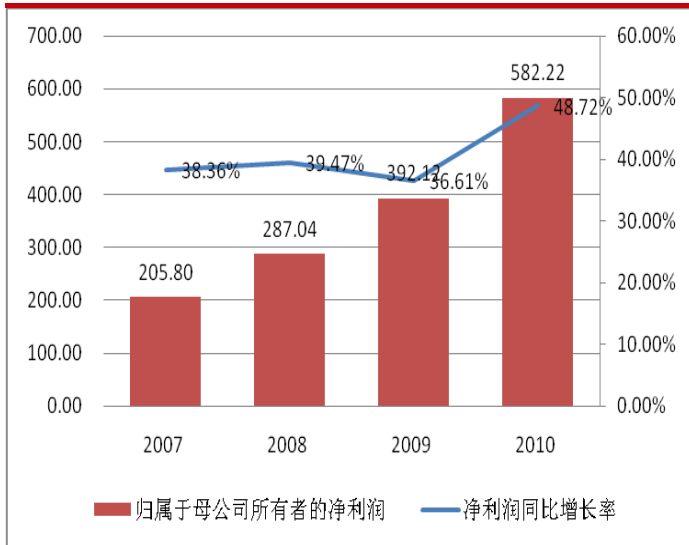
- 1.
2. ● **阿胶浆——控价放量。**公司对于阿胶浆的定位是拓宽渠道，控价放量。去年阿胶浆销售额 6-7 亿元，其中医院市场贡献了 8000 万左右。公司将加大对医院市场的营销力度，针对肿瘤患者放化疗后 70% 都有贫血的病症，积极开拓潜在消费人群。同时，阿胶浆产品已进入 14 个省份的新农合目录，基层医疗市场也是公司的发展重点。
- 3.
4. ● **阿胶保健品——着力培育过亿产品。**阿胶保健品包括桃花姬、阿胶原粉、水晶枣等，2010 年销售额大约 2-3 亿元，今年 2 月份提价 10%。通过电视购物、B2C 网络销售，以及直营连锁业务，促进保健品销售。预计保健品未来 2-3 年仍将保持快速增长，增速 40%-50%。
- 5.
6. ● **打造驴皮原料战略。**公司目前驴皮原料来源于三方面：基地周围辐射的驴皮供应商 30%、外贸进口 10%、国内驴皮供应商 50-60%。公司目前有 13 个驴皮原料基地，计划在十二五期间再造 7 个，花 10 年时间达到 1500-2000 吨的阿胶供应规模，基本满足公司每年 2000 吨阿胶的消耗量。同时，公司计划扩大九朝贡胶原料 GAP 基地规模，配合阿胶价值回归，保障九朝贡胶生产原料供应。
- 7.
8. ● **给予“增持”评级。**预计公司 2011、2012、2013 年实现营业收入 33.53 亿元、41.49 亿元、51.14 亿元，同比增长 52%、34%、32%，净利润 8.84 亿元、11.84 亿元、15.62 亿元，同比增长 52%、34%、32%，每股收益 1.35 元、1.81 元、2.39 元，对应动态市盈率 32 倍、24 倍、18 倍。给予公司 2011 年 40 倍 PE 估值，合理估值 54 元。

表 1：公司收入和毛利预测

单位：万元	2010	2011E	2012E	2013E
阿胶	97920	156672	203674	264776
增长率 (%)	60.00%	60.00%	30.00%	30.00%
毛利率 (%)	71.50%	78.00%	80.00%	81.00%
复方阿胶	66600	78588	91162	104836
增长率 (%)	20.00%	18.00%	16.00%	15.00%
毛利率 (%)	66.50%	66.00%	65.50%	65.00%
阿胶保健品	25000	37500	54375	76125
增长率 (%)	150.00%	50.00%	45.00%	40.00%
毛利率 (%)	46.10%	46.50%	47.00%	47.50%
其他	56858	62544	65671	65671
增长率 (%)	15.00%	10.00%	5.00%	0.00%
毛利率 (%)	17.00%	16.00%	15.00%	14.00%
总收入	246378	335304	414882	511408
增长率 (%)	18.50%	36.09%	23.73%	23.27%
营业成本率	45.01%	39.90%	37.80%	35.87%
毛利率 (%)	54.99%	60.10%	62.20%	64.13%

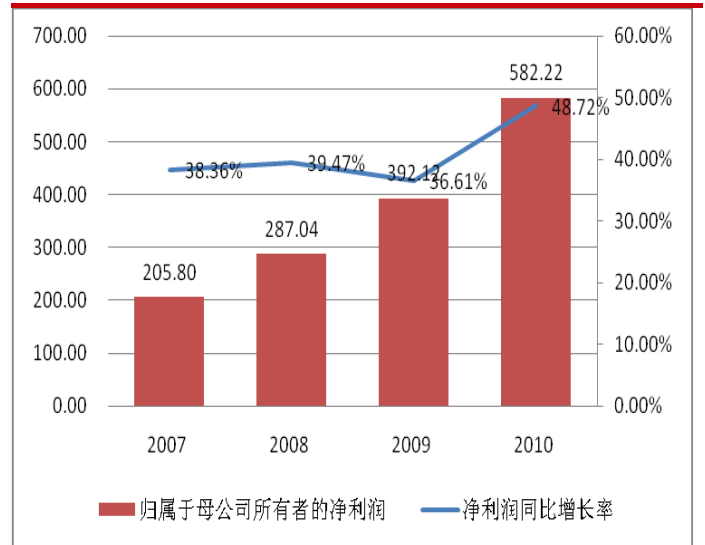
资料来源：民族证券

图 1：公司近年营业收入



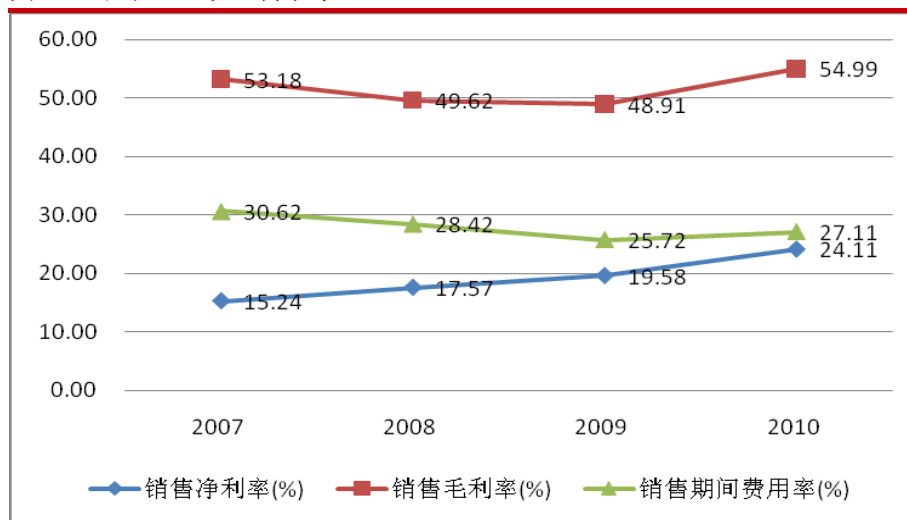
资料来源：公司资料，民族证券

图 2：公司近年净利润



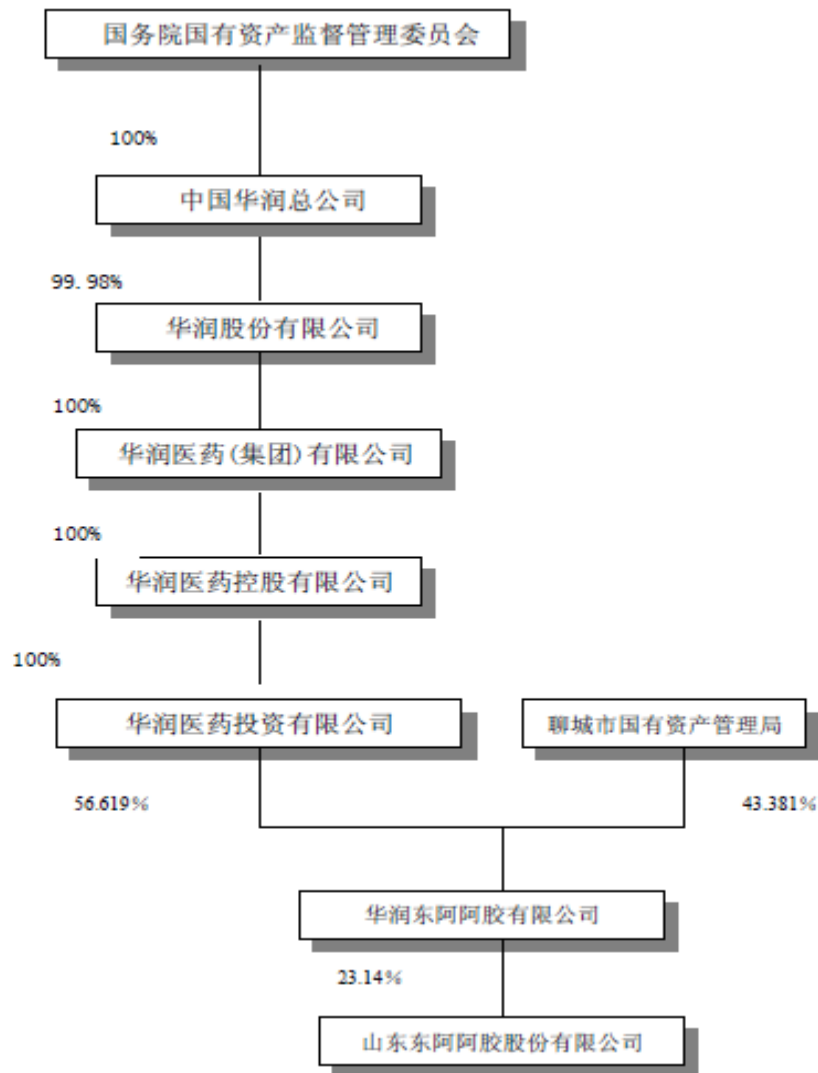
资料来源：公司资料，民族证券

图 3：公司近三年盈利水平



数据来源：公司资料 民族证券

图 4：公司股权结构图



数据来源：公司资料 民族证券

图 5：2010 年募集资金使用情况表

单位：万元

序号	项目名称	募集资金投资金额(万元)	2010 年支出额	支出总额	项目进度	累计产生效益	
1	复方阿胶浆生产车间技术改造项目	23,960	145.64	7,804.60	32.57%	5099.62	
2	原料基地建设及改扩建项目	(1) 原料基地建设项目	9,900	42.05	592	5.98%	
		(2) 年产 200 吨传统阿胶建设项目	3,766		0		
		(3) 年产 600 吨阿胶新剂型改造项目	4,921	320.50	540.74	11.00%	
		(4) 保健品改造项目	4,988		208	4.17%	
3	建设营销网络终端项目	18,300	2,248.36	10,131.53	55.36%	1672.5	
4	新产品研发项目	6,165	1,167.35	4,715.03	76.48%		
	合计	72,000	3,923.90	23,991.90	33.32%	6,772.12	

数据来源：公司资料 民族证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1580	3426	4679	6334
现金及等价物	1133	2847	3978	5488
应收帐款	180	245	303	374
存货	194	234	274	321
其它流动资产	73	100	123	152
非流动资产	1096	1235	1352	1478
长期股权投资	74	74	74	74
固定资产及其他	487	604	705	818
投资性房地产	3	3	3	3
无形资产	129	151	166	179
其它非流动资产	403	403	403	403
资产总计	3598	4661	6031	7813
流动负债	719	867	1017	1189
短期借款	0	0	0	0
应付帐款	194	234	274	320
其它流动负债	525	634	743	869
非流动负债	62	74	87	102
长期借款	0	0	0	0
其它非流动负债	62	74	87	102
负债合计	780	941	1104	1291
少数股东权益	74	92	116	148
归属于母公司所有者权益	2743	3628	4811	6373
负债和股东权益	3598	4661	6031	7813

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	682	951	1270	1657
净利润	594	902	1208	1594
资产减值准备	7	0	0	0
折旧和摊销	48	60	70	80
公允价值变动损失	0	0	0	0
财物费用	-21	-28	-35	-43
营运资本变动	93	17	27	27
投资收益	-40	0	0	0
投资活动现金流	-433	-199	-187	-206
资本支出	-150	-199	-187	-206
其它	-283	0	0	0
融资活动现金流	-198	41	48	58
权益性融资	-236	0	0	0
负债净变化	17	13	13	15
财务费用	21	28	35	43
现金净增加额	51	793	1131	1510
期初现金余额	2004	2054	2847	3978
期末现金余额	2054	2847	3978	5488

资料来源: 公司报表、民族证券

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2464	3353	4149	5114
营业成本	1109	1338	1568	1834
营业税金及附加	23	32	39	48
销售费用	482	671	809	972
管理费用	207	277	342	422
财务费用	-21	-28	-35	-43
资产减值损失	7	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	40	0	0	0
营业利润	697	1065	1425	1881
营业外收入	6	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	701	1065	1425	1881
所得税	107	162	217	287
净利润	594	902	1208	1594
少数股东损益	12	18	24	32
归属于母公司所	582	884	1184	1562
EBITDA	643	1036	1390	1838
EPS (元)	0.89	1.35	1.81	2.39

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	18.5%	36.1%	23.7%	23.3%
营业利润	48.0%	52.8%	33.9%	32.0%
归属母公司净利	48.5%	51.9%	33.9%	32.0%
获利能力				
毛利率	55.0%	60.1%	62.2%	64.1%
净利率	23.6%	26.4%	28.5%	30.5%
ROE	21.2%	24.4%	24.6%	24.5%
ROIC	17.5%	23.1%	23.5%	23.5%
偿债能力				
资产负债率	21.7%	20.2%	18.3%	16.5%
流动比率	2.2	4.0	4.6	5.3
速动比率	1.9	3.7	4.3	5.1
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收帐款周转率	13.7	13.7	13.7	13.7
应付帐款周转率	5.7	5.7	5.7	5.7
每股指标(元)				
每股收益	0.89	1.35	1.81	2.39
每股经营现金	1.04	1.45	1.94	2.53
每股净资产	4.19	5.55	7.36	9.74
估值比率				
P/E	48.1	31.7	23.6	17.9
P/B	10.2	7.7	5.8	4.4
EV/EBITDA	87.0	54.0	40.3	30.4

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备8年医药行业的从业经验，以及8年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn