

张明芳 010-88087423
 zhangmf@cmschina.com.cn

 崔文亮 010-88088557
 cuiwl@cmschina.com.cn

2009年9月7日

东阿阿胶(000423.SZ)/18.52元

阿胶块今日再次提价，两项营销新政促进长期快速增长

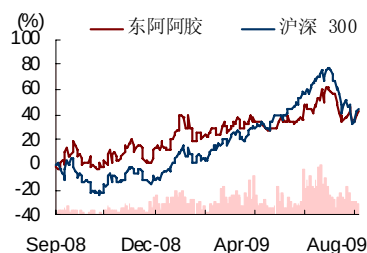
日用消费·医药
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2862
总股本(万股)	65402
已上市流通股(万股)	50242
总市值(亿元)	121
流通市值(亿元)	93
每股净资产(MRQ)	2.2
ROE(TTM)	22.4
资产负债率	22.2%
主要股东	华润东阿阿胶有限公司
主要股东持股比例	23.15%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	17	36
相对表现	6	-17	-1



相关报告

- 1、东阿阿胶—控制营销引领快速增长，阿胶浆未进基本药物目录焉知非福？ 2009/8/20
- 2、东阿阿胶跟踪报告—复方阿胶浆二季度销量同比增长100%确立经营拐点 2009/7/8
- 3、医药周报—东阿阿胶调研简报&医改细则6月底之前出台 2009/6/8
- 4、东阿阿胶调研报告—控制营销提升盈利质量，二季度环比增长确定 2009/4/28
- 5、东阿阿胶调研报告—4月22日公司主动邀请的投资者交流会纪要 2009/4/24
- 6、东阿阿胶调研报告—引入控制营销进入价量齐升良性循环，奠定长期投资价值 2009/4/10
- 7、东阿阿胶深度研究—引进多位腕级营销高手，突破就从09年起步 2009/2/24

根据我们最新跟踪：阿胶块今日再次提价10%，两项营销新政促进长期健康快速增长：1、营销中心从今年4季度开始独立核算利润，明年正式执行，我们据此判断销售活力受到极大激发，销售骨干激励机制得以完善。2、从第4季度开始停止阿胶块在江西樟树等中药材交易市场的销售，确保终端价格可控，根治窜货。

- 根据我们招商证券最新跟踪：1、阿胶块今日再次提价10%，出厂价从357.6元/公斤上涨到393.2元/公斤，公司选择最佳时机提价符合我们预期。我们早在09年6月8日《医药周报——东阿阿胶最新调研简报》中指出：由于原料驴皮供应略有瓶颈和价格上涨，山东发改委6月1日批准了东阿阿胶块最高零售价从460元/公斤上涨到504元/公斤，为阿胶块提价留出了空间。公司今年前三季度一直在消化渠道和终端的阿胶块存货，一直控制发货，近期很多终端出现缺货。从时间上来看，10月份开始进入阿胶块消费旺季，因此目前提价是最佳时机。2、阿胶系列产品7月和8月回款1.4亿，预计9月回款将过亿元，第3季度阿胶系列销售同比增长18%，在去年较高基数上仍实现快速增长，复方阿胶浆全新广告将从9月10日起在各地卫视投放。
- 公司今年4季度将推出两项营销新政，促进长期健康快速增长：1、营销中心从4季度开始独立核算利润，明年开始正式执行，我们据此判断：营销队伍的销售活力将受到极大激发，销售骨干的激励机制得以完善。2、第4季度开始停止阿胶块在江西樟树等中药材交易市场的销售，确保终端价格可控，根治窜货。中药材交易市场是公司最后一块不能有效控制的领域，与公司控制营销相冲突，废止这种类似于底价打包的销售模式乃明智之策。阿胶块在江西樟树等中药材交易市场的销量约占全年销量的25%，因此，公司4季度废止这种渠道、转化为OTC终端可控销售，虽然对阿胶块短期销量可能有负面影响，但对阿胶块长期执行价值回归、打造高端滋补保健品牌十分有利，确保阿胶块提价利润的健康可持续增长。
- 我们暂不调整09年业绩预测，维持预计09~2011年净利润同比增长39%、42%和46%，EPS 0.61/0.87/1.27元和“强烈推荐-A”评级，目标价26元。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	1381	1686	2023	2529	3212
同比增长	28%	22%	20%	25%	27%
营业利润(百万元)	299	343	476	688	1007
同比增长	28%	15%	39%	45%	46%
净利润(百万元)	206	287	400	567	829
同比增长	38%	39%	39%	42%	46%
每股收益(元)	0.31	0.44	0.61	0.87	1.27
PE	58.8	42.2	30.3	21.4	14.6
PB	7.9	6.9	5.4	4.5	3.6

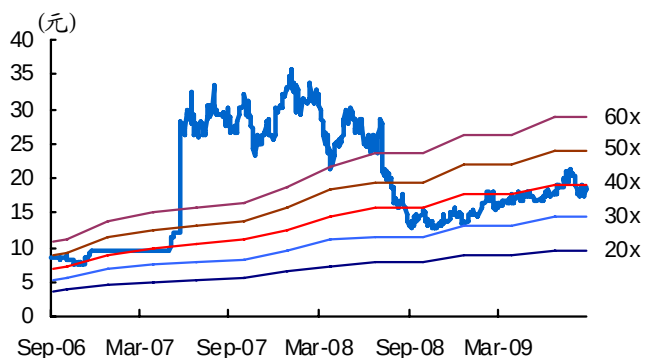
资料来源：招商证券

表 1: 阿胶块 09 年两次分别提价 10%

元/公斤	零售价	出厂价	
	09 年 6 月 1 日	09 年 4 月 1 日	09 年 9 月 7 日
提价前	460	325.2	357.6
提价后	504	357.6	393.2
提价幅度	10%	10%	10%

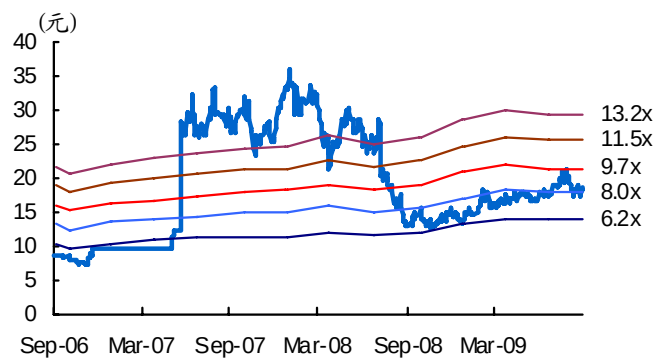
资料来源: 招商证券研究

图 1: 东阿阿胶历史 PE Band



资料来源: 招商证券研究

图 2: 东阿阿胶历史 PB Band



资料来源: 招商证券研究

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1064	1161	1997	2500	3277
现金	569	540	1312	1670	2258
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	216	240	287	359	456
应收款项	70	111	95	118	150
其它应收款	27	34	38	48	61
存货	150	191	213	246	284
其他	32	46	51	59	68
非流动资产	543	732	711	691	673
长期股权投资	112	112	112	112	112
固定资产	250	321	307	295	284
无形资产	85	81	73	65	59
其他	95	218	218	218	218
资产总计	1607	1893	2708	3192	3951
流动负债	344	435	399	429	463
短期借款	4	1	1	1	1
应付账款	80	96	107	123	143
预收账款	55	93	80	93	107
其他	205	244	211	211	212
长期负债	0	9	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	9	0	0	0
负债合计	344	443	399	429	463
股本	524	524	654	654	654
资本公积金	123	123	570	570	570
留存收益	576	758	1028	1464	2162
少数股东权益	40	45	57	76	102
母公司所有者权益	1223	1405	2251	2687	3386
负债及权益合计	1607	1893	2708	3192	3951

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	240	297	333	481	708
净利润			400	567	829
折旧摊销			24	23	21
财务费用			(7)	(11)	(14)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(97)	(118)	(158)
其它			12	20	29
投资活动现金流	(76)	(67)	(4)	(3)	(3)
资本支出			(3)	(3)	(3)
其他投资			(1)	0	0
筹资活动现金流	(78)	(110)	443	(120)	(117)
借款变动			(0)	0	0
普通股增加			130	0	0
资本公积增加			446	0	0
股利分配			(131)	(131)	(131)
其他			(2)	11	14
现金净增加额	86	120	773	358	588

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1381	1686	2023	2529	3212
营业成本	647	849	947	1092	1262
营业税金及附加	13	13	16	20	26
营业费用	307	351	425	531	668
管理费用	125	139	166	207	263
财务费用	(8)	(11)	(7)	(11)	(14)
资产减值损失	1	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	4	0	0	0
营业利润	299	343	476	688	1007
营业外收入	2	2	0	0	1
营业外支出	1	4	0	0	1
利润总额	300	341	476	688	1007
所得税	89	45	63	103	151
净利润	211	296	413	585	856
少数股东损益	5	9	13	18	27
母公司所有者净利润	206	287	400	567	829
EPS (元)	0.31	0.44	0.61	0.87	1.27

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	28%	22%	20%	25%	27%
营业利润	28%	15%	39%	45%	46%
净利润	38%	39%	39%	42%	46%
获利能力					
毛利率	53.2%	49.6%	53.2%	56.8%	60.7%
净利率	14.9%	17.0%	19.8%	22.4%	25.8%
ROE	13.5%	16.4%	17.8%	21.1%	24.5%
ROIC	16.1%	19.8%	17.6%	20.8%	24.2%
偿债能力					
资产负债率	21.4%	23.4%	14.7%	13.4%	11.7%
净负债比率	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.1	2.7	5.0	5.8	7.1
速动比率	2.7	2.2	4.5	5.3	6.5
营运能力					
资产周转率	0.9	0.9	0.7	0.8	0.8
存货周转率	4.6	5.0	4.7	4.8	4.8
应收帐款周转率	23.6	18.6	19.7	23.8	23.9
应付帐款周转率	9.5	9.6	9.3	9.5	9.5
每股资料(元)					
每股收益	0.31	0.44	0.61	0.87	1.27
每股经营现金	0.46	0.57	0.51	0.73	1.08
每股净资产	2.33	2.68	3.44	4.11	5.18
每股股利	0.18	0.20	0.20	0.20	0.20
估值比率					
PE	58.8	42.2	30.3	21.4	14.6
PB	7.9	6.9	5.4	4.5	3.6
EV/EBITDA	45.4	39.8	26.7	18.8	13.0

分析师简介

张明芳，武汉大学生物化学专业硕士，曾在国家食品药品监督管理局直属的中国药品生物制品检定所（NICBP）工作了6年，6年证券从业经验，目前为招商证券医药行业首席分析师。

崔文亮，北京大学光华管理学院金融学硕士，北京大学化学与分子工程学院化学学士，曾在国内多家一流券商、基金研究部实习过，2009年加盟招商证券，目前为招商证券医药行业助理分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。