

医药研究小组

联系人:

徐列海 010-88087800

xuliehai@cmschina.com.cn

吴斌 010-88088570

wubin@cmschina.com.cn

2010年1月28日

东阿阿胶(000423.SZ)/26.45元

阿胶块出厂价提高30%，提高目标价至35元

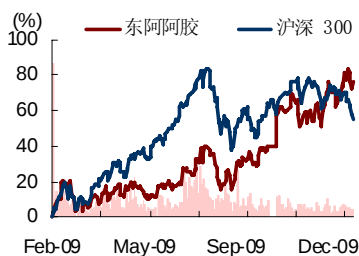
日用消费·医药
目标估值: 35元
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2987
总股本(万股)	65402
已上市流通股(万股)	50242
总市值(亿元)	173
流通市值(亿元)	133
每股净资产(MRQ)	3.4
ROE(TTM)	16.0
资产负债率	16.2%
主要股东	华润东阿阿胶
主要股东持股比例	18.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	34	79
相对表现	14	49	22



相关报告

- 1、东阿阿胶—最新调研&投资者交流会纪要——未来5年阿胶系列产品销售将突破40亿 2009/9/21
- 2、东阿阿胶—阿胶浆未进基本药物目录焉知非福? 控制营销引领快速增长 2009/8/20
- 3、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
- 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—引入控制营销进入量价齐升良性循环，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

阿胶块出厂价1月16日、28日分别提高10%、20%至516元/公斤，最高零售价获批提升60%至806元/公斤，终端零售价提升至680元/公斤。我们测算阿胶块提价将贡献增量EPS 0.18元，预计2010年EPS 0.87元。公司是我们看好长线资源性品种，给予40倍预测PE，目标价35元，维持“强烈推荐-A”评级。

- 阿胶块出厂价提高30%至516元/公斤。经销商1月16日、28日接到公司阿胶块调价通知，分别提价10%、20%，目前阿胶块出厂价516元/公斤，我们测算提价将为2010年贡献增量EPS 0.18元。
- 阿胶块最高零售价获批提高60%至806元/公斤，出厂价仍有20%提价空间。阿胶块终端零售价相应提升至680元/公斤，中间渠道保持30%以上价差，保证一级、二级经销商及终端毛利率分别达到5%、3%及20%以上。按照中间渠道30%毛利率测算，公司在不申报提高最高零售价情况下，出厂价仍有20%提价空间。
- 阿胶块提价符合我们预期，短期将小幅影响销量。我们早于9月21日的调研报告判断阿胶块零售价在未来5年内（2014年前）突破1000元/公斤。此次提价的大背景是公司控制营销成效显著，终端存货可控、产品销售紧俏，我们判断此次提价短期将小幅影响销量，但由于提价后渠道盈利性增强、产品销售积极性提高，以及公司相应的消费者教育取得成效，销量将很快恢复。
- 维持09~2011年0.61元/0.87元/1.27元业绩预测，6个月至目标价35元。预计09年阿胶块、阿胶浆分别实现收入6.3亿元、4.5亿元：阿胶块销量略有上升，价格上升近15%；阿胶浆同比增长约40%。2010年业绩增长主要来自：1、阿胶块提价30%贡献增量EPS 0.18元；2、阿胶浆增长约30%，贡献增量EPS 0.07元。保健品主要做大规模，利润贡献主要在2011年以后体现。公司是我们看好的少数长线资源性品种之一，“阿胶块提价、阿胶浆放量”策略将保证公司业绩保持较快增长，给予2010年40倍预测PE，目标价35元，维持“强烈推荐-A”评级。

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	92.5	66.3	47.5	33.6	23.0
PB	12.5	10.8	8.5	7.1	5.6

资料来源：招商证券

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	92.5	66.3	47.5	33.6	23.0
PB	12.5	10.8	8.5	7.1	5.6
EV/EBITDA	45.4	39.8	26.7	18.8	13.0

分析师简介

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009 年加入招商证券，任医药行业分析师。

吴斌，中国科学院研究生院企业管理硕士，武汉大学生物技术学士，2009 年加入招商证券，任医药行业分析师。

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。