



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2010 年 4 月 23 日

医疗保健

研究部

孙亮

分析员, SAC 执业证书编号: S0080208030080

sunl@cicc.com.cn

周峰

联系人

zhoupeak@cicc.com.cn

审慎推荐

东阿阿胶(000423.CH)

营销创新进入收获期

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	1,686	2,079	2,721	3,556
(+/- %)	22.7%	23.3%	30.9%	30.7%
主营业务利润	823	999	1,381	1,805
(+/- %)	14.6%	21.3%	38.3%	30.6%
营业利润	345	464	692	911
(+/- %)	15.6%	34.3%	49.1%	31.6%
净利润	288	392	578	764
每股收益 (元)	0.44	0.60	0.88	1.17
市盈率	77.4	56.9	38.6	29.2
投入资本回报率	19.8%	15.9%	20.4%	24.1%
现金分红收益率	0.6%	1.0%	1.0%	2.0%

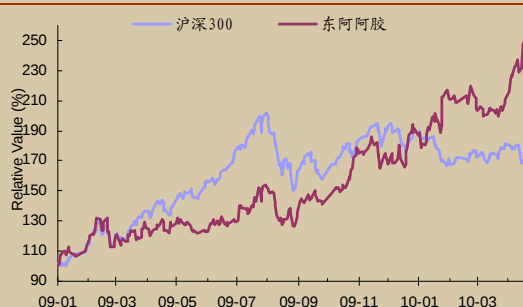
股票信息

	A股
当前股价	人民币 34.13元
股票代码	000423.CH
日成交量 (百万股)	4.58
52周最高价/最低价	人民币 34.86/16.45
总市值 (百万元)	22,322
发行股数 (百万股)	654
其中: 流通股 (百万股)	533
主要股东 (持股比例)	华润东阿阿胶有限公司 (23.14%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[东阿阿胶]	+5.02	+22.11	+23.48	+32.39
[沪深300指数]	-5.94	-2.80	-6.07	-10.04
[沪深300医药指数]	+2.94	+14.94	+12.53	+15.73

最近估值走势



资料来源: 公司信息, 中金公司研究部

近来事件

26/4/2010 公布一季报

28/5/2010 召开 2009 年度股东大会

2009 年度业绩符合预期:

东阿阿胶 2009 年度完成主营收入 20.79 亿元, 同比增长 23%; 实现净利润 3.92 亿元 (EPS0.62 元), 同比增长 37%, 与我们预期基本一致, 取得经营性现金流 8.13 亿元, 拟每 10 股分红 3.5 元 (含税)。

正面:

- 在提价效应和营销拓展推动下, 阿胶系列同比增长 20%至 12.6 亿元, 毛利率同比提升 2.3 个百分点至 66.9%, 带动工业整体毛利率提升 3.3 个百分点至 61.6%。
- 营销改革效果显现, 营业费率同比下降 2.6 个百分点至 18.2%。报告期内应收票据从 2.4 亿元下降到 0.4 亿元, 同时应付项目大量增加, 经营性现金流同比增长 174%至 8.1 亿元, 经营质量非常好。同时应收款项周转率、存货周转率等经营效率指标大幅提升。
- 报告期内股本权证融资到位, 整体负债率降低到 21%, 流动资产比例提升到 78%, 账面现金近 20 亿元, 整体财务质量和实力大为提升。

负面:

- 商业收入增速 (34.7%) 高于工业收入增速 (16.7%), 导致整体毛利率结构性降低 1.04 个百分点。

发展趋势:

2009 是结构性调整关键年, 公司进行营销创新, 聚焦价值回归, 加强营销控制, 成功实施了转型。未来阿胶产品销售将从 OTC 渠道为主转向非处方药、处方药、保健品三足鼎立。在完善产业链条, 优化产业结构等举措推动下, 未来几年公司将保持快速增长, 进入收获期。

盈利预测调整:

我们维持 2010、2011 年每股经营性收益预期, 分别为 0.88 和 1.17 元。

估值与建议:

目前股价对应 2010 年和 2011 年动态市盈率 39x、29x, 处于板块估值平均水平。价值回归和营销变革给长期发展带来弹性预期, 维持“审慎推荐”评级。

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供予符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。

图表 1: 2009 年度利润表分析

人民币 百万	2008A	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	2009A	CICC Comments
主营业务收入	1,686	400	511	535	633	2,079	收入同比增长23.3%，其中工业收入增长20.5%，阿胶系列收入同比增长20.2%，商业收入同比增长22.5%
同比增长率	22.7%	-7.0%	30.2%	39.9%	31.6%	23.3%	
环比增长率		-16.9%	28.0%	4.7%	18.1%		
主营业务成本	849	222	297	295	249	1,062	
成本率	50.4%	55.6%	58.0%	55.0%	39.3%	51.1%	
主营业务税金及附加	13	3	4	4	7	18	
主营业务利润	823	174	211	237	377	999	毛利率较08年下降0.8pp,其中阿胶系列提高1.9pp,商业毛利率下降2.5pp.
毛利率	48.8%	43.5%	41.2%	44.3%	59.7%	48.0%	
同比增长率	14.6%	-11.1%	24.1%	40.8%	30.3%	21.3%	
其他业务利润	1	-	-	-	-	-	
营业费用	351	55	82	102	139	378	
营业费用率	20.8%	13.7%	16.1%	19.0%	22.0%	18.2%	营业费率下降2.6pp.
管理费用	139	30	31	32	81	174	
管理费用率	8.2%	7.6%	6.0%	5.9%	12.7%	8.4%	管理费用率同比上升0.2pp.
财务费用	-11	-2	-3	-2	-8	-16	利息收入大幅上升源于账面现金大幅上升
营业利润	345	91	101	106	166	464	
营业利润率	20.5%	22.8%	19.7%	19.8%	26.3%	22.3%	营业利润率同比上升1.8pp，主要源于营业费用率的下降
同比增长率	15.6%	0.8%	39.8%	78.5%	34.4%	34.3%	
环比增长率		-26.4%	10.9%	5.0%	56.9%		
投资收益	4	1	3	0	3	6	
补贴收益	-	-	-	-	-	-	
营业外收入	2	0	0	1	4	5	
营业外支出	4	0	1	0	1	3	
税前利润	343	92	99	106	177	473	
同比增长率	14.2%	1.5%	50.8%	76.1%	39.8%	38.2%	
所得税	45	15	13	20	19	66	
有效税率	13.2%	15.8%	13.5%	18.4%	10.8%	14.0%	实际所得税率提高0.8pp.
少数股东权益	9	1	3	4	7	15	
净利润	288	76	83	83	150	392	净利润率同比上升1.9pp.
净利润率	17.1%	19.0%	16.2%	15.5%	23.7%	18.9%	
同比增长率	40.1%	-0.1%	49.9%	122.5%	25.5%	36.0%	
摊薄每股收益 (元)	0.44	0.12	0.13	0.13	0.23	0.60	

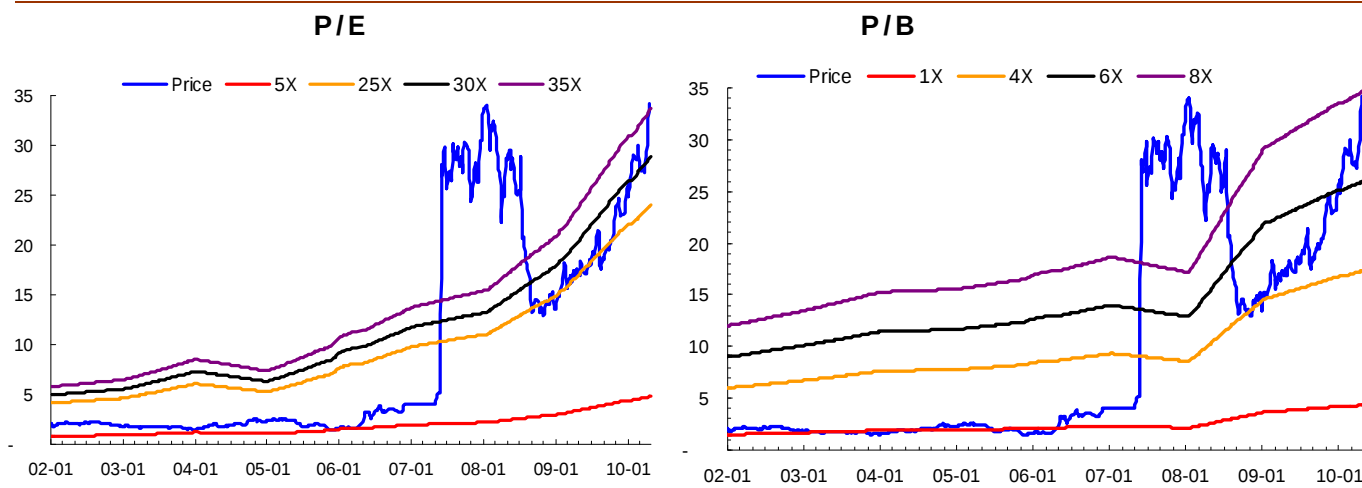
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2: 历史和预测的财务指标

单位: 人民币百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E		2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
损益表						财务指标					
主营业务收入	1,375	1,686	2,079	2,721	3,556	成长性指标					
主营业务成本	-643	-849	-1,062	-1,316	-1,721	主营业务收入增长率	28.5%	22.7%	23.3%	30.9%	30.7%
主营业务利润	719	823	999	1,381	1,805	主营业务利润增长率	22.5%	14.6%	21.3%	38.3%	30.6%
营业费用	-307	-351	-378	-494	-639	净利润增长率	33.8%	40.1%	36.0%	47.3%	32.2%
管理费用	-125	-139	-174	-233	-301	盈利性指标					
财务费用	8	11	16	38	46	毛利率	52.3%	48.8%	48.0%	50.8%	50.8%
营业利润	299	345	464	692	911	三项费用	30.8%	28.4%	25.7%	25.3%	25.1%
税前利润	300	343	473	697	916	息税前利润率	21.8%	20.5%	22.3%	25.4%	25.6%
净利润	206	288	392	578	764	净利润率	15.0%	17.1%	18.9%	21.2%	21.5%
现金流量表						收益率指标					
经营活动现金流	240	297	813	780	873	资产收益率	12.8%	15.2%	12.6%	16.1%	18.5%
营运资本的增加	-3	-51	277	148	52	净资产收益率	16.8%	20.5%	16.4%	21.0%	24.9%
投资活动现金流	-76	-67	-134	-50	-51	营运效率性指标					
资本支出	-78	0	-120	-50	-51	应收帐款回收期(天)	19	23	23	23	23
自由现金流	162	297	693	730	822	存货周转期(天)	63	61	52	52	52
融资活动现金流	-78	-110	597	-229	-445	资产结构					
货币资金增加额	86	120	1,275	501	377	净债务/所有者权益	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
资产负债表						资产负债率	21.4%	23.4%	21.1%	21.6%	23.5%
货币资金	569	540	1,974	2,465	2,842	流动比率	3.09	2.67	3.99	3.95	3.70
应收款项	97	145	180	177	231	速动比例	2.65	2.23	3.66	3.70	3.44
存货	150	191	203	188	246	估值指标					
固定资产	332	348	388	400	409	摊薄每股收益(元)	0.31	0.44	0.60	0.88	1.17
短期借款	4	1	0	0	0	每股经营现金流(元)	0.46	0.57	1.24	1.19	1.33
应付款项	221	271	404	500	654	市盈率	108.5	77.4	56.9	38.6	29.2
股东权益	1,223	1,405	2,390	2,746	3,063	市净率	18.3	15.9	9.3	8.1	7.3
总资产	1,607	1,893	3,117	3,597	4,120	现金分红收益率	0.6%	0.6%	1.0%	1.0%	2.0%
						EV/EBITA	43.3	38.0	27.9	19.1	14.6

资料来源: 中金公司研究部

图表 3: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 中金公司研究部

图表 4：可比公司估值(其中绿色背景公司为中金覆盖公司)

公司名称	代码	收盘价(元)	总市值	每股收益(元)			P/E			EV/EBITDA			股息收益率	净资产收益率		P/B(x)	
		2010-4-22	(百万元)	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2008A	2009A	2010E	2009A	2010E
品牌中药																	
云南白药	000538	64.00	34,179	1.16	1.55	2.03	55	41	32	44.4	33.7	25.7	0.5%	17%	19%	9.5	7.9
同仁堂	600085	25.17	13,109	0.55	0.65	0.78	46	39	32	24.5	21.3	18.3	0.8%	9%	11%	4.3	4.2
广州药业	600332	13.49	7,973	0.26	0.37	0.43	52	37	31	60.5	60.5	60.5	0.3%	6%	9%	3.3	3.2
东阿阿胶	000423	34.13	22,322	0.60	0.88	1.17	57	39	29	44.2	30.9	23.5	0.5%	23%	30%	13.1	11.6
片仔癀	600436	41.90	5,866	0.93	1.18	1.47	45	36	28	35.2	28.8	23.5	1.3%	15%	20%	6.8	7.1
中新药业	600329	29.45	7,941	0.70	0.90	1.10	42	33	27	22.8			0.0%	18%	18%	7.3	5.9
中恒集团	600252	38.81	10,127	0.47	0.98	1.36	82	40	29		28.6	22.1	0.0%	37%	41%	20.9	19.1
众生药业	002317	76.56	6,125	1.25	1.61	2.09	61	48	37	46.2	36.0	29.0	0.0%	17%	17%	6.6	6.6
马应龙	600993	42.16	6,990	1.09	1.12	1.47	39	38	29	30.1	33.1	25.2	0.2%	17%	17%	7.8	6.4
金陵药业	000919	13.91	7,011	0.44	0.47	0.51	32	30	27	20.0	19.3	17.4	1.1%	12%	12%	3.6	3.2
中间值			7,476				51	38	29	33	31	23	0.3%	15%	17%	6.8	6.4
现代中药																	
天士力	600535	29.73	14,508	0.65	0.84	1.03	46	35	29	30.3	23.8	20.3	1.3%	16%	20%	7.1	6.9
康缘药业	600557	25.54	8,166	0.50	0.72	0.95	51	35	27	32.8	26.6	21.6	0.6%	15%	18%	7.6	6.3
上海凯宝	300039	55.96	6,133	0.63	0.94	1.28	89	59	44	69.1	51.5	37.5	0.0%	20%	16%	8.0	5.5
桂林三金	002275	29.67	13,470	0.68	0.89	1.08	44	34	28	33.5			0.0%	23%	20%	9.2	6.2
福瑞股份	300049	37.06	2,742	0.47	0.77	1.03	80	48	36	51.4	32.4	23.8	0.0%	11%	13%	5.7	4.9
亚宝药业	600351	22.13	7,004	0.41	0.63	0.85	54	35	26	34.3	22.3	17.1	0.9%	17%	22%	8.0	7.3
仁和药业	000650	26.99	7,560	0.59	0.68	0.83	46	40	32	32.2	27.4	22.6	0.0%	13%	17%		
江中药业	600750	33.75	9,986	0.68	0.85	1.10	50	40	31	31.3	28.7	23.2	1.2%	17%	19%	10.1	8.0
千金药业	600479	30.52	6,645	0.62	0.83	1.06	49	37	29		30.3	23.3	1.0%	14%	16%	6.9	5.9
中间值			6,389				53	38	32	33	28	23	0.0%	15%	17%	7.8	6.2
化学制剂药																	
恒瑞医药	600276	47.44	35,338	0.89	1.14	1.43	53	42	33	51.5	32.8	27.5	0.2%	25%	25%	13.3	10.4
康美药业	600518	14.25	24,145	0.29	0.41	0.55	48	35	26		31.7	24.9	0.4%	11%	14%	5.5	4.8
亚太药业	002370	26.53	3,184	0.40	0.48	0.61	66	56	44	41.9	36.4	27.6	0.0%	0%	12%	13.9	4.5
恩华药业	002262	26.85	4,833	0.30	0.45	0.63	88	60	43	56.6	43.5	30.9	0.4%	14%	17%	11.8	11.0
华邦制药	002004	59.98	7,917	0.97	1.08	1.25	62	56	48	40.9			0.6%	14%	15%	9.1	8.2
信立泰	002294	84.80	19,250	0.95	1.34	1.80	89	63	47	73.1	47.4	33.3	0.0%	15%	17%	7.4	5.1
华东医药	000963	26.03	11,299	0.87	0.80	0.99	30	32	26	18.0	19.5	16.3	0.0%	29%	25%	11.0	8.0
莱美药业	300006	29.54	2,703	0.44	0.57	0.69	67	52	43	46.4	45.4	37.2	0.0%	10%	11%	5.8	5.2
中间值			7,092				64	54	41	42	36	28	0.0%	14%	17%	9.1	7.0
生物制药																	
双鹭药业	002038	52.97	13,322	0.97	1.42	1.88	55	37	28	48.0	32.2	24.3	0.4%	25%	28%	13.8	10.6
天坛生物	600161	26.96	13,163	0.43	0.51	0.58	62	53	46	31.1	26.9	24.3	0.0%	17%	23%	11.4	10.5
华兰生物	002007	73.80	26,577	1.10	1.92	2.29	67	38	32	32.0	29.3	27.1	0.3%	27%	30%	18.3	11.7
科华生物	002022	25.50	10,461	0.52	0.68	0.85	49	38	30		33.8	26.6	0.8%	28%	30%	13.9	11.4
安科生物	300009	41.85	3,515	0.53	0.66	0.81	79	64	52	57.7	63.9	52.5	0.0%	11%	10%	6.6	6.1
通化东宝	600867	15.98	7,657	0.15	0.30	0.44	104	53	37	40.4	35.3	26.7	0.0%	7%	8%	5.1	4.4
中牧股份	600195	25.89	10,097	0.58	0.87	1.03	44	30	25	26.4			0.5%	23%	22%	7.8	7.0
中间值			7,657				55	38	32	40	31	25	0.3%	16%	22%	9.8	8.1
保健品																	
健康元	600380	11.24	14,808	0.40	0.47	0.55	28	24	20	13.7			1.1%	15%	16%	2.9	2.5
人福科技	600079	18.90	8,913	0.37	0.39	0.51	51	49	37	26.6	26.2	19.5	0.2%	11%	10%	4.3	4.0
中间值			8,913				51	36	29	27	26	20	0.2%	11%	10%	3.6	3.3

资料来源：wind 资讯，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。