

东阿阿胶 (000423)

阿胶块提价是大势所趋

易镜明
 021-38676779
 yijingming@gtjas.com
 S0880208080357

本报告导读：
 年度股东会纪要

投资要点：

- 2010 年 1 季报收入 6.36 亿，增幅 59%，净利润 1.67 亿，增幅 120%，EPS 0.26 元，业绩大幅增长原因 1、公司阿胶块去年以来大幅提价是主因 2、去年同期基数较低。毛利率从去年同期 44%提升到 52%，营业利润率也大幅提升到 31.4%。2009 年公司业绩整体向好。实现营业收入 20.79 亿元，比 08 年增长 23.32%；营业利润 4.71 亿元，增长 37.27%；净利润 4.07 亿元，比上年增长 37.46%，全面摊薄 EPS 0.6 元。
- 主业情况：阿胶系列产品比重略升，保健品业务平稳拓展：2009 年阿胶及阿胶系列产品实现收入 12.62 亿元，同比增长 20%，占总营收的比重为 60.90%，较 08 年提升了 5 个百分点；贡献毛利润 8.45 亿元，占比 84%，较 08 年略升 2 个百分点。阿胶保健品实现收入 1 亿元，较 08 年的 8000 万元增长 25%。
- 当前 3 年内公司总体定义是 08 年创新、09 年突破、10 年收获，总体战略是：聚焦主业、纵向一体化；公司将从推荐产品向推出健康方案的转型。具体做法是：公司聚焦于营销、研发、原料，聚焦于三大终端：医院、OTC、商超。
- 公司的研发在上海、销售在北京。总的规划：阿胶块提价为利，阿胶浆跑量，保健品是巨大的潜力市场；阿胶总产量 2000 吨，以 500g 包装计算，共计 400 万盒，在量不增长的情况下，公司只要保证 400 万个忠实的客户就可以；公司对终端一直在做减法：舍弃了 60%的终端，聚焦到 30-40%终端；阿胶块出厂价目前提升到 542 元；公司的想法是未来能够做到 OTC：医院：保健品 5:2:3。
- 东阿阿胶的主要经营思路是：阿胶块提价为利，阿胶浆跑量，保健品是巨大的潜力市场；我们预计 10、11 年 eps 分别为 0.93、1.23 元。目前股价 35.4 元，相当于 10 年 38 倍 PE，给予增持建议。

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,686	2,079	2,627	3,374	4,060
(+/-)%	22.1%	23.3%	26.4%	28.4%	20.3%
经营利润 (EBIT)	332	454	704	951	1,200
(+/-)%	14.0%	36.9%	54.9%	35.2%	26.1%
净利润	287	392	611	807	1,002
(+/-)%	39.5%	36.6%	55.8%	32.1%	24.2%
每股净收益 (元)	0.44	0.60	0.93	1.23	1.53
每股股利 (元)	0.16	0.35	0.30	0.35	0.38

利润率和估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营利润率(%)	19.7%	21.9%	26.8%	28.2%	29.6%
净资产收益率(%)	20.4%	16.4%	22.0%	23.9%	24.1%
投入资本回报率(%)	55.5%	140.5%	137.2%	133.1%	151.1%
EV/EBITDA	58.9	43.2	28.6	21.3	17.0
市盈率	82.2	60.2	38.6	29.2	23.6
股息率 (%)	0.4%	1.0%	0.8%	1.0%	1.1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：**增持**

上次评级：**增持**

目标价格：**45.00**

上次预测：**40.00**

当前价格：**36.26**

2010.06.02

交易数据

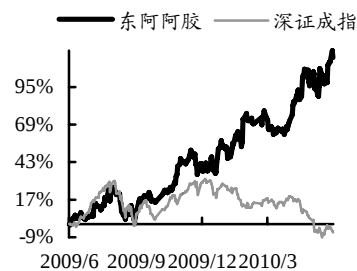
52 周内股价区间 (元)	16.80-38.18
总市值 (百万元)	23,715
总股本/流通 A 股 (百万股)	654/533
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	81%
日均成交量 (百万股)	5
日均成交值 (百万元)	172

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,557
每股净资产	3.91
市净率	9.3
净负债率	0%

EPS (元)	2009A	2010E
Q1	0.12	0.26
Q2	0.13	0.18
Q3	0.13	0.21
Q4	0.22	0.28
全年	0.60	0.93

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	10%	24%	114%
相对指数	19%	43%	118%

相关报告

《提价后“剪刀差”仍处高位》	2010.05.26
《从剪刀差角度看阿胶块提价空间》	2010.04.29
《平稳增长》	2009.10.27
《涨价和成本上升的博弈》	2008.08.28

模型更新时间: 2010.06.02

股票研究

必需消费

医药

东阿阿胶 (000423)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 45.00

上次预测: 40.00

当前价格: 36.26

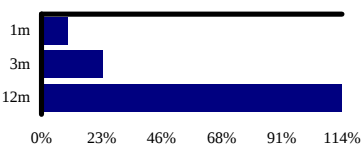
公司网址

www.dongeejiao.com

公司简介

公司地处的东阿县做为阿胶发祥地,生产阿胶已有两千多年的悠久历史,故有“阿胶之乡”的美称。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

16.80-38.18

市值 (百万)

23,715

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业收入

营业成本

税金及附加

营业费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

长期负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利润率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

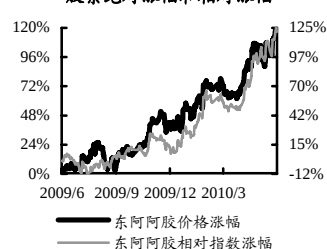
EV/EBITDA

P/S

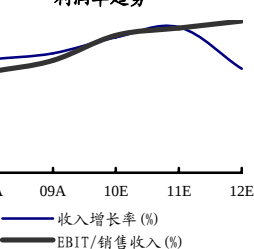
股息率

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,686	2,079	2,627	3,374	4,060
营业成本	849	1,062	1,183	1,505	1,756
税金及附加	13	18	24	30	37
营业费用	351	378	499	607	731
管理费用	139	174	218	280	337
EBIT	332	454	704	951	1,200
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	6	0	0	0
财务费用	-11	-16	-47	-54	-67
营业利润	343	471	750	1,005	1,267
所得税	45	66	116	169	228
少数股东损益	9	15	24	30	38
净利润	287	392	611	807	1,002
货币资金、交易性金融资产	540	1,974	2,202	2,652	3,378
其他流动资产	621	471	588	856	1,014
长期投资	112	118	120	120	120
固定资产合计	321	348	407	449	467
无形资产及其他资产	82	126	164	186	180
资产合计	1,893	3,117	3,537	4,298	5,191
流动负债	435	613	667	787	874
长期负债	9	45	6	6	0
股东权益	1,450	2,459	2,865	3,506	4,317
投入资本(IC)	598	323	513	715	794
NOPLAT	288	391	595	791	984
折旧与摊销	34	44	52	60	66
流动资金增量	33	(329)	73	148	71
资本支出	16	40	85	85	75
自由现金流	372	146	804	1,084	1,196
经营现金流	284	777	535	707	963
投资现金流	(183)	78	(134)	(115)	(75)
融资现金流	(96)	628	(172)	(142)	(162)
现金流净增加额	4	1,483	228	450	726
收入增长率	22.1%	23.3%	26.4%	28.4%	20.3%
EBIT 增长率	14.0%	36.9%	54.9%	35.2%	26.1%
净利润增长率	39.5%	36.6%	55.8%	32.1%	24.2%
利润率					
毛利率	49.6%	48.9%	55.0%	55.4%	56.8%
EBIT 率	19.7%	21.9%	26.8%	28.2%	29.6%
净利润率	17.0%	18.9%	23.3%	23.9%	24.7%
净资产收益率(ROE)	20.4%	16.4%	22.0%	23.9%	24.1%
总资产收益率(ROA)	15.2%	12.6%	17.3%	18.8%	19.3%
投入资本回报率(ROIC)	55.5%	140.5%	137.2%	133.1%	151.1%
存货周转天数	72	67	67	68	74
应收账款周转天数	20	21	20	21	21
总资产周转天数	374	434	456	418	421
净利润现金含量	0.96	1.91	0.84	0.85	0.93
资本支出/收入	0.96%	1.94%	3.24%	2.52%	1.85%
资产负债率	23.4%	21.1%	19.0%	18.4%	16.8%
净负债率	-38.3%	-82.6%	-79.1%	-78.1%	-81.1%
PE	82.2	60.2	38.6	29.2	23.6
PB	16.8	9.9	8.5	7.0	5.7
EV/EBITDA	58.9	43.2	28.6	21.3	17.0
P/S	11.21	11.35	8.98	6.99	5.81
股息率	0.4%	1.0%	0.8%	1.0%	1.1%

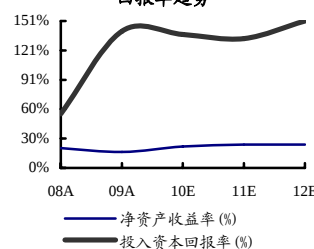
股票绝对涨幅和相对涨幅



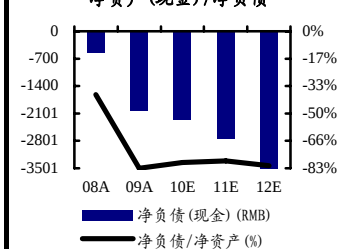
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



年度股东会会议纪要

背景 1:

2010 年 1 季报收入 6.36 亿，增幅 59%，净利润 1.67 亿，增幅 120%，EPS 0.26 元，业绩大幅增长原因 1、公司阿胶块去年以来大幅提价是主因 2、去年同期基数较低。毛利率从去年同期 44%提升到 52%，营业利润率也大幅提升到 31.4%。2009 年公司业绩整体向好。实现营业收入 20.79 亿元，比 08 年增长 23.32%；营业利润 4.71 亿元，增长 37.27%；净利润 4.07 亿元，比上年增长 37.46%，全面摊薄 EPS 0.6 元。

主业情况：阿胶系列产品比重略升，保健品业务平稳拓展：2009 年阿胶及阿胶系列产品实现收入 12.62 亿元，同比增长 20%，占总营收的比重为 60.90%，较 08 年提升了 5 个百分点；贡献毛利润 8.45 亿元，占比 84%，较 08 年略升 2 个百分点。阿胶保健品实现收入 1 亿元，较 08 年的 8000 万元增长 25%。

09 年阿胶块收入为 6.5 亿，阿胶浆 5.2 亿，阿胶原粉 0.4 亿，代理品种约 0.5 亿，保健品收入 1 亿。

问题 1：东阿阿胶的长期策略和华润集团对阿胶的定位？

当前 3 年内公司总体定义是 08 年创新、09 年突破、10 年收获，总体战略是：聚焦主业、纵向一体化；公司将从推荐产品向推出健康方案的转型。具体做法是：公司聚焦于营销、研发、原料，聚焦于三大终端：医院、OTC、商超。

问题 2：华润派来的新董事长和对阿胶的定位？

华润派来的董事长分别在集团担任集团副总、战略规划等，李总是集团负责战略规划的。阿胶目前是华润的中药保健品平台、未来也希望能当生物制品平台。

问题 3：公司的具体经营战术？

答：公司的研发在上海、销售在北京。总的规划：阿胶块提价为利，阿胶浆跑量，保健品是巨大的潜力市场；阿胶总产量 2000 吨，以 500g 包装计算，共计 400 万盒，在量不增长的情况下，公司只要保证 400 万个忠实的客户就可以；公司对终端一直在做减法：舍弃了 60%的终端，聚焦到 30-40%终端；阿胶块出厂价目前提升到 542 元；公司的想法是未来能够做到 OTC：医院：保健品 5:2:3。

国泰君安评论：我们前期报告中提示：从阿胶块的差价看阿胶提价能力是很强的，这其实主要基于公司聚焦核心客户的营销思路，我们测算了提价对公司影响，关键假设是：销量预计减少 10%、扣除 15%税率和假设公司用其中 10%对渠道进行反馈和建设，结论是：阿胶块提价到 542 可以增加 10 年 eps0.26 元。

表 4 阿胶块的历史---目前是价差和溢价率的历史最高点

阿胶块	06年4月	06年5月	06年12月	07年11月	08年2月	09年4月	09年9月	10年1月	10年5月
出厂价 (元/kg)	158	196	255	275	315	358	393	516	542
提升幅度		24.05%	30.10%	7.84%	14.55%	13.65%	9.78%	31.30%	5.00%
零售价	200	228	300	360	360	360	504	806	806
零售价相对出厂价溢价%	26.58%	16.33%	17.65%	30.91%	14.29%	0.56%	40.00%	59.92%	48.71%
价差(零售价 - 出厂价)	42	32	45	85	45	2	111	290	264

数据来源：公司公告

投资建议：

东阿阿胶的主要经营思路是：阿胶块提价为利，阿胶浆跑量，保健品是巨大的潜力市场；我们预计 10、11 年 eps 分别为 0.93、1.23 元。目前股价 35.4 元，相当于 10 年 38 倍 PE，给予增持建议。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		