

阿胶块大幅提价促公司业绩快速增长

东阿阿胶 (000423)

评级: 增持

前股价: 47.21 元

目标价: 53.1 元

季报点评

2010年10月25日 星期一

东海医药研究小组

屈昶、袁舰波

执业证书编号: S0630208010053

执业证书编号: S0630208010052

021-50586660-8643

qy@longone.com.cn

医药生物行业/中药

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

总股本(亿股)	6.54
流通股本(亿股)	6.54
总市值(亿元)	308.76
流通市值(亿元)	308.65

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1个月	41.33	36.40
3个月	70.21	71.80
6个月	107.21	117.52

个股相对上证综指走势图



投资要点

2010年1-9月公司业绩高速增长

1-9月公司实现销售收入17.76亿元,同比增长22.81%,实现归属上市公司股东净利润4.20亿元,同比大增73.63%,每股收益0.64元。

阿胶块大幅提价促业绩高速增长

报告期内,公司通过控制营销促进阿胶价值回归的工程颇见成效。算上10月9日的提价,公司阿胶块目前出厂价已经提到594元,累计提价幅度达到52.5%,产品毛利率提升显著,阿胶块的大幅提价是公司业绩高速增长的主要动力,预计最近一次的提价效果将在四季度持续显现。

保健品快速增长,阿胶浆平稳增长

受阿胶价值回归的带动作用,公司阿胶保健食品业务的增长也非常显著,桃花姬阿胶糕、阿胶枣等新产品迅速上量,预计随着公司营销力度的加大,今年保健品同比增长将超过50%,收入1.5亿元左右。处方药方面预计阿胶浆保持30%左右的平稳增长。

毛利率显著提升,费用率控制良好

1-9月公司毛利率水平51.1%,同比提升7.4个百分点,主要得益于阿胶块的快速提价。费用率方面,公司控制营销的策略效果显著,销售费用率17.1%,同比仅提升0.5个百分点;三项费用率23.3%,同比略增1个百分点,整体来说,同公司收入增长相比,公司费用率控制良好。

阿胶块持续提价能力将保障公司近年的增长

阿胶块596元的出厂价同806元的最高零售价之间还存在很大的价格空间,终端旺盛的需求能力令阿胶块存在继续持续提价的强烈预期,这是保障公司近年快速增长的主要动力。

盈利预测与估值

我们维持公司的盈利预测,预测2010年-2012年的EPS分别为0.90元、1.18元和1.54元,维持公司“增持”评级。

附：三大表预测

资产负债表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	56912	53982	197360	237878	311761	458633
应收款项	31257	38483	17999	29674	37170	46693
存货净额	15037	19092	20270	25860	31400	5135
其他流动资产	3189	4570	8879	5415	6784	6817
流动资产合计	106394	116126	244509	298827	387114	517278
固定资产	33178	34771	38800	45735	51712	56903
无形资产及其他	8488	8086	12487	12071	11655	11239
投资性房地产	1396	19101	4042	4042	4042	4042
长期股权投资	11234	11234	11833	11833	11833	11933
资产总计	160690	189318	311673	372509	466357	601395
短期借款及交易性金融负债	400	102	0	0	0	0
应付款项	8315	10237	16835	22412	27213	46216
其他流动负债	25717	33126	44456	38896	47777	59133
流动负债合计	34432	43465	61291	61308	74990	105349
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	870	4470	4470	4470	4570
长期负债合计	0	870	4470	4470	4470	4570
负债合计	34432	44335	65760	65777	79460	109918
少数股东权益	4007	4457	6960	9218	12193	16075
股东权益	122251	140527	238952	297514	374704	475402
负债和股东权益总计	160690	189318	311673	372509	466357	601395
利润表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	138136	168596	207911	270775	339175	426072
营业成本	64679	84942	106230	129605	157666	193664
营业税金及附加	1262	1322	1789	1354	1696	2130
销售费用	30671	35130	37751	47386	59356	74563
管理费用	12452	13894	17371	21662	27134	34086
财务费用	(823)	(1115)	(1646)	(783)	(989)	(1406)
投资收益	151	363	621	0	0	0
资产减值及公允价值变动	117	486	(47)	0	0	0
其他收入	(233)	(973)	93	(0)	0	(0)
营业利润	29929	34299	47082	71551	94313	123035
营业外净收支	64	(168)	261	0	0	0
利润总额	29993	34131	47342	71551	94313	123035
所得税费用	8936	4517	6636	10733	14147	18455
少数股东损益	477	910	1494	2258	2976	3882
归属于母公司净利润	20580	28704	39212	58561	77190	100698
增长率	38.4%	39.5%	36.6%	49.3%	31.8%	30.5%
现金流量表(万元)	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	20580	28704	39212	58561	77190	100698
资产减值准备	630	370	(533)	47	0	0
折旧摊销	3304	3428	4440	4172	5270	6649

公允价值变动损失	(117)	(486)	47	0	0	0
财务费用	(823)	(1115)	(1646)	(783)	(989)	(1406)
营运资本变动	406	(19798)	51049	(13736)	(722)	47167
其它	(153)	540	2027	2211	2976	3882
经营活动现金流	24651	12757	96242	51254	84714	158395
资本开支	(8032)	(5330)	(7321)	(10737)	(10831)	(11423)
其它投资现金流	0	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(8032)	(5330)	(7920)	(10737)	(10831)	(11523)
权益性融资	0	0	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(10475)	(8380)	(22891)	0	0	0
其它融资现金流	12963	6403	100838	0	0	0
融资活动现金流	(7988)	(10358)	55057	0	0	0
现金净变动	8631	(2930)	143379	40517	73883	146872
货币资金的期初余额	48281	56912	53982	197360	237878	311761
货币资金的期末余额	56912	53982	197360	237878	311761	458633
企业自由现金流	0	11784	92540	39851	73042	145777
权益自由现金流	0	0	193378	40517	73883	146972
关键财务与估值指标	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.39	0.55	0.60	0.90	1.18	1.54
每股红利	0.20	0.16	0.35	0.00	0.00	0.00
每股净资产	2.33	2.68	3.65	4.55	5.73	7.27
ROS	15%	17%	19%	22%	23%	24%
ROE	17%	20%	16%	20%	21%	21%
毛利率	53%	50%	49%	52%	54%	55%
EBIT Margin	21%	20%	22%	26%	28%	29%
EBITDA Margin	24%	22%	24%	28%	29%	30%
收入增长	28%	22%	23%	30%	25%	26%
净利润增长	38%	39%	37%	49%	32%	30%
资产负债率	24%	26%	23%	20%	20%	21%
息率	0.6%	1.2%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	82.9	24.6	43.6	52.5	39.8	30.5
P/B	13.9	5.0	7.2	10.3	8.2	6.5
EV/EBITDA	52.6	19.1	35.0	42.0	32.0	24.9

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、爱尔眼科、贵州百灵、海正药业、南京医药、天士力、九芝堂等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122