

中药 III



王晞 S0190200010075
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn

推荐 (维持)

邓晓倩
021-38565597
dengxq@xyzq.com.cn

东阿阿胶 (000423)

聚焦阿胶主业战略清晰

2010 年 11 月 21 日

投资要点

- 我们近期调研了东阿阿胶，与管理层就公司经营状况和未来的发展战略进行了沟通。公司未来聚焦阿胶主业的战略逐渐明晰，本着促进阿胶价值回归的目的，将对阿胶块继续提价控量，并持续发展阿胶浆和着力发展阿胶系列保健品，打造国内养生保健第一品牌。我们认为东阿阿胶拥有优势的品牌和良好的成长性，给予“推荐”评级。

调研要点：

- **公司聚焦阿胶主业战略清晰。**公司未来将聚焦阿胶产业，逐渐剥离原有医药商业等业务。对于阿胶产业，本着促进阿胶的价值回归，打造国内养生保健第一品牌的目的，对不同的产品有不同的定位——阿胶块控量提价，阿胶浆持续发展，阿胶系列保健品着力发展。
- **阿胶块未来将继续提价控量。**公司在 2010 年年初以来上调阿胶块出厂价超过 50% 的情况下，将对阿胶块进行控量，使全年阿胶块的产量与 2009 年基本持平。预计公司今年阿胶块的销售收入能超过 12 亿。在国内毛驴存栏量不断下降，驴皮资源逐渐萎缩的背景下，我们预计公司未来将对阿胶块继续提价控量。鉴于公司今年提价的幅度和频率已经达到历史高点，同时考虑公司存在同仁堂及山东当地生产阿胶块的竞争对手，我们预计公司未来提价的频率和幅度会小于今年。
- **阿胶浆销量将不断增加。**预计公司今年阿胶浆的销售收入能达到 5 亿元，2009 年及 2010 年的年平均增长率均超过 15%。目前阿胶浆超过 70% 通过药店渠道进行销售，考虑公司今年正式提出积极开拓超市和医院渠道，我们预计阿胶浆未来的销售增长率将不断提升。
- **着力发展阿胶系列保健品，放量可期。**公司目前阿胶相关的保健品主要包括桃姬阿胶糕、阿胶原粉和水晶枣。预计公司今年保健品的销售收入能达到 2 亿，同比增长超过 60%。公司目前将阿胶系列保健品定位为未来发展的重点，着力培育几个过亿的保健产品，并将研发的主要精力都集中在阿胶相关保健品的开发上。我们预计未来保健品系列将维持高速的增长，放量可期。
- **引入供应链管理，减少提价可能伴随的经销商不良反应。**公司今年提高出厂价 50% 的情况下，引入供应链管理来减少经销商囤货和串货情况的发生。公司对于出厂的每一份阿胶块都会通过条形码（为经销商免费安装了仪器）扫描，对经销商的存量、销量和售价进行跟踪；公司全年均匀发货，且每次只会给经销商 1.5-2 个月的存量；目前终端零售价也相应地与出厂价同比增加了 50% 左右。
- **药店、医院和商超渠道将平衡发展。**目前公司产品 75% 通过药店渠道进行销售，15% 通过医院进行销售，10% 通过超市销售。公司药店、医院和商超渠道的专职销售人员分为 900 人、100 人、100 人。公司提出未来将积极发展医院和商超渠道，使三者平衡发展，药店、商超、医院渠道的比例达到 5:3:2。

- **我们对阿胶的看法。**我们认为，阿胶已经开始向保健品方向发展，未来其药品属性逐渐淡化，而消费品属性逐渐强化。公司会吸取目前成功的高端消费品发展经验，提升自己作为补益类中药高端品牌形象。在渠道梳理完成之后，公司还将对终端进行清理。从长期看，控量提价，丰富产品线，将是阿胶不断提升业绩的两大法宝。
- **盈利预测。**我们预测公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.86, 1.18 和 1.57 元。目前公司的估值高于中药行业平均 44 倍的估值，但鉴于公司良好的基本面，阿胶的优势品牌和良好的成长性，我们维持“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2445	2158	2685	3565
货币资金	1974	1548	1993	2779
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	123	154	190	224
其他应收款	16	34	42	42
存货	203	272	292	328
非流动资产	672	1221	1533	1764
可供出售金融资产	2	0	0	0
长期股权投资	118	118	118	118
投资性房地产	3	3	3	3
固定资产	348	876	1163	1368
在建工程	40	45	73	111
油气资产	0	0	0	0
无形资产	125	120	116	111
资产总计	3117	3379	4218	5329
流动负债	613	574	635	709
短期借款	0	2	1	1
应付票据	9	10	11	13
应付账款	159	163	182	218
其他	445	400	441	478
非流动负债	45	214	214	214
长期借款	0	169	169	169
其他	45	45	45	45
负债合计	658	787	849	923
股本	654	654	654	654
资本公积	690	690	690	690
未分配利润	826	1109	1814	2755
少数股东权益	70	75	81	88
股东权益合计	2459	2798	3580	4623
负债及权益合计	3117	3586	4429	5546

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	392	563	776	1036
折旧和摊销	44	6	6	6
资产减值准备	-1	21	10	8
无形资产摊销	6	6	6	6
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-16	-18	-18	-24
投资损失	-6	-4	-5	-5
少数股东损益	15	5	6	7
营运资金的变动	-360	220	28	29
经营活动产生现金流量	777	353	754	996
投资活动产生现金流量	78	-568	-325	-233
融资活动产生现金流量	628	-210	19	25
现金净变动	1483	-425	447	787
现金的期初余额	540	1974	1548	1993
现金的期末余额	2023	1548	1995	2780

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2079	2621	3108	3751
营业成本	1062	1258	1387	1592
营业税金及附加	18	22	26	31
销售费用	378	446	497	563
管理费用	174	197	230	274
财务费用	-16	-18	-18	-24
资产减值损失	-0	2	1	2
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	6	4	5	5
营业利润	471	719	989	1319
营业外收入	5	3	4	4
营业外支出	3	3	3	3
利润总额	473	719	990	1320
所得税	66	151	208	277
净利润	407	568	782	1043
少数股东损益	15	5	6	7
归属母公司净利润	392	563	776	1036
EPS (元)	0.60	0.86	1.19	1.58

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	23.3%	26.1%	18.6%	20.7%
营业利润增长率	37.3%	52.6%	37.6%	33.4%
净利润增长率	36.6%	43.6%	37.8%	33.5%
盈利能力(%)				
毛利率	48.9%	52.0%	55.4%	57.6%
净利率	18.9%	21.5%	25.0%	27.6%
ROE	16.4%	20.7%	22.2%	22.8%

偿债能力(%)

资产负债率	21.1%	22.0%	19.2%	16.6%
流动比率	3.99	3.76	4.23	5.03
速动比率	3.66	3.29	3.77	4.56

营运能力(次)

资产周转率	0.83	0.81	0.82	0.79
应收帐款周转率	16.78	17.90	17.08	17.12

每股资料(元)

每股收益	0.60	0.86	1.19	1.58
每股经营现金	1.24	0.54	1.15	1.52
每股净资产	3.65	4.16	5.35	6.94

估值比率(倍)

PE	82.86	57.70	41.88	31.36
PB	13.60	11.93	9.28	7.16

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。