

中药 III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 余方升

S0960110030152

0755-82026844

yufangsheng@cjis.cn

6-12 个月目标价: 92.40 元

当前股价: 55.70 元

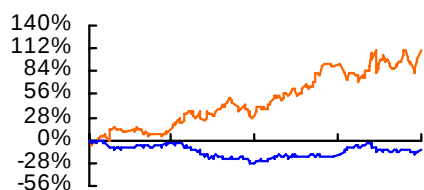
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2838.59
总股本(百万)	654
流通股本(百万)	654
流通市值(亿)	364
EPS (TTM)	0.87
每股净资产(元)	3.76
资产负债率	21.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
东阿阿胶	15.08	13.03	66.55
上证综合指数	-0.14	6.89	20.08



2010/1 2010/4 2010/7 2010/10

— 东阿阿胶 — 上证综合指数

相关报告

《东阿阿胶-阿胶块出厂价上调 10%，维持强烈推荐评级》2010-10-12

东阿阿胶

000423

强烈推荐

阿胶块出厂价大幅上调在即，提高目标价至 84 元

1 月 5 日，公司公告称决定自 2011 年 1 月 7 日起阿胶块产品出厂价上调幅度不超过 60%。

投资要点:

- **阿胶块提价政策障碍消除，近日出厂价将大幅上调。**此次调价前阿胶块出厂价为 596 元/Kg，预计这次上调幅度在 30% - 60%之间。如果为 60%则最新出厂价将达到 954 元/Kg，11 年净利润增速有望超过 70%，预计可增厚每股业绩约 0.65 元。上涨的主要原因是农业机械化城市化快速发展导致国内毛驴存栏量逐年下降，养殖成本增加使得收购价不断上涨。而依照有关政策规定，阿胶以后不再纳入政府定价管理范围，销售价将由企业根据经营成本和市场供求变化自行制定；
- **未来将加大毛驴养殖业发展。**鉴于驴皮资源日趋紧张，公司未来将增加毛驴养殖业投入，涵盖上游，保障原料的有效供应；
- **保健食品继续高速增长。**经过强化渠道推广，桃花姬阿胶糕、水晶枣等保健食品终端需求比较旺盛，预计 10 年销售收入增速超过 80%，今后 2 年存在翻番可能。阿胶块提价相应使得阿胶糕等保健食品，还包括复方阿胶浆在内未来都存在上调空间；
- **维持强烈推荐评级。**公司激励机制较为合理，未来阿胶块价值回归，阿胶浆放量，保健食品空间广阔。我们上调公司 10-12 年 EPS 分别至 0.96、1.68 和 2.52 元（原为 0.96、1.31 和 1.77 元），同比分别增长 61%、74%和 51%。保守按 11 年 50 倍 PE 来算，其合理估值应为 84 元，较目前股价仍有很大上涨空间，维持强烈推荐的投资评级。

风险提示:

- 驴皮资源日益紧缺。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2079	2717	3812	5103
同比(%)	23%	31%	40%	34%
归属母公司净利润(百万元)	392	631	1097	1651
同比(%)	37%	61%	74%	51%
毛利率(%)	48.9%	52.9%	59.8%	64.1%
ROE(%)	16.4%	22.6%	31.2%	36.4%
每股收益(元)	0.60	0.96	1.68	2.52
P/E	92.90	57.75	33.21	22.06
P/B	15.25	13.05	10.35	8.04
EV/EBITDA	69	44	25	17

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2445	2628	3390	4526	营业收入	2079	2717	3812	5103
现金	1974	1794	2356	3316	营业成本	1062	1281	1532	1830
应收账款	123	159	234	305	营业税金及附加	18	23	33	44
其它应收款	16	42	55	64	营业费用	378	462	648	868
预付账款	59	68	83	99	管理费用	174	225	317	424
存货	203	277	323	377	财务费用	-16	-25	-28	-38
其他	71	288	340	365	资产减值损失	-0	0	0	0
非流动资产	672	891	1024	1040	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	118	114	115	116	投资净收益	6	6	8	9
固定资产	348	468	587	648	营业利润	471	757	1318	1985
无形资产	125	119	113	107	营业外收入	5	4	4	4
其他	81	190	209	169	营业外支出	3	3	3	3
资产总计	3117	3520	4414	5566	利润总额	473	758	1320	1986
流动负债	613	608	729	817	所得税	66	106	185	278
短期借款	0	0	0	0	净利润	407	652	1135	1708
应付账款	159	169	216	249	少数股东损益	15	21	38	57
其他	454	440	513	567	归属母公司净利润	392	631	1097	1651
非流动负债	45	30	37	33	EBITDA	499	783	1359	2032
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.60	0.96	1.68	2.52
其他	45	30	37	33	主要财务比率				
负债合计	658	638	766	850	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	70	90	128	185	成长能力				
股本	654	654	654	654	营业收入	23.3%	30.7%	40.3%	33.9%
资本公积	690	690	690	690	营业利润	37.3%	60.8%	74.0%	50.6%
留存收益	1046	1448	2176	3187	归属于母公司净利润	36.6%	60.9%	73.9%	50.5%
归属母公司股东权益	2390	2791	3520	4531	获利能力				
负债和股东权益	3117	3520	4414	5566	毛利率	48.9%	52.9%	59.8%	64.1%
现金流量表					净利率	18.9%	23.2%	28.8%	32.4%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	16.4%	22.6%	31.2%	36.4%
经营活动现金流	813	308	1095	1654	ROIC	120.8	66.7%	97.2%	134.6%
净利润	407	652	1135	1708	偿债能力				
折旧摊销	44	51	69	86	资产负债率	21.1%	18.1%	17.4%	15.3%
财务费用	-16	-25	-28	-38	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	-6	-6	-8	-9	流动比率	3.99	4.32	4.65	5.54
营运资金变动	385	-388	-79	-98	速动比率	3.66	3.86	4.21	5.08
其它	-1	25	6	6	营运能力				
投资活动现金流	-134	-284	-193	-92	总资产周转率	0.83	0.82	0.96	1.02
资本支出	123	300	200	100	应收账款周转率	17	18	18	18
长期投资	-19	-9	1	1	应付账款周转率	8.31	7.81	7.97	7.86
其他	-31	7	8	9	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	597	-203	-340	-602	每股收益(最新摊薄)	0.60	0.96	1.68	2.52
短期借款	-1	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	0.47	1.67	2.53
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.65	4.27	5.38	6.93
普通股增加	130	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	567	0	0	0	P/E	92.90	57.75	33.21	22.06
其他	-99	-203	-340	-602	P/B	15.25	13.05	10.35	8.04
现金净增加额	1275	-179	562	960	EV/EBITDA	69	44	25	17

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉: 2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第 2 名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名; 2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。

中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;

余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药及医药流通研究;

王威, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究;

訾猛, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434