

强烈推荐-A (维持)

东阿阿胶 000423.SZ

目标估值: 80.00 元

当前股价: 44.93 元

2011 年 3 月 23 日

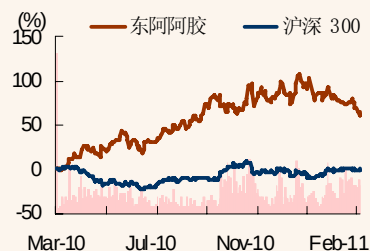
三问三答

基础数据

上证综指	2948
总股本(万股)	65402
已上市流通股(万股)	65378
总市值(亿元)	294
流通市值(亿元)	294
每股净资产(M Q)	3.9
ROE(TTM)	22.1
资产负债率	18.4%
主要股东	华润东阿阿胶
主要股东持股比例	23.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-12	-12	57
相对表现	-14	-25	60



相关报告

- 1、东阿阿胶—中报业绩符合预期，提高6个月目标价至50元
2010/8/26
- 2、东阿阿胶—阿胶块提价百分之5，维持40元目标价
2010/5/25
- 3、东阿阿胶—09年业绩符合预期，2010年上半年高增长将催化股价
2010/4/23
- 4、东阿阿胶—最新调研&投资者交流会纪要——未来5年阿胶系列产品销售将突破40亿
2009/9/21

李珊珊, CPA

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090210040001

研究助理:

徐列海

0755-83271609
xuliehai@cmschina.com.cn

廖星昊, CIIA

0755-83271617
liaoxh@cmschina.com.cn

自从东阿阿胶在2011年1月7日上调出厂价60%以来，市场有不少疑虑，主要集中在以下3个方面，我们经过2个多月的观察和数据，给出我们的分析。一个伟大的企业在成长过程中总是伴随着信任—质疑—再信任，让我们一起伴随着阿胶共同成长，享受坚定者的果实。

□ **疑虑 1: 东阿阿胶提价之后，短期终端动销下降明显，影响一季度销售，影响全年销售？**回答：阿胶去年历经4次提价，每次提价后，短期终端动销都会有所下滑，这是正常情况。去年1月份的2次提价后，短期终端同样出现下滑，今年提价后短期的下滑在公司的预料和控制范围内，而且终端动销回暖情况比去年好，提前了一个来月。从一季度销售的角度来看，没有影响，因为公司去年的提前控货，今年1季度有大量的补货需求，对冲了短期终端动销的下滑。从全年销售的角度来讲，没有影响，短期终端动销的下滑是公司提前预测并且有所准备的，公司的很多相关举措正在逐步按照战略推进，目前市场回暖情况比去年更好，全年销售没有影响。

□ **疑虑 2: 东阿阿胶提价后，很多终端药店的价格还没有上调到位？**回答：阿胶出厂价提价60%，终端药店的逐步跟上是需要时间的，公司目前控制终端的价格已经基本到位，最后的堡垒在前几日已经达成初步协议，终端价格的调整比预期提前10天完成。

□ **疑虑 3: 阿胶块提价后，衍生品的销售是否能搭顺风车，增长加快？**回答：截止近几日，阿胶衍生品的增速都非常快，有金额不小的品种同比增长50%，衍生品的确在搭阿胶块提价的顺风车。

□ **我们的结论:** 阿胶提价60%是公司整体战略的一个部分，在提价之前公司做了各方面的考量和准备，目前的情况在预料和控制范围内，回暖时间、衍生品放量情况、终端价格执行情况好于预期。市场目前对阿胶产生种种疑虑是正常的，一个伟大的企业在成长过程中总是伴随着信任—质疑—再信任，让我们一起伴随着阿胶共同成长，享受坚定者的果实。维持2010~2012年0.91元/1.6元/2.17元的盈利预测，维持强烈推荐，维持12个月80元的目标价。

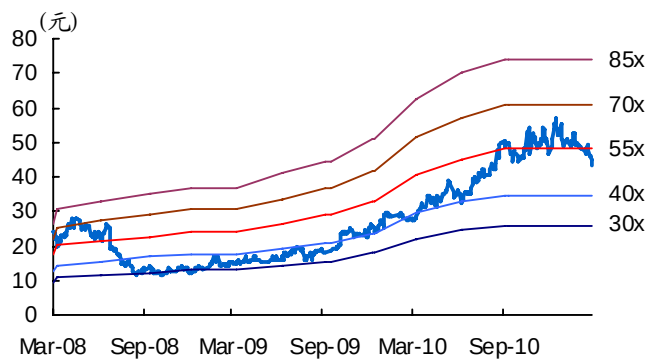
□ 主要风险是国家回收流动性以及舆论对公司价值回归可能的不良影响。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	201 E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1686	2079	2537	3500	4375
同比增长	22%	23%	22%	38%	25%
营业利润(百万元)	343	471	705	1269	1723
同比增长	15%	37%	50%	80%	36%
净利润(百万元)	287	392	593	1045	1419
同比增长	39%	37%	51%	76%	36%
每股收益(元)	0.44	0.60	0.91	1.60	2.17
PE	102.4	74.9	49.5	28.1	20.7
PB	16.7	12.3	10.7	8.0	5.9

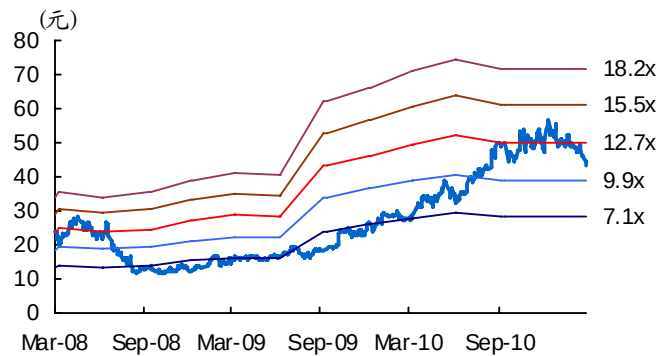
资料来源：招商证券研究（EPS为摊薄后数据）

图 1: 东阿阿胶历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 东阿阿胶历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1161	2445	2701	3688	5079
现金	540	1974	2149	3033	4301
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	240	41	51	70	88
应收款项	111	123	119	164	205
其它应收款	34	0	48	67	83
存货	191	203	270	286	325
其他	46	105	65	69	78
非流动资产	732	672	631	606	583
长期股权投资	112	118	118	118	118
固定资产	321	348	332	319	306
无形资产	81	125	112	101	91
其他	218	81	68	68	68
资产总计	1893	3117	3332	4294	5663
流动负债	435	613	450	465	500
短期借款	1	0	1	1	1
应付账款	96	159	136	144	163
预收账款	93	88	102	108	123
其他	244	365	212	212	213
长期负债	9	45	39	39	39
长期借款	0	0	0	0	0
其他	9	45	39	39	39
负债合计	443	658	489	504	539
股本	524	654	654	654	654
资本公积金	123	690	690	690	690
留存收益	758	1046	1410	2325	3613
少数股东权益	45	70	89	122	167
母公司所有者权益	1405	2390	2754	3669	4957
负债及权益合计	1893	3117	3332	4294	5663

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	297	813	370	988	1377
净利润			593	1045	1419
折旧摊销			30	28	26
财务费用			(20)	(25)	(20)
投资收益			(26)	(5)	(5)
营运资金变动			(245)	(92)	(92)
其它			38	37	49
投资活动现金流	(67)	(134)	(8)	(3)	(3)
资本支出			(3)	(3)	(3)
其他投资			(5)	0	0
筹资活动现金流	(110)	597	(188)	(101)	(106)
借款变动			1	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(229)	(131)	(131)
其他			40	30	25
现金净增加额	120	1275	175	884	1268

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1686	2079	2537	3500	4375
营业成本	849	1062	1200	1271	1444
营业税金及附加	13	18	20	28	35
营业费用	351	378	464	700	875
管理费用	139	174	193	263	324
财务费用	(11)	(16)	(20)	(25)	(20)
资产减值损失	5	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	6	26	5	5
营业利润	343	471	705	1269	1723
营业外收入	2	5	0	0	0
营业外支出	4	3	0	0	0
利润总额	341	473	705	1269	1723
所得税	45	66	93	190	258
净利润	296	407	612	1079	1464
少数股东损益	9	15	19	33	45
母公司所有者净利润	287	392	593	1045	1419
EPS (元)	0.44	0.60	0.91	1.60	2.17

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	22%	23%	22%	38%	25%
营业利润	15%	37%	50%	80%	36%
净利润	39%	37%	51%	76%	36%
获利能力					
毛利率	49.6%	48.9%	52.7%	63.7%	67.0%
净利率	17.0%	18.9%	23.4%	29.9%	32.4%
ROE	16.4%	16.4%	21.5%	28.5%	28.6%
ROIC	19.8%	15.9%	20.9%	27.9%	28.2%
偿债能力					
资产负债率	23.4%	21.1%	14.7%	11.7%	9.5%
净负债比率	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.7	4.0	6.0	7.9	10.2
速动比率	2.2	3.7	5.4	7.3	9.5
营运能力					
资产周转率	0.9	0.7	0.8	0.8	0.8
存货周转率	5.0	5.4	5.1	4.6	4.7
应收帐款周转率	18.6	17.7	21.0	24.8	23.8
应付帐款周转率	9.6	8.3	8.1	9.1	9.4
每股资料(元)					
每股收益	0.44	0.60	0.91	1.60	2.17
每股经营现金	0.57	1.24	0.57	1.51	2.11
每股净资产	2.68	3.65	4.21	5.61	7.58
每股股利	0.18	0.35	0.35	0.20	0.20
估值比率					
PE	102.4	74.9	49.5	28.1	20.7
PB	16.7	12.3	10.7	8.0	5.9
EV/EBITDA	108.3	79.1	50.2	28.2	20.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李珊珊 CPA，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5 年证券从业经验，注册会计师（CPA）。2010 年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009 年加入招商证券，任医药行业分析师。

廖星昊 CIIA，上海财经大学金融数学与金融工程硕士，武汉大学生命科学与技术基地班学士，1 年股权投资经验，注册国际投资分析师（CIIA）。2010 年加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。