



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年4月12日

医疗保健

研究部

孙亮

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010021

sunl@cicc.com.cn

周峰

联系人, SAC 执业证书编号:
S0080511030002

zhoupeak@cicc.com.cn

审慎推荐

东阿阿胶 (000423.SZ)

产品仍有提价空间, 股价具备长期投资价值

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	2,079	2,464	3,235	3,826
(+/- %)	23.3%	18.5%	31.3%	18.3%
营业利润	464	664	1,131	1,372
(+/- %)	34.3%	43.0%	70.4%	21.3%
净利润	392	582	992	1,214
(+/- %)	36.0%	48.5%	70.3%	22.4%
EPS (元)	0.60	0.89	1.52	1.86
P/E	74.4	50.1	29.4	24.0
P/B	12.2	10.6	9.2	8.0
EV/EBITDA	58.5	41.5	24.9	20.6
ROE	16.4%	21.2%	31.4%	33.1%
现金分红收益率	0.8%	0.8%	2.0%	2.4%

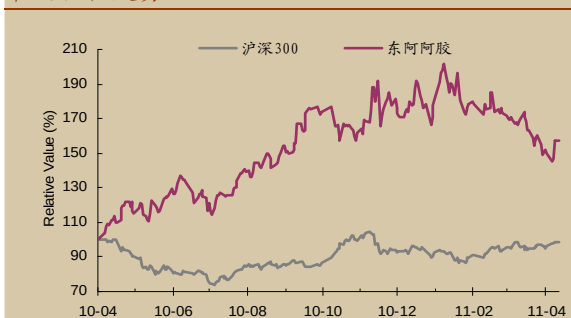
股票信息

当前股价	人民币 44.62元
股票代码	000423.CH
日成交量 (百万股)	4.58
52周最高价/最低价	人民币 61.27/30.66
总市值 (百万元)	29,182
发行股数 (百万股)	654
其中: 流通股 (百万股)	654
主要股东 (持股比例)	华润东阿阿胶有限公司 (23.14%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[东阿阿胶]	+5.19	-6.63	-18.53	-11.38
[沪深300指数]	+1.85	+1.62	+7.25	+8.79
[沪深300医药]	+0.76	-5.31	-6.52	-8.77

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

近来事件

2011-4-20 2011年1季度业绩发布

2010 年报业绩基本符合预期:

2010 年公司实现收入 24.64 亿元, 同比增长 18%; 实现净利润 5.82 亿元, 折合 EPS0.89 元, 同比增长 49%, 基本符合预期。公司拟每股派发现金红利 0.30 元 (含税)。同时预告 1 季报: 阿胶提价后推动净利润同比增长 50%~100%。

评论:

阿胶产品未来仍有提价空间。报告期阿胶系列取得收入 18 亿元, 同比增长 23%。近几年国内驴存栏量持续下降 (见图表 2), 给上游原材料供应和成本带来压力。公司坚持价值回归, 不断提升产品价格 (见图表 1), 分别在 2010 年 1 月、5 月和 10 月上调主要产品阿胶块价格 20%、5% 和 10%, 提升全年毛利率 2.4pp。公司今年 1 月份产品提价 60%, 考虑到未来国内驴存栏量仍会持续下降, 未来阿胶产品仍有提价空间。

阿胶市场保持快速增长。公司明确针对“补血、滋补、美容”三大市场, 采用文化营销, 并大力拓展直营连锁业务, 开发电视购物、B2C 网络等新渠道。在保持传统地域市场稳定增长的同时, 努力开发西南等新市场 (见图表 3)。报告期西南地区收入同比上升 40%, 国内阿胶市场未来有望保持快速增长。

发展趋势:

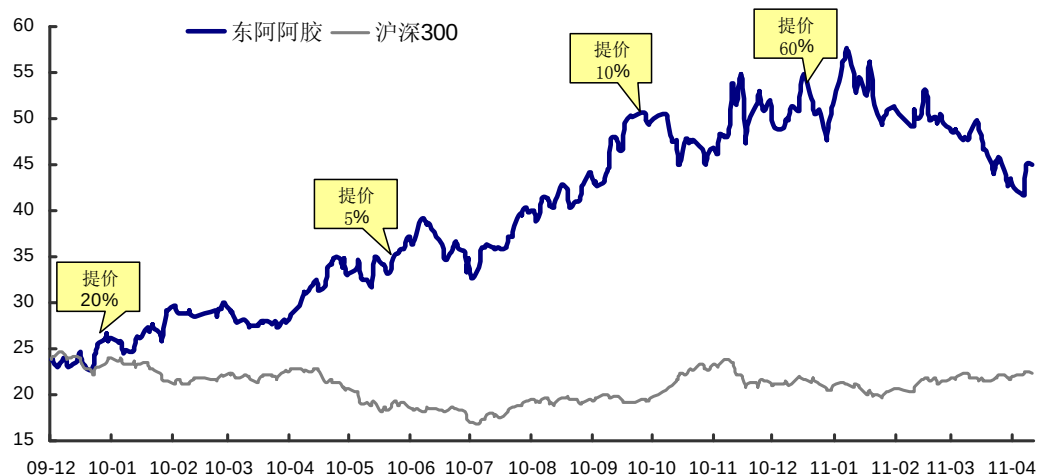
作为传统保健品的龙头企业, 近几年公司受益于国内消费升级, 发展加速。在保持产品质量高标准的同时, 建立并推动产品质量标准体系, 打击假冒产品, 宣传产品文化。维护并推动了阿胶市场增长。短期内公司提价后, 渠道内库存消化可能对 2、3 季度产生一定影响。当前阿胶收入不到 20 亿元, 国内保健品市场规模超过 1000 亿元, 未来成长空间巨大。

盈利预测、估值与建议:

我们维持 2011、2012 年 EPS 预期 1.52 元和 1.86 元, 对应当前 PE 分别是 29x 和 25x。公司股价在 1 月份产品提价后, 冲高回落, 1 季度调整幅度较大, 当前估值略低于市场平均水平, 而公司发展增速较高, 具备长期投资价值。维持“审慎推荐”评级。

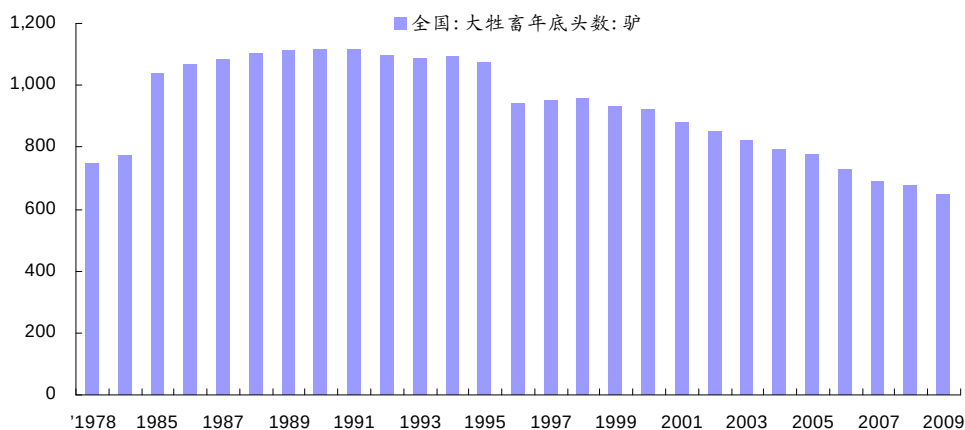
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 产品提价与公司股价表现



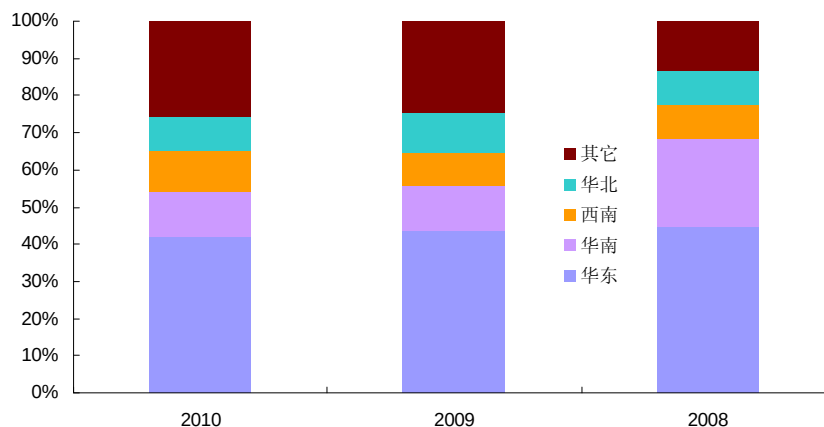
资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 2: 国内驴存栏量 (万头)



资料来源: wind, 中金公司研究部

图表 3: 公司产品地域分布趋势



资料来源: wind, 中金公司研究部

图表 4：业绩季度拆解分析

人民币 百万	2009A	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	1Q2010	2010H	1-3Q2010	2010A	CICC Comments
主营业务收入	2,079	636	607	533	687	636	1,244	1,776	2,464	收入累计同比增长19%，其中4季度收入同比增长8.7%，环比3季度上涨29%。
同比增长率	23.3%	59.2%	18.8%	-0.5%	8.7%	59.2%	36.5%	22.8%	18.5%	
环比增长率		0.6%	-4.5%	-12.3%	29.0%	0.6%				
主营业务成本	1,062	305	286	277	241	305	591	868	1,109	毛利率累计同比上升6pp，主要源于提价，4季度环比上升6.4pp。
成本率	51.1%	48.0%	47.1%	52.0%	35.0%	48.0%	47.5%	48.9%	45.0%	
主营业务税金及附加	18	6	6	4	8	6	12	15	23	
主营业务利润	999	325	315	252	439	325	641	893	1,332	毛利润率累计同比上升6pp，主要源于提价，4季度环比上升6.4pp。
毛利率	48.0%	51.1%	51.9%	47.4%	63.8%	51.1%	51.5%	50.3%	54.0%	
同比增长率	21.3%	86.9%	49.8%	6.5%	16.2%	86.9%	66.6%	43.7%	33.3%	
其他业务利润	-	-	-	-	-	-	-	-	-	营业费率累计上升1.3pp，4季度营业费率环比上升4.8pp。
营业费用	378	86	107	112	177	86	192	304	482	
营业费用率	18.2%	13.4%	17.6%	21.0%	25.8%	13.4%	15.5%	17.1%	19.5%	
管理费用	174	45	47	32	84	45	92	124	207	管理费率累计同比持平，4季度占全年达到41%。
管理费用率	8.4%	7.1%	7.8%	5.9%	12.2%	7.1%	7.4%	7.0%	8.4%	
财务费用	-16	-5	-6	-2	-7	-5	-11	-14	-21	
营业利润	464	200	168	111	185	200	367	478	664	利息收入大幅上升源于账面现金大幅上升
营业利润率	22.3%	31.4%	27.6%	20.8%	27.0%	31.4%	29.5%	26.9%	26.9%	
同比增长率	34.3%	119.8%	66.0%	4.8%	11.4%	119.8%	91.5%	60.6%	43.0%	
环比增长率		20.2%	-16.2%	-33.7%	66.9%	20.2%				营业利润率累计同比上升4.6pp，4季度利润环比上升67%。
投资收益	6	-	-0	26	14	-	-0	26.21	39.92	
补贴收益	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
营业外收入	5	1	1	1	3	1	2	3	6	收益源于处置长期投资及理财收益增加
营业外支出	3	0	0	0	1	0	0	1	2	
税前利润	473	201	166	138	196	201	367	505	701	
税前利润率	22.8%	31.6%	27.3%	26.0%	28.5%	31.6%	29.5%	28.4%	28.5%	实际所得税率上升1.3pp。
同比增长率	38.2%	119.2%	67.5%	30.3%	11.0%	119.2%	92.4%	70.1%	48.1%	
所得税	66	31	25	21	30	31	56	77	107	
有效税率	14.0%	15.3%	15.1%	15.0%	15.5%	15.3%	15.2%	15.2%	15.3%	净利润率同比上升4.7pp，4季度净利润环比上升41%
少数股东权益	15	3	3	3	3	3	6	8	12	
净利润	392	167	138	115	162	167	305	420	582	
净利润率	18.9%	26.3%	22.7%	21.6%	23.6%	26.3%	24.5%	23.6%	23.6%	
同比增长率	36.0%	119.9%	66.6%	38.3%	8.0%	119.9%	92.1%	73.6%	48.5%	
环比增长率		11.2%	-17.3%	-16.8%	41.2%	11.2%				
摊薄每股收益 (元)	0.60	0.26	0.21	0.18	0.25	0.26	0.47	0.64	0.89	

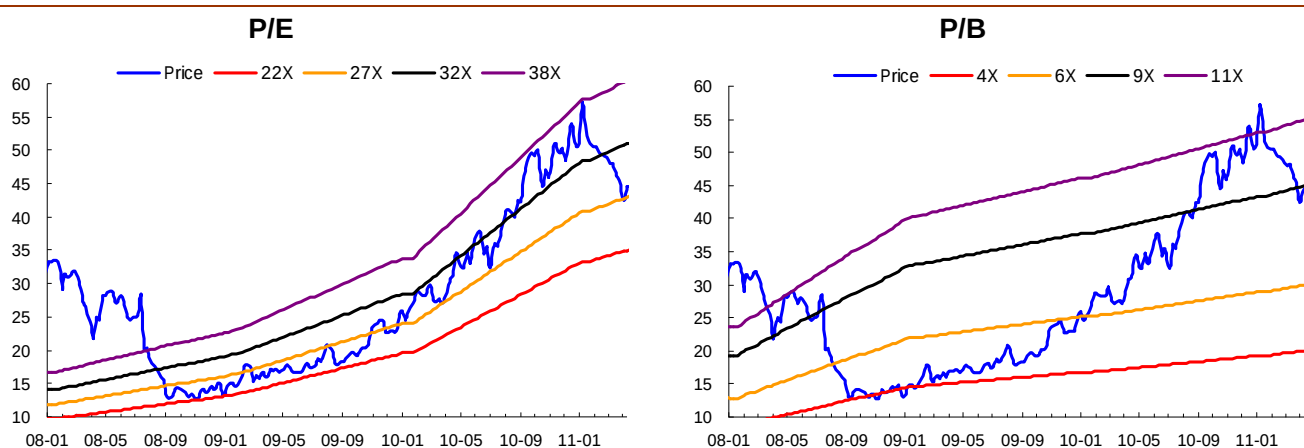
资料来源：WIND, 中金研究部

图表 5: 公司主要财务数据

单位: 人民币百万元	2009A	2010A	2011E	2012E		2009A	2010A	2011E	2012E
损益表					财务指标				
主营业务收入	2,079	2,464	3,235	3,826	成长性指标				
主营业务成本	-1,062	-1,109	-1,401	-1,636	主营业务收入增长率	23.3%	18.5%	31.3%	18.3%
主营业务利润	999	1,332	1,803	2,154	主营业务利润增长率	21.3%	33.3%	35.4%	19.4%
营业费用	-378	-482	-469	-547	净利润增长率	36.0%	48.5%	70.3%	22.4%
管理费用	-174	-207	-226	-264	盈利性指标				
财务费用	16	21	23	29	毛利率	48.0%	54.0%	55.7%	56.3%
营业利润	464	664	1,131	1,372	三项费用	25.7%	27.1%	20.8%	20.4%
税前利润	473	701	1,181	1,442	息税前利润率	22.3%	26.9%	35.0%	35.9%
净利润	392	582	992	1,214	净利润率	18.9%	23.6%	30.7%	31.7%
现金流量表					收益率指标				
经营活动现金流	813	636	969	1,131	资产收益率	12.6%	16.2%	24.2%	25.5%
营运资本的增加	277	-772	-76	-140	净资产收益率	16.4%	21.2%	31.4%	33.1%
投资活动现金流	-134	-1,259	-50	-50	营运效率性指标				
资本支出	-120	-50	-50	-50	应收帐款回收期(天)	23	17	17	17
自由现金流	693	586	919	1,081	存货周转期(天)	52	47	47	47
融资活动现金流	597	-216	-578	-706	资产结构				
货币资金增加额	1,275	-839	342	374	净债务/所有者权益	净现金	净现金	净现金	净现金
资产负债表					资产负债率	21.1%	21.7%	22.6%	22.3%
货币资金	1,974	1,133	1,475	1,849	流动比率	3.99	3.48	3.49	3.67
应收款项	180	154	152	179	速动比例	3.66	3.21	3.28	3.46
存货	203	194	184	214	估值指标				
固定资产	388	484	403	407	摊薄每股收益(元)	0.60	0.89	1.52	1.86
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(元)	1.24	0.97	1.48	1.73
应付款项	404	568	718	838	市盈率	74.4	50.1	29.4	24.0
股东权益	2,390	2,743	3,156	3,661	市净率	12.2	10.6	9.2	8.0
总资产	3,117	3,598	4,099	4,750	现金分红收益率	0.8%	0.8%	2.0%	2.4%
					EV/EBITDA	58.5	41.5	24.9	20.6

资料来源: WIND, 中金研究部

图表 6: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: WIND, 中金研究部

图表 7: 可比公司估值表 (2011-4-11)

公司名称	代码	收盘价	总市值	每股收益(元)				P/E				EV/EBITDA		股息收益率	净资产收益率		P/B
		2011-4-11	(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2009A	2009A	2010E	LTM
大宗原料药——中值			5,219					79x	48x	36x	24x	30x	22	0.2%	15%	10%	5.7x
云南白药	000538	55.25	38,358	0.87	1.33	1.79	2.37	64x	41x	31x	23x	9x	7	0.4%	18%	21%	8.8x
同仁堂	600085	37.88	19,729	0.55	0.62	0.77	0.94	69x	61x	49x	40x	6x	6	0.6%	10%	10%	6.3x
广州药业	600332	19.43	11,483	0.26	0.32	0.43	0.52	75x	61x	45x	37x	3x	3	0.3%	7%	8%	4.6x
东阿阿胶	000423	44.62	29,182	0.60	0.93	1.52	1.86	74x	48x	29x	24x	15x	13	0.8%	21%	32%	15.1x
片仔癀	600436	60.57	8,480	0.93	1.38	1.62	2.06	65x	44x	37x	29x	10x	9	0.8%	17%	22%	9.7x
康美药业	600518	13.67	30,056	0.23	0.35	0.55	0.81	60x	39x	25x	17x	32x	112	0.3%	14%	2%	0.7x
贵州百灵	002424	35.35	8,314	0.47	0.67	0.96	1.32	74x	53x	37x	27x	49x	31	0.0%	35%	18%	4.5x
中恒集团	600252	32.27	17,615	0.23	0.79	1.76	2.27	140x	41x	18x	14x	31x	17	0.0%	25%	32%	15.9x
马应龙	600993	38.56	6,393	1.09	0.99	1.17	1.52	35x	39x	33x	25x	31x	28	0.8%	21%	15%	6.3x
中新药业	600329	13.48	7,270	0.35	0.42	0.47	0.60	39x	32x	29x	22x	19x	18	0.0%	19%	15%	5.7x
品牌中药——中值			8,397					64x	41x	30x	24x	30x	18	0.6%	16%	12%	7.3x
天士力	600535	38.32	19,789	0.61	0.87	1.13	1.39	62x	44x	34x	28x	10x	9	1.0%	16%	20%	9.0x
康缘药业	600557	15.79	6,563	0.39	0.45	0.60	0.82	41x	35x	26x	19x	27x	20	0.9%	16%	15%	5.1x
武汉健民	600976	20.48	3,142	0.32	0.47	0.61	0.73	64x	44x	34x	28x	33x	24	0.7%	6%	9%	3.9x
昆明制药	600422	13.33	4,188	0.19	0.27	0.43	0.68	72x	50x	31x	20x	28x	21	0.4%	9%	12%	5.9x
上海凯宝	300039	38.48	6,748	0.39	0.79	1.15	1.59	98x	49x	33x	24x	43x	28	0.8%	11%	9%	5.6x
桂林三金	002275	22.65	10,283	0.68	0.68	0.71	0.93	33x	33x	32x	24x			2.4%	24%	15%	5.9x
仁和药业	000650	18.78	7,891	0.39	0.55	0.73	0.91	48x	34x	26x	21x	24x	19	1.6%	28%	23%	8.8x
江中药业	600750	28.82	8,967	0.65	0.84	1.06	1.36	45x	34x	27x	21x	26x		1.0%	20%	21%	8.0x
现代中药——中值			5,012					60x	44x	31x	24x	31x	21	0.6%	16%	12%	5.4x
化学制剂药——中值			5,738					58x	41x	31x	23x	32x	23	0.0%	23%	15%	5.3x
生物制药——中值			8,142					57x	44x	32x	28x	29x	22	0.2%	19%	19%	9.8x
医疗服务——中值			6,178					117x	67x	48x	34x	43x	32	0.5%	12%	10%	9.7x
医疗器械——中值			3,979					83x	63x	44x	31x	46x	32	0.3%	15%	11%	4.9x
综合性制药企业——中值			12,103					30x	24x	21x	18x	18x	16	0.5%	16%	15%	4.0x
医药商业——中值			5,762					68x	54x	39x	32x	35x	14	0.0%	11%	6%	5.8x
全行业——中值			6,464					63x	43x	31x	24x	30x	22	0.3%	16%	13%	5.5x

资料来源: WIND, 中金研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测12个月之内绝对收益20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~-10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED