

东阿阿胶（000423）：价格限制解除，未来发展更加灵活 增持（维持）

医药行业/中药

当前股价：44.62 元

报告日期：2011 年 4 月 12 日

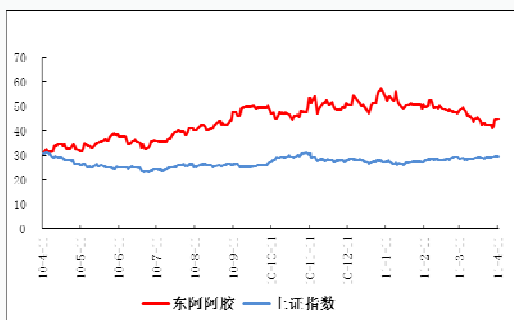
主要财务指标（单位：百万元）

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	2090	2464	3472	4303
(+/-)	23.97%	17.88%	40.93%	23.94%
营业利润	470	697	856	1110
(+/-)	37.11%	48.21%	22.78%	29.69%
归属于母公司 的净利润	392	582	710	921
(+/-)	36.39%	48.72%	21.99%	29.69%
每股收益（元）	0.60	0.89	1.09	1.41
市盈率（倍）	75	50	41	32

公司基本情况（2010 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	65,402/65,378
流通市值（亿元）	291.72
每股净资产（元）	4.19
资产负债率（%）	21.69

股价表现（最近一年）



证券分析师 彭晓
执业证书编号：A0140511010008
010-66045453 pengx@txsec.com
联系人：吴春莉
010-66045615 wuc@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年，公司实现主营业务收入 24.64 亿元，同比上涨 17.88%；主营业务利润 6.97 亿元，同比上涨 48.21%；归属于母公司净利润 5.82 亿元，同比上涨 48.72%；基本每股收益 0.89 元；分配预案为每 10 股派发现金红利 3.00 元（含税）。
- 主打产品高速增长，毛利率大幅提高。**本报告期内主打产品阿胶系列价量齐升，实现销售收入 18.02 亿元，同比增长 32.27%。驴皮的存栏量以及东阿阿胶市场定位，使得阿胶出现供不应求的局面，促使东阿阿胶一年之内三次提高阿胶块出厂价，累计涨幅达 38.65%。阿胶产品的高速增长使得其收入占比较同期增长 12.47 个百分点达 73.37%，致使公司综合毛利率上升了 6.14 个百分点达 54.99%。
- 阿胶行政管制消除，阿胶产品价格弹性提高。**今年年初山东省取消对阿胶产品定价限制，公司阿胶产品再度提价，提高阿胶块出厂价不高于 60%。我们认为公司频繁提价一方面是应对自身日益高涨的成本；另一方面从战略上，公司也希望通过价格，打造阿胶产品的高端形象，促使其价值回归。公司根据阿胶产品特性，直接定位于抗疲劳、抗缺氧、补血养颜等方面的保健佳品，定位精准，初步形成了以阿胶为中心，通过“药品—保健品—食品”逐步向大消费领域延伸的战略格局，产品延展性强，因此我们初步估计未来两年阿胶产品仍可保持 20%左右的增幅。
- 渠道控制能力强，一季度再创佳绩。**至今年 1 月份公司再次上调阿胶块出厂价以来，一季度再创佳绩，同比增长 50%—100%，充分显示出了市场对阿胶产品的认可度及承受力，另一方面公司控制代理商库存，避免代理商囤货，使公司的价格策略得到较好的执行，也是业绩增长的原因。同时我们也要注意，公司在第一季度旺销期间提价，横跨春节消费高峰，消费刚性需求导致业绩高涨并不具有连续性，因此我们更多还是看好由阿胶产品衍生产品在市场各层级中的定位。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2011—2012 年的 EPS 为 1.09 元、1.41 元，根据 10 日收盘价 44.62 元计算，对应动态市盈率为 41 倍、32 倍，我们看好公司对产品所具有的

独立定价能力以及公司建立“保健品—食品”的大消费发展战略定位，维持公司“增持”的投资评级。

- **风险提示。**1) 提价幅度较高，短期内造成销量下降；2) 阿胶衍生产品同质化、竞争加剧的风险。

图表 东阿阿胶盈利预测（万元）

	2009	2010	2011E	2012E
营业收入	209,012	246,378	347,209	430,333
增长率(%)	23.97%	17.88%	40.93%	23.94%
减：营业成本	106,917	110,887	162,240	192,187
毛利率(%)	48.85%	54.99%	53.27%	55.34%
减：营业税金及附加	1,818	2,329	2,352	2,375
销售费用	37,868	48,151	65,970	81,763
管理费用	17,684	20,726	31,249	38,730
财务费用	-1,634	-2,086	-174	4,303
期间费用率	26%	27%	28%	29%
资产减值损失	-46	666	0	0
加：公允价值变动净收益	621	3,992	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	47,026	69,697	85,572	110,974
增长率(%)	37.11%	48.21%	22.78%	29.69%
加：营业外收入	513	571	0	0
减：营业外支出	253	163	0	0
利润总额	47,287	70,105	85,572	110,974
增长率(%)	38.55%	48.25%	22.06%	29.69%
利润率(%)	22.62%	28.45%	24.65%	25.79%
减：所得税	6,643	10,693	12,836	16,646
实际税负比率(%)	14.05%	15.25%	15.00%	15.00%
净利润	40,644	59,412	72,736	94,328
归属于母公司所有者净利	39,150	58,222	71,025	92,109
增长率(%)	36.39%	48.72%	21.99%	29.69%
净利润率(%)	18.73%	23.63%	20.46%	21.40%
少数股东损益	1,494	1,189	1,711	2,219
总股本（万股）	65,402	65,402	65,402	65,402
每股收益（元）	0.60	0.89	1.09	1.41

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518040