

2011 年 4 月 13 日

东阿阿胶

价升量跌，阿胶价值回归的第一步

A
买入

000423.SZ - 人民币 44.70

目标价格: 人民币 58.14 (▼64.45)

胡文洲, CFA*

(8621) 6860 4866 分机 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对(%)	(13)	(7)	(15)	40
相对新华富时 A50 指数(%)	(20)	(11)	(21)	48

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	654
流通股(%)	77
流通股市值(人民币 百万)	22,510
3 个月日均交易额(人民币 百万)	369
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
华润东阿阿胶有限公司	23

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

* 焦阳是本报重大贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

2010 年公司实现主营业务收入 24.6 亿元, 同比增长 18.5%, 净利润 5.8 亿元, 同比增长 48.5%, 每股收益 0.89 元, 每股经营现金流为 0.97 元, 业绩略低于我们的预期。我们认为阿胶块价升量跌现象或将短期持续, 长期来看阿胶块市场需求空间仍然很大。为此, 我们调整公司 11-13 年的盈利预测至 1.453、1.978、2.577 元, 并将目标价小幅下调至 58.14 元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 受阿胶块持续提价的影响, 公司整体毛利率由 48.9% 提高至 55.0%, 净资产收益率提高 2 个百分点至 22.7%。
- 目前阿胶块价升量跌的销售状况或将短期持续, 当消费群体重建完成之后, 市场需求将重新被激发。
- 2011 年一季度业绩预增 50%-100%, 主要是由阿胶块的提价所支撑。

影响评级的主要风险

- 阿胶块提价引发客户群体重建, 这将考验公司市场营销工作。
- 阿胶块提价使得竞争对手的生存空间有所好转, 公司面临的市场竞争可能会加剧。

估值

- 我们调整公司 2011-13 年的盈利预测至 1.453、1.978、2.577 元, 并将目标价由 64.45 元下调至 58.14 元, 相当于 40 倍 2011 年市盈率, 维持买入评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	2,079	2,464	3,201	4,080	5,151
变动(%)	23	19	30	27	26
净利润(人民币 百万)	392	582	951	1,294	1,685
全面摊薄每股收益(人民币)	0.600	0.890	1.453	1.978	2.577
变动(%)	9.4	48.5	63.3	36.1	30.3
先前预测每股收益(人民币)	-	-	1.611	2.298	-
调整幅度(%)	-	-	(9.8)	(13.9)	NA
全面摊薄市盈率(倍)	74.6	50.2	30.8	22.6	17.3
每股现金流量(人民币)	1.24	0.97	1.46	1.97	2.57
价格/每股现金流量(倍)	36.0	46.0	30.6	22.6	17.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	55.3	40.7	24.2	17.2	12.6
每股股息(人民币)	0.350	0.300	0.509	0.692	0.902
股息率(%)	0.8	0.7	1.1	1.5	2.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

净利润增长 48.7%，盈利质量良好

2010 年公司实现主营业务收入 24.6 亿元，同比增长 18.5%，净利润 5.8 亿元，同比增长 48.5%，每股收益 0.89 元，略低于我们的预期。公司每股经营现金流为 0.97 元，自 2006 年以来已连续 5 年高于同期每股收益，显示了良好的盈利质量。

图表 2. 业绩摘要

(人民币, 百万)	2009 年	2010 年	同比变动%
营业收入	2,079.1	2,463.8	18.5
营业成本	(1,062.3)	(1,108.9)	4.4
营业税	(17.9)	(23.3)	30.1
毛利润	998.9	1,331.6	33.3
销售费用	(377.5)	(481.5)	27.5
管理费用	(173.7)	(207.3)	19.3
营业利润	447.7	642.9	43.6
投资收益	6.2	39.9	542.6
财务费用	16.5	20.9	26.8
营业外收入	5.1	5.7	11.3
营业外支出	(2.5)	(1.6)	(35.3)
税前利润	473.4	701.0	48.1
所得税	(66.4)	(106.9)	61.1
少数股东权益	(14.9)	(11.9)	(20.4)
归属上市公司股东净利润	392.1	582.2	48.5
主要比率(%)			
毛利率	48.9	55.0	
经营利润率	21.5	26.1	
净利率	18.9	23.6	

资料来源：公司数据

受阿胶块持续提价的影响，公司整体毛利率由 48.9%提高至 55.0%，进而导致利润增速高于收入增速 30 个百分点，净资产收益率提高 2 个百分点至 22.7%。

公司整体费用率控制良好，销售费用率和管理费用率分别上升了 1.4 和 0.05 个百分点，达到 19.5%和 8.4%，保持在历史上较低的水平。

同时公司公告 2011 年一季度业绩预增 50%-100%。

阿胶及系列销售增长 42.7%是公司业绩核心推动力

2010 年公司阿胶及系列产品销售收入达到 18.0 亿元，同比上升 42.7%，考虑到合并口径中首次包含了保健食品，我们预计扣除该影响后阿胶及系列销售收入增长约为 25-30%，其中阿胶块增长约为 40%，阿胶浆增长约为 15%。

阿胶块：2010 年阿胶块共有 4 次提价，假设全年销售量及各季度分布较 2009 年无变化，则全年平均售价较 2009 年应有 55% 左右的增长。从公司报表情况可以看出，下半年阿胶块的销售量可能发生了 15% 左右的负增长，一方面是由于提价导致，另一方面也可能是由四季度公司主动控货以清理渠道库存所导致。我们预计 2011 年初提价 60% 后，阿胶块上半年的销售量可能出现 20% 左右的下滑，随着公司市场推广的逐渐显效、消费者对价格逐渐接受以及四季度销售旺季的到来，下半年的销售有望企稳，全年阿胶块的销量下降幅度约为 15%。

阿胶浆：我们估计 2010 年阿胶浆的增长约为 15%，考虑到 2010 年 6 月公司曾上调阿胶浆出厂价约 5%，我们认为阿胶浆的整体销量增长约为 10%。阿胶浆是补血类药品市场中的历史悠久的老产品，其确切的疗效已深得消费者的认同，但渠道的作用仍非常重要。然而，老产品的渠道推广模式和激励机制相对较为固定，虽能帮助产品保持平稳增长，但却可能成为其新的市场推广模式的阻力，进而妨碍产品销售的快速增长。我们看好公司在阿胶浆市场推广方面的投入力度，预计未来阿胶浆的销售将保持 25-30% 的增长。

保健食品：我们估计 2010 年保健食品的销售增长约为 100%，这主要得益于公司的市场推广力度。同时公司的 B2C 电子商务网站为公司的产品销售提供了新的渠道，并拓展了年轻人的市场，有力地促进了公司保健食品的销售。我们预计公司未来保健食品的销售将继续保持 50% 以上的增长。

出售部分非核心业务获得一次性收益，购买理财提高资金使用效益

2010 年公司的投资收益为 0.40 亿元，同比增长 542.5%，其中转让博奥生物、鸿元控股、阿华贸易三家公司的股权共获得 0.18 亿元，投资理财产品获得投资收益约为 0.19 亿元。我们认为随着公司自有短期闲置资金量的增加，未来一年投资理财产品所获投资收益将有所增加。

阿胶块价升量跌现象或将短期持续，长期来看阿胶块市场需求空间巨大

从目前的情况来看，2011 年初阿胶块提价 60% 将抑制一部分阿胶块的市场需求，进而对公司的短期业绩产生一定的影响。但是，无论从产品本身或是消费者心理的角度来分析，阿胶块的产期市场需求依然非常稳固。

首先，阿胶块属于老品种、大品牌，无论质量还是疗效都非常有保障。阿胶最早创于西汉，成书于东汉的《神农本草经》已有记载。阿胶滋阴养血，补肺润燥，历经 2,000 多年的使用，疗效非常确切。同时公司是阿胶生产的第一大品牌，生产工艺和产品质量都非常有保障。对于气虚血虚的患者，服用阿胶块的效果通常远好于其他同类滋补品；同时考虑到目前食品药品安全事件频发的情况，购买大品牌的阿胶产品也是相对明智的选择。从长期的角度来看，阿胶块的目标消费群体非常稳固。

其次，阿胶块的相对价格并不高。目前，阿胶块的终端售价为 750 元/500g，以推荐服用计量 3-9g/天计算，日服用费用为 4.5-13.5 元，显著低于人参、海参、虫草等同类滋补品，是相对经济的滋补品。

图表 3. 滋补品价格对比

	日服用量	单位售价	日服用费用
阿胶块	3-9 克	1.5 元/克	4.5-13.5 元
海参	1-2 只	30-60 元/只 (80-120 头淡干)	60-120 元
虫草	1-2 根	25-50 元/条 (3-4 条/克)	25-100 元

资料来源：中银国际研究

再次，CPI 的节节上涨也使得阿胶块的提价变得易为消费者所接受。现阶段阿胶块销售量的下降很大程度上是由于部分消费者对提价心理上的不接受所导致。要改变这种心理上的不接受需要一段时间，而目前人们所感受到的物价普遍快速上涨有助于缩短消费者心理转变的时间。

最后，阿胶块的提价将引发消费群体的部分重建，为阿胶块提价后的放量打造基础。以前阿胶块的产品定位偏低，宣传力度不大，对较为高端的消费者吸引力不强。但阿胶块无论从产品的功效或是稀缺性的角度来看，阿胶块确实具有高端消费品的特点，只是由于原有的价格管制使得其仅在价格一项无法与高端消费品接轨。参考酒类产品以及同为滋补品的虫草、海参的发展历程，我们认为大幅提价以重建消费群体对于阿胶行业发展的意义是战略性的。同时，在消费群体重建完成之后，由于新的消费群体经济实力较好，自我保健意识较强，这终将使得未来阿胶块的需求量大幅度增长。

调低盈利预测，维持买入评级

我们小幅下调公司 2011-2012 年的盈利预测至 1.453、1.978 元（原预测为 1.611、2.298 元），预测 2013 年每股收益 2.577 元，复合增长率超过 42%。公司未来 3 年的高速增长非常确定，参考目前可比中药类上市公司 2011 年 31.02-46.79 倍的市盈率，我们给予公司 40 倍 2011 年市盈率，将公司的目标价由 64.45 元调低至 58.14 元，维持买入评级。

图表 4. 中药类上市公司估值比较

公司简称	代码	总市值 (人民币, 亿元)	价格 (人民币, 元)	每股收益 (人民币)				市盈率 (倍)				10-13 年每股 收益复合 增长 (%)	净资产收益 (%)		
				2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E		2011E	2012E	2013E
云南白药	000538.SZ	384.62	55.40	1.33	1.78	2.34	3.01	40.52	31.02	23.65	18.34	31.21	22.52	23.61	23.96
片仔癀	600436.SS	84.57	60.41	1.39	1.51	1.86	2.33	49.03	39.99	32.63	26.01	18.86	19.70	20.03	19.65
武汉健民	600976.SS	30.99	20.20	0.47	0.66	0.86	1.04	41.67	31.14	23.89	19.73	30.48	11.50	13.75	14.10
天士力	600535.SS	193.92	37.55	0.87	1.11	1.40	1.86	46.22	34.42	27.39	20.60	28.74	18.04	19.45	19.40
同仁堂	600085.SS	194.06	37.26	0.66	0.81	1.00	1.15	58.41	46.79	37.72	32.88	20.47	11.37	12.64	12.95
平均		177.63	42.16	0.94	1.18	1.49	1.88	47.17	36.67	29.06	23.51	25.95	16.63	17.90	18.01
东阿阿胶	000423.SZ	292.35	44.70	0.89	1.45	1.98	2.58	50.21	30.75	22.60	17.35	42.51	30.46	32.52	33.21

资料来源：公司资料及中银国际研究

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	2,079	2,464	3,201	4,080	5,151
销售成本	(1,062)	(1,109)	(1,195)	(1,417)	(1,720)
运营费用	(525)	(664)	(875)	(1,127)	(1,435)
息税折旧前利润	492	690	1,131	1,536	1,996
折旧与摊销	(44)	(48)	(50)	(53)	(53)
营业利润(息税前利润)	448	643	1,081	1,483	1,943
净利息收入(费用)	16	21	24	26	29
其它盈利/(亏损)	9	37	27	27	27
税前利润	473	701	1,131	1,536	1,998
所得税	(66)	(107)	(173)	(234)	(305)
少数股东损益	(15)	(12)	(8)	(8)	(8)
净利润	392	582	951	1,294	1,685
核心净利润	389	584	947	1,290	1,682
每股收益(人民币)	0.600	0.890	1.453	1.978	2.577
核心每股收益(人民币)	0.596	0.894	1.448	1.973	2.572
每股股息(人民币)	0.350	0.300	0.509	0.692	0.902
收入增长(%)	23	19	30	27	26
息税前利润增长(%)	34	44	68	37	31
息税折旧前利润增长(%)	34	40	64	36	30
每股收益增长(%)	9	48	63	36	30
核心每股收益增长(%)	7	50	62	36	30

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	473	701	1,131	1,536	1,998
折旧与摊销	44	48	50	53	53
净利息费用	(16)	(21)	(24)	(26)	(29)
营运资本变动	368	27	(8)	(14)	(16)
支付所得税	0	0	0	0	0
其它经营现金流	(57)	(119)	(195)	(257)	(328)
经营活动产生的现金流	813	636	955	1,291	1,680
购建固定资产净额	(123)	(137)	(25)	(5)	(5)
投资减少/(增加)	3	1	(7)	0	0
其它投资现金流	(14)	(1,123)	23	23	23
投资活动产生的现金流	(134)	(1,259)	(9)	18	18
净股本增加	724	0	0	0	0
净负债增加	0	0	0	0	0
支付股息	(84)	(229)	(196)	(333)	(453)
其它筹资现金流	(43)	13	24	26	29
筹资活动产生的现金流	597	(216)	(173)	(307)	(424)
现金余额变动	1,275	(839)	773	1,002	1,274
年初现金	689	1,973	1,133	1,906	2,909
公司自由现金流	678	(623)	970	1,335	1,726
股权自由现金流	678	(623)	970	1,335	1,726

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及等价物	1,965	1,133	1,906	2,909	4,183
应收帐款	180	205	218	232	248
库存	203	194	194	194	194
其它流动资产	98	970	970	970	970
流动资产合计	2,445	2,502	3,288	4,305	5,594
固定资产	388	484	466	425	384
无形资产	126	129	128	121	114
其它长期资产	158	483	483	483	483
长期资产合计	672	1,096	1,078	1,030	982
总资产	3,117	3,598	4,365	5,335	6,575
应付账款	257	242	242	242	242
短期债	0	0	0	0	0
其它流动负债	356	476	476	476	476
流动负债合计	613	719	719	719	719
长期债	0	0	0	0	0
其它长期负债	45	62	67	67	67
股本	654	654	654	654	654
资本公积	1,736	2,089	2,844	3,805	5,037
股东权益	2,390	2,743	3,498	4,459	5,691
少数股东权益	70	74	82	91	99
负债权益总计	3,117	3,598	4,365	5,335	6,575
每股账面价值(人民币)	3.65	4.19	5.35	6.82	8.70
每股有形资产(人民币)	3.46	4.00	5.15	6.63	8.53
净负债/(现金)(人民币)	(3.00)	(1.73)	(2.91)	(4.45)	(6.40)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	23.7	28.0	35.3	37.6	38.8
息税前利润率	21.5	26.1	33.8	36.4	37.7
税前利润率	22.8	28.5	35.3	37.7	38.8
净利率	18.9	23.6	29.7	31.7	32.7
流动性(倍)					
流动比率	4.0	3.5	4.6	6.0	7.8
利息覆盖倍数	362.2	436.6	734.1	1,007.4	1,319.4
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	3.7	3.2	4.3	5.7	7.5
估值(倍)					
市盈率	74.6	50.2	30.8	22.6	17.3
核心业务市盈率	75.1	50.0	30.9	22.7	17.4
目标价对应核心业务市盈率	97.6	65.1	40.1	29.5	22.6
市净率	12.2	10.7	8.4	6.6	5.1
价格/现金流	36.0	46.0	30.6	22.6	17.4
企业价值/息税折旧前利润	55.3	40.7	24.2	17.2	12.6
周转率					
存货周转天数	67.6	65.3	59.2	49.9	41.1
应收帐款周转天数	49.6	28.5	24.1	20.1	17.0
应付帐款周转天数	39.7	37.0	27.6	21.7	17.2
回报率(%)					
股息支付率	58.4	33.7	35.0	35.0	35.0
净资产收益率	20.7	22.7	30.5	32.5	33.2
资产收益率	15.4	16.2	23.0	25.9	27.6
已运用资本收益率	23.8	25.2	34.6	37.2	38.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有本报告评论的上市公司股份未达到/或超过该上市公司已发行股份的1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371