



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

公司动态
证券研究报告

2011年6月29日

医疗保健

研究部

孙亮

分析员, SAC 执业证书编号: S0080208030080
sunl@cicc.com.cn

周峰

分析员, SAC 执业证书编号: S0080511030002
zhoupeak@cicc.com.cn

审慎推荐

东阿阿胶 (000423.SZ)

股东大会沟通纪要

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	2,079	2,464	2,969	3,758
(+/- %)	23.3%	18.5%	20.5%	26.6%
营业利润	464	664	1,008	1,340
(+/- %)	34.3%	43.0%	51.9%	32.9%
净利润	392	582	887	1,186
(+/- %)	36.0%	48.5%	52.4%	33.7%
EPS (元)	0.60	0.89	1.36	1.81
P/E	68.1	45.9	30.1	22.5
P/B	11.2	9.7	8.6	7.4
EV/EBITDA	53.5	37.9	25.4	19.3
ROE	16.4%	21.2%	28.5%	32.9%
现金分红收益率	0.9%	0.9%	1.9%	2.6%

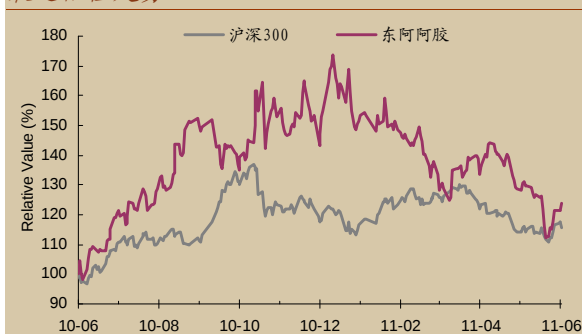
股票信息

	A股
当前股价	人民币 40.82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)	26,697
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]	+7.14	-3.84	-7.12	-18.93
[沪深300指数]	+4.56	+2.65	-7.56	-0.73
[沪深300医药]	+5.69	+1.46	-10.79	-16.96

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

股东大会会议纪要:

公司聘请麦肯锡进行了整体战略规划, 十二五期间将定位于中药保健品, 建设全产业链掌控型企业, 打造滋补健康第一品牌。调研显示目前有 86% 和 53% 的消费者把阿胶与“补血”和“滋补”联系起来。公司回归上品定位, 定位高端人群, 实施价格回归。同时公司实施产品多元化战略, 推出福字阿胶、喜字阿胶系列产品, 并介入膏方、饮片领域。

公司正在对销售渠道进行重建, 在现有基础上加强, 对客户进行调整, 渠道向五强流通企业 (国药、上药、北医、广药、九州通) 集中, 实施渠道扁平化战略, 申请网上销售资质。公司参与成立阿胶行业协会, 制定行业标准, 规范行业行为, 防范行业风险。

未来几年, 公司将在以下几个方面进行系统性的建设和规划: 2011 战略、2012 文化、2013 人才、2014 整合、2015 卓越, 为企业长期发展奠定基础。

2010 年, 阿胶块回款接近 10 亿元, 复方阿胶浆 6 亿元, 未来两个领域要实现双 20 亿元销售规模。到 2015 年, 争取在 OTC、保健品、医院三个领域实现比 5: 3: 2 销售结构目标。桃花姬原计划今年在日本销售 3600 万元, 由于地震事件影响销售推广受阻, 公司测算该产品在日本的潜在市场是 100 亿日元。

原料方面, 公司实施国内和国外双重战略。国内利用十年时间建设两个基地, 一方面收购基地结网 (掌握资源), 另外一方面养殖基地布局 (涵养资源)。国外积极在埃及、秘鲁、巴西等国家寻找培育驴皮资源。

关于阿胶的价格。1980-2011 期间, 茅台价格上涨 115 倍, 虫草上涨 799 倍, 而同期阿胶价格只上涨 49 倍。作为保健品, 阿胶每天只需要 9 元的消费金额, 目前价格远未体现内在价值, 如有机会公司还会继续回归。

启动阿胶产业园建设, 整个园区建成后可以达到 100 亿产值规模, 建设 5 个车间、9 个花园, 园区肩负工业旅游职能, 可以把旅游者转成消费者。

维持“审慎推荐”

年初提价 60% 后, 终端动销出现一定波动, 目前阿胶产品处于消费淡季, 渠道存货还需一定时间进行消化。我们向下修正 2011 年 2012 年的业绩预期至 1.36 元、1.81 元, 分别同比增长 52% 和 34%, 目前对应动态市盈率 30x 和 23x。前期股价调整已经反应了销售波动带来影响, 公司长期发展战略清晰, 维持“审慎推荐”。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

公司发展重点体现在四个方面、十大举措：

阿胶产品

- 1、继续推进阿胶价值回归：针对未来6个主要消费群体的价值诉求，从营销文化，产品设计，价格定位及销售渠道等方面捕捉、打动消费者，提升品牌价值。
- 2、深挖复方阿胶浆市场潜力：通过学术推广和营销活动提升品牌知名度，提高医院线销售团队生产力并加大推广力度。5月1日，公司向中国抗癌协会捐赠5000万阿胶产品（分五年，十个城市发放），针对治疗癌性
- 3、大力打造“桃花姬”“固元膏”以及“桃花姬”子品牌系统，增加研发和品牌营销投入，完善产品线，积极拓展商
- 4、培养其他3-5个高潜力保健品产品：根据市场需求对高潜力产品进行重新定位和新品开发。

渠道

- 5、拓展适合未来产品结构和目标消费者的渠道：在继续加强零售药店和医院渠道一推进OTC处方药销售同时，在重点城市建立品牌旗舰店一树立品牌形象，并以专卖店和店中店等多种形式，重点打造保健品。
- 6、建立电子商务平台：建立网络体系，改善网站设计和运营模式，建成一个品牌建设、产品销售和开发忠

原料

- 7、重点地区建立功能完善的驴养殖基地：在驴产量最高的15个地区，加快建立养驴基地。
- 8、以肉谋皮，开发高端旅游消费市场：与休闲食品公司进行战略合作，并借助华润集团五丰行专长，拉动
- 9、加大海外驴皮进口力度：针对墨西哥，巴基斯坦和巴西等资源丰富的国家加大进口力度。

业务拓展

- 10、围绕阿胶核心价值，拓展至阿胶之外的滋补、保健品市场，围绕核心目标人群和细分市场，拓宽外延式扩张路径，有选择的进入费阿胶的保健品细分市场。

Q&A

- ▶ 食品安全问题日益受重视，公司附近有个鲁西化工厂，对阿胶水和安全是否有影响？

公司一直重视水质，每5年做一次检验，日前山东水文站、水质检测大队做了为期1年半的检测，表明水质非常好。今年请中科院进行验证，完成后将进行宣布。鲁西化工厂已经有搬迁计划。

- ▶ 提价时机选择旺季过后，会不会造成需求萎缩效应叠加？出货量目前恢复到什么水平？产业园投入规划？

产业园投入4-5亿元，2013年底投产。

一次性提价60%造成终端动销缓慢的问题，首先公司认真面对，其次公司有充足的思想准备。对于阿胶行业，仅仅靠卖阿胶块去赚钱迟早造成资源枯竭。目前公司维持1500-2000吨的产胶量，如不解决原料问题，未来将严重影响供应。公司对于滞销问题并不担心，济南专卖店，1-3月份销售下降非常厉害，4月份基本恢复到正常。

- ▶ 阿胶从传统药品走向高端消费品，企业管理层是否感受到转型期的阵痛和不适应？

回归上品文化是公司未来的经营模式，公司聘请不同的职业经理来进行体系建设，阿胶商学院60班、70班、80班都相继开班，有助于形成一个管理团队传承体系。

- ▶ 公司走电视购物、网络渠道，是否跟走高端路线相悖，公司在高端路线上有何想法？阿胶原粉跟阿胶块的纯度是否相同？

阿胶原粉纯度高，推出后定价将比阿胶块贵20-50%。网上销售是麦肯锡的一个战略定位，目前无法评估评价。高端营销领域，九朝贡胶从几千元提到目前3.28万，今年冬至将提到11万元左右。

- ▶ 上游原料去年消耗多少？驴的养殖情况如何？

中药行业都面临资源短缺，驴皮也是发展瓶颈之一，阿胶块每年递减是必然趋势。每年生产1700吨阿胶，驴皮供应主要依托于农民的养殖利益之上，目前驴皮占一头驴总价值10%。驴养殖需要配合当地政府推出配套政策和技术支持。辽宁阜西地区驴资源复合增长5%，在新疆公司5年带动5亿元养驴产值。

- ▶ 公司的消费群体，对提价的敏感度如何？

公司定位高端，长期发展依赖于外围产品的开拓，公司出路在于围绕阿胶产品的衍生品放量。桃花姬等外围产品具备20亿元市场潜力。产品战略选择角度，公司以单克阿胶价值最大化为导向，小分子阿胶效价是普通阿胶的3倍。

- ▶ 未来提价有无具体目标？如何配置价格缓冲，出厂和终端之间的差距？明后年有无资本开支计划？

今年出厂价提高60%基于多种因素考虑。终端经营成本倒推大概占比25%，以前经销商价格倒推毛利23%，出现倒挂，经过提价目前毛利提升到35%左右，积极性有所提升。

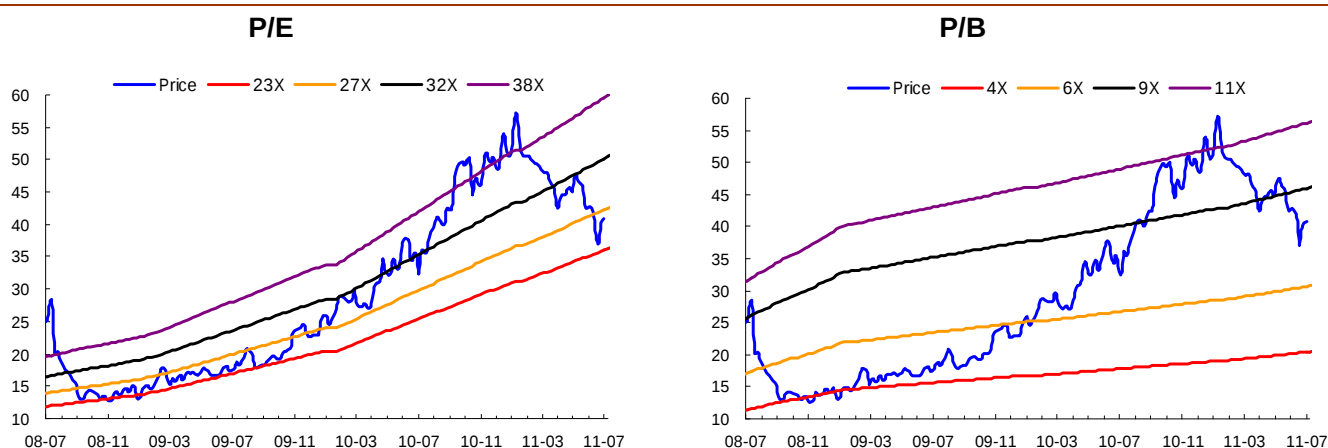
明后两年，主要投资是阿胶产业园，其他无投资计划。

图表 1: 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	2,969	3,758	成长性指标				
主营业务成本	-1,062	-1,109	-1,317	-1,615	主营业务收入增长率	23.3%	18.5%	20.5%	26.6%
主营业务利润	999	1,332	1,623	2,108	主营业务利润增长率	21.3%	33.3%	21.9%	29.9%
营业费用	-378	-482	-430	-537	净利润增长率	36.0%	48.5%	52.4%	33.7%
管理费用	-174	-207	-208	-259	盈利性指标				
财务费用	16	21	23	29	毛利率	48.0%	54.0%	54.7%	56.1%
营业利润	464	664	1,008	1,340	三项费用	25.7%	27.1%	20.7%	20.4%
税前利润	473	701	1,058	1,410	息税前利润率	22.3%	26.9%	34.0%	35.7%
净利润	392	582	887	1,186	净利率	18.9%	23.6%	29.9%	31.6%
现金流量表					收益率指标				
经营活动现金流	813	636	917	1,065	资产收益率	12.6%	16.2%	22.1%	25.3%
营运资本的增加	277	-772	-25	-179	净资产收益率	16.4%	21.2%	28.5%	32.9%
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	867	1,015	存货周转期(天)	52	47	47	47
融资活动现金流	597	-216	-517	-691	资产结构				
货币资金增加额	1,275	-839	350	324	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%	21.9%	22.4%
货币资金	1,974	1,133	1,483	1,808	流动比率	3.99	3.48	3.58	3.65
应收款项	180	154	139	176	速动比例	3.66	3.21	3.38	3.44
存货	203	194	173	212	估值指标				
固定资产	388	484	403	407	摊薄每股收益(元)	0.60	0.89	1.36	1.81
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(元)	1.24	0.97	1.40	1.63
应付款项	404	568	675	827	市盈率	68.1	45.9	30.1	22.5
股东权益	2,390	2,743	3,113	3,607	市净率	11.2	9.7	8.6	7.4
总资产	3,117	3,598	4,008	4,683	现金分红收益率	0.9%	0.9%	1.9%	2.6%
					EV/ EBITDA	53.5	37.9	25.4	19.3

资料来源: Wind, 中金研究部

图表 2: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: Wind, 中金研究部

图表 3：可比公司估值表（2011-6-29）

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		PEG	Growth
		2011-6-29	(百万元)	LTM	2011E	2012E	LTM	2011E	2012E	2010A	2011E	2010A	LTM	2011E	LTM	2011E	2011E	2010-2012E
大宗原料药——中值			4,502				37x	28x	20x	28x	18	0.4%	7.4%	12%	4.0x	2.9	0.52	50%
云南白药	000538	56.90	39,504	1.42	1.79	2.37	40x	32x	24x	38x	7	0.2%	21%	23%	8.5x	7.3	0.95	33%
同仁堂	600085	35.43	18,453	0.69	0.77	0.94	51x	46x	38x	29x	6	0.0%	8%	12%	4.2x	5.5	2.34	20%
广州药业	600332	15.61	9,226	0.35	0.43	0.52	44x	36x	30x	25x	3	0.0%	8%	10%	3.4x	3.5	1.38	26%
东阿阿胶	000423	40.82	26,697	1.05	1.36	1.81	39x	30x	23x	37x	12	0.0%	22%	40%	8.6x	12.0	0.70	43%
片仔癀	600436	62.44	8,742	1.61	1.62	2.06	39x	38x	30x	35x	9	1.1%	20%	23%	7.7x	8.7	1.77	22%
康美药业	600518	13.13	28,869	0.34	0.55	0.81	38x	24x	16x	30x	110	0.4%	9%	3%	3.4x	0.6	0.41	58%
贵州百灵	002424	36.75	8,644	0.62	0.96	1.32	60x	38x	28x	43x	35	0.0%	8%	12%	4.6x	4.1	0.95	40%
中恒集团	600252	18.50	20,197	0.35	1.76	2.27	52x	11x	8x	40x	18	0.4%	25%	42%	13.4x	4.5	0.07	149%
马应龙	600993	18.90	6,267	0.38	0.57	0.72	49x	33x	26x	38x	28	0.3%	11%	15%	5.3x	2.9	0.83	40%
中新药业	600329	11.97	6,456	0.40	0.47	0.60	30x	25x	20x	16x	17	0.0%	14%	14%	4.0x	4.0	1.10	23%
品牌中药——中值			8,644				40x	31x	23x	35x	18	0.3%	11%	14%	4.9x	3.8	0.91	33%
天士力	600535	40.45	20,889	1.05	1.37	1.39	38x	30x	29x	30x	10	1.5%	15%	29%	5.8x	8.7	1.12	26%
康缘药业	600557	13.70	5,798	0.45	0.60	0.82	30x	23x	17x	25x	18	0.4%	15%	17%	4.5x	3.9	0.59	39%
武汉健民	600976	18.91	2,901	0.47	0.61	0.73	40x	31x	26x	29x	21	1.6%	8%	12%	3.4x	3.2	1.23	25%
昆明制药	600422	11.25	3,534	0.29	0.43	0.68	39x	26x	17x	24x	18	1.3%	11%	16%	4.2x	4.4	0.45	58%
上海凯宝	300039	24.39	6,416	0.55	0.77	1.06	45x	32x	23x	44x	27	1.6%	11%	12%	5.0x	2.0	0.63	50%
桂林三金	002275	15.95	9,414	0.44	0.55	0.71	36x	29x	22x	28x		1.4%	14%	15%	5.1x	3.4		
仁和药业	000650	14.19	8,943	0.38	0.50	0.63	37x	28x	22x	28x	22	0.4%	24%	26%	9.0x	4.3	0.82	35%
江中药业	600750	24.24	7,542	0.84	1.01	1.35	29x	24x	18x	20x		1.2%	14%	16%	4.1x	3.8	0.89	27%
现代中药——中值			3,673				38x	28x	22x	30x	20	0.4%	11%	14%	4.1x	3.6	0.76	36%
化学制剂药——中值			4,401				38x	27x	20x	31x	20	0.8%	11%	13%	3.9x	4.0	0.81	33%
生物制剂——中值			6,429				37x	23x	19x	25x	20	0.6%	14%	17%	4.7x	4.8	0.87	29%
医疗服务——中值			5,528				59x	43x	30x	33x	28	0.2%	14%	17%	7.9x	7.0	1.01	43%
医疗器械——中值			3,409				51x	34x	25x	47x	29	0.8%	9%	12%	4.6x	3.7	0.66	38%
综合性制药企业——中值			10,723				21x	17x	14x	15x	13	0.0%	13%	16%	2.9x	2.6	0.80	25%
医药商业——中值			5,387				47x	31x	24x	32x	19x	0.1%	8%	5%	4.3x	3.8	0.62	39%
全行业——中值			5,528				39x	28x	21x	28x	20x	0.4%	10%	14%	4.1x	3.4	0.75	35%

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/或机构投资者提供。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/或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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

