

生物医药行业

东阿阿胶 (000423)

公司点评报告

收盘价 (元) 48.00

目标价 (元)

期待阿胶的先抑后扬

市场数据

52 周最高/最低(元)	51.3/36.31
市净率	3.6
总股本(百万)	6350
流通 A 股(百万)	1280
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-
总市值 (百万元)	2692
流通 A 股市值 (百万元)	543

相关股价表现



事项：

公司于2011年8月16日发布2010年半年报。半年报披露公司在2011年上半年实现营业收入12.80亿元，比去年同期增长2.92%；实现营业利润5.35亿元；实现净利润5.35亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为4.50亿元；实现每股收益0.69元。

	报告期 (1-6 月)	上年同期	本报告期比上年同期增减 (%)
营业总收入	1,279,993,661.59	1,243,626,445.56	2.92
营业利润	534,577,852.76	365,075,393.63	46.43
利润总额	535,251,264.96	366,631,960.10	45.99
归属于上市公司股东的净利润	449,530,922.45	305,093,211.36	47.34
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润	427,631,653.13	304,112,029.31	40.62
基本每股收益 (元/股)	0.69	0.47	46.81
稀释每股收益 (元/股)	0.69	0.47	46.81
净资产收益率 (%)	15.15	12.00	3.14
经营活动产生的现金流量净额	150,683,806.40	226,144,770.67	-33.37
每股经营活动产生的现金流量净额 (元/股)	0.23	0.35	-33.37

数据来源：公司公告，德邦证券研究

相关研究

《由东阿阿胶提价引发的思考》 2011.8.7

投资要点：

- 公司上半年营业收入增长2.92%，根据我们的粗略测算，阿胶块的销量下滑45%，新消费人群的重建速度低于我们的预期。
- 公司上半年的销售情况从侧面验证了我们之前预测公式的正确性，下半年的销量能否回升关键就看公司下半年的营销能否有所突破；
- 我们仍然相信公司的品牌和营销能力，下半年销量会有恢复性增长，因此维持盈利预测，2011-2013年EPS为**1.32**，**1.76**和**2.42**元，我们会密切关注公司阿胶产品的销量变化情况，持续跟踪。目前保持谨慎态度。

生物医药研究小组

证书编号 S0120209080060

联系人

郑一宁

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

杨莹

8621-68761616-8565

yangying@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

请务必阅读正文后的免责声明部分

点评：

- 公司上半年营业收入增长2.92%，未达到我们的预期，根据之前的测算，公司阿胶块的销量有大幅度的下滑。说明公司提价策略执行后，新消费人群的重建速度低于预期。
- 根据我们粗略的测算，2010年上半年阿胶块平均价格在506元，2011年上半年阿胶涨价到954元，从今年上半年的销售收入增幅2.92%来看，公司上半年销量同比下滑了45%左右。2011年一季度营业收入同比增长了10.72%，同样根据该测算方法，可得一季度销量下滑了将近43%。公司第二季度销量下滑了48%。

表 1 公司营业收入和销量增速模拟测算

2011年	营业收入增速	阿胶块价格同比变化（元）	销量增速
一季度	10.72%	488*—954	-43%
二季度（模拟测算）	-5.26%	525*—954	-48%
上半年	2.92%	506*—954	-45%

数据来源：德邦证券研究

注：上述测算根据我们的简单模拟得出，具体计算公式详见8月7日报告《由东阿阿胶提价引发的思考！》，*为每个时间段的加权平均价格。

	2004	2006	2007	2008	2009	2010/01	2010/01	2010/05	2010/10	2011/01
阿胶块出厂价 (元/kg)	158	205	275	325	393	432	516	542	596	954
		29.75%	34.15%	18.18%	20.92%	35.71%*				60.07%
营业收入同比 增长率 (%)			28.35%	22.09%	23.31%	18.52%				10.72%
营业利润同比 增长率 (%)			27.78%	14.72	37.32%	47.98%				60.99%

以上计算是在公司的所有收入均来自于阿胶块的前提下简化模拟完成的，这个模拟非常粗略，可能不太精确，但是由于公司阿胶系列产品占销售收入7成以上，这个模拟测算能够在一定程度上反应上半年的销售趋势。

- 我们在上一篇报告中就指出了，公司的提价策略可能对销量造成一定的影响，但是我们相信公司具有优秀的品牌资源和强大的营销网络，通过营销策略的调整能够成功将消费人群向高端消费者转移，从目前来看，这一营销策略尚未收到很好的成效，下半年的销售能否恢复就看公司能否在营销上有所突破，成功将新消费人群重建。我们预计，在新的消费人群重建之前，公司下半年阿胶块的提价的可能性不大。
- 我们认为公司预测公司的营销策略在下半年能够取得很好的成效，销量能够得到恢复性增长，因此暂时维持原来的判断，2011-2013年EPS为**1.32**、**1.76**和**2.42**元，给予38-42倍市盈率，按照公司2011年的盈利预期，公司的合理价值区间在**50.05-55.31**元。公司8月15日收盘价为48.00元，调整评级为**增持**。

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%

中性 – Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%

减持 – Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。