

东阿阿胶 (000423)

推荐 (维持)

阿胶块旺季销量有望改善

市场数据

报告日期	2011-8-16
收盘价(元)	48.00
总股本(百万股)	654.02
流通股本(百万股)	653.78
总市值(百万元)	31393.03
流通市值(百万元)	31381.60
净资产(百万元)	3012.36
总资产(百万元)	3814.14
每股净资产	4.61

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2464	2925	3566	4247
同比增长(%)	17.9%	18.7%	21.9%	19.1%
净利润(百万元)	582	830	1145	1525
同比增长(%)	48.7%	42.5%	38.0%	33.1%
毛利率(%)	55.0%	60.2%	64.0%	67.7%
净利率(%)	23.6%	28.4%	32.1%	35.9%
净资产收益率(%)	21.2%	24.6%	25.3%	25.2%
每股收益(元)	0.89	1.27	1.75	2.33
每股经营现金流(元)	0.97	0.87	1.75	2.20

相关报告

《阿胶全产业链掌控战略明确》2011-6-30

《提价引领业绩上升》2011-4-12

《阿胶块出厂价上调不超过60%》2011-1-9

投资要点

事件:

东阿阿胶发布 2011 年半年报: 2011 年上半年实现营业收入 12.80 亿元, 同比增长 2.92%; 净利润 4.56 亿元, 同比增长 46.57%; 归属上市公司股东的净利润 4.50 亿元, 同比增长 47.34%; 扣除非经常性损益后的净利润为 4.28 亿元, 同比增长 40.62%; 每股收益 0.69 元。

点评:

- **2011 年上半年公司销售收入同比增长 2.92%。**2011 年上半年度公司各块业务的增长概况为: 1)、“阿胶系列产品”(包括阿胶块、复方阿胶浆和阿胶系列保健品)实现销售收入 9.92 亿, 同比增长 17.33%; 2)、“医药商业业务”实现销售收入 1.45 亿, 同比大幅下降 55.83% (2011 年上半年医药商业收入大幅下降主要归咎于合并报表范围的变化——公司在 2010 年 8 月出售了原持股 51% 的山东阿华医药贸易有限公司 36% 的股权, 该公司本期不再合并报表)。
- **2011 年上半年度公司净利润同比大幅增长 46.57%。**2011 年上半年度, 公司利润增速大幅快于收入增速主要得益于公司整体毛利同比大幅上升 10.66 个百分点。具体来看, 两方面的因素提升了公司的毛利率: 1)、阿胶系列产品整体毛利率同比上升 2.15 个百分点; 2)、高毛利的阿胶系列产品占公司收入的比重提升了 9.5 个百分点。

分析师 王晔

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

SAC:S0190510110011

联系人: 邓晓倩

010-66290201

dengxq@xyzq.com.cn

- **2011 年上半年阿胶块销量出现下滑，下半年有望有所改善。**公司阿胶系列产品中，对阿胶块的定位为“提价控量”，通过表 1，我们可以看到公司阿胶块出厂价已经从 2004 年的 158 元/kg 已近提高到目前的 954 元/kg，自 2010 年 1 月来的 5 次提价累计幅度更超过 140%。1)、伴随公司 **2010 年来高频率及大幅度地提价，阿胶块的销量也随之出现变化。**针对此我们结合母公司的季度收入变化对阿胶块销量的变化大致作出一个分析(表 2)：我们预计 2010 年 1 季度，在公司 1 月份两次提价背景之下，阿胶块销量出现同比约 70% 的增长，之后伴随公司 2010 年 5 月、10 月及 2011 年 1 月的 3 次提价，公司阿胶块销量同比增速出现放缓，2010 年 2 季度至 2011 年 2 季度预计阿胶块的销量同比增速预计分别约为 5%、-15%、-20%、-30% 及 -40%；2)、3、4 季度为阿胶的传统销售旺季，**我们预计阿胶块 2011 年下半年的销量同比下降幅度会较上半年度有所缩窄。**

表 1、 阿胶块出厂价提价历程

	2004	2006-9	2007-11	2008	2009-9	2010-1-16	2010-1-28	2010-5	2010-10	2011-1
阿胶块出厂价 (元/kg)	158	205	275	325	393	432	516	542	596	954
提价幅度 (%)		29.75%	34.15%	18.18%	20.92%	9.92%	19.44%	5.04%	9.96%	60.07%

数据来源：公司公告 兴业证券研究所整理

表 2、2010-2011Q2 胶块价格及销量同比、环比增幅预测

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2
母公司销售收入 (百万元)	389.86	373.13	306.2	480.35	505.91	386.86
同比增幅 (%)	109.88%	30.89%	7.67%	11.92%	29.77%	-0.77%
环比增幅 (%)	-9.16%	-4.29%	-17.94%	56.87%	5.32%	-23.53%
阿胶块价格增幅预计 (%)						
同比增幅 (%)	20.00%	25.00%	25.00%	35.00%	80.00%	75.00%
环比增幅 (%)	20.00%	5.00%	5.00%	10.00%	50.00%	0.00%
阿胶块销量增幅预测 (%)						
同比增幅 (%)	70.00%	5.00%	-15.00%	-20.00%	-30.00%	-40.00%
环比增幅 (%)	-25.00%	-10.00%	-20.00%	40.00%	-30.00%	-23.00%

资料来源：公司公告 兴业证券研究所整理。注：阿胶系列产品主要通过母公司进行生产；考虑复方阿胶浆和阿胶保健品的价格相对稳定，我们近似认为两者销量季度变化相对平稳。

- **逐步实现“阿胶全产业链掌控”的战略明确。**公司实现阿胶全产业链掌控战略包括 3 个部分：1) **进一步加强对上游驴皮资源的掌控力度：**未来公司将从国内及国外两个市场进一步加强对驴皮资源的掌控。首先，在国内，公司将在山东、新疆、甘肃、内蒙、辽宁、山西、河南等 15 个驴皮高产地区进一步建设驴皮收购基地及养殖基地，通过与当地政府合作，给予养驴农户一定的

补贴，并提供技术及种驴，最终提高公司对国内驴皮资源的掌控。再次，在国外，公司将加大从埃及、秘鲁、墨西哥、巴基斯坦、澳大利亚、埃塞俄比亚等国进口驴皮的力度。**2) 阿胶系列产品具有不同的定位：**阿胶块提价控量、阿胶浆放量并着力培育阿胶保健品大品种。**3) 加强对渠道的掌控并开拓新的销售模式：**首先公司将积极对渠道实施扁平化管理，力争经销商不超过 2 级，并且向商业前 5 强集中，以更有效地对渠道进行管理（国药股份、上海医药、广州药业、九州通、华润北药）；再次，公司将积极开拓医院及商超渠道，实现药店、商超、医院渠道的比例达到 5:3:2；最后，公司同时会积极开拓电子商务，会员制，店中店、旗舰店等销售模式。

- **风险提示。**1) 公司下半年阿胶块销量低于预期；2)、公司对销售渠道加强管理及开拓新销售模式的效果尚需观察。
- **盈利预测。**我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.27, 1.76 和 2.34 元。鉴于公司逐步实现阿胶全产业链掌控”的战略明确，并不断付诸行动，我们对公司未来的成长充满信心，继续给以“推荐”评级。

表 1、东阿阿胶分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	10-3Q	10-4Q	11-1Q	11-2Q	QOQ	2009	2010	YOY		说明
营业收入	533	687	704	576	-18.3 %	2090	2464	17.9%		
营业成本	277	241	239	233	-2.6%	1069	1109	3.7%		
毛 利	256	447	465	343	-26.3 %	1021	1355	32.7%		
销售费用	112	177	105	85	-19.3 %	379	482	27.2%		
管理费用	32	84	51	55	7.3%	177	207	17.2%		
财务费用	-2	-7	-6	-3	-49.7 %	-16	-21	27.7%		
资产减值	-0	5	5	-1	-119. 9%	-0	7	#####		
公允价值	0	0	0	0		0	0			
投资收益	26	14	18	11	-39.2 %	6	40	542.6%		
营业利润	138	194	321	213	-33.6 %	470	697	48.2%		
利润总额	138	196	322	214	-33.6 %	473	701	48.3%		
净 利 润	115	162	269	181	-32.8 %	392	582	48.7%		
EPS	0.176	0.248	0.411	0.276	-32.8 %	0.599	0.890	48.7%		
销售费用率	21.0%	25.8%	14.9%	14.7%	-0.2%	18.1%	19.5%	1.4%		
管理费用率	5.9%	12.2%	7.2%	9.5%	2.3%	8.5%	8.4%	0.0%		
财务费用率	-0.4%	-1.1%	-0.9%	-0.6%	0.4%	-0.8%	-0.8%	-0.1%		
所得税率	15.0%	15.5%	15.5%	13.9%	-1.6%	14.0%	15.3%	1.2%		
毛 利 率	48.0%	65.0%	66.0%	59.5%	-6.5%	48.8%	55.0%	6.1%		
净利润率	21.6%	23.6%	38.2%	31.4%	-6.8%	18.7%	23.6%	4.9%		

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2502	3160	3889	4929
货币资金	1133	1681	2352	3313
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	129	180	210	245
其他应收款	25	39	37	48
存货	194	226	238	254
非流动资产	1096	1682	1987	1927
可供出售金融资产	349	400	400	100
长期股权投资	74	76	76	76
投资性房地产	3	3	3	3
固定资产	400	951	1250	1462
在建工程	85	67	84	117
油气资产	0	0	0	0
无形资产	128	122	116	110
资产总计	3598	4842	5876	6856
流动负债	719	1353	1289	741
短期借款	0	755	583	0
应付票据	0	5	3	4
应付账款	194	170	201	218
其他	525	424	502	519
非流动负债	62	230	230	230
长期借款	0	169	169	169
其他	62	61	61	61
负债合计	780	1584	1520	972
股本	654	654	654	654
资本公积	689	689	689	689
未分配利润	1124	1676	2710	4086
少数股东权益	74	87	100	113
股东权益合计	2817	3464	4622	6160
负债及权益合计	3598	5048	6142	7132

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	582	830	1145	1525
折旧和摊销	48	7	7	7
资产减值准备	-7	19	6	4
无形资产摊销	8	7	7	7
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-21	5	13	-14
投资损失	-40	-30	-35	-40
少数股东损益	12	13	13	13
营运资金的变动	812	273	11	55
经营活动产生现金流量	-213	566	1143	1441
投资活动产生现金流量	-372	-572	-287	89
融资活动产生现金流量	-209	554	-13	14
现金净变动	-794	548	843	1544
现金的期初余额	1974	1133	1681	2352
现金的期末余额	1180	1681	2524	3896

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2464	2925	3566	4247
营业成本	1109	1164	1285	1373
营业税金及附加	23	27	33	39
销售费用	482	541	642	764
管理费用	207	219	264	310
财务费用	-21	5	13	-14
资产减值损失	7	5	5	5
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	40	30	35	40
营业利润	697	994	1359	1809
营业外收入	6	5	6	5
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	701	998	1363	1812
所得税	107	155	205	275
净利润	594	843	1158	1538
少数股东损益	12	13	13	13
归属母公司净利润	582	830	1145	1525
EPS (元)	0.89	1.27	1.75	2.33

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	17.9%	18.7%	21.9%	19.1%
营业利润增长率	48.2%	42.6%	36.7%	33.1%
净利润增长率	48.7%	42.5%	38.0%	33.1%
盈利能力(%)				
毛利率	55.0%	60.2%	64.0%	67.7%
净利率	23.6%	28.4%	32.1%	35.9%
ROE	21.2%	24.6%	25.3%	25.2%

偿债能力(%)

资产负债率	21.7%	31.4%	24.7%	13.6%
流动比率	3.48	2.33	3.02	6.65
速动比率	3.21	2.16	2.83	6.30

营运能力(次)

资产周转率	0.73	0.69	0.67	0.67
应收帐款周转率	18.99	18.92	18.31	18.71

每股资料(元)

每股收益	0.89	1.27	1.75	2.33
每股经营现金	0.97	0.87	1.75	2.20
每股净资产	4.19	5.16	6.91	9.25

估值比率(倍)

PE	53.92	37.84	27.41	20.59
PB	11.44	9.30	6.94	5.19

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与

定期报告点评

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限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，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。