

销量持续恢复，四季度是旺季

研究结论

- **今年上半年销量已恢复至 2009 年上半年水平**：公司在 2010 年累计提高阿胶块出厂价格 51.7% 的基础上，于 2011 年 1 月又进行了 60% 的提价，导致上半年阿胶块销售量同比下降。但是 2010 年其实并不可比，由于去年多次提价，使得市场产生阿胶持续涨价的预期，所以经销商和消费者均将四季度的很多采购提前到上半年，导致 2010 年的销量分布并没有体现正常的淡季和旺季，相比之下 2009 年的销量分布更具可比性。公司今年年初一次性提价，并向市场传达年内并无涨价规划，所以全年销售应该与往年规律一致。目前公司上半年的销量已经接近 2009 年上半年的水平，我们认为全年销量也能够恢复到往年水平。
- **第三季度销量继续增长，全年需求能够恢复**：公司 8 月份销量提升明显，一方面是夏末秋初部分消费者开始为冬令进补备货，另一方面是受到中秋节等节假日的正面影响。而阿胶的传统消费旺季是四季度，阿胶的忠实消费者是从立冬开始食用、到第二年立春结束，所以后续销售更加值得期待，目前的销量增长进一步印证了，公司全年销量能够恢复到往年水平。
- **从节约驴皮资源的战略角度，公司本年销量会比去年略低**：公司希望行业健康发展，一方面做阿胶价值回归，另一方面也着手节约驴皮资源，我们预计以后每年的阿胶产量均会适当减少，所以本年全年销量也会同比略低一两万吨，但这并非需求减少而是供应上的控制。在总体产量控制的情况下，预计公司也将减少消耗驴皮较多的阿胶块产品、而力推消耗驴皮较少的阿胶衍生品，以优化产品结构并满足消费需求。我们预计未来几年复方阿胶浆以及桃花姬系列产品均会有较高的增长。
- **阿胶衍生品的营销推广**：以前公司即使不做广告，阿胶的需求每年也以超过 10% 的速度增长，能够满足在控制销量基础上的阿胶块销售。但是未来我们预计公司会加强阿胶衍生品的营销，此举既能节约驴皮资源又能满足消费需求，这就不能只靠消费者的自然增长、而需要一定的营销推广。公司已经请甄子丹拍摄了广告，并在中央电视台和部分地方电视台投放，另外也通过各地的自营店进行文化营销，我们预计作为保健品的阿胶衍生品未来增长会加速。
- **盈利预测**：公司销量持续符合我们预期，我们仍然预期全年销量能恢复，维持 2011、2012、2013 年每股收益为 1.34 元、1.74 元和 2.23 元的盈利预测，维持公司增持的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

李淑花

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

联系人

宋敏

8621-63325888 × 6107

songmin@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 9 月 13 日) 44.39 元

目标价格 53.60 元

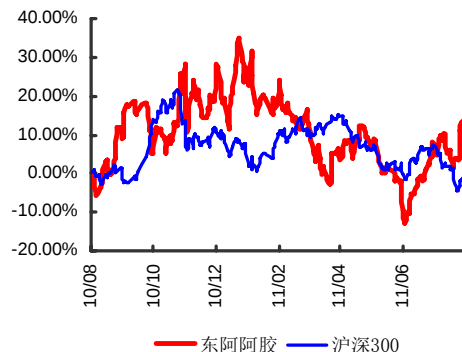
总股本/A 股 (万股) 65402/65402

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 9 月 14 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

单位:百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2464	3268	4087	5137
同比(%)	18%	33%	25%	26%
归属母公司净利润	582	878	1136	1457
同比(%)	49%	51%	29%	28%
毛利率(%)	55.0%	60.6%	61.8%	63.0%
ROE(%)	21.2%	25.6%	26.0%	25.9%
每股收益(元)	0.89	1.34	1.74	2.23
P/E (倍)	49.86	33.05	25.56	19.92
P/B (倍)	10.58	8.47	6.65	5.16

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2502	3280	4174	5556	营业收入	2464	3268	4087	5137
现金	1133	2317	3419	4620	营业成本	1109	1289	1559	1901
应收账款	129	202	252	317	营业税金及附加	23	38	47	59
其它应收款	25	52	65	82	营业费用	482	654	838	1079
预付账款	49	64	78	95	管理费用	207	281	356	452
存货	194	230	278	339	财务费用	-21	-53	-89	-125
其他	972	414	82	103	资产减值损失	7	7	7	7
非流动资产	1096	922	1075	1088	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	74	76	76	76	投资净收益	40	20	20	20
固定资产	400	564	715	792	营业利润	697	1073	1389	1784
无形资产	128	121	114	107	营业外收入	6	5	5	5
其他	494	162	170	114	营业外支出	2	1	0	1
资产总计	3598	4202	5249	6644	利润总额	701	1078	1394	1788
流动负债	719	664	737	826	所得税	107	172	223	286
短期借款	0	0	0	0	净利润	594	905	1171	1502
应付账款	194	219	265	323	少数股东损益	12	27	35	45
其他	525	445	472	503	归属于母公司净利润	582	878	1136	1457
非流动负债	62	11	11	11	EBITDA	725	1081	1384	1764
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.89	1.34	1.74	2.23
其他	62	11	11	11	主要财务比率				
负债合计	780	675	748	837	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	74	101	136	181	成长能力				
股本	654	654	654	654	营业收入	17.9%	32.6%	25.1%	25.7%
资本公积	689	689	689	689	营业利润	48.2%	54.0%	29.4%	28.4%
留存收益	1400	2082	3022	4283	归属于母公司净利润	48.7%	50.9%	29.3%	28.3%
归属母公司股东权益合计	2743	3426	4365	5627	获利能力				
负债和股东权益	3598	4202	5249	6644	毛利率	55.0%	60.6%	61.8%	63.0%
现金流量表					净利率	8.4%	23.6%	26.9%	27.8%
单位:百万元					ROE	21.2%	25.6%	26.0%	25.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	54.4%	96.0%	139.7%	160.5%
经营活动现金流	636	1198	1430	1373	偿债能力				
净利润	594	905	1171	1502	资产负债率	21.7%	16.1%	14.2%	12.6%
折旧摊销	48	61	84	105	净负债比率				
财务费用	-21	-53	-89	-125	流动比率	3.48	4.94	5.67	6.73
投资损失	-40	-20	-20	-20	速动比率	3.21	4.59	5.28	6.31
营运资金变动	47	343	275	-97	营运能力				
其它	7	-38	9	8	总资产周转率	0.73	0.84	0.86	0.86
投资活动现金流	-1259	129	-221	-101	应收账款周转率	19	19	17	17
资本支出	137	240	240	120	应付账款周转率	6.28	6.25	6.44	6.46
长期投资	-1153	-349	-0	-0	每股指标（元）				
其他	-2275	20	19	19	每股收益	0.89	1.34	1.74	2.23
筹资活动现金流	-216	-143	-107	-72	每股经营现金流	0.97	1.83	2.19	2.10
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	4.19	5.24	6.67	8.60
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	49.86	33.05	25.56	19.92
资本公积增加	-1	0	0	0	P/B	10.58	8.47	6.65	5.16
其他	-215	-143	-107	-72	EV/EBITDA	38	25	20	16
现金净增加额	-840	1184	1102	1201					

资料来源：东方证券研究所预测

附图：相关上市公司近期资金流向



注：超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn