

强烈推荐-A (维持)

东阿阿胶 000423.SZ

目标估值: NA

当前股价: 48.98 元

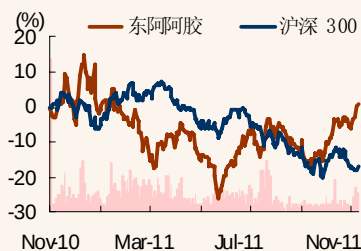
2011年12月1日

基础数据

上证综指	2412
总股本(万股)	65402
已上市流通股(万股)	65378
总市值(亿元)	327
流通市值(亿元)	327
每股净资产(MRQ)	4.8
ROE(TTM)	24.5
资产负债率	22.3%
主要股东	华润东阿阿胶
主要股东持股比例	23.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	6	-5
相对表现	12	20	9



相关报告

- 1、东阿阿胶(000423)——中报保持快速增长符合预期 2011/8/16
- 2、东阿阿胶(000423)——东阿阿胶(000423)——股东大会交流纪要 2011/6/29
- 3、东阿阿胶(000423)——提价无极限,坚定者的果实 2011/1/8
- 4、东阿阿胶(000423)——分歧之中再前进 2010/12/16

李珊珊, CPA

lishsh@cmschina.com.cn
S1090511040046

徐列海

0755-83271609
S1090511080001

杨烨辉(研究助理)

0755-829432370

廖星昊, CIIA(研究助理)

0755-83271617

张同(研究助理)

0755-83287995

山东省复方阿胶浆最高零售价调整点评

山东省物价局 11 月 21 日发布部分非处方药价格调整信息: 20ml 复方阿胶浆价格调整至 3.9 元/支, 上调幅度为 30%; 20ml 无糖型阿胶浆价格调整至 4.3 元/支, 上调幅度 10%。同时, 公司近期央视中标黄金时段广告 1.22 亿元。我们认为后续阿胶浆各省最高零售价将陆续调整, 明年阿胶浆回款有望突破 10 亿元。暂维持业绩预测和“强烈推荐-A”评级。

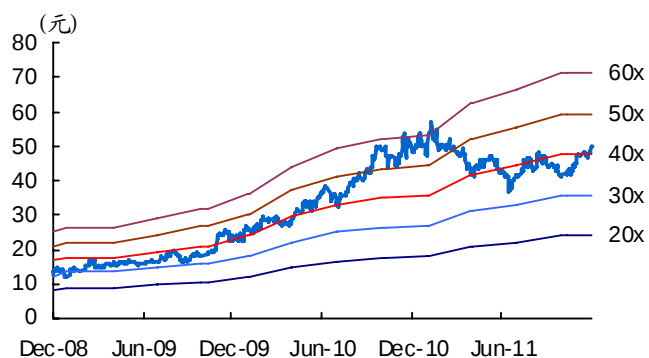
- **山东省复方阿胶浆最高零售价上调 30%:** 山东省物价局 11 月 21 日发布《关于公布部分非处方药品最高零售价格的通知》, 20ml 复方阿胶浆价格调整至 3.9 元/支, 上调幅度为 30%; 20ml 无糖型阿胶浆价格调整至 4.3 元/支, 上调幅度 10%, 新价格 12 月 1 日开始执行。我们认为价格调整的主要原因是驴皮等原材料价格的大幅上升。
- **我们预计其他省份阿胶浆最高零售价也将陆续调整:** 根据发改委《国家发展和改革委员会定价药品目录》规定: OTC 医保乙类品种的定价权在各省、直辖市和自治区, 原先复方阿胶浆在各省最高零售价略有差异, 以 20ml*12 支品规为例, 各省定价在 33~36 元/盒之间。
- **最高零售价上调为出厂价上升打开空间, 预计阿胶浆 2012 年回款有望超过 10 亿元:** 我们预计阿胶浆出厂价、零售价将陆续上调, 零售价的上调有望带动阿胶浆在医院中断的销售; 近期央视中标黄金时段广告 1.22 亿元, 广告投入增加将拉动产品终端销售; 阿胶浆由于没能进入国家 307 种基本药物目录, 2011 年在基层地区销售受阻, 目前已增补进入约 10 个省市基药目录, 预计明年基层销售将有明显恢复。我们预计复方阿胶浆 2012 年回款将超过 10 亿元, 同比增长超过 30%。
- **暂维持业绩预测和“强烈推荐-A”评级:** 公司是我们最看好的资源性品种, 阿胶块价值回归短期言顶为时尚早, 目前市场可能也只看到阿胶块的价值回归, 而忽略了公司在衍生品种的爆发力, 伴随阿胶浆价格的逐步调整, 我们预计主要衍生品阿胶浆未来 3 年复合增长将超过 25%、保健品约 50%, 衍生品的放量进一步确保公司具备长期的增长潜力, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **主要风险**是国家回收流动性以及舆论对公司价值回归可能的不良影响。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	2090	2 64	2710	3252	3838
同比增长	24%	18%	10%	20%	18%
营业利润(百万元)	470	697	1075	1481	1930
同比增长	37%	48%	54%	38%	30%
净利润(百万元)	392	582	894	1231	1602
同比增长	36%	49%	54%	38%	30%
每股收益(元)	0.60	0.89	1.37	1.88	2.45
PE	81.8	55.0	35.8	26.0	20.0
PB	13.4	11.7	9.4	7.1	5.4

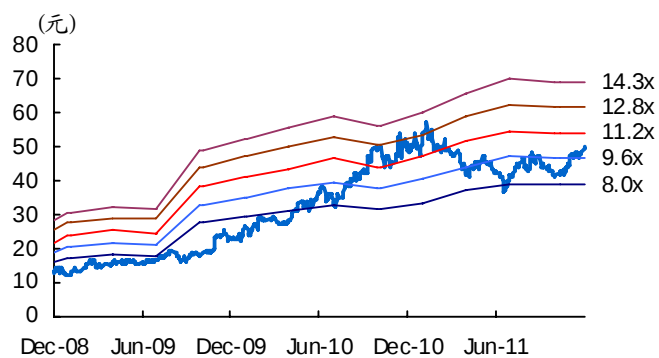
资料来源: 招商证券

图 1: 东阿阿胶历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心, 港澳资讯

图 2: 东阿阿胶历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心, 港澳资讯

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2455	2502	2910	4077	5630
现金	1982	1133	1468	2388	3665
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	41	51	54	65	77
应收款项	124	129	127	152	179
其它应收款	16	25	51	62	73
存货	204	194	211	220	236
其他	89	970	999	1191	1400
非流动资产	680	1096	1032	1004	979
长期股权投资	118	74	74	74	74
固定资产	353	400	380	364	349
无形资产	128	128	115	104	93
其他	81	494	462	462	462
资产总计	3135	3598	3942	5081	6608
流动负债	622	719	397	405	420
短期借款	0	0	1	1	1
应付账款	160	194	106	110	118
预收账款	89	49	80	83	89
其他	374	476	211	211	211
长期负债	45	62	39	39	39
长期借款	0	0	0	0	0
其他	45	62	39	39	39
负债合计	667	780	436	444	459
股本	654	654	654	654	654
资本公积金	697	689	689	689	689
留存收益	1047	1400	2066	3165	4637
少数股东权益	70	74	97	129	170
母公司所有者权益	2398	2743	3409	4509	5980
负债及权益合计	3135	3598	3942	5081	6608

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	812	636	519	978	1335
净利润			894	1231	1602
折旧摊销			33	31	29
财务费用			(25)	(28)	(31)
投资收益			(50)	(48)	(45)
营运资金变动			(398)	(241)	(263)
其它			64	33	43
投资活动现金流	(135)	(1259)	(9)	(3)	(3)
资本支出			(3)	(3)	(3)
其他投资			(6)	0	0
筹资活动现金流	597	(216)	(175)	(55)	(55)
借款变动			1	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(229)	(131)	(131)
其他			53	76	76
现金净增加额	1274	(839)	335	920	1278

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2090	2464	2710	3252	3838
营业成本	1069	1109	938	976	1048
营业税金及附加	18	23	24	29	35
营业费用	379	482	526	585	614
管理费用	177	207	222	257	288
财务费用	(16)	(21)	(25)	(28)	(31)
资产减值损失	(0)	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	6	40	50	48	45
营业利润	470	697	1075	1481	1930
营业外收入	5	6	4	4	4
营业外支出	3	2	0	0	0
利润总额	473	701	1079	1485	1934
所得税	66	107	162	223	290
净利润	406	594	917	1262	1644
少数股东损益	15	12	23	32	41
母公司所有者净利润	392	582	894	1231	1602
EPS (元)	0.60	0.89	1.37	1.88	2.45

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	24%	18%	10%	20%	18%
营业利润	37%	48%	54%	38%	30%
净利润	36%	49%	54%	38%	30%
获利能力					
毛利率	48.8%	55.0%	65.4%	70.0%	72.7%
净利率	18.7%	23.6%	33.0%	37.8%	41.8%
ROE	16.3%	21.2%	26.2%	27.3%	26.8%
ROIC	15.8%	20.3%	25.5%	26.6%	26.2%
偿债能力					
资产负债率	21.3%	21.7%	11.1%	8.7%	6.9%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.9	3.5	7.3	10.1	13.4
速动比率	3.6	3.2	6.8	9.5	12.9
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
存货周转率	5.4	5.6	4.6	4.5	4.6
应收帐款周转率	17.8	19.5	21.2	23.3	23.1
应付帐款周转率	8.4	6.3	6.3	9.0	9.2
每股资料(元)					
每股收益	0.60	0.89	1.37	1.88	2.45
每股经营现金	1.24	0.97	0.79	1.49	2.04
每股净资产	3.67	4.19	5.21	6.89	9.14
每股股利	0.18	0.35	0.35	0.20	0.20
估值比率					
PE	81.8	55.0	35.8	26.0	20.0
PB	13.4	11.7	9.4	7.1	5.4
EV/EBITDA	67.1	45.0	28.1	20.5	15.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李珊珊 CPA，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5年证券从业经验，注册会计师（CPA）。2010年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009年加入招商证券，任医药行业分析师。

杨烨辉，中山大学国际工商管理硕士，曾就职于江中制药集团和默沙东制药（Merck），2年医药行业从业经验，1年半证券投资经验。2011年加入招商证券，任医药行业分析师。

廖星昊 CIIA，上海财经大学金融数学与金融工程硕士，武汉大学生命科学与技术基地班学士，1年股权投资经验，注册国际投资分析师（CIIA）。2010年加入招商证券，任医药行业分析师。

张同，天津大学制药工程系硕士，2年医药行业经验，2011年3月加入招商证券，任医药行业分析师。

团队荣誉：2011年新财富最佳分析师第3名，证券业金牛分析师第2名，卖方分析师水晶球奖第3名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。