

证券研究报告

中药 III



分析师 王晞
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn
SAC:S0190510110011

推荐 (维持)

联系人: 邓晓倩
010-66290201
dengxq@xyzq.com.cn

东阿阿胶 (000423)

阿胶块出厂价上调、阿胶浆零售价上调

2012 年 1 月 5 日

投资要点

事件:

2012 年 1 月 4 日东阿阿胶发布公告: 1)、自发布公告之日起, 提高阿胶块出厂价 10%, 零售价不变; 提高复方阿胶浆零售价不超过 30%, 具体将视各地区备案情况确定, 届时出厂价也做相应调整; 2)、程继忠先生辞去公司销售副总经理职务。

点评:

- **上调阿胶块 10% 出厂价、零售价格不变。** 1)、我们通过对公司阿胶块自 2004 年至今的提价历程进行梳理, 公司自 2010 年初开始步入快速提价的轨道, 出厂价自 2010 年初至 2011 年初提价 5 次, 幅度累计超过 140%; 2)、相应 2010 年初至 2011 年初最高零售价仅在 2011 年 1 月初上调过一次, 2010 年全年最高零售价维持在 806 元/kg, 2011 年初最高零售价上浮至 1500 元/kg (2011 年 1 月初之前阿胶块的最高零售价为山东省物价局的指导定价, 2011 年 1 月初以来阿胶块的最高零售价为公司的自行指导价格); 3) 根据阿胶块的出厂价及最高零售价我们可以进一步分析自 2010 年 1 月初以来, 伴随公司阿胶块出厂价提价渠道利润空间的最大值变化情况: **伴随 2010 年公司对阿胶块四次提高出厂价, 渠道最大利润空间分别为 87%、56%、49% 和 35%, 公司通过不断提高出厂价, 使渠道的利润空间不断趋于 35%-40% 的区间;** 4)、2011 年初公司同时提高阿胶块出厂价及最高零售价, 渠道最大利润空间上升至 57%, **此次公司再次提高 10% 的出厂价, 而维持零售价格不变, 相应的渠道利润空间最大值降为 43%, 进一步逼近 2010 年最终的 35%-40% 的区间** (详细分析见表 1); 5)、我们结合公司对阿胶块的提价历史及母公司的季度收入变化 (详细分析见表 2), 大致对 2010 年第 1 季度至今阿胶块销量的变化进行分析发现: 伴随公司 2010 年来高频率及大幅度地提价, 我们预计阿胶块销量在 2010 年 1 季度出现同比约 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 年第 2 季度至 2011 年第 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%; **2011 年第 3 季度我们预计阿胶块销量同比下滑 25%, 环比增长 6%, 同比下滑幅度较上半年改善。** 6)、公司此次提高阿胶块的出厂价, 保持零售价不变, 2011 年第 3 季度阿胶块出现的销量恢复改善趋势是否可以延续我们需要继续跟踪。

表 1、东阿阿胶阿胶块出厂价、最高零售价及渠道最大利润空间预测

	2004	2006-9	2007-11	2008	2009-9	2010-1	2010-1	2010-5	2010-10	2011-1	2012-1
阿胶块出厂价(元/kg)	158	205	275	325	393	432	516	542	596	954	1049
提价幅度(%)		30%	34%	18%	21%	10%	19%	5%	10%	60%	10%
最高零售价(元/kg)		360	360	484	504	806	806	806	806	1500	1500
渠道利润空间最大值(%)		76%	31%	49%	28%	87%	56%	49%	35%	57%	43%

数据来源：公司公告 山东省物价局；注：1）、根据山东省物价局的相关文件资料自 2010 年 12 月 28 日开始，阿胶不再纳入政府定价管理范围，价格由企业自主定价，所以 2011 年 1 月初之前阿胶块的最高零售价为山东省物价局的指导定价，2011 年 1 月初以来阿胶块的最高零售价为公司的自行指导价格；2）、上表中我们以最高零售价来预测渠道的最大利润空间。

表 2、2010-2011Q3 胶块价格及销量同比、环比增幅预测

	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2	2011Q3
母公司销售收入(百万元)	389.86	373.13	306.2	480.35	505.91	386.86	408.77
同比增幅(%)	109.88%	30.89%	7.67%	11.92%	29.77%	-0.77%	33.50%
环比增幅(%)	-9.16%	-4.29%	-17.94%	56.87%	5.32%	-23.53%	5.66%
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%	75.00%
环比增幅(%)	20.00%	5.00%	5.00%	10.00%	50.00%	0.00%	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%	-25.00%
环比增幅(%)	-25.00%	-10.00%	-20.00%	40.00%	-30.00%	-23.00%	6.00%

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。

- **提高复方阿胶浆零售价不超过 30%，出厂价也做相应调整。**1)、我们梳理了公司复方阿胶浆自 2004 年以来的提价历程：相较于阿胶块，公司复方阿胶浆自 2009 至今其出厂价一直维持在 30.3 元，其终端最高零售价自 2005 年以来一直维持在 36 元，相应的渠道利润空间最大值自 2009 年以来一直维持在 18.81%。2)、此次公司公告上调复方阿胶浆零售价不超过 30%，届时出厂价也做相应调整，我们预计可能与两方面的因素有关：第一，2005 年以来复方阿胶浆主要原材料——阿胶、红参、党参价格上涨 2 倍以上，而公司阿胶浆出厂价 2005 年至 2011 年提价幅度不到 100%（除了表 1 所分析的，阿胶价格的飞涨，据中药材价格信息网可追溯的数据，党参 2006 年平均价格为 9 元/kg，2010 年平均价格超过 20 元/kg，2011 年平均价格更超过 50 元/kg；红参 2006 年平均价格为 70 元/kg，2011 年平均价格超过 200 元/kg）；第二，复方阿胶浆最高零售价自 2005 年以来一直未变，在公司提高出厂价的同时，渠道利润空间也不断被压缩，我们预计此次公司提高阿胶浆零售价，出厂价做出相应调整，为增加渠道利润空间，进一步提高其积极性带来一定可能性（具体分析见表 3），从而助力复方阿胶浆的增长（我们预计 2011 年复方阿胶浆规模超过 5.5 亿），与公司一直倡导的阿胶浆放量战略相辉映。

表 3、东阿阿胶复方阿胶浆出厂价、最高零售价及渠道最大利润空间预测

	2004	2006-9	2007-11	2008	2009-2011	2012-1
阿胶浆出厂价（元/盒）	12	16.8	24.3	28.6	30.3	
提价幅度（%）		40.00%	44.64%	17.70%	5.94%	≤ 30%
政府制定最高零售价（元/盒）	25	36	36	36	36	≤ 46.8
渠道利润空间最大值（%）	108.33%	114.29%	48.15%	25.87%	18.81%	据 2012 年 1 月提高出厂价及最高零售价的比例而定

数据来源：公司公告 山东省物价局；注：上表中我们以最高零售价来预测渠道的最大利润空间。

- **盈利预测。**考虑此次公司提高阿胶块的出厂价，提高阿胶浆零售价，并相应提高其出厂价，我们小幅上调公司 2012-2013 年盈利预测，2011-2013 年的 EPS 分别为 1.31, 1.81 和 2.40 元。从长期看，东阿阿胶这类保健功能属性强的品牌中药，符合未来健康消费趋势，同时有很强的定价权，其仍然具有较大的成长空间，继续给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1)、公司提高阿胶块出厂价，压缩渠道利润，是否可能对其销量产生负面影响需继续跟踪；2)、程继忠自 2009 年加入东阿阿胶担任营销副总经理，并不断对渠道进行清理和管理（引入供应链管理，对经销商的存量、销量和售价进行跟踪，全年均匀发货等），形成了目前“公司、经销商、零售商之间利益相对合理分配的格局”，更有效地维护了价格体系，所以我们认为程继忠离职短期对公司营销体系影响有限，但是长期影响尚需观察。

附表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2502	3193	4063	5010
货币资金	1133	1712	2511	3386
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	129	177	218	248
其他应收款	25	38	39	49
存货	194	230	239	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	4875	6050	6937
流动负债	719	1371	1422	746
短期借款	0	768	708	0
应付票据	0	5	3	4
应付账款	194	172	201	218
其他	525	426	510	524
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	1601	1652	977
股本	654	654	654	654
资本公积	689	689	689	689
未分配利润	1124	1702	2769	4187
少数股东权益	74	75	76	77
股东权益合计	2817	3480	4664	6236
负债及权益合计	3598	5081	6316	7213

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	582	858	1183	1571
折旧和摊销	48	7	7	7
资产减值准备	2	20	9	7
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	16	-12
投资损失	-40	-60	-10	-8
少数股东损益	12	1	1	1
营运资金的变动	821	272	23	54
经营活动产生现金流量	-213	555	1187	1513
投资活动产生现金流量	-372	-542	-312	57
融资活动产生现金流量	-209	567	-16	12
现金净变动	-794	579	859	1582
现金的期初余额	1974	1133	1712	2511
现金的期末余额	1180	1712	2572	4093

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2464	2979	3807	4404
营业成本	1109	1180	1286	1375
营业税金及附加	23	27	35	40
销售费用	482	560	754	802
管理费用	207	253	324	352
财务费用	-21	5	16	-12
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	60	10	8
营业利润	697	1009	1397	1850
营业外收入	6	5	6	5
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	701	1013	1401	1854
所得税	107	154	217	282
净利润	594	859	1184	1572
少数股东损益	12	1	1	1
归属母公司净利润	582	858	1183	1571
EPS（元）	0.89	1.31	1.81	2.40

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	17.9%	20.9%	27.8%	15.7%
营业利润增长率	48.2%	44.8%	38.4%	32.4%
净利润增长率	48.7%	47.3%	37.9%	32.8%
盈利能力(%)				
毛利率	55.0%	60.4%	66.2%	68.8%
净利率	23.6%	28.8%	31.1%	35.7%
ROE	21.2%	25.2%	25.8%	25.5%
偿债能力(%)				
资产负债率	21.7%	31.5%	26.2%	13.5%
流动比率	3.48	2.33	2.86	6.71
速动比率	3.21	2.16	2.69	6.37
营运能力(次)				
资产周转率	0.73	0.70	0.70	0.68
应收帐款周转率	18.56	18.57	18.41	18.06
每股资料（元）				
每股收益	0.89	1.31	1.81	2.40
每股经营现金	0.97	0.85	1.81	2.31
每股净资产	4.19	5.21	7.02	9.42
估值比率（倍）				
PE	46.06	31.26	22.67	17.07
PB	9.77	7.88	5.84	4.35

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

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。