

东阿阿胶 (000423)

后提价时期看销量拉锯

易镜明
021-38676779
yijingming@gtjas.com
S0880511010019

本报告导读:

Q1 的“销量拉锯”中“价”胜出，高毛利带动高增长。赊销扩大，阿胶块终端接受速度有待观察；全年毛利率有望高于 Q1。全年看，价能够补量。

投资要点:

- 2011年Q1实现收入7亿，同比增长11%。主营毛利润4.6亿，同比增长40%。营业利润同比增长52%。净利润2.7亿，同比增长61%，对应EPS 0.41元。
- 估计阿胶块收入增长20%左右，阿胶浆收入增长30%左右。一季度阿胶块平均出厂价估计接近900元/kg，比去年同期提升80-90%，对应销售量估计降低35%左右。
- 一季度综合毛利率大幅提升14个百分点，至66%。尽管提价因素对毛利率的拉升效应超出市场预期。预计随着阿胶块销售量的逐步恢复，全年毛利率有望进一步提升。
- 一季度应收账款1.95亿，较期初提升52%，处于历史较高水平，年初大幅提价后一定程度放宽赊销政策数正常现象。另外也由于去年底授信收回重新评估，使期末较年初上升。
- 后提价时期的量有待观察：阿胶块的销售量在一季度受一定程度的影响，且赊销额扩大，终端的短期的接受速度目前还难以判断，但在产品定位、包装以及品牌形象整体提升的带动下，销售量将逐步恢复这一点毋庸置疑。
- 后提价时期的毛利率水平可能超预期：同时毛利率的提升幅度有望超预期，显著提升公司盈利水平，我们认为全年平均盈利能力有望高于一季度。
- 全年看，价足够补量，维持前期盈利预测，11、12年EPS 1.5、1.87元，考虑业绩有超预期可能，维持增持建议。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,090	2,464	3,306	3,903	4,549
(+/-)%	24.0%	17.9%	34.2%	18.1%	16.5%
经营利润 (EBIT)	454	676	1,157	1,446	1,776
(+/-)%	36.8%	48.9%	71.1%	25.0%	22.8%
净利润	392	582	979	1,223	1,484
(+/-)%	36.4%	48.7%	68.2%	24.9%	21.3%
每股净收益 (元)	0.60	0.89	1.50	1.87	2.27
每股股利 (元)	0.35	-	0.30	0.35	0.38

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	21.7%	27.4%	35.0%	37.1%	39.0%
净资产收益率(%)	16.4%	21.2%	26.3%	25.8%	24.7%
投入资本回报率(%)	140.3%	54.4%	176.0%	172.1%	197.2%
EV/EBITDA	55.6	38.2	22.8	18.3	15.0
市盈率	74.5	50.1	29.8	23.9	19.7
股息率 (%)	0.8%	0.0%	0.7%	0.8%	0.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 80.00

上次预测: 80.00

当前价格: 44.56

2011.04.20

交易数据

52 周内股价区间 (元)	30.71-61.27
总市值 (百万元)	29,143
总股本/流通 A 股 (百万股)	654/654
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	8
日均成交值 (百万元)	357

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,743
每股净资产	4.19
市净率	10.6
净负债率	0%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.26	0.41
Q2	0.21	0.31
Q3	0.18	0.33
Q4	0.25	0.45
全年	0.90	1.50

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-4%	-20%	33%
相对指数	-4%	-26%	22%

相关报告

《阿胶块保价保量，全线产品将受带动》	2011.04.12
《阿胶块大幅提价 60%》	2011.01.06
《东阿阿胶是很好的抗通胀品种》	2010.10.25
《阿胶块提价公告点评》	2010.10.12
《阿胶提价大幅提升利润，保健品快速增...	2010.08.26

模型更新时间: 2011.04.20

股票研究

必需消费

医药

东阿阿胶 (000423)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 80.00

上次预测: 80.00

当前价格: 44.56

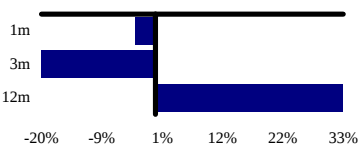
公司网址

www.dongeejiao.com

公司简介

公司地处的东阿县做为阿胶发祥地,生产阿胶已有两千多年的悠久历史,故有“阿胶之乡”的美称。生产经营中成药、保健品、生物药、药用辅料、医疗器械等6大产业门类的产品百余种,阿胶年产量、出口量分别占全国的75%和90%以上,远销东南亚各国及欧美市场。公司下辖一个核心公司,17个控股子公司。复方阿胶浆为国家保密品种、全国医药行业十大名牌产品、全国十大畅销中药、名列全国扶正药第五,畅销全国30年,累计销量超过120亿支。公司“东阿”牌阿胶在阿胶制品中唯一荣获“中华老字号”称号。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

30.71-61.27

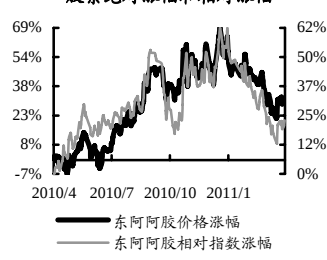
市值 (百万)

29,143

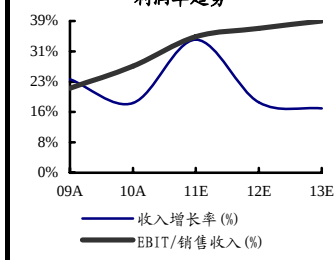
财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,090	2,464	3,306	3,903	4,549
营业成本	1,069	1,109	1,303	1,485	1,663
税金及附加	18	23	30	35	41
营业费用	379	482	545	625	705
管理费用	177	207	271	312	364
EBIT	454	676	1,157	1,446	1,776
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	6	40	0	0	0
财务费用	-16	-21	-47	-78	-102
营业利润	470	697	1,203	1,524	1,877
所得税	66	107	187	256	338
少数股东损益	15	12	39	46	56
净利润	392	582	979	1,223	1,484
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	1,974	1,133	3,028	3,929	5,174
其他流动资产	471	1,368	692	918	1,051
长期投资	118	74	120	120	120
固定资产合计	348	400	472	517	533
无形及其他资产	126	129	167	189	183
资产合计	3,117	3,598	4,560	5,723	7,101
流动负债	613	719	720	810	882
长期负债	45	62	6	6	0
股东权益	2,459	2,817	3,835	4,908	6,219
投入资本(IC)	323	1,244	657	840	900
现金流量表					
NOPLAT	390	573	977	1,203	1,456
折旧与摊销	44	48	58	68	75
流动资金增量	(329)	791	(667)	137	61
资本支出	40	96	85	85	75
自由现金流	146	1,509	453	1,492	1,667
经营现金流	776	(213)	1,667	1,134	1,447
投资现金流	78	(372)	171	(115)	(75)
融资现金流	628	(209)	57	(118)	(127)
现金流净增加额	1,483	(794)	1,895	901	1,245
财务指标					
成长性					
收入增长率	24.0%	17.9%	34.2%	18.1%	16.5%
EBIT 增长率	36.8%	48.9%	71.1%	25.0%	22.8%
净利润增长率	36.4%	48.7%	68.2%	24.9%	21.3%
利润率					
毛利率	48.8%	55.0%	60.6%	62.0%	63.4%
EBIT 率	21.7%	27.4%	35.0%	37.1%	39.0%
净利润率	18.7%	23.6%	29.6%	31.3%	32.6%
收益率					
净资产收益率(ROE)	16.4%	21.2%	26.3%	25.8%	24.7%
总资产收益率(ROA)	12.6%	16.2%	21.5%	21.4%	20.9%
投入资本回报率(ROIC)	140.3%	54.4%	176.0%	172.1%	197.2%
运营能力					
存货周转天数	66	65	63	71	75
应收账款周转天数	21	19	18	21	22
总资产周转天数	431	491	444	474	507
净利润现金含量	1.91	(0.36)	1.64	0.89	0.94
资本支出/收入	1.93%	3.90%	2.57%	2.18%	1.65%
偿债能力					
资产负债率	21.1%	21.7%	15.9%	14.2%	12.4%
净负债率	-82.6%	-41.3%	-81.1%	-82.5%	-86.0%
估值比率					
PE	74.5	50.1	29.8	23.9	19.7
PB	12.2	10.6	7.8	6.1	4.9
EV/EBITDA	55.6	38.2	22.8	18.3	15.0
P/S	13.96	11.84	8.83	7.48	6.42
股息率	0.8%	0.0%	0.7%	0.8%	0.9%

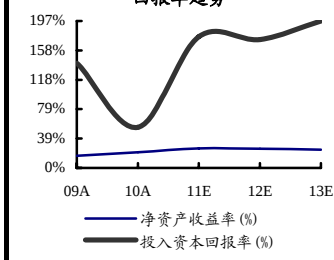
股票绝对涨幅和相对涨幅



利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

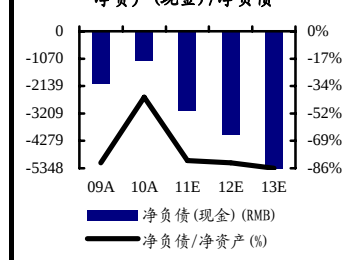


表:利润表分析 (万元)

	10-1Q	11-1Q	增量	10-1Q	10-2Q	10-3Q	10-4Q
主营收入	63,617	70,436	6,819	63,617	60,746	53,283	68,733
同比 %	59.2%	10.7%		59.2%	18.8%	-0.5%	8.7%
环比 %	0.6%	2.5%		0.6%	-4.5%	-12.3%	29.0%
毛利率	52.0%	66.0%		52.0%	52.9%	48.0%	65.0%
主营毛利	33,074	46,518	13,444	33,074	32,155	25,593	44,670
同比 %	86.6%	40.6%		86.6%	49.8%	6.2%	16.3%
环比 %	-13.9%	4.1%		-13.9%	-2.8%	-20.4%	74.5%
主营税金/收入	0.9%	1.1%		0.9%	1.0%	0.7%	1.2%
销售费用	8,555	10,492	1,937	8,555	10,692	11,195	17,709
销售费用/收入	13.4%	14.9%		13.4%	17.6%	21.0%	25.8%
管理费用	4,488	5,096	609	4,488	4,712	3,159	8,367
管理费用/收入	7.1%	7.2%		7.1%	7.8%	5.9%	12.2%
财务费用/收入	-0.8%	-0.9%		-0.8%	-1.0%	-0.4%	-1.1%
期间费用率	19.7%	21.2%		19.7%	24.3%	26.5%	36.9%
营业利润	19,992	30,332	10,339	19,992	16,535	11,128	18,050
营业利润率	31.4%	43.1%		31.4%	27.2%	20.9%	26.3%
同比 %	120%	51.7%		119.8%	70.5%	5.4%	5.5%
环比 %	17%	68.0%		16.9%	-17.3%	-32.7%	62.2%
公允价值变动	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1,796	1,796	0	-19	2,641	1,371
营业外收支净额	103	32	-71	103	53	72	180
(公允价值 + 投资收益 + 营业外收支) / 利润总额	0.5%	5.7%		0.5%	0.2%	19.6%	7.9%
利润总额	20,095	32,160	12,064	20,095	16,568	13,841	19,601
税前利润率	31.6%	45.7%		31.6%	27.3%	26.0%	28.5%
同比 %	119.2%	60.0%		119.2%	67.5%	30.3%	11.0%
环比 %	13.8%	64.1%		13.8%	-17.6%	-16.5%	41.6%
实际税率	15.3%	15.5%		15.3%	15.1%	15.0%	15.5%
少数股东损益/利润总额	1.6%	0.9%		1.6%	1.6%	2.0%	1.7%
净利润	16,700	26,886	10,185	16,700	13,809	11,492	16,222
同比 %	119.9%	61.0%		119.9%	66.6%	38.3%	8.0%
环比 %	11.2%	65.7%		11.2%	-17.3%	-16.8%	41.2%
EPS	0.26	0.41		0.26	0.21	0.18	0.25

数据来源: 国泰君安证券 按现有股本计算

作者简介:**易镜明:**

S0880511010019

021-38676779

yijingming@gtjas.com

医学博士，2006 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究。

张一甫（贡献作者）:

S0880110090086

021-38674755

zhangyifu008741@gtjas.com

医药行业研究助理，复旦大学硕士，2010 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究，负责中药、生物药等子行业。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		