

强烈推荐-A (维持)

东阿阿胶 000423.SZ

目标估值: 60.00 元

当前股价: 50.99 元

2013 年 2 月 20 日

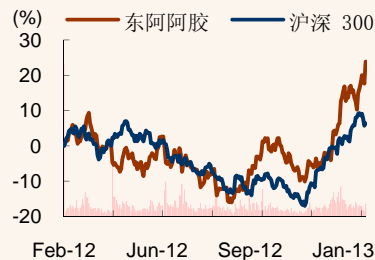
当前估值仍未体现公司价值, 13 年仍有 20% 以上空间

基础数据

上证综指	2397
总股本 (万股)	65402
已上市流通股 (万股)	65378
总市值 (亿元)	333
流通市值 (亿元)	333
每股净资产 (MRQ)	6.0
ROE (TTM)	24.8
资产负债率	16.0%
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	9	39	21
相对表现	5	22	15



资料来源: 港澳资讯、招商证券

相关报告

- 1、东阿阿胶 (000423) - 拐点已至, 建议加强配置 2013/1/31
- 2、东阿阿胶 (000423) - 3 季报业绩超预期, 阿胶块 3 季度高增长 2012/10/24
- 3、东阿阿胶 (000423) - 2011 年年度股东会交流纪要 2012/6/19

李珊珊, CPA

S1090511040046

徐列海

0755-83271609

S1090511080001

杨焯辉

0755-82943202

S1090512090001

廖星昊, CIIA

0755-83271617

S1090512110002

张同 (研究助理)

0755-83287995

我们判断公司未来三年净利润复合增长 25~30% 确定性高, 当前 25 倍 PE 未体现其投资价值, 未来将重回一线股估值, 甚至略有溢价, 30 倍的估值目标并不高, 相对当前股价还有 20% 以上的空间, 当前的估值在医药板块中极具吸引力, 我们继续强烈推荐, 目标价 60 元。

- 公司未来三年成长确定, 复合增长 25~30%, 当前估值 25 倍, 30 倍估值并不高: 我们 2013 年 1 月 31 日发布了报告《拐点已至, 建议加强配置》, 判断东阿阿胶未来 3 年成长确定, 复合增长将达到 25~30%, 对于一家 12 年净利润已经超过 10 亿元的公司来说, 能够保持这种速度是难能可贵的。我们需要强调的是“东阿阿胶 2012 年的低谷让市场分歧很大, 估值始终低于一线股, 12 年 4 季度的复苏标志着东阿阿胶转型的成功, 走出低谷, 重新迈上长期成长轨道, 13 年是阿胶估值回升的一年, 重回一线股估值, 甚至略有溢价, 13 年 30 倍的目标并不高”。

- 近期我们与投资者就东阿阿胶做了较多沟通, 就此, 我们认为:

- 东阿阿胶的阿胶块市场需求在提升, 但市场整体需求的增加幅度应显著小于东阿阿胶: 东阿阿胶自 12 年 4 季度推出“赠送辅料、免费熬胶”的活动以后, 消费者接触到的产品形态将是“固元膏”, 如此通过打粉香味、凝固难易程度很好的将东阿阿胶的产品自然而然的与其他品牌区分开来, 从而很好的提升了客户的黏性。同时, 固元膏使得阿胶的消费便利化, 消费人群年轻化, 城市白领将成为主力消费人群, 这类人群价格敏感度较低, 从而也打开了未来阿胶块的价值回归空间。11~12 年之间, 市场一直争议阿胶竞争者的加入问题, 从而担忧市场竞争激烈后东阿阿胶的阿胶块销量未能放量, 并限制未来的提价空间。毋庸置疑, 阿胶生产者是多, 但是其他品牌的阿胶是否能够达到东阿阿胶的质量层次, 特别是对于新进入者, 这个是需要划一个问号的。如果消费者能够直接区分不同品牌阿胶的质量差别的话, 那东阿阿胶的产品价值就能够体现出来, 而“赠送辅料、免费熬胶”的方式很好的实现了这一功能, 从而为东阿阿胶的阿胶块划出了一个市场, 这个市场价格敏感较低, 同时需求也是在不断增长的。未来, 东阿阿胶可能会开发能够更直观能够识别阿胶块质量的熬胶工具,

财务数据与估值

会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	2464	2759	2897	3534	4276
同比增长	19%	12%	5%	22%	21%
营业利润(百万元)	697	1031	1225	1558	1950
同比增长	48%	48%	19%	27%	25%
净利润(百万元)	582	856	1029	1308	1635
同比增长	48%	47%	20%	27%	25%
每股收益(元)	0.89	1.31	1.57	2.00	2.50
PE	57.3	39.0	32.4	25.5	20.4
PB	12.2	9.7	7.9	6.2	4.8

资料来源: 公司数据、招商证券

同时，原先赠送辅料的活动未来也有可能取消，从而可以节省生产成本。这些都将打开未来东阿阿胶阿胶块的利润贡献空间。

无需过分担忧驴皮价格的上涨：毛驴生长周期 3~4 年，驴皮占毛驴的经济价值仅 15~20%，群养难度大，并且传统的劳役价值在下降，导致毛驴的存栏量逐年下降，纯粹为了驴皮养殖毛驴也不大现实。在下游阿胶产业扩大的背景下，我们认为驴皮的价格上涨是不可避免的。但我们认为无需过分担忧，整体上，我们判断驴皮的价格上涨对东阿阿胶的影响将是最小的：1、正如我们上文所分析的，市场阿胶块的需求增长并不会达到东阿阿胶的速度；2、东阿阿胶的价值回归能力是最强的，能够很好的转移成本；3、多年的养驴基地建设经验，对上游资源的掌控力是最强的；4、具有唯一的进口海外驴皮的资质。

对于阿胶块未来三年收入增长的判断：我们预计东阿阿胶 12 年的销量在 1700~1800 吨之间，但是市场终端的实际消化很可能是在 2000 吨以上。未来 3 年，我们认为阿胶块价格未来仍将“小步快跑”，年复合价格提升大概在 10%左右；量方面，我们认为年复合增长在 10~15%之间，从而驱动阿胶块未来 3 年收入复合增速达到 20~25%。

阿胶浆未来仍有较大成长空间，未来 3 年收入复合增长预计能够达到 25%：阿胶块目标终端转移后，其原来的城乡结合部、基层市场可以通过阿胶浆以及其他衍生品种满足，同时阿胶浆在医院推广顺利，预计 12 年医院销售同比增长超过 50%，但目前占比仍较低；其次，阿胶浆正在进行妇女经期保健的研究，未来有望在这个领域取得成功；我们认为未来 3 年阿胶浆每年销量 15~20%的增长是可以实现的。价格方面，阿胶浆 11 年山东省备案价格上调了 30%，目前大部分省份的备案价格已经上调，出厂价在 12 年已经有所上调，未来仍有提价空间，若考虑未来 3 年提价 20~30%，那未来 3 年阿胶浆收入复合增长 25%是可以实现的。

阿胶块、阿胶浆是公司的现金牛产品，是未来 3 年成长性最确定的产品：东阿阿胶资产结构、经营质量非常高，应收款少、经营现金流好、固定资产整体投入也不高，这些都是源于公司良好的产品力。这两个品种为公司开发、投入其他未来潜力品种能够提供很好的现金流，从而能够打开公司未来进一步发展的空间。我们认为未来 3 年阿胶块 20~25%的复合增长、阿胶浆 25%的复合增长，足以驱动公司未来三年利润保持略高于 25%的净利润复合增长，而利润的弹性部分可能来自于保健品。

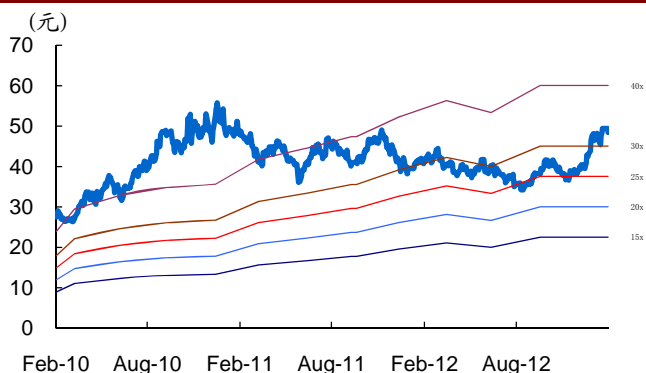
保健品是未来成长空间最大的品种，也是未来的弹性品种：可以说，东阿阿胶的保健品系列产品力是没有问题的，当前的产品线也还不错，未来的最大的问题是怎么把好产品销售出去。一直以来，保健品在费用投入方面有所控制，保健品子公司也是连续数年有所盈利，但是限制了保健品规模的扩张，预计 12 年收入规模约 3 亿元；并且渠道上与公司熟悉的 OTC 不同，也导致了保健品在规模扩张速度上有所限制。目前保健品主要包括桃花姬、金丝枣、阿胶原粉、玉枣、元浆等，定位各有不同，客观来讲，品种的潜在市场空间都是非常的，现在保健品主要是在北京、山东、上海、广东等一线城市销售，未来将会推向全国，同时公司会加强网购推广。如果未来销售得当，整体规模上 20 亿元是可以期待的，甚至可以再造一个东阿阿胶。未来保健品需要重点观察的是人员的引进以及公司在广告方面的投入。

业绩预测：预计 12~14 年净利润同比增长 20%、27%、25%，实现 EPS 1.57 元、2 元和 2.5 元。2013 年而言，我们判断：1、阿胶块销量同比增长 20%，1 月份出厂价已经上调 5~6%，预计全年收入增速约 25~30%；2、阿胶浆价量提升，预计全年收入同比增长约 30%；3、保健品收入同比增长超过 30%。

13 年开始阿胶将估值回归，建议加强配置，目标价 60 元，维持“强烈推荐-A”评级：2012 年东阿阿胶由于渠道库存清理，股价表现并不尽人意，估值也并未达到一线股的平均水平，随着阿胶未来成长空间的打开，我们认为未来阿胶的估值将回归，我们给予 13 年 30 倍预测 PE，目标价 60 元，建议加强配置。

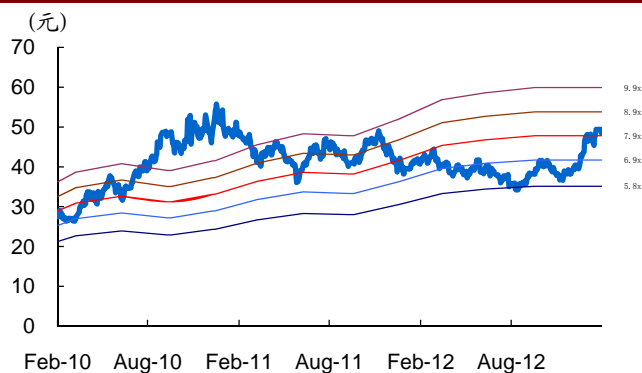
主要风险是原材料价格上涨超预期以及舆论对公司价值回归可能的不良影响。

图 1: 东阿阿胶历史 PE Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

图 2: 东阿阿胶历史 PB Band



资料来源：港澳资讯、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2502	3281	3829	5085	6675
现金	1133	1503	2412	3374	4623
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	51	58	58	71	86
应收款项	129	56	135	165	200
其它应收款	25	19	55	67	81
存货	194	311	196	223	256
其他	970	1334	974	1185	1430
非流动资产	1096	946	1192	1159	1129
长期股权投资	74	92	92	92	92
固定资产	400	471	446	427	409
无形资产	128	146	132	119	107
其他	494	237	523	522	521
资产总计	3598	4226	5021	6244	7804
流动负债	719	685	671	696	725
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	194	112	98	112	129
预收账款	49	77	74	84	97
其他	476	496	498	499	500
长期负债	62	66	59	59	59
长期借款	0	0	0	0	0
其他	62	66	59	59	59
负债合计	780	751	730	755	784
股本	654	654	654	654	654
资本公积金	689	710	710	710	710
留存收益	1400	2060	2860	4037	5541
少数股东权益	74	51	68	89	116
母公司所有者权益	2743	3424	4224	5401	6905
负债及权益合计	3598	4226	5021	6244	7804

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	636	710	1355	1015	1302
净利润			1029	1308	1635
折旧摊销			39	36	34
财务费用			(21)	(21)	(21)
投资收益			(60)	(60)	(60)
营运资金变动			343	(271)	(315)
其它			24	23	29
投资活动现金流	(1259)	(186)	(291)	(3)	(3)
资本支出			(3)	(3)	(3)
其他投资			(288)	0	0
筹资活动现金流	(216)	(154)	(155)	(50)	(50)
借款变动			0	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			74	81	81
现金净增加额	(839)	370	909	963	1249

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	2464	2759	2897	3534	4276
营业成本	1109	933	869	993	1137
营业税金及附加	23	31	32	39	47
营业费用	482	610	585	707	847
管理费用	207	231	267	318	376
财务费用	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)
资产减值损失	7	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	40	57	60	60	60
营业利润	697	1031	1225	1558	1950
营业外收入	6	17	5	5	5
营业外支出	2	11	0	0	0
利润总额	701	1036	1230	1563	1955
所得税	107	166	185	234	293
净利润	594	870	1046	1329	1662
少数股东损益	12	14	17	21	27
母公司所有者净利润	582	856	1029	1308	1635
EPS (元)	0.89	1.31	1.57	2.00	2.50

主要财务比率

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
年成长率					
营业收入	19%	12%	5%	22%	21%
营业利润	48%	48%	19%	27%	25%
净利润	48%	47%	20%	27%	25%
获利能力					
毛利率	55.0%	66.2%	70.0%	71.9%	73.4%
净利率	23.6%	31.0%	35.5%	37.0%	38.2%
ROE	21.2%	25.0%	24.4%	24.2%	23.7%
ROIC	20.3%	24.4%	23.8%	23.8%	23.4%
偿债能力					
资产负债率	21.7%	17.8%	14.5%	12.1%	10.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.5	4.8	5.7	7.3	9.2
速动比率	3.2	4.3	5.4	7.0	8.9
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
存货周转率	5.6	3.7	3.4	4.7	4.7
应收帐款周转率	19.5	29.8	30.3	23.5	23.4
应付帐款周转率	6.3	6.1	8.3	9.4	9.4
每股资料(元)					
每股收益	0.89	1.31	1.57	2.00	2.50
每股经营现金	0.97	1.09	2.07	1.55	1.99
每股净资产	4.19	5.24	6.46	8.26	10.56
每股股利	0.18	0.35	0.35	0.20	0.20
估值比率					
PE	57.3	39.0	32.4	25.5	20.4
PB	12.2	9.7	7.9	6.2	4.8
EV/EBITDA	50.1	34.3	28.9	22.8	18.3

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。

杨焯辉，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；2012年新财富最佳分析师第4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。