

东北制药 (000597)

 李劲松、王唏
 021-38565948
 lijinsong@xyzq.com.cn

2009 年 02 月 05 日

业绩仍将高速增长，股价明显低估

化学原料药

估值区间:24.00 ± 2.00

推荐

(上调)

公司 09 年业绩将保持快速增长，预计全年实现 EPS2.4 元。公司的合理估值区间为 22~26 元，给予“推荐”的评级。

投资要点:

- 近期我们与机构投资者一起参加了东北制药的股东大会，并且就公司的产品前景和未来的发展规划和管理层进行了沟通。

原料药业务好于预期

- **VC 的价格较去年明显上涨。**公司的原料药业务主要是维生素 C，产能达到了 2.5 万吨，是全球最大的生产企业之一；年生产 VC 量达到 2~2.2 万吨。今年的 VC 签约的价格约为 9~13 美金/kg，与此前我们的判断一致，远高于去年同期的 6~7 美金/kg。同时公司反映现有的长单签约情况已经达到了年产量的 60~70%，好于我们此前的 40~60% 的估计。
- **国际环境变化催生 VC 价格高涨。**维生素 C 属于技术、资金密集型行业。在国内的技术取得突破后，国际生产出现了向中国不断转移的趋势。目前国内的 5 家 VC 生产企业已经控制了国际市场超过 85% 的市场。强势的生产地位催生了定价权向国内企业转移的过程，因此导致了 VC 出现罕见的长周期景气。我们预计 VC 的景气在 2009 年仍将持续。（详细请参见：VC 的行业报告《冬天里的一把火》《早春三月》）
- **竞争壁垒提高导致了行业竞争减少。**国内 VC 生产的壁垒包括了政策壁垒、技术壁垒、资金壁垒等多方面的因素。政策面是发改委限制 VC 投资，避免了新进入者蜂拥而入的局面。技术壁垒则是现有的生产企业经过多年的磨合已经将生产线调整到了最佳状态，达到了成本的最优。资金壁垒是随着环保标准的提高和建设成本的上升，新进入者的需要投入 7~8 亿才能建设成万吨级符合环保标准的生产设施。公司认为现有的定价机制仍将持续。
- **未来 VC 深加工将提升附加值。**借助在 VC 原料药上的优势，公司现在逐步延长产品线，现已建成 8000 吨的 VC 深加工生产线。产品将包括 VC 包衣片等，一方面提高产品附加值，另一方面也提高公司抵御产品价格波动的风险。

市场数据

2009 年 02 月 04 日

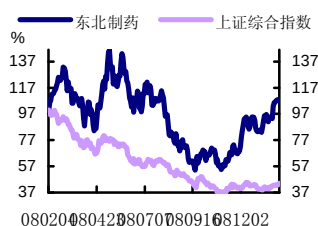
收盘价 (元)	15.88
一年内最低/最高 (元)	7.56/21.90
深证成指	7,477.63
市盈率	18.76
市净率	4.27

基础数据

2008Q3

每股净资产 (元)	3.72
净资产收益率 (%)	23.41
资产负债率 (%)	70.72
总股本/A 股 (万股)	33,381/16,995

股价走势



相关报告

制剂业务亮点多多

- **制剂成为未来发展核心。**公司是辽宁地区无可争议的最大的制药企业，其制剂业务约占据年收入的 24%。其主营产品为磷霉素钠、整肠生、精麻等大众普药为主。借助医改的东风，公司的重心是向制剂倾斜，目标是将制剂的销售收入达到原料药收入的水平。
- **磷霉素钠的霸主地位无可动摇。**公司是国内最大的磷霉素钠的生产企业，年销售收入约 3 亿。与青霉素相比，磷霉素钠价格同样低廉，但是没有过敏反应，同时抗菌谱也非常广泛。在医改加强基本药物使用的背景下，其市场空间将不断扩大。
- **精麻药物稳步增长。**作为国内仅有的 6 家精麻定点生产企业之一，公司的精麻产品主要是由国家采购，年销售收入约为 1.2 亿元。其毛利率约为 45%，每年可为公司贡献 4000~5000 万元的利润，是公司当之无愧的摇钱树。同样受到医改扩容带来的就诊率的提高，国家采购的精麻药品数量不断增长，带动公司精麻稳步增长，我们预计未来其年增长率约为 20%。
- **整肠生有望快速增长。**整肠生是国家一类新药，与同类产品相比其价格低廉，疗效确切，年销售收入约为 1.5 亿元。今年公司将其销售队伍进行了强化，对代理公司进行了清理，为 09 年的高速增长打下了基础。
- **营销整合推动制剂销售增长。**公司现有的制剂生产企业，沈阳第一制药厂和东总分别拥有覆盖全国的销售队伍。不仅不利于销售的管理，同时也造成了管理和营销费用过高。公司将逐步推行内部的销售队伍的整合，并且将销售目标和收入相挂钩的方式提高销售队伍的积极性，减少内耗。

综上所述，我们认为今年公司的制剂产品借助医改的春风将出现一个较快增长，预计全年的制剂销售收入同比增长~20%。

费用控制、计提完成促进业绩增长

由于公司是大型国企，因此三费较同业公司明显偏高。2008 年 1~3 季度，三项费用高达 6.01 亿元，但是其制剂销售的规模不到 10 亿。针对这个问题，公司提出了费用分解，强化费用控制，我们预计今年费用将同比持平。另一方面公司的债务结构也极其不合理，账面现金高达 6.65 亿元，短期借款 15.27 亿元，长期借款仅 4000 万元；导致了公司去年前三季度的财务费用高达 1.1 亿元。针对这个问题，公司提出了发 6 亿规模的公司债降低财务费用。同时自去年 4 季度的大规模的降息也为公司在 09 年降低财务费用提供了充足的空间。同时公司 2008 年将历史坏帐约 3 亿元基本计提完毕，09 年将轻装上阵促进业绩进一步大幅增长。

09 年的资本开支将大幅下降

公司在张士的制剂生产基地基本建设完毕, 剩余的是原料药生产基地的建设。但是受到客观环境的限制, 目前尚未完成选址的工作, 因此 09 年将不会有新厂区建设, 我们预计今年的资本开支将大幅下降。

盈利预测: 考虑到公司今年 VC 的均价进一步大幅提升, 单单这部分的业绩贡献有望全年达到约 2 元, 同时制剂业务的稳步增长和财务费用同比大幅下降带来的盈利, 我们提高公司 09 年的 EPS 至 2.4 元。由于原料药业务增长的空间不大, 其估值水平理应给予 8 倍的较低估值。制剂业务处于一个稳步增长期, 预计将维持年均 20% 的增长。以医药行业的成长性估值标准应给予约 20 倍的估值。综合考虑, 我们认为公司的合理估值区间为 22~26 元, 给予“推荐”的评级。

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
观 望: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐 电话: 021-68419393-1026 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-68419393-1034 Email: dengyp@xyzq.com.cn

朱元戡 电话: 021-68419393-1028 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-68419393-1030 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-68419393-1029 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-68419393-1030 Email: yancs@xyzq.com.cn

雒雅梅 电话: 021-68419393-1207 Email: luoyym@xyzq.com.cn

研究报告发布

金 琼 电话: 021-68419393-1049 Email: jinq@xyzq.com.cn

重要声明

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。