

李劲松 王晔

东北制药（000597）

医药行业研究员

业绩符合预期，未来仍有改善

021 - 38565948

lijinsong@xyzq.com.cn

强烈推荐（维持）**2009年3月25日****投资要点**

公司公布 2008 年年报显示实现主营收入 46.09 亿元，营业利润 4.94 亿元，净利润 3.58 亿元；分别同比增长 24.38%、385.35%、661.68%。实现每股收益 1.16 元，符合预期。

2008 年利润分配为每 10 股派 1 元。

点评：

- **VC 价格上涨是推动盈利大幅飙升的主要原因。**主营收入绝对销售收入增长了约 11 亿元；其中由于 VC 价格上涨和销量增加带动的销售收入增长达到 ~6.5 亿元，医药商业流通和其他药品销售收入增长约 4.5 亿元。由于 VC 在 2008 年的销售均价由约 4.5 美金/kg 大幅上涨至 2008 年全年的 8.3 美金/kg 导致了 VC 的销售收入同比增加约 150%。在生产成本上升远小于价格升幅导致了盈利迅速增长。
- **应收帐款计提彻底完成。**在 2008 年整体盈利大幅增加的背景下，公司及时变更了计提的方式。对三年以上的应收帐款进行了全额计提，总金额达到了 3.11 亿元。若剔除此项应收帐款的影响，公司的年盈利将达到 8.11 亿元，表明公司的盈利不止是 VC 的大幅增长，其它的原料药和药品销售也处于同比快速增长过程。
- **三项费用大幅增长提示尚有改善空间。**2008 年三项费用率达到了 17.89%，同比大幅增加 3.69 个百分点。其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比上升 0.8、2.16、0.55 个百分点。仔细分析可以发现管理费用增加的主要原因在于大量的技术改进导致的多支出 7000 多万，其次奥运停产导致的费用增加 4000 余万元。这些在 2009 年的影响将会得到消除，因此管理费用进一步增加的可能性不大。财务费用则是同比大幅增加了 4700 万元，主要是借款利率较高所导致的。在 2008 年四季度的利率快速下降、账面现金的快速增长以及公司计划公司债的发行，预计在 2009 年财务费用有大幅下降的空间。
- **税率优惠尚未体现。**公司获得了高新技术企业认定，应当享受 15% 的所得税税率。但是公司的整体所得税税率仍然高达 28.41%。主要是由于经过调整后公司应纳税的利润达到了 6.45 亿元，直接导致了公司缴纳的基础所得税达到了 1.14 亿元。此外 2700 余万元的递延税导致了实际所得税税率远高于应得税率。随着计提完成，2009 年的所得税将不存在应纳税调整的问题，预计所得税率优惠将会得到体现。
- **业绩预期：**2009 年假设 VC 价格维持在 10 美元（按长单均价的低限），出口量在 1.8 万吨（等于不考虑现货，只看长单），公司业绩为 2.41 元。2010 年我们认为 VC 价格不变，出口量应有所增长，假设出口 1.9 万吨，公司制药业务平稳增长，则业绩为 2.76 元，继续维持“强烈推荐”

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% 部 ~ 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: 021-38565929 Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍 电话: 021-38565916 Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉 电话: 021-38565911 Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华 电话: 021-38565933 Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜 电话: 021-38565936 Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦 电话: 021-38565941 Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱 电话: 021-38565915 Email: yangchen@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。