东北制药(000597)中报点评

谨慎推荐

维持评级

健康护理/化学制药

2009 年 8 月 28 日

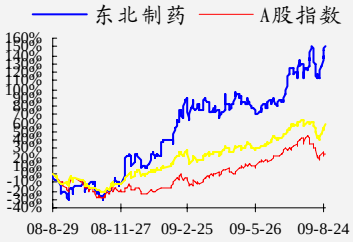
投资要点:

- 2009 年 8 月 28 日,东北制药公布了 2009 年中期业绩报告,2009 年上半年共实现销售收入 27.27 亿元，同比增长 13.30%，营业利润 3.97 亿元，同比增长 56.62%，属于母公司的净利润 3.17 亿元，同比增长 126%，每股收益 0.95 元，高于我们的预期，主要是上半年维生素 C 的均价高于我们的预计；
- 维生素 C 依然保持高价格，上半年销售收入增长了 15%，毛利率提高到 62.5%，但是其他原料药和制剂的销售增长放缓，工业整体增长只有 1.85%；
- 商业销售收入增长 25%，达到 9.78 亿元，成为公司销售收入增长的主力；
- 公司销售费用和管理费用增速都高于销售收入的增长，三项费用率大幅提高，如果不剔除资产减值的因素，公司营业利润和 2008 年同期基本持平；
- 公司的整体搬迁正在进行，需要大量的资金投入，公司通过多种方式筹集资金，因此有息负债增加，目前公司经营性现金流很好，2009 年上半年实现 4.2 亿元，可以部分支持公司搬迁所需的资金，未来随着公司搬迁的结束，公司的负债水平会大幅下降；
- 调高公司 2009 年和 2010 年每股收益到 1.89 元和 2.25 元，预计 2011 年每股收益将下滑到 2.02 元；
- 公司目前业绩向下的拐点并没有出现，依然可以享受维生素 C 高价格带来的收益，而未来公司在制剂业务上的前景依然广阔，因此维持对公司谨慎推荐的评级。

业绩预测:

	主营收入(万元)	增长率(%)	归属母公司净利润(万元)	增长率(%)	EPS(元)	ROE(%)	市盈率(倍)	红利收益率(%)
2008	460,977	24.38	35,791	653.15	1.16		22.3	
2009E	508,931	10.4	62,703	75	1.89		13.7	
2010E	559,378	10	74,958	20	2.25		11.5	
2011E	638,596	14	67,379	-10	2.02		12.8	

走势图



市场数据	2009-8-28
收盘价:	25.85 元
52 周最高价:	28.86 元
52 周最低价:	7.46 元
平均持仓成本:	24.63 元

基本数据	2009Q2
总股本（万股):	33,381
流通 A 股（万股):	33,381
每股收益（元):	0.95
每股净资产（元):	5.56
每股经营现金流（元):	1.27
市净率:	4.64

分析师: 宋晗
TEL: (8621)6336 7000-254
FAX: (8621)6337 3209
Email: songh@nesc.cn
地 址: 上海市延安东路 45 号 20F
(邮编 200002)

郑重声明: 本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归我公司所有。

2009 年 8 月 28 日，东北制药公布了 2009 年中期业绩报告，2009 年上半年共实现销售收入 27.27 亿元，同比增长 13.30%，营业利润 3.97 亿元，同比增长 56.62%，属于母公司的净利润 3.17 亿元，同比增长 126%，每股收益 0.95 元，高于我们的预期，主要是上半年维生素 C 的均价高于我们的预计。

公司原料药实现销售收入 11.05 亿元，同比增长 0.45%，其中维生素 C 实现销售收入 8.88 亿元，同比增长 15%，主要是平均价格提高到 80 元，带来的销售收入的增长，其他原料药由于受到海外需求下降的影响，销售收入有所下滑。维生素 C 的毛利率已经达到了 62.5%，比 2008 年同期提高了 5 个百分点，带动整个原料药部分毛利率提高了 6.93 个百分点。

受到搬迁的影响，公司制剂部分只实现销售收入 5.55 亿元，同比增长 4.77%，但是毛利率提高到 54.28%，比 2008 年同期提高了 4.1 个百分点，未来随着公司制剂部分搬迁完成，制剂产能的扩大以及公司在制剂营销上投入力度的加大，制剂产品的增长会成为公司未来业绩增长的主力。

公司商业部分实现销售收入 9.78 亿元，同比增长 25.27%，是上半年公司销售收入增长的主要因素，商业部分的毛利率下降 0.23 个百分点到 6.24%。辽宁省目前并没有一个较强的商业企业，公司目前的销售规模在辽宁省内也排在前列，在公司的支持下，商业部分销售规模持续扩大的难度不大，但是毛利率会随着批发业务规模的扩大而下降。

虽然公司工业部分的毛利率大幅提升，但是由于低毛利率的商业部分销售收入增长较快，因此公司整体的毛利率还是下降了 0.25 个百分点。由于公司计划加大制剂产品的销售力度，因此销售费用比 2008 年增长了 34%，搬迁造成的停工和维修费用使得管理费用增长 25%，都高于销售收入的增长，利率的下降使财务费用减少了 800 万元，三项费用率比去年同期提高了 1.2 个百分点。

2008 年由于公司维生素 C 价格大增带来高额利润，因此公司把历史坏账全部计提，上半年计提的坏账损失高达 1.84 亿元，2009 年上半年虽然依然计提了固定资产损失 5800 万元，但是远低于 2008 年同期的数值，因此 2009 年上半年营业利润比 2008 年同期增加了 1.43 亿元，基本上都是来自于资产减值的减少。

公司 2009 年上半年按照 15%计提所得税，因此所得税比 2008 年同期减少 3300 万元，因此净利润的增长要高于营业利润的增长。

从资产负债表来看，应收账款和存货变动不大，但是公司的有息负债增加了4.5 亿元，总数接近 20 亿元，主要是公司为搬迁进行资金储备。公司计划发行 6 亿元公司债已经获得批准，另外公司计划调整贷款，把高利率的贷款置换成低利率的贷款，来减少公司的财务负担。

公司上半年实现经营性现金流 4.2 亿元，良好的经营性现金流为公司的搬迁提供了一部分的资金支持，未来随着公司搬迁的结束和原有厂区土地的变现，公司的负债水平会大幅的降低。

东北制药上半年维生素 C 价格的上涨带来的收益被其他业务的下滑所抵消，因此剔除资产减值的因素和 2008 年同期基本持平，下半年维生素 C 的销量会比上半年有所下滑，而其他业务比上半年会有所恢复，因此下半年的业绩和上半年会基本持平。

2010 年维生素 C 价格可以会继续小幅上涨，但是公司搬迁以及营销费用的上升会抵消这一部分的收益，因此 2010 年的业绩只会小幅的上涨，而 2011 年维生素 C 价格向下波动的可能性较大，虽然制剂业务有所增长，但是公司整体业绩下滑是大概率的事件。

因为维生素 C2009 年均价要高于我们的预期，因此调高公司 2009 年和 2010 年每股收益到 1.89 元和 2.25 元，预计 2011 年每股收益将下滑到 2.02 元。

公司目前业绩向下的拐点并没有出现，依然可以享受维生素 C 高价格带来的收益，而未来公司在制剂业务上的前景依然广阔，因此维持对公司谨慎推荐的评级。

盈利预测表

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
营业收入	460977	508931	559378	638596
营业总成本	411480	430991	466219	556865
其中：营业成本	303152	330201	360828	439011
营业税金和附加	3370	3200	4000	4600
营业费用	34191	42241	47547	55558
管理费用	34809	37152	41953	46617
财务费用	13321	11196	8391	9579
资产减值损失	22638	7000	3500	1500
投资收益	0	0	0	
营业利润	49497	77941	93159	81730
营业外收支净额	470	500	600	500
利润总额	49967	78441	93759	82230
所得税	14174	15688	18752	14801
净利润	35793	62753	75008	67429
属于母公司的净利润	35790	62703	74958	67379
少数股东损益	3	50	50	50
每股收益	1.0722	1.8784	2.2455	2.018

投资评级说明:

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。
优于大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;
同步大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;
落后大势:在未来 6—12 个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。
推　　荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;
谨慎推荐:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;
中　　性:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益在市场平均收益±5%之间;
回　　避:在未来 6—12 个月内,股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所
地址:上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)
电话:(8621)6336 7000
传真:(8621)6337 3209