



分析师

孙伟娜 梁雪丹

电话: 010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

东北制药 (000597)  
买入 (首次)

## 调研报告

制剂业务明年或有快速增长

### 调研情况

2009 年 11 月, 我们前往东北制药实地调研, 与董秘吕林全进行了交流, 主要为了解 VC 停产和复产情况、价格预测和营销改革的效果。通过调研, 我们认为公司 2010 年业绩可能出现较大增长。

#### ● 公司主营业务简介

东北制药主营业务分为原料药、制剂和医药商业三大部分。原料药收入占主营收入 50%, 其中 VC 和其他原料药各占 50%; 制剂产品占主营收入的 16%; 医药商业占 33%。主要产品有维生素 C、左卡尼汀、磷霉素钠、氯霉素、脑复康、整肠生胶囊、呼吸系统用药可非 (复方磷酸可待因糖浆)、消刻 (枸橼新啉片)、抗艾滋病药物克度 (齐多夫定)、沙之 (司他夫定)、哈特 (去羟基苷) 等。

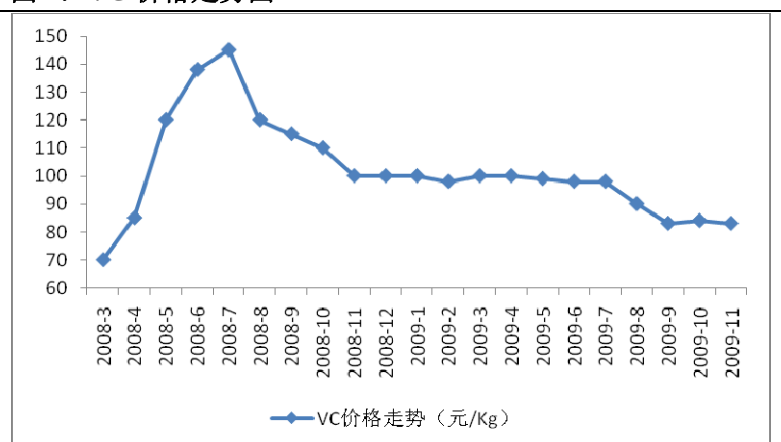
#### ● VC 三因素保证业绩稳健增长: 价格平稳、停产质量升级、国内需求增速加快

##### 价格平稳

维生素作为大宗原料药具有明显的周期性, 大部分维生素价格在 2008~2009 年都经历了较大的下降, 但 VC 由于生产格局的原因, 价格一直维持高位。过去国际上 VC 有两大生产企业 DSM (帝斯曼) 和 BASF (巴斯夫), 近 2 年由于环保和成本压力而不断停产, 因此 VC 生产主要集中到了中国 5 大企业, 东北制药、华北制药、石药集团、江山制药和鲁维制药, 这 4 大企业占据了全球的 90% 以上的市场份额, 产量超过 10 万吨, 其中东北制药产量在 2~2.3 万吨之间 (产能为 2.5 万吨), 因此全球 VC 的价格掌控在国内 5 大企业的手中。5 大企业以限产保价的态度维持着全球市场的平衡, 虽然 2009 年国内有部分厂家恢复或投资兴建 VC 项目, 如沈阳同联集团、河南华星药厂、郑州拓洋实业、牡丹江高科生化公司、山东天力药业、山东润鑫精细化工公司、安徽泰格生物等, 但由于项目设立到投产至少需要 1~2 年时间, 另外, VC 80% 都用于出口, 新进入的企业要建立出口渠道很困难, 只能先争夺国内市场, 只要 5 大企业维持价格平衡的“默契”态度不变, VC 价格将继续保持平稳。

2009 年 11 月 11~13 日在北京召开的第 63 届 API 原料药会议上, VC 五家企业报价在 80 元/kg 左右, 出口价在 11 美元/kg 左右, 厂家通过控制产量稳定价格。目前, 东北制药已签订的 2010 年的长单价格都在 10 美元/Kg 左右。

图 1: VC 价格走势



资料来源: 健康网

### 停产 3 月质量升级

东北制药在 2009 年 3 季度停产 3 个月, 停产期间不仅仅是检修, 还对生产线进行了质量升级, 使所有的 VC 产品全部符合了美国 FDA 标准, 从过去主要出口到欧洲和日本, 到现在有望大幅打开美国市场。另外, 公司的 8000 吨的 VC 深加工生产线已开始投产, 包括 VC 钠、VC 钙等, 附加值更高, 毛利率在 60%以上。虽然 VC 的国际需求已较为稳定, 但 VC 深加工产品需求还在增加。

### 国内需求增速加快

VC 的现状是国产 VC 的 80%都出口到国外, 而国内的需求一直都比较小。东北制药 VC 的 75%出口, 25%在国内销售。据向公司了解, 目前国际市场上 VC 需求比较稳定, 基本没有增长, 但国内需求增长较快, 主要用于饮料添加剂和 VC 保健品。国内市场增速大约 10%, 这也是国内不断有企业上马复产的原因。公司开发的强力果味片和东维力口服液作为营养品在国内市场增速也加快。

### ● 新厂区+营销改革有望促进制剂 2010 年增长 40~50%

东北制药的制剂品种主要有消化系统用药整肠生胶囊、麻醉精神用药盐酸吗啡、盐酸哌替啶、盐酸布桂嗪、可非(复方磷酸可待因糖浆)、抗艾滋病药物克度(齐多夫定)、沙之(司他夫定)、哈特(去羟基苷)、激素类药物卡孕栓和其他常规普药。其中, 整肠生胶囊和卡孕栓增速较快, 都属于医保目录品种。整肠生胶囊近 3 年增速约 25%, 09 年销售额已接近 2 亿, 而且目前主要在辽宁销售, 在全国还有较大市场空间。卡孕栓预防和治疗宫缩弛缓所引起的产后出血, 08 年增速超过 100%。制剂 2008 年实现收入 7.47 亿元, 占到主营收入的 16%, 2009 年收入有望增长 30%以上, 超过 10 亿元。

目前经过 1 年多的搬迁, 沈阳制药一厂和东北制药总厂的制剂生产合并, 已全部搬迁到张士制剂厂区, 整体通过了 GMP 认证, 是国内规模最大的单体制剂厂区。2009 年上半年, 公司依据新医改政策, 提出了“做大制剂、

做精原料”的营销战略，营销模式从品种分工向渠道分工变革，制剂营销战略转型工作目前已基本完成。新厂区和营销改革的完成预计能使制剂业务 2010 年增长 40~50%左右，销售规模达到 14~15 亿元。

## ● 盈利预测

由于 VC 价格目前稳定在 80~85 元/Kg，2 年内供应格局应该不会产生大的变化，公司目前签订的长单价格都在 10 美元/Kg 左右，2009 年由于停产原因，产量约 2 万吨，2010 年 VC 产量至少恢复到 2007 年的水平 2.3 万吨，假设出口价格在 10 美元/Kg 左右，则 2009、2010 年 VC 收入约为 13.6 亿元、15.7 亿元。假设 VC 深加工产品出口价格平均为 12 美元/Kg，2010 年能出口 3000 吨，则贡献收入 2 亿元以上。

制剂业务 2010 年由于新厂区的开工和营销改革的成效，假设增长 40%，则贡献收入 14 亿元。

预测 2009~2012 年 EPS 为 1.74、2.39、3.16、3.82 元。其中 2010 年，VC 和其它原料药约贡献 EPS 为 1.6 元，由于 VC 属于周期性行业，参考主营业务主要是 VE、VA 的新和成和浙江医药的 PE 为 16~18 倍，保守给予东北制药 VC 和其他原料药 14 倍 PE，则 2010 年合理价值为 22 元左右；其他业务约贡献 EPS 为 0.8 元，给予 20 倍 PE，则 2010 年合理价值为 16 元左右，因此东北制药 2010 年合理股价为 38 元，目前股价 28 元，首次给予“买入”评级。

**图 2：销售收入成本预测表（单位：百万元）**

| 收入           | 2008           | 2009E          | 2010E          | 2011E          | 2012E          |
|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>VC</b>    | <b>1,028.0</b> | <b>1,400.0</b> | <b>1,750.0</b> | <b>2,000.0</b> | <b>2,200.0</b> |
| 增长%          |                | 36.2%          | 25.0%          | 14.3%          | 10.0%          |
| 占比%          | 22.3%          | 25.8%          | 27.0%          | 26.2%          | 25.5%          |
| <b>成本</b>    | <b>280.0</b>   | <b>532.0</b>   | <b>665.0</b>   | <b>780.0</b>   | <b>880.0</b>   |
| <b>毛利率</b>   | <b>72.8%</b>   | <b>62.0%</b>   | <b>62.0%</b>   | <b>61.0%</b>   | <b>60.0%</b>   |
| <b>其他原料药</b> | <b>1,008.0</b> | <b>1,200.0</b> | <b>1,400.0</b> | <b>1,600.0</b> | <b>1,800.0</b> |
| 增长%          | -6.7%          | 19.0%          | 16.7%          | 14.3%          | 12.5%          |
| 占比%          | 21.9%          | 22.1%          | 21.6%          | 20.9%          | 20.9%          |
| <b>成本</b>    | <b>800.0</b>   | <b>1,080.0</b> | <b>1,260.0</b> | <b>1,440.0</b> | <b>1,620.0</b> |
| <b>毛利率</b>   | <b>20.6%</b>   | <b>10.0%</b>   | <b>10.0%</b>   | <b>10.0%</b>   | <b>10.0%</b>   |
| <b>制剂</b>    | <b>747.0</b>   | <b>900.0</b>   | <b>1,250.0</b> | <b>1,850.0</b> | <b>2,300.0</b> |
| 增长%          | 3.8%           | 20.5%          | 38.9%          | 48.0%          | 24.3%          |
| 占比%          | 16.2%          | 16.6%          | 19.3%          | 24.2%          | 26.6%          |
| <b>成本</b>    | <b>271.0</b>   | <b>360.0</b>   | <b>500.0</b>   | <b>740.0</b>   | <b>920.0</b>   |
| <b>毛利率</b>   | <b>63.7%</b>   | <b>60.0%</b>   | <b>60.0%</b>   | <b>60.0%</b>   | <b>60.0%</b>   |
| <b>医药商业</b>  | <b>1,482.0</b> | <b>1,580.0</b> | <b>1,720.0</b> | <b>1,840.0</b> | <b>1,970.0</b> |
| 增长%          | -2.0%          | 6.6%           | 8.9%           | 7.0%           | 7.1%           |
| 占比%          | 32.1%          | 29.1%          | 26.6%          | 24.1%          | 22.8%          |
| <b>成本</b>    | <b>1,365.0</b> | <b>1,469.4</b> | <b>1,599.6</b> | <b>1,711.2</b> | <b>1,832.1</b> |
| <b>毛利率</b>   | <b>7.9%</b>    | <b>7.0%</b>    | <b>7.0%</b>    | <b>7.0%</b>    | <b>7.0%</b>    |
| <b>其他</b>    | <b>345.0</b>   | <b>350.0</b>   | <b>354.0</b>   | <b>358.0</b>   | <b>362.0</b>   |

|     |        |       |       |       |       |
|-----|--------|-------|-------|-------|-------|
| 增长% | -12.4% | 1.4%  | 1.1%  | 1.1%  | 1.1%  |
| 占比% | 7.5%   | 6.4%  | 5.5%  | 4.7%  | 4.2%  |
| 成本  | 293.0  | 297.5 | 300.9 | 304.3 | 307.7 |
| 毛利率 | 15.1%  | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |

**图 3：财务报表预测（单位：百万元）**

| 利润表        | 2008    | 2009E   | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 4,609.8 | 5,430.0 | 6,474.0 | 7,648.0 | 8,632.0 |
| 减:营业成本     | 3,031.5 | 3,738.9 | 4,325.5 | 4,975.5 | 5,559.8 |
| 营业税费       | 33.7    | 38.0    | 45.3    | 53.5    | 60.4    |
| 销售费用       | 341.9   | 434.4   | 517.9   | 611.8   | 690.6   |
| 管理费用       | 348.1   | 396.4   | 472.6   | 558.3   | 630.1   |
| 财务费用       | 133.2   | 65.1    | 60.5    | 77.7    | 78.1    |
| 资产减值损失     | 226.4   | 71.9    | 111.5   | 127.9   | 111.2   |
| 加:公允价值变动收益 | -       | -       | -       | -       | -       |
| 投资和汇兑收益    | -       | -       | -       | -       | -       |
| 营业利润       | 495.0   | 685.4   | 940.7   | 1,243.2 | 1,501.7 |
| 加:营业外净收支   | 4.7     | -2.3    | -1.8    | -1.2    | -0.7    |
| 利润总额       | 499.7   | 683.1   | 938.9   | 1,242.0 | 1,501.0 |
| 减:所得税      | 141.7   | 102.5   | 140.8   | 186.3   | 225.2   |
| 净利润        | 357.9   | 580.6   | 798.1   | 1,055.7 | 1,275.9 |
| EPS（元）     | 1.07    | 1.74    | 2.39    | 3.16    | 3.82    |
| 资产负债表      | 2008    | 2009E   | 2010E   | 2011E   | 2011E   |
| 货币资金       | 768.0   | 651.6   | 776.9   | 917.8   | 1,035.8 |
| 交易性金融资产    | -       | -       | -       | -       | -       |
| 应收帐款       | 599.4   | 1,216.3 | 1,450.2 | 1,713.2 | 1,933.6 |
| 应收票据       | 199.0   | 217.2   | 259.0   | 305.9   | 345.3   |
| 预付帐款       | 314.2   | 434.4   | 517.9   | 611.8   | 690.6   |
| 存货         | 673.1   | 773.8   | 922.5   | 1,089.8 | 1,230.1 |
| 其他流动资产     | 0.1     | 0.1     | 0.1     | 0.1     | 0.1     |
| 可供出售金融资产   | -       | -       | -       | -       | -       |
| 持有至到期投资    | -       | -       | -       | -       | -       |
| 长期股权投资     | 8.2     | 8.1     | 8.1     | 8.1     | 8.1     |
| 投资性房地产     | -       | -       | -       | -       | -       |
| 固定资产       | 719.1   | 754.0   | 914.4   | 1,831.3 | 2,566.4 |
| 在建工程       | 403.8   | 798.2   | 888.2   | 749.5   | 845.9   |
| 无形资产       | 346.6   | 461.6   | 550.3   | 650.1   | 733.7   |
| 其他非流动资产    | 64.5    | 84.2    | 92.1    | 100.9   | 108.3   |
| 资产总额       | 4,104.0 | 5,412.5 | 6,396.7 | 7,999.5 | 9,523.9 |
| 短期债务       | 1,507.8 | 1,076.0 | 934.2   | 973.0   | 978.4   |
| 应付帐款       | 529.2   | 1,113.2 | 1,327.2 | 1,567.8 | 1,769.6 |
| 应付票据       | 210.0   | 108.6   | 129.5   | 153.0   | 172.6   |

|            |                |                |                |                 |                 |
|------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|
| 其他流动负债     | 138.2          | 222.5          | 251.7          | 284.6           | 312.2           |
| 长期借款       | 6.0            | 606.0          | 606.0          | 606.0           | 606.0           |
| 其他非流动负债    | 80.0           | 121.1          | 173.3          | 232.0           | 281.2           |
| 负债总额       | <b>2,529.4</b> | <b>3,202.3</b> | <b>3,377.9</b> | <b>3,773.6</b>  | <b>4,078.1</b>  |
| 少数股东权益     | <b>3.0</b>     | <b>3.0</b>     | <b>3.0</b>     | <b>3.0</b>      | <b>3.0</b>      |
| 股本         | 333.8          | 333.8          | 333.8          | 333.8           | 333.8           |
| 留存收益       | 1,238.5        | 1,761.0        | 2,503.2        | 3,485.0         | 4,671.6         |
| 股东权益       | <b>1,574.5</b> | <b>2,097.8</b> | <b>2,840.1</b> | <b>3,821.8</b>  | <b>5,008.4</b>  |
| 现金流量表      | <b>2008</b>    | <b>2009E</b>   | <b>2010E</b>   | <b>2011E</b>    | <b>2012E</b>    |
| 净利润        | 357.9          | 580.6          | 798.1          | 1,055.7         | 1,275.9         |
| 加:折旧和摊销    | 105.3          | 148.1          | 192.1          | 346.2           | 494.3           |
| 资产减值准备     | 226.4          | 71.9           | 111.5          | 127.9           | 111.2           |
| 公允价值变动损失   | -              | -              | -              | -               | -               |
| 财务费用       | 70.1           | 111.1          | 65.1           | 60.5            | 77.7            |
| 投资收益       | -              | -              | -              | -               | -               |
| 少数股东损益     | -              | -              | -              | -               | -               |
| 营运资金的变动    | 4.8            | -305.3         | -298.6         | -335.8          | -281.4          |
| 经营活动产生现金流量 | <b>709.0</b>   | <b>560.3</b>   | <b>863.5</b>   | <b>1,271.8</b>  | <b>1,678.1</b>  |
| 投资活动产生现金流量 | <b>-315.3</b>  | <b>-273.0</b>  | <b>-406.1</b>  | <b>-1,328.8</b> | <b>-1,271.6</b> |
| 融资活动产生现金流量 | <b>-142.7</b>  | <b>40.5</b>    | <b>-218.2</b>  | <b>-60.1</b>    | <b>-98.2</b>    |

## ● 风险提示

由于 VC 出口长单价格按美元计价，因此人民币升值对公司出口业务具有负面影响。

销售经理：万玮  
联系电话：010-88085990  
电子信箱：wanwei1@hysec.com

**免责条款：**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

| 宏源证券评级说明                                                         | 类别   | 评级 | 定义                       |
|------------------------------------------------------------------|------|----|--------------------------|
| 投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。 | 公司评级 | 买入 | 未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上   |
|                                                                  |      | 增持 | 未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15% |
|                                                                  |      | 持有 | 未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5% |
|                                                                  |      | 减持 | 未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上    |
|                                                                  | 行业评级 | 增持 | 未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上    |
|                                                                  |      | 中性 | 未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5% |
|                                                                  |      | 减持 | 未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上    |