

东北制药(000597)调研报告

——制剂业务的发展有待观察

谨慎推荐

维持评级

健康护理/化学制药

2009 年 12 月 10 日

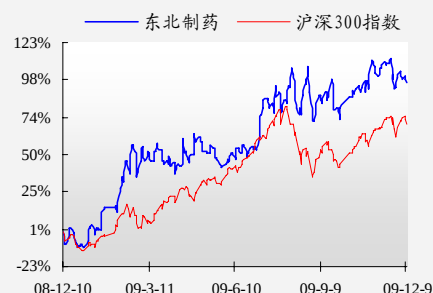
投资要点:

- 公司延续了“做大制剂、做精原料药、做强商业”的发展思路,随着公司张士制剂厂区的投入使用以及公司制剂营销系统的重构,公司在制剂发展上已经构建了良好的平台,如果公司能够实现在制剂上的发展战略,则能够弥补未来维生素 C 价格可能调整所带来的业绩损失;
- 最近国内有多家企业进行了维生素 C 的复产和扩建,据发改委调研得到的信息,未来维生素 C 的产能可能达到 18-20 万元,维生素 C 未来的价格有下调的压力,东北制药在维生素 C 领域拥有稳定客户资源,可以减少价格下降的损失;
- 公司在制剂业务的发展已经逐步开展,新的制剂厂房达到了 cGMP 的标准,产能超过 100 亿片/支,为公司未来制剂业务的发展提供足够的产能,公司重组了销售队伍,组建了销售公司,公司制剂业务的发展还是要看公司的销售能力;
- 预计公司 2009 年-2011 年每股收益为 1.62 元、1.89 元和 2.02 元,目前的股价有所低估,但是由于维生素 C 价格和公司制剂业务的发展有一定的不确定性,因此维持谨慎推荐的评级,关注公司制剂业务的发展状况。

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		23.31	
2008E	501,600	8.81	54,128	51.22	1.62		17	
2009E	560,097	11.66	63,160	16.68	1.89		14	
2010E	636,849	13.70	67,319	6.60	2.02		13	

走势图



市场数据

2009-12-9

收盘价:	27.04 元
52 周最高价:	29.12 元
52 周最低价:	11.96 元
平均持仓成本:	27.00 元

基本数据

2009Q3

总股本(万股):	33,381
流通 A 股(万股):	33,381
每股收益(元):	1.30
每股净资产(元):	5.91
每股经营现金流(元):	1.91
市净率:	4.57

分析师: 宋晗

TEL: (8621)6337 7000

FAX: (8621)6337 3209

Email: songh@nescn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

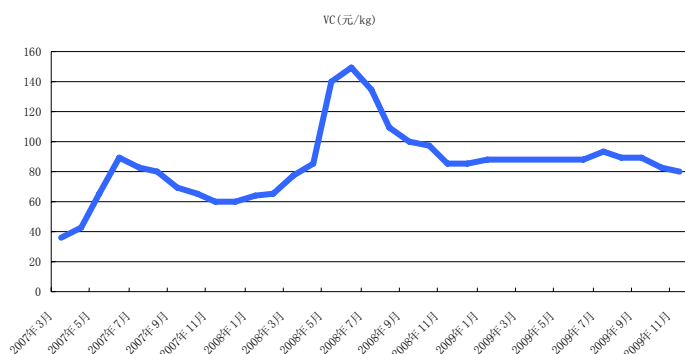
近期我们调研了东北制药，公司延续了“做大制剂、做精原料药、做强商业”的发展思路，随着公司张士制剂厂区的投入使用以及公司制剂营销系统的重构，公司在制剂发展上已经构建了良好的平台。如果公司能够实现在制剂上的发展战略，则能够弥补未来维生素 C 价格可能调整所带来的业绩损失。公司在制剂上的发展能否达到预期的效果还有待观察，因此我们维持对公司谨慎推荐的投资评级。

维生素 C 依然是公司利润的主要来源

2007 年以来维生素 C 的价格上涨给公司带来了高额的利润，不但使公司清理了历史坏账，而且完成了制剂产品的搬迁工作，实现了公司战略的转型。2009 年维生素价格一改近些年的大幅波动，价格一直维持在国内 80-90 元/公斤，出口 10-11 美元/公斤的水平，但是由于价格维持在高位，维生素 C 复产的压力很大，近期商务部公布的公告显示，国内以及复产或者计划复产或扩产的产能高达 18-20 万吨，比目前约 12 万吨的产能增加了 50%以上，未来维生素 C 产品的价格压力越来越大。

在国家已经关注维生素 C 产能过剩的情况下，可能会出台一定的政策来限制甚至查处维生素 C 产能违规建设的现象，这对维生素 C 价格的稳定能够起到积极的作用。对于国内 5 家主要的生产厂商来说，由于其终端客户比较稳定，如东北制药其大客户占其销售量的 40%以上，因此可以保持良好的上下游关系，对维生素 C 价格的波动具有一定的抵御能力，维生素 C 的利润率水平可能会下降，但是应该不会回到 2005 年全行业亏损的状态。

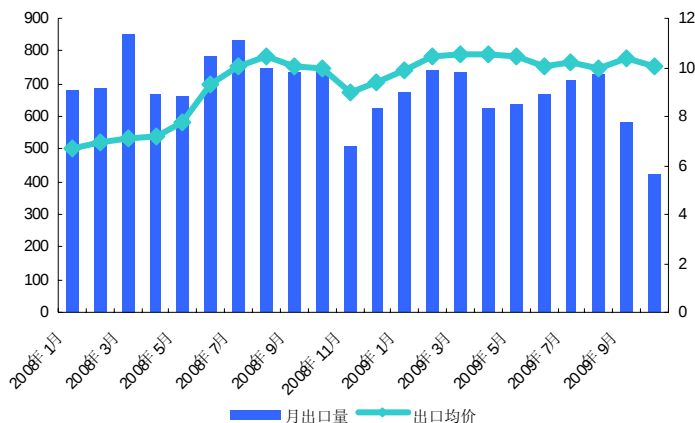
图一、维生素 C2007 年以来价格变动图



数据来源：健康网、东北证券研究所

2009 年比 2008 年出口量下降了近 10%，预计 2010 年随着经济的复苏，出口量应该有 5-8%左右的恢复。

图二、维生素 C 月度出口量和出口均价



数据来源：健康网、东北证券研究所

制剂业务是公司未来发展的主要方向

公司作为国内的大型制药企业，向制剂业务转型一直是公司的战略之一，由于公司原有的厂区在市中心的位置，无法扩大生产能力，而且公司的销售部门各自为政，规模又普遍较小，因此公司制剂业务一直维持在 6-7 亿元的水平。

2008 年公司确立了做大制剂业务的战略目标以后，首先把制剂厂区搬迁作为公司工作的重点，目前制剂厂区的搬迁工作已经完成，公司在张士开发区建设了符合 cGMP 标准的厂房，生产能力达到 100 亿片/粒/支，生产能力能够满足公司 5-10 年的发展，公司的产能瓶颈已经不再存在。

在建设了新的厂房以后，如果把生产能力转化成销售收入就成为公司需要考虑的问题，公司在 2009 年 11 月高调的成立了销售公司，把公司原有的销售力量都合并到销售公司内。目前销售公司由公司的董事长亲自兼任，聘请和君咨询给公司制作了整体的业务管理规划，把公司原有的东北制药总厂、沈阳第一制药厂和施德药业原有的销售队伍全员解聘后重新招聘，并制定了销售规划和目标责任书，对 2010 年以后的销售目标作了细致的分工。

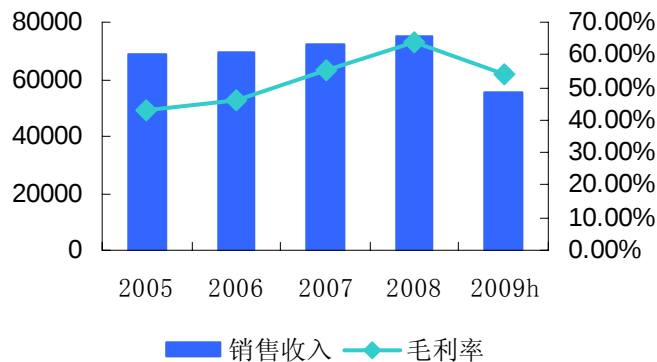
目前销售公司有销售人员 400 人，分别负责公司主要的几个产品线的销售工作。公司计划 2010 年以后制剂业务有较大幅度的增长，但是还是要看销售人员的执行能力。

从产品角度来说，公司目前的产品线比较齐全，既有包括磷霉素、头孢类、大环内酯类、喹诺酮抗生素等普药产品，也有整肠生、东维力等独家品种，精麻药物、抗艾滋

病药物等未来需求量增长很快的药物以及维生素、感冒药等 OTC 品种，拥有的产品批文超过 100 个。但是目前只有磷霉素、整肠生和精麻药物这三个品种的销售超过了 1 亿元，其他品种多在 1000 万元左右，如果营销措施得当，这些普药品种完全有可能达到单品 5000 万元的销售规模

因此 2009 年公司制剂产品的销售规模将会超过 10 亿元，到 2012 年有可能超过 20 亿元，成为东北制药主要的销售收入和毛利的来源。

图三、东北制药制剂业务销售收入和毛利率



数据来源：上市公司公告、东北证券研究所

医药商业是公司业务的有效补充

公司的医药商业规模 2009 年将超过 18 亿元，比 2008 年增长 25% 以上，由于在辽宁省内并没有特别强势的医药商业企业，因此公司的医药商业有可能在以省为招标单位的医药商业新体系中占据一席之地。由于批发和调拨等业务发展比零售业务快，因此公司医药商业的毛利率有所下降，但是每年也能够给公司带来超过 1 亿元的毛利和 2-3000 万元的净利润，还可以帮助拓展公司的制剂业务，是公司业务的有效补充。

财务分析

由于 2007 年以来维生素 C 保持价格高位，因此公司获得了高额的利润，资产负债表也发生了巨大的变化，三季度末公司持有的货币资金超过了 13 亿元，比 2008 年初增加了 10 亿元，这还是在公司完成新制剂厂房建设的情况下完成的。因为公司 2008 年对应收账款和存货中的长期款项进行了大笔的计提，因此目前公司的应收账款和存货都保持在较低的水平，应收账款周转率都在 7-8 倍左右，在医药行业中处于良好的水平。

由于公司在 2009 年进行了制剂厂房的搬迁工作，而公司原有厂房土地的补偿款还没有能够收到，因此公司通过贷款等多种融资方式来筹集资金，公司目前的有息贷款达到了 20 亿元，占公司总资产的 40%，公司的资产负债率也超过了 60%，有一定的财务风险。

公司在资本市场融资的路途并不平坦，在 2008 年底定向增发融资失败以后，公司在 2009 年发行了 6 亿元的企业债，利率达到了 7.05%，也明显偏高，给公司造成了一定的财务负担。未来公司由于还要进行原料药厂区的搬迁工作，还需要 30 亿元左右的资金，因此未来公司对资金的需求还很高。

2008 年公司实现了 7 亿元的经营性现金流，2009 年预计经营性现金流会超过 8 亿元，两年 15 亿元的经营性现金流对缓解公司的资金压力有很大的作用。

整体上来看公司的资产质量已经得到了很大的提升，对促进公司主营业务的发展有积极的作用。

盈利预测与投资建议

维生素 C 价格走势具有较大的不确定性，但是按照原料药行业的发展趋势来看，未来价格缓慢下调，或者成本上升降低目前的高毛利水平是长期发展的必然趋势，因此维生素 C 能够给东北制药带来的利润将逐步减少。而制剂业务的发展能否弥补这一部分的损失是对未来公司业绩判断的主要因素。我们预计 2009 年维生素 C 业务和其他业务给公司带来 3.4 亿元和 2 亿元的净利润，2010 年这两部分的净利润将分别为 3 亿元和 3.3 亿元，2011 年达到 2.4 亿元和 4.3 亿元。2009-2011 年公司的每股收益达到 1.62 元、1.89 元和 2.02 元。

按照 2010 年维生素 C 业务 10 倍市盈率，其他业务 25 倍市盈率的水平，公司的市值为 110 亿元，相当于 33 元的股价。

但是公司的制剂业务发展还有一定的不确定性，因此维持对公司谨慎推荐的投资评级，密切关注公司在制剂业务上的发展状况。

盈利预测表

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
营业收入	460977	501600	560097	636849
营业总成本	411475	436029	483612	555192
其中：营业成本	303147	336885	379183	444918
营业税金和附加	3370	3612	4033	4585

营业费用	34191	41131	47048	52222
管理费用	34809	36366	41447	42414
财务费用	13321	11035	8401	9553
资产减值损失	22638	7000	3500	1500
投资收益	0	0	0	
营业利润	49502	65571	76485	81657
营业外收支净额	470	500	600	500
利润总额	49972	66071	77085	82157
所得税	14174	11893	13875	14788
净利润	35798	54178	63210	67369
属于母公司的净利润	35795	54128	63160	67319
少数股东损益	3	50	50	50
每股收益	1.07	1.62	1.89	2.02

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 $\pm 5\%$ 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。