

生物医药行业

东北制药 (000597)

公司调研报告

暂无评级

收盘价 (元) 17.47

目标价 (元) -

市场数据

52 周最高/最低(元) -

总股本(百万) 334

流通 A 股(百万) 301

流通 B 股/H 股 (百万) -/-

总市值 (百万元) 5831

流通 A 股市值 (百万元) 5257

东北制药：东山再起还看维生素 C

投资要点:

- **维生素 C 行业供过于求，亟待整治：**我国目前维生素 C 市场较为混乱，由于 08-09 年维生素 C 价格的高企，维生素 C 生产的进入门槛较低，中小企业纷纷上马维生素 C，造成行业产能过剩，超过 20 万吨。这造成了我国虽然有维生素 C 强大的生产权但缺乏定价权的现象。如果想让维生素 C 能够健康发展，国家对维生素 C 行业的指导管制必不可少。

相关研究

- **2012年可能是维生素C价格拐点：**从国家出台产业结构调整目录改善维生素过剩产能的政策倾向来看，维生素C行业整合在即，未来行业集中度提升，也将带来维生素C价格的提升。另外，综合量价背离关系以及维生素C价格周期的分析，我们预测维生素C的价格拐点将出现在2012年。

- **公司业绩拐点还看VC：**公司维生素C的销售收入占比在五大家中最高，业绩受到维生素C的价格影响弹性也最大，根据测算，维生素C出口价格每公斤提升1美元将增厚东北制药每股收益约0.4元左右。因此，2012年维生素C价格的拐点也正是公司业绩的拐点。同时，公司在制剂方面的规模投入也将在2012年的业绩中有良好表现。

- **风险提示：**1. 维生素 C 价格大跌的风险；2. 行业政策的推出和执行推迟的风险；

生物医药研究小组

证书编号 S0120209080060

联系人

郑一宁

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

杨莹

8621-68761616-8565

yangying@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

请务必阅读正文后的免责声明部分

正文目录

1. 我国维生素 C 市场格局：目前供过于求，亟待整治	3
2. 维生素 C 的未来价格判断：预计 2012 年是维生素 C 价格的一个拐点.....	3
➢ 行业政策的出台：	3
➢ 量价背离关系反应价格变化内因	4
➢ 从维生素 C 的价格周期预测价格拐点	5
3. 东北制药的看点：还看维生素 C，公司业绩拐点看 2012	6
➢ 维生素 C 产品销售稳定，业绩跟随价格	6
➢ 制剂类产品规模提升，收入增长稳健.....	7
➢ 关于增发项目的预期	7
4. 观点总结	8
5. 风险提示	8

图表目录

图 1 03-11 年维生素 C 出口均价和出口数量图	6
图 2 公司原拟增发资金募投项目用途	7

1. 我国维生素 C 市场格局：目前供过于求，亟待整治

我国是维生素 C 生产大国，拥有全球 90% 的生产能力，国际上除了 DSM 拥有 2.3 万吨产能外，我国“五大家”共有产能 12.7 万吨。我国维生素 C 的五大家分别是东北制药，华北制药，石药集团，江山制药和鲁维制药。其中，石药集团和山东鲁维约有 3-3.5 万吨的产能；东北制药约有 2.5 万吨的产能，华北制药和江山制药约有 2 万吨的产能，五大家的产能总和约 12 万吨左右，这个全球维生素 C 总需求量相当。

我国目前维生素 C 市场较为混乱，由于 08-09 年维生素 C 价格的高企，维生素 C 生产的进入门槛较低，许多省市的中小企业纷纷上马维生素 C，造成我国维生素 C 行业产能过剩，整个行业的总产能超过 20 万吨。这造成了我国虽然有维生素 C 强大的生产权但缺乏定价权的原因。纵观我国维生素 C 行业的发展历程，一直处于维生素 C 价格升，生产企业盲目投产，供需平衡被打破，然后生产企业退出，供需重新平衡这样一个周期性循环过程。因此如果能让维生素 C 能够健康发展，国家对维生素 C 行业的指导管制必不可少。随着整合的不断推进，行业规模效应将更加凸显，大型企业并购小型产能落后企业的趋势将更加明显，因此对于东北制药这类维生素 C 生产大企业来说，将迎来新的机会。

2. 维生素 C 的未来价格判断：预计 2012 年是维生素 C 价格的一个拐点

我们预计 2012 年维生素 C 价格将出现一个拐点，我们的判断基于以下几点：

➤ 行业政策的出台：

我国维生素 C 行业采用领先的两步发酵技术，在成本、收率以及质量控制等指标上都拥有很强的优势，该行业作为一个民族产业，国家政策倾向于支持龙头企业，保护国内技术资源。由于原料药企业在国内企业之间的恶性竞争以及造成的环境污染问题，国家对于原料药的生产企业颁布了一系列的政策，调整产业结构，结束“把污染留在国内，把廉价的商品留在国外”的局面。国家已经出台一系列严厉的管制政策，促进行业的整合和产业结构调整，而且未来预期可能出台出口配额管理政策和维生

素 C 行业准入门槛，这将有利于提高行业集中度，淘汰经营能力差的中小企业，提高行业的整体盈利能力，利好东北制药这一类的龙头企业。目前已有部分小企业由于不能承受成本上涨，价格低迷的压力宣布停产。由于存在中央政府和地方政府之间的利益博弈，这些政策的实施力度和时间还有待商榷，也需要一定的时间来消化这些政策带来的影响。

- ✓ 产业结构调整目录：2011 年 4 月 25 日，国家发展改革委修订并发布了新的《产业结构调整指导目录（2011 年版）》，并将于 6 月 1 日正式实施。新目录的医药类产业限制项目中，新建维生素 C、维生素 B1、维生素 B2、维生素 B12（综合利用除外）、维生素 E 原料、新建青霉素工业盐、6-氨基青霉烷酸（6-APA）等一大批原料药生产被限制，限产类总体描述达到 468 个字。这在一定程度上也表明了我国在向资源节约型和环境友好型的可持续经济发展的转变，环保成本高、资源浪费型的
- ✓ 出口配额政策的出台：去年两会期间，全国人大代表、石药集团董事长蔡东晨亦提交了《关于控制大宗医药原料药及中间体产业规模、规范市场竞争秩序的建议》。蔡东晨建议，有关主管部门应该将维生素 C 的出口改为配额管理，以抑制日益恶化的出口环境。尽管该提案最终未被采纳，但是出口配额管理是解决国内产能过剩、保护产业经济的一个非常好的措施，这一政策的出台也将有望打破维生素 C 似乎无法摆脱“低价——限产——高价——扩产”的恶性循环。
- ✓ 行业准入门槛即将提高：《维生素 C 行业准入条件》已经在国家部门进行讨论多次，有望改善该产业的颓势，该准入条件有可能在新版《产业结构调整指导目录》公布后出台。目前，产业结构调整目录已经出台，该准入条件的出台也指日可待，该条件将从收率、能耗、技术水平、环保、安全等几个方面对维生素 C 行业进行规范。

➤ 量价背离关系反应价格变化内因

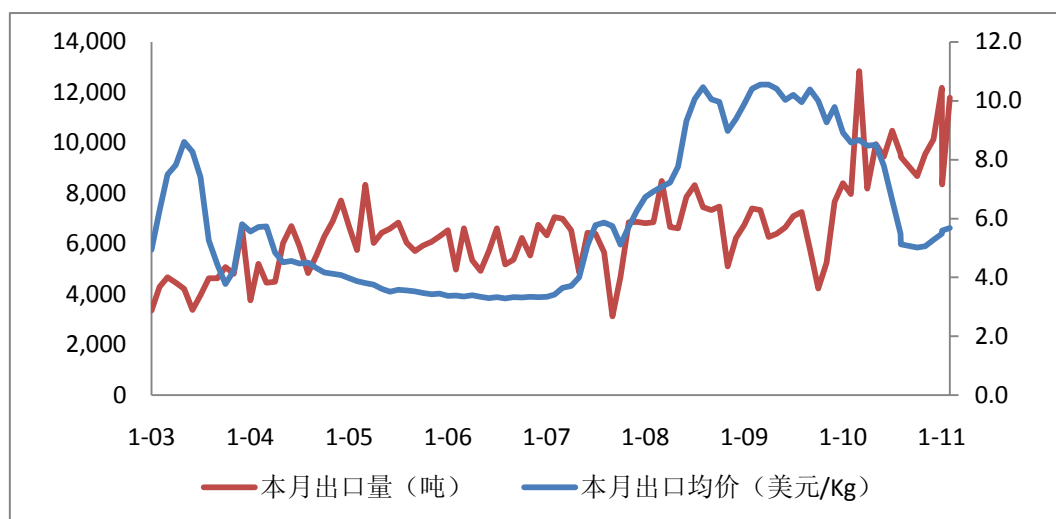
从历史的量价关系来看，历史上价格的高点往往处于出口数量的低点位置，呈现一个量价背离的特征，这是因为维生素 C 行业的供需关系和价格变化存在一个周期的变化，当维生素 C 供不应求时，导致出口价格上涨，巨大的利润空间引发国内大量的企业扩大产能以及一些其他企业开始转向维生素 C 的生产，产能的扩张最终导致供大于求，出口量达到一个高峰，此时企业之间竞争激烈，最终形成降价的恶性竞

争，价格开始下降，企业利润被大幅度压缩，一些小企业开始停产、减少产能，从而形成这样一个循环，以此来预测维生素 C 的价格出现大幅度的上涨可能在出口数量下降之时。目前，维生素 C 的出口数量处于高位，3 月份出口数量达到 1.18 万吨，环比增长 41%，接近历史最高水平 1.28 万吨。从维生素 C 的库存时间来看，最长可达到 2.5 年，今年 1 月份以来的出口数量大增可能原因是国外企业预期维生素 C 价格上涨，所以有囤货增加库存的可能。如此来看，要改变国际市场维生素 C 的供需关系，还需要经历一段去库存的时间，这个时间将在 1-2 年，因此我们预计维生素 C 的下一个价格拐点可能出现在 2012 年。

➤ 从维生素 C 的价格周期预测价格拐点

从维生素 C 的价格周期来看，维生素 C 的价格高位到低位之间的周期一般在 3-4 年，从历史数据上来看，从 03 年 8 月份的 8.6 元/kg 到 07 年 1 月份的 3.3 元/kg，历时 3 年多。而最近一次的价格高位出现在 08 年 8 月份和 09 年 3 月份，因此我们推测，维生素 C 价格的低位将持续到 2011 年底，价格拐点将在 2012 年出现。维生素 C 的生产主要使用玉米发酵，玉米的价格上涨将给维生素 C 生产企业带来巨大的成本压力，而当维生素 C 处于供大于求时，公司无法将这一涨价的风险转嫁给下游产业，经营利润将下降，业绩无法在短期内得到体现。目前国内维生素 C 行业正处于这样一个供大于求的时期，因此，我们认为东北制药的业绩也将在 2012 年伴随着维生素 C 价格的上涨和行业结构的调整而得到释放。另外，每年的 7、8 月份，各大维生素 C 生产厂商都会进行一次停产检修，这将对改善供需关系起到一定的作用。

图 1 03-11 年维生素 C 出口均价和出口数量图



3. 东北制药的看点： 还看维生素 C， 公司业绩拐点看 2012

➤ 维生素 C 产品销售稳定， 业绩跟随价格

东北制药作为我国维生素 C 生产的五大生产商之一，在这五大企业里，东北制药的维生素 C 收入比重较高，整个原料药的营业收入比重占公司营业收入 45%左右，09 年和 10 年公司原料药收入分别占营业收入的 43.80%和 46.87%。在五大家族中，维生素 C 价格的高低对于东北制药的影响最大，经初步测算，维生素 C 出口价格每公斤提升 1 美元将增厚东北制药每股收益约 0.4 元左右， $(1\$ \times 6.50 \times 25000000 / 333809998 = 0.48$ ，未扣税)。因此维生素 C 价格的走势将直接影响东北制药的收益水平。公司的维生素 C 生产水平在行业处于中游水平，目前公司也在大力拓展维生素 C 的深加工项目。公司于今年 5 月参加了在瑞士日内瓦举办的“国际生物食品展览会——VITAFOODS INTERNATIONAL 2011”。公司推出的维生素 C 泡腾片、多种口味的咀嚼片、春夏秋冬四季系列维生素 C 片等受到了国外供应商

的极大关注。同时，公司还进军维生素 C 保健品，提高维生素 C 产品的附加值。

➤ 制剂类产品规模提升，收入增长稳健

公司在发展维生素 C 之外还在大力拓展普药，尽量减少维生素 C 价格波动对公司业绩造成的影响。10 年是公司普药大力拓展年。2010 年 1 月，整合后的东北制药集团销售有限公司正式成立，确立了先规模后效益的营销新思路，构建了重点产品为主体的营销新策略。公司开展以整肠生、磷霉素钠两大产品为战略支撑点，以普药为基础的战略布局。2010 年，公司的制剂类业务销售收入达 34.58 亿元，和 2009 年相比增加 20%，但由于成本的上升，制剂类的毛利率略有下降。

➤ 关于增发项目的预期

公司曾在 2010 年想启动公开增发项目，但随后由于维生素 C 价格下跌，给公司业绩带来重大影响，增发一度搁置。公司的增发项目主要是关于维生素 C 的生产和主要制剂类产品的生产，符合公司的战略方向，我们预测随着公司业绩的好转，增发项目有望重启，将进一步提升公司在维生素 C 行业领域的竞争实力。

图 2 公司原拟增发资金募投项目用途

序号	项目名称	项目总投资 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	VC 营养保健品出口生产线建设工程项目	24,034.18	24,000.00
2	卡前列甲酯建设工程项目	4,842.84	4,600.00
3	黄连素及中间体胡椒环建设工程项目	8,942.06	8,400.00
4	维生素 C 建设工程项目	190,895.98	187,000.00
5	磷霉素系列产品建设工程项目	43,230.20	40,800.00
6	脑复康建设工程项目	13,566.33	12,800.00
7	左卡尼汀系列产品建设工程项目	19,472.08	18,200.00
8	合计	304,983.67	295,800.00

4. 观点总结

- 目前国家对维生素 C 行业的整合在即，已经出台产业结构调整目录，明确指出新建维生素 C 项目属于限制类项目，提高了行业进入标准，有效改善目前维生素 C 行业“多、散、乱”的现象，淘汰落后产能，提高行业集中度，利好东北制药这类龙头企业。我们预期未来还将出台出口配额管理政策和行业准入门槛限制等政策来促进行业的整合和调整。大企业并购的趋势也将给公司带来一定的机会。
- 我们预计维生素 C 价格拐点将出现在 2012 年，目前维生素 C 价格在 5.7 美元左右，2011 年维生素 C 价格预计在 6.5-7.0 美元（按目前汇率，折合人民币 42-45 元）。随着行业政策的出台，行业有所复苏，价格也在缓慢回升，但是行业的整合和政策的磨合还需要一定时间，因此我们预测价格拐点将出现在 2012 年。
- 在五大家族中，东北制药维生素 C 的销售收入占比最大，因此维生素 C 价格的走势直接影响公司的收益水平，对于东北制药的业绩影响最大。经初步测算，维生素 C 出口价格每公斤提升 1 美元将增厚东北制药每股收益约 0.4 元左右。根据我们对维生素 C 价格的预测，推断公司业绩拐点也将在 2012 年，值得继续关注。

5. 风险提示

- 由于公司业绩受维生素 C 价格影响较大，因此提示维生素 C 价格大跌的风险。
- 维生素 C 行业受政策影响较大，国家出台政策的时间和执行力度也对行业的整合和集中度提高有重要影响，提示地方和中央政府利益博弈给整合政策的推进带来的负面影响。

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive : 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line : 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious : 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy : 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform : 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%

中性 – Neutral : 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%

减持 – Sell : 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。