

证券研究报告

化学原料药



分析师 王晞

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

SAC:S0190200010075

推荐 (维持)

东北制药 (000597)

增发搬迁启动, 等待 VC 提价

联系人: 季文华

021-38565748

jiwh@xyzq.com.cn

2011 年 6 月 4 日

投资要点

事件:

东北制药发布公告, 公司拟非公开发行股票不超过 15,000 万股, 募集资金不超过 243,000 万元, 主要用于细河原料药生产基地的建设。该发行方案尚需获得辽宁省国资委批准, 并经公司股东大会审议通过后报中国证监会核准。

点评:

- **发行概况。**公司本次采用非公开发行的形式, 向不超过十名特定投资者增发, 发行股票数量不超过 15,000 万股, 募集资金不超过 243,000 万元。2010 年, 公司曾启动一次公开增发, 但由于经营业绩出现较大波动, 公司主动撤回。
- **发行价格。**本次非公开发行定价基准日为公司 2011 年度第一次临时股东大会决议公告日 (预计为 2011 年 6 月 22 日)。发行价格为不低于定价基准日前 20 个交易日的公司股票交易均价的 90%。最终发行价格根据竞价结果由公司董事会根据股东大会的授权与本次发行的保荐机构协商确定。
- **募集资金项目。**公司募集资金主要用于细河原料药生产基地的建设, 基地建成后, 原料药业务实行整体搬迁。募集资金项目有 VC 原料药、磷霉素系列产品、左卡尼汀系列等。募投项目投产后, 公司维生素 C、磷霉素等系列产品将达到 FDA 和 COS 标准, 未来有望进入规范市场, 从而提高核心竞争力。

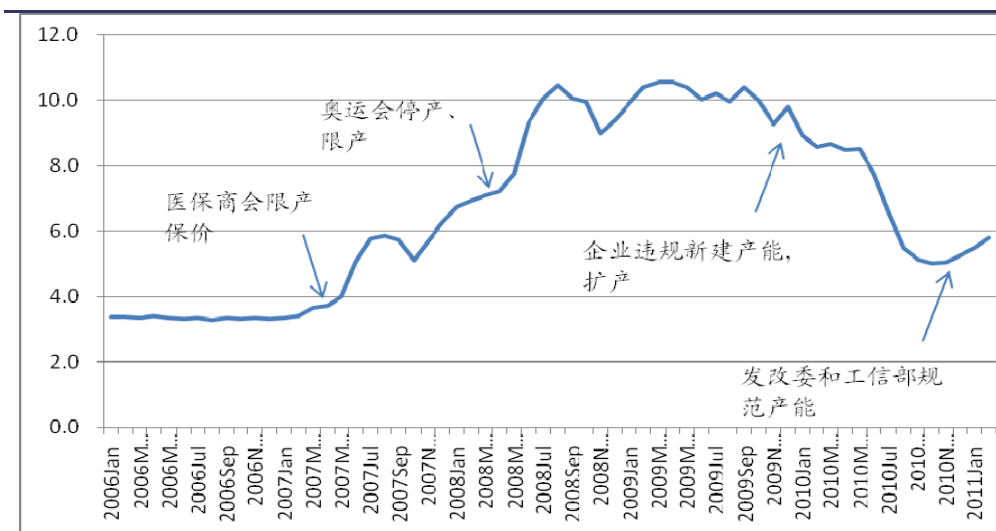
序号	项目名称	预计总投资额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	VC 原料药异地改造建设项目	181,540	174,300
2	磷霉素系列产品建设工程项目	40,300	25,700
3	左卡尼汀系列产品建设工程项目	17,680	12,300
4	脑复康建设工程项目	12,280	11,300
5	黄连素及中间体胡椒环建设工程项目	8,200	7,500

6	卡前列甲酯建设工程项目	4,480	3,600
合计		264,480	234,700

资料来源：公司公告

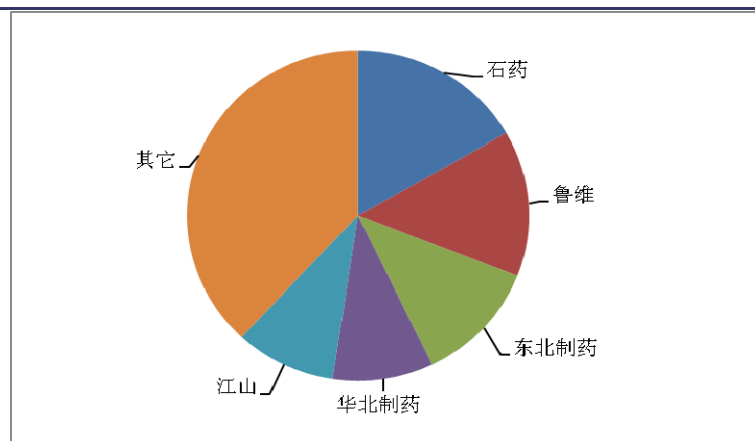
- **VC 政策，毋庸置疑。**VC 原料药是我国具有自主知识产权、拥有国际市场话语权的产品之一。然而由于一些地方政府和企业违规新增 VC 产能，导致行业严重产能过剩，企业处于微利的边缘。2011 年 3 月，国家发改委、工信部发出《关于 2011 年维生素 C 生产计划的通知》，并规定了生产计划，全国年限产 10 万吨；2011 年 4 月，发改委颁布《产业结构调整指导目录》，不仅将维生素 C 列入限制类项目的首位，同时又将 VC 生产的重要中间体古龙酸列为限制类项目；2011 年 4 月，SFDA 颁发《关于加强维生素 C 原料药生产许可管理的通知》，规定不得向违规项目形成的维生素 C 原料药产能申请颁发《药品生产许可证》。政策之严厉，毋庸置疑。
- **VC 行业有望步入供需平衡的正轨。**未来 VC 行业将面临多重监管，企业的违规成本提高：1) 发改委限制新建、扩建中间体古龙酸和维生素 C 原粉（包括药用、食品用和饲料用、化妆品用），从上游卡断维生素 C 的原料供给；2) 地方政府根据发改委的年度生产计划，整顿不合规的过剩产能；3) 药监部门严格控制《药品生产许可证》的更换和发放；4) 商务部和海关等根据生产计划，规范出口。在政府部门严厉的政策下，VC 行业未来有望步入供需平衡的正轨，企业也会相应受益，获得合理的回报。
- **VC 涨价，指日可待。**目前 VC 价格约为 5.6 美元/千克，略高于年初 5 美元/千克的水平。然而，涨价的因素已经显而易见：1) 国家对 VC 行业的严格监管措施逐步到位。我们认为，政策的执行需要一个“软着陆”，短期的平静并不意味着政策的虎头蛇尾，我们对政策有信心；2) 上游原材料成本推动，VC 发酵原料的源头是玉米，玉米价格的上涨也将促使企业提价，以消化成本上涨的压力；3) 华北等地区限电，对 VC 这种高耗能行业来说，会有较大的影响。从过去看，企业会采取轮流停产检修的方式减少供给，促进价格提升。而据健康网消息，五大巨头中的鲁维最近已经停产检修，有望成为 VC 涨价的催化剂。（鲁维产能约 3 万吨，产量约 2.4 万吨）

图 1、维生素 C 价格走势（单位：美元/千克）



数据来源：健康网，兴业证券研究所

图 2、2010 年我国维生素 C 产能分布示意图



数据来源：健康网，兴业证券研究所

- 盈利预测。我们认为，东北制药作为VC生产五大家族之一，未来有望受益于政策的实施，提高自身的盈利水平；细河原料药基地的新建有望削减生产成本，提高企业核心竞争力。预测东北制药2011-2013 年 EPS 为：1.26、1.65 和2.20元，维持推荐评级。

附表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2928	3605	4440	5471
货币资金	1057	1517	2086	2825
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	547	657	752	853
其他应收款	51	60	69	78
存货	763	812	905	1010
非流动资产	2678	2589	2452	2309
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	5	5	5	5
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1491	1510	1441	1324
在建工程	265	141	79	48
油气资产	0	0	0	0
无形资产	843	838	834	829
资产总计	5605	6194	6892	7780
流动负债	1928	2071	2142	2248
短期借款	961	900	900	900
应付票据	146	154	171	191
应付账款	526	551	614	686
其他	295	466	457	472
非流动负债	1604	1594	1594	1594
长期借款	570	570	570	570
其他	1034	1024	1024	1024
负债合计	3532	3666	3736	3843
股本	334	334	334	334
资本公积	806	806	806	806
未分配利润	792	1173	1700	2356
少数股东权益	42	72	114	165
股东权益合计	2074	2529	3156	3937
负债及权益合计	5605	6194	6892	7780

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	53	424	586	730
折旧和摊销	190	201	210	217
资产减值准备	-42	42	73	78
无形资产摊销	21	20	19	20
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	123	84	79	76
投资损失	-0	-0	-0	-0
少数股东损益	4	30	41	52
营运资金的变动	513	65	273	267
经营活动产生现金流量	196	693	726	884
投资活动产生现金流量	-177	-88	-78	-68
融资活动产生现金流量	-575	-146	-79	-76
现金净变动	-556	460	568	739
现金的期初余额	1764	1057	1517	2086
现金的期末余额	1208	1517	2086	2825

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4828	5605	6418	7274
营业成本	3697	3938	4386	4898
营业税金及附加	37	43	49	55
销售费用	423	482	546	611
管理费用	492	454	513	575
财务费用	123	84	79	76
资产减值损失	16	16	16	16
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	39	588	829	1044
营业外收入	105	105	105	105
营业外支出	63	63	63	63
利润总额	80	630	871	1086
所得税	23	177	244	304
净利润	57	454	627	782
少数股东损益	4	30	41	52
归属母公司净利润	53	424	586	730
EPS（元）	0.16	1.27	1.75	2.19

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	-5.2%	16.1%	14.5%	13.3%
营业利润增长率	-92.7%	1420.1%	40.9%	25.9%
净利润增长率	-88.8%	693.2%	38.2%	24.7%
盈利能力(%)				
毛利率	23.4%	29.7%	31.7%	32.7%
净利率	1.1%	7.6%	9.1%	10.0%
ROE	2.6%	17.3%	19.3%	19.4%
偿债能力(%)				
资产负债率	63.0%	59.2%	54.2%	49.4%
流动比率	1.52	1.74	2.07	2.43
速动比率	1.11	1.34	1.64	1.97
营运能力(次)				
资产周转率	0.83	0.95	0.98	0.99
应收帐款周转率	5.31	6.42	6.38	6.34
每股资料(元)				
每股收益	0.16	1.27	1.75	2.19
每股经营现金	0.77	2.08	2.17	2.65
每股净资产	6.09	7.36	9.11	11.30
估值比率(倍)				
PE	130.29	16.43	11.89	9.54
PB	3.43	2.83	2.29	1.85

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%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。