



信用等级通知书

信评委函字[2010]跟踪009号

东北制药集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“东北制药集团股份有限公司2009年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信评估信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一零年五月五日

东北制药集团股份有限公司公司债券 2010 年跟踪评级报告

发行主体	东北制药集团股份有限公司		
担保主体	东北制药集团有限责任公司		
发行规模	6 亿元		
存续期限	2009/11/02—2014/11/02		
上次评级时间	2009/02/04		
上次评级结果	债项级别 AA	主体级别 AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AA	主体级别 AA	评级展望 稳定

概况数据

东北制药	2007	2008	2009
所有者权益 (亿元)	8.89	15.75	20.54
总资产 (亿元)	30.51	41.04	60.79
总债务 (亿元)	14.97	17.79	27.14
营业总收入 (亿元)	37.06	46.10	50.94
营业毛利率 (%)	19.49	34.24	30.58
EBITDA (亿元)	3.05	7.14	8.10
所有者权益收益率 (%)	5.08	29.06	26.24
资产负债率 (%)	70.86	61.63	66.22
总债务/EBITDA (X)	4.91	2.49	3.35
EBITDA 利息倍数 (X)	4.35	6.43	8.32
东药集团	2007	2008	2009
所有者权益 (亿元)	12.78	14.82	19.68
总资产 (亿元)	35.93	43.26	63.09
总债务 (亿元)	15.30	17.98	27.32
营业总收入 (亿元)	34.27	45.53	50.95
营业毛利率 (%)	23.28	34.61	30.60
EBITDA (亿元)	2.94	5.91	7.74
所有者权益收益率 (%)	2.35	16.98	26.07
资产负债率 (%)	64.42	65.74	68.81
总债务/EBITDA (X)	5.20	3.04	3.53
EBITDA 利息倍数 (X)	4.20	5.32	7.96

注 1: 所有者权益包含少数股东权益, 净利润包含少数股东损益。

注 2: 本报告财务数据和指标如无特殊说明, 均采用合并报表口径。

分析师

王娟 jwang@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (010)66427788 (021)51019090

Fax: (010)66420866 (021)51019030

2010 年 5 月 5 日

基本观点

2009 年, 东北制药集团股份有限公司 (以下简称“东北制药”或“公司”) 实现了张士制剂新厂搬迁和维生素 C (VC) 深加工项目的投产, 细河原料药厂搬迁也在稳步推进, 为公司未来几年业绩增长奠定了坚实的基础。同时, 公司医药商业板块的行业地位提升, 有助于各业务板块协同效应的发挥。另外, 我们注意到, 在金融危机、制剂厂搬迁和行业竞争加剧的影响下, 虽然公司盈利水平稳步提升, 但公司营业毛利率有所下降, 杠杆比率上升。加之, 公司原料药厂搬迁仍面临较大的融资压力, 这些因素都将影响到公司的信用水平。

中诚信评估维持东北制药主体信用等级 AA, 维持本期公司债券信用等级 AA, 评级展望稳定。该债项级别考虑了东北制药集团有限责任公司 (以下简称“东药集团”或“集团”) 提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本期债券偿付的保障作用。

正面

- 产业链较为完善。作为大型国有制药企业, 公司拥有化学原料药、化学制剂药和医药商业三大板块, 产业链较为完善, 能够发挥各业务板块的协同效应。
- VC 深加工项目投产有助于提升 VC 类产品的盈利能力。2009 年公司 8,500 吨 VC 深加工项目投产, 预计 2010 年达产, VC 深加工提升了 VC 产品的附加值并在一定程度减小对 VC 价格的过度依赖。
- 化学制剂板块将成为公司业绩新的增长点。2009 年张士制剂厂实现顺利搬迁, 同时, 公司对制剂营销进行了全面整合, 有利于公司做大制剂业务, 其有望成为公司新的业绩增长点。
- 医药流通领域行业地位提升。2009 年, 公司医药商业板块实现销售额 21.40 亿元, 同比大幅增长 44.40%, 公司排名中国医药商业百强第 23 位, 较 2008 年上升 11 位, 并在辽宁省内保持了优势地位。

关 注

- 未来 VC 价格回升具有较大不确定性。金融危机和产能过剩导致 VC 市场价格自 2008 年中期以来持续回落，未来虽然经济逐步回暖但产能严重过剩使 VC 价格回升具有较大不确定性。
- 营业毛利率下降。2009 年，受全球金融危机、制剂厂搬迁和行业竞争影响，公司的营业毛利率较上年同期下降 3.66 个百分点至 30.58%。未来新厂区折旧较多，公司的毛利率水平取决于 VC 价格走向和制剂新厂区的投产、达产情况。
- 杠杆比率偏高。厂区搬迁等重大项目使公司债务规模大幅增加，截至 2009 年末公司资产负债率和总资本化率分别较上年末上涨 4.58 和 3.87 个百分点至 66.22% 和 56.93%，在同行业中属于较高水平。
- 未来资本支出较大。公司原料药细河搬迁项目计划工期为 2010~2013 年，预计总投资 30 亿元，公司面临较大融资压力，我们将持续关注公开增发事项进展。

本期债券使用情况

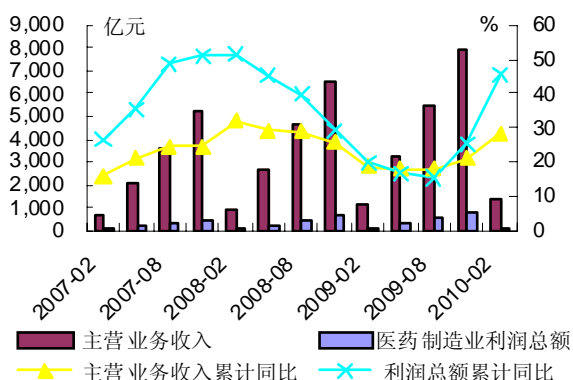
本期债券于2009年11月发行成功，扣除发行费用后，募集资金净额为59,130万元。截至2009年12月31日止，公司已使用本期公司债券募集资金52,130万元，其中：用于偿还贷款本金41,000万元，利息443.33万元；补充公司及公司之子公司流动资金10,686.67万元，使用符合募集说明书披露的募集资金使用计划。

行业关注

2009年中国医药行业保持较快发展速度，前景看好

从医药行业整体运行情况来看，2009年医药制造业实现产值9,403亿元，同比增长21%，保持了较快增速。其中增速最快的是生物、生化制品子行业，增长率达到27.88%；中成药和医疗设备及器械子行业增速平稳，略高于行业平均水平；而化学药品子行业增长率最低，只有16.81%，主要由于2009年受全球金融危机的影响化学原料药产值较低。2009年1~11月，医药制造行业主营业务收入和利润总额分别为7,963.70亿元和808.17亿元，较上年同期分别增长21.29%和25.34%，虽然增速较上年同期分别下降了4.55和3.78个百分点，但增幅依然很大。

图1：2007.2~2010.2中国医药制造行业
主营业务收入和利润总额情况



资料来源：wind 资讯，中诚信评估整理

我们认为，中国医药行业未来仍将保持高速增长态势。一方面，人口老龄化、疾病谱的变化以及生活水平提高是推动行业增长的长期根本动力；另一方面，国家基本医疗保险的普及和医保投入的大幅增加将带动医药行业持续增长。按照政府规

划，2010年底政府城乡医疗保险出资水平将达到150元（其中政府补助80元，个人出资30元），而到2012年，新农合和城镇居民医疗保险的人均筹资水平将达到每人每年300元，相应的两者的筹资总额会从2010年的1,530亿元提升至2012年底的3,060亿元，两年翻一番。

新医改进入实施阶段，从长期看利好医药行业

2009年1月医改框架文件出台后，医改配套文件最终确定为21个，截至目前已经出台了15个，2010年进入政策实施阶段。新医改的推行将对医药行业产生深远的影响，医药市场持续扩容、行业资源向细分子行业龙头企业聚拢、市场向基层倾斜这三大政策效应将逐步显现。总体看，新医改改革方向明确，各部委之间明确的分工也有利于政策的实施，长期看新医改的推进有利于行业的整合和健康持续发展。

表1：2009年以来出台的医药行业政策

时间	政策主要内容
2009年1月21日	国务院审议并原则通过《医改意见》和《2009~2011年医改实施方案》，明确今后3年的阶段性工作目标，重点抓好基本医疗保障制度等五项改革，初步测算，3年内各级政府预计投入8,500亿元
2009年4月6日	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》正式出台；《意见》提出“逐步实现人人享有基本医疗卫生服务”、缓解“看病难、看病贵”问题等
2009年4月7日	《国务院关于印发医药卫生体制改革近期重点实施方案（2009~2011年）的通知》。2009~2011年重点抓好五项改革：一是加快推进基本医疗保障制度建设，二是初步建立国家基本药物制度，三是健全基层医疗卫生服务体系，四是促进基本公共卫生服务逐步均等化，五是推进公立医院改革试点。着力解决群众反映较多的“看病难、看病贵”问题，带动医药卫生体制全面改革
2009年5月13日	《促进生物产业加快发展的若干政策》；扶持、肿瘤、艾滋病、肝炎等重大药物领域创新
2009年8月18日	《国家基本药物制度实施意见》、《国家基本药物目录（基层医疗卫生机构配备使用部分）》（2009版）公布，标志着建立国家基本药物制度工作正式启动。基本药物目录包括化学药、中成药共307个药品品种。明确基

本药物目录自2009年9月21日起施行

2009年10月2日	国家发展和改革委员会公布了国家基本药物的零售指导价格，共涉及2,349个具体剂型规格品。调整后的价格从10月22日起执行。其中，与现行规定价格比，有45%的药品降价，平均降幅12%左右；有49%的药品价格未做调整；有6%的短缺药品价格有所提高
2009年11月23日	国家发展和改革委员会、卫生部和人力资源社会保障部联合发布《改革药品和医疗服务价格形成机制的意见》。确定医药价格改革的近期和长期目标：到2011年，中国医药市场价格秩序要逐步好转，药品价格趋于合理，医疗服务价格结构性矛盾明显缓解；到2020年，医药价格能够客观及时反映生产服务成本变化和市场供求。明确提出：医院卖药加成将逐步取消，严控流通环节差价率，诊疗价格等将适当提高
2009年11月30日	人力资源和社会保障部公布了2009版《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，涉及西药和中成药品种共2,151个。西药部分共有药品1,164个，其中甲类349个，乙类791个，另有20个仅限工伤保险用药，4个仅限生育保险用药；中成药部分共有药品987个，其中甲类154个、乙类833个。将《国家基本药物目录》中的治疗性药品全部纳入《医保药品目录》甲类部分。对比现行的2004版目录，新版医保药品目录中药品总数有所增加，达到2,196种。新版目录中西药品种增加10.6%，中成药品种增加20%，民族药则减少两个品种
2010年2月9日	卫生部印发《中国国家处方集（化学药品与生物制品卷）（2010年版）》。这是我国第一部统一的国家级权威性的处方集，它既是合理用药的指导性文件，也是实施国家药物政策的重要文件
2010年2月23日	卫生部等五部委下发了《关于公立医院改革试点的指导意见》，将采取先行试点、逐步推开的原则，选取了16座城市开展公立医院改革试点工作。这意味着，整个医改中，最关键也最核心的部门开始进行改革。公立医院改革的成败，直接关系到整个新医改的最终结果

资料来源：中诚信评估整理

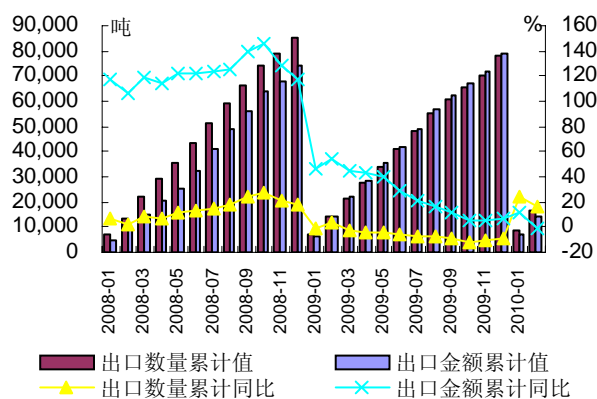
维生素 C 供求失衡影响价格回升

中国的维生素 C (VC) 产能和产量占全球的80%以上，且国内主要被石药集团、东北制药、华

北制药、江山制药四家垄断。近年 VC 行业波动较大，2008 年全国 VC 总产量 9.51 万吨，其中出口 8.52 万吨，出口占总产量的 90%。2009 年受全球金融危机影响，需求大幅下滑，2009 年前三季度，中国 VC 总产量 5.37 万吨，较上年同期下降 21%，其中出口较上年同期下降 8.2%。

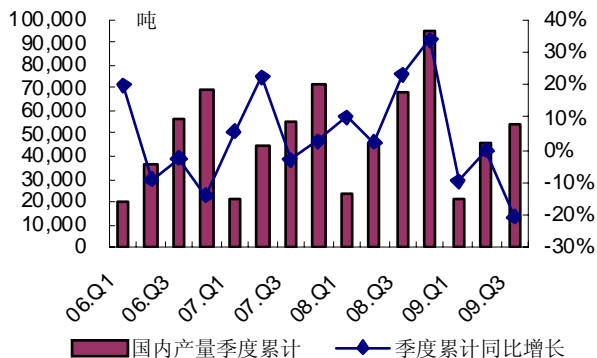
从供需格局来看，VC 供需严重失衡。供应方面，近年来，在高利润的驱使下，VC 产能扩张迅速，目前中国在建 VC 产能超过 8 万吨，预计 2010 年中国 VC 产能将接近 18 万吨，2012 年将超过 20 万吨。需求方面，目前全球 VC 消费量仅在 10 万吨左右，假设 VC 的自然增长率在 5% 左右，未来随着中国消费者对 VC 营养品认识的提升，VC 深加工产品需求加速增长，但总体看，短期内 VC 产能过剩、供需失衡的局面仍难以改变。在此背景下，2009 年 12 月，国家发改委将 VC 纳入需要加强引导控制的产业中，VC 准入门槛提升，将有效抑制行业盲目扩张。

图2：2008~2009年中国维生素C出口情况



资料来源：wind 资讯，中诚信评估整理

图3：2006~2009.Q3中国维生素C产量及增长情况

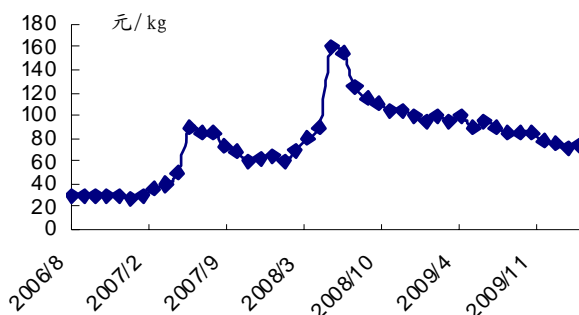


资料来源：医药统计网，中诚信评估整理

从价格来看，在金融危机和供应过剩的双重作用下，VC 的价格自 2008 年中期的低点持续回落。

未来随着国际经济复苏，VC 需求有望回升，但由于产能过剩严重，价格的回升存在较大不确定性。

图4：2006.8-2010.3维生素C价格变化

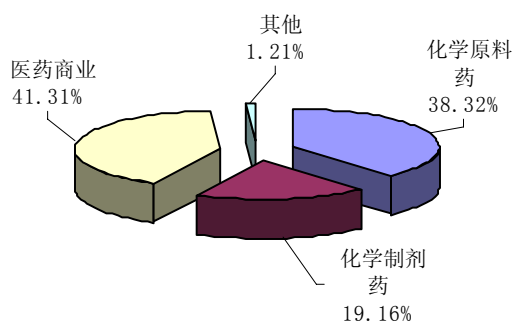


资料来源：健康网，中诚信评估整理

业务运营

东北制药主营业务包括化学原料药、化学制剂药、医药商业三大业务板块。2009 年主营业务实现收入 48.63 亿元，同比增长 12.29%。分区域来看，全球金融危机影响公司产品出口，2009 年出口实现收入 14.04 亿元，较上年下降 1.61%；内销实现收入 37.78 亿元，较上年增长 27.90%。公司产品仍以内销为主，内外销比例约为 7: 3。同时，2009 年公司共计 55 个品种进入国家基本药物目录，为分享新医改带来的市场扩容奠定了良好基础，预计未来内销贡献将呈上升趋势。

图 5：2009 年公司主营业务分行业收入情况



资料来源：公司提供，中诚信评估研究

化学原料药

2009 年公司原料药板块实现营业收入 19.86 亿元，同比下降 2.76%，主要由于公司主导产品 VC 的收入下降所致。2009 年 VC 实现收入 14.69 亿元，较上年同期下降 4.55%，VC 收入占原料药收入比重约为 74%，较上年略有下降，但仍保持了较高比例。

从 VC 产销量来看，2009 年公司 VC 产能仍为

2.5 万吨，但受全球金融危机影响，VC 需求下降，公司的 VC 产量 1.94 万吨，较上年下降 11.54%；销量 2.07 万吨，较上年下降 17.13%，其中出口 1.72 万吨，占销量的 83.19%，VC 出口较上年同期下降 18.81%，大于内销 7.66% 的降幅。2009 年公司 VC 的国际市场占有率较上年下降了 3 个百分点至 22%。

从 VC 销售价格来看，由于 2009 年长单占比 70%，且合同价格高于 2008 年，因此公司 2009 年 VC 售价并没有过多的受市场价格持续走低的影响。2009 年平均售价 70.92 元/千克，较 2008 年每千克增长了 9.35 元。2010 年公司已签订的 VC 长单占比 90% 左右，数量 2 万吨，合同价格 8.7 美元/千克。虽然长单价格较 2009 年下降了 2.3 美元，但长单比重提升 17.5 个百分点，数量提升 0.55 万吨，在 VC 价格较为波动的情况下，提前锁定了收入，有利于保持公司业绩的相对稳定。

表 2：2007-2009 年公司 VC 销售情况

	2007	2008	2009
销量 (吨)	22,421	24,996	20,714
销量同比变化	--	11.48%	-17.13%
收入 (亿元)	7.6	15.39	14.69
收入同比变化	--	102.50%	-4.55%
占原料药收入的比例	70.37%	75.59%	73.97%
毛利率	--	58.45%	58.14%
市场占有率	--	25%	22%

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

表 3：2007-2009 年公司 VC 内外销情况

	2007	2008	2009
出口数量 (吨)	19,714	21,224	17,231
出口占比	87.93%	84.91%	83.19%
内销数量 (吨)	2,707	3,772	3,483
内销占比	12.07%	15.09%	16.81%

资料来源：公司提供，中诚信评估整理

VC 深加工方面，2009 年公司张士制剂厂中的 VC 深加工项目投产，主要产品包括 VC-Na、VC-Ga、DC 级颗粒，合计产能 8,500 吨，预计 2010 年 10 月全部达产。另外，公司细河原料药厂中计划新建 2,500 吨 VC 深加工项目，使公司 VC 深加工产品产能增至 1.1 万吨，根据项目可研报告显示，VC 深加工项目全部达产后能够实现年销售收入约 7.76 亿

元，年净利润约 1.54 亿元。公司的 VC 深加工项目拥有国际先进工艺和生产线，为 VC 系列产品进入国际高端市场提供了有力保障。我们注意到，虽然 VC 市场供需失衡，但是 VC 深加工产品需求仍保持较高增速，该项目的投产有利于增加 VC 产品附加值，提升公司盈利能力，增强市场竞争力。

表 4：2009 年公司张士制剂厂 VC 深加工项目情况

主要产品	产能 (吨)	投产时间	预计达产时间	实际投入
VC-Na、Ga	4,500	2009.7	2010.10	1.55 亿元
DC 级颗粒	4,000	2009.7	2010.10	

资料来源：公司提供

除主导产品 VC 外，公司其他原料药品种 2009 年合计实现收入 5.17 亿元，较上年同期增长 4.02%。其中亏损产品 VB₁ 已经停产，脑复康毛利率和市场占有率均大幅提升，金刚烷胺等产品销量提升。同时，由于全球金融危机和市场竞争等原因使氯霉素和左卡尼汀的市场占有率和毛利率降低。虽然 2009 年其他原料药收入有所提升，但总体看，公司原料药板块依然以 VC 产品为主，对单一产品依赖的风险依然存在。

表 5：2009 年公司原料药（不含 VC）收入和毛利率情况

产品	收入 (亿元)	同比变动 (%)	毛利率 (%)	同比变动 (百分点)	市场占有率
脑复康	0.86	-7.53	19.49	10.02	71%
氯霉素	0.86	0	-5.50	-23.09	40%
左卡尼汀	0.57	1.79	22.97	-5.66	26%
金刚烷胺	0.79	--	31.23	--	--
磷霉素	0.55	--	15.60	--	--
其他	1.54	--	--	--	--
合计	5.17	4.02	--	--	--

资料来源：公司提供

另外，细河原料药搬迁工程稳步推进，目前厂区总平规划概念设计委托世界制药巨头拜耳技术工程公司进行。项目设计工作由国内外多家设计机构协同承担，实现优势互补。根据 2010 年公司 A 股股票公开增发可行性报告显示，原料药厂搬迁需投入资金总额约 30 亿元，预计 2013 年完成搬迁。从该项目的资金投入安排和政府土地补偿到位时间来看，该项目主要的资金压力集中在 2011 和 2012 年。由于项目耗资较大，增发能否成功实现将对项目进展产生较大影响，我们将对此次增发进程持续关注。

表 6：公司细河原料药厂搬迁工程情况

单位：万元

序号	项目名称	项目总投资	拟投入募集资金	产能	预计销售收入	预计净利润
1	VC 营养保健品出口生产线建设工程项目	24,034.18	24,000.00	VC 深加工产品 2,500 吨	42,500	11,904.18
2	卡前列甲酯建设工程项目	4,842.84	4,600.00	卡前列甲酯 4kg	7,200	2,604.63
3	黄连素及中间体胡椒环建设工程项目	8,942.06	8,400.00	黄连素 400 吨；胡椒环 700 吨	16,005	1,840.03
4	维生素 C 建设工程项目	190,895.98	187,000.00	VC 2.5 万吨；山梨醇（原料）7.68 万吨	133,836	39,599.70
5	磷霉素系列产品建设工程项目	43,230.20	40,800.00	磷霉素钠 900 吨；磷霉素钙 300 吨；中间体左盐（原料）2,300 吨	71,250	11,957.27
6	脑复康建设工程项目	13,566.33	12,800.00	脑复康 3,000 吨	22,950	2,047.03
7	左卡尼汀系列产品建设工程项目	19,472.08	18,200.00	左卡尼汀系列产品 2,000 吨	30,400	3,645.89
合计		304,983.67	295,800.00	--	324,141	73,599

资料来源：公司公开增发 A 股股票募集资金计划投资项目可行性报告，中诚信评估整理

同时，我们注意到，原料药厂搬迁完成后，除 VC 产能不变外，其他原料药包括 VC 深加工系列产品、脑复康、左卡尼汀、磷霉素等产品产能均将有较大幅度提升。原料药厂搬迁后，预计年销售收入 32.41 亿元，较 2009 年原料药板块收入增长 63.19%。细河原料药整体搬迁技改建设项目将在很

大程度上提升公司的盈利能力，同时收入和利润来源更趋多元化，降低对 VC 单一品种的依赖风险。

总体看，受全球金融危机对 VC 需求的影响，2009 年该板块收入小幅下降。未来，随着 VC 深加工项目的达产和细河原料药厂搬迁项目的完成该板块盈利能力将大幅提升，收入结构将得到改

善。另外，我们将持续关注原料药厂搬迁项目资金到位情况，其中用于该项目的 15~18 亿元土地补偿金 2009 年已到位 3.01 亿元，后续资金到位将由搬迁进度决定。

化学制剂药

公司化学制剂药包括微生态、麻药、普药三大系列近 300 个品种，其中主要产品包括整肠生、磷霉素钠系列产品、麻系列产品以及抗病毒系列产品。2009 年该板块收入规模增长较多，全年实现营业收入 9.93 亿元，同比增长 32.93%（2008 年基数未变）。而营业毛利率受制剂厂搬迁的影响下滑 12.92 个百分点至 50.83%。

分产品看，2009 年，公司整肠生销量 1.9 亿粒，较上年增长 0.38 亿粒，销售收入 1.68 亿元，较上年增涨约 39%，市场占有率提升 1 个百分点至 33%；磷霉素系列保持着国内品种和规模最大的优势，市场占有率进一步提升至 82%，作为抗生素的低端产品在农村市场仍具有很高占有率；含麻系列产品毛利率提升约 10 个百分点，收入下降 29.07%，主要由于国家计划调配导致销量下降，含麻系列产品由国家计划控制，总体比较稳定。同时，公司制剂产品和医药中间体出口取得进展，多个品种面向多国市场的产品注册工作取得新进展。

表 7：2009 年公司化学制剂药情况

产品	收入 (亿元)	收入同 比变动 (%)	毛利率 (%)	毛利率同 比变动(百 分点)
整肠生	1.68	38.84	82.00	2.00
含麻系列	1.22	-29.07	75.56	10.56
磷霉素系列	2.59	2.37	23.76	-16.86
抗病毒	0.28	27.27	22.06	-2.59
其他	4.16	106.97	48.32	-40.51
合计	9.93	32.93	50.83	-12.92

资料来源：公司提供

表 8：2009 年公司化学制剂主要产品销量和市场占有率

产品	2009 年 销量	2008 市场 占有率	2009 年市 场占有率
整肠生	1.9 亿粒	32%	33%
含麻系列	0.4 亿片	50%	50%
磷霉素系列产品	1.6 亿支	80%	82%
抗病毒	0.38 亿粒	15%	15%

资料来源：公司提供

2009 年，公司制剂新厂区全面通过 GMP 认证并顺利投产，成为全国最大的单体制剂厂区，具有先进的装备技术，为加速发展制剂战略的实施提供了强大的产能保障。制剂新厂区生产能力可达 100 亿粒（片、支、瓶、枚），并未新增。但是，近年公司制剂业务产能利用率一直不高，2009 年产能利用率为 78.05%，新厂投产后，在先进的技术设备和做大制剂战略支持下，制剂业务产能利用率将逐步提升，并最终达产，该业务盈利水平将同步提升。制剂营销方面，2009 年 11 月公司将原有七个部门的制剂营销业务统一整合为公司 100% 控股的销售公司，实施产品、队伍、渠道、市场的全面共享与整合，为做大制剂提供了组织保障。

总体看，2009 年化学制剂业务收入规模的增长一定程度提升了公司整体业绩，减小了其受原料药板块业绩下滑的影响。同时，张士制剂生产基地的投入使用和营销的全面整合将使化学制剂业务保持较高增速，成为公司主要的增长源泉。

医药研发

医药制造业务研发方面，截至 2009 年末，公司共拥有授权专利 38 项，拥有 1 项专利独家使用权，2009 年签订新工艺研究合作项目 3 项。2010 年公司计划长春西订、头孢噻利、恩曲他滨等七个新品种完成试生产。研发投入方面，2009 年投入 9,079 万元，占公司医药制造业务营业收入比重约 3%，2010 年公司计划投入 1 亿元进行研发。另外，公司正式进军生物制药领域，由公司控股的“东北制药集团辽宁生物医药有限公司”的注册和选址工作已经完成。对研发工作的大力推进将有利于公司形成核心竞争优势，保持并不断提升公司盈利能力，逐步奠定行业领先地位。

医药商业

2009 年公司医药商业板块中零售、调拨、批发模式的销售规模实现大幅提升，使该板块实现销售收入 21.40 亿元，同比增长 44.40%。同时，公司在中国医药商业百强中排名第 23 位，较 2008 年上升 11 位。公司旗下东北大药房门店 2009 年增长 7 家达到 129 家，其中辽宁省内门店增长 10 家至 127 家。公司的医药商业业务在辽宁省较为混乱的医药

商业竞争格局占据了领先地位。同时，我们注意到，医药流通行业激烈的竞争环境压缩了盈利空间，2009 年医药商业各销售模式的营业毛利率均同比下降。

表 9：2009 年公司医药商业主要销售模式和收入

单位：亿元、%					
销售模式	销售区域	收入	同比变动	2008 毛利率	2009 毛利率
批发	辽宁省市级医院	1.29	41.76	9.98	8.59
调拨	省内医药商业公司	9.59	58.77	1.96	-1.44
快批	东三省小医院	3.12	-2.80	4.51	3.74
配送	东北大药房连锁店	2.01	2.55	6.28	3.63
零售	东北大药房连锁店	7.32	171.11	23.52	9.08
抵消后合计	--	21.40	44.40	7.88	6.14

注：此表中各种销售模式的收入为未进行内部抵消数
资料来源：公司提供

表 10：公司旗下东北大药房门店数量及分布

项目	2008	2009
门店数量	122 家	129 家
其中：辽宁省内	117 家	127 家
外省市（不含东北地区）	5 家	2 家

资料来源：公司提供

总体来看，公司医药商业业务盈利能力随着规模的扩大和竞争加剧有所下降，但其收入规模大幅提升，该业务在辽宁省内保持了明显优势。

另外，在公司治理方面，2009 年公司构建股份公司母公司组织实体和管理架构，将东北制药集团公司沈阳第一制药厂和东北制药集团公司供销公司改制为公司制企业，建立符合公司法及相关法律法规规定的母子公司体制。同时，预计 2010 年 6 月底前完成东北制药总厂注销工作。公司母子公司体制的建立和股权结构的理顺能够有效提高公司的管理和运作效率，是公司持续运营、不断发展壮大的基础。

总体看，2009 年公司业务运营不断进步，除化学原料药受全球金融危机影响业绩小幅下降外，化学制剂和医药商业板块均保持较快的发展速度。张士制剂厂和 VC 深加工项目 2009 年均建成投产，为做大制剂、提升 VC 盈利空间提供了良好基础，并将在未来几年不断提升公司经营业绩。同时我们注意到，随着细河原料药基地的建设和搬迁工作的深

入，资金需求不断增大，公司面临一定融资压力，我们将持续关注政府土地补偿金到位情况和公司公开增发的进度。

财务分析

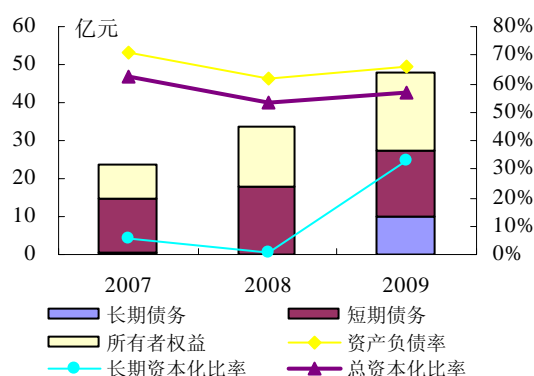
以下分析基于东北制药集团股份有限公司提供的经中瑞岳华会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2007~2009 年审计报告。

资本结构

从总资产看，截至 2009 年末公司总资产 60.79 亿元，同比大幅增长 48.12%，增速加快，主要源于工厂搬迁带来的借入现金、固定资产和土地使用权等无形资产的大幅上涨。随着工厂搬迁规划的实施，公司的资产规模将在未来几年持续扩大。同时，若 2010 年公司 30 亿元 A 股增发计划实现，资产规模将大幅增长。

从负债情况来看，截至 2009 年末公司负债总额 40.25 亿元，较上年末增长 59.14%，总债务 27.14 亿元，较上年增长 52.52%，主要由于新厂区和新项目建设增加长期借款 4.14 亿元，同时公司 2009 年 11 月发行公司债券净额 5.91 亿元。截至 2009 年末公司资产负债率和总资本化率分别为 66.22% 和 56.93%，分别较上年末上涨 4.58 和 3.87 个百分点，杠杆比率在同行业中较高。未来，如果公司未能实现股权融资，则其负债率有进一步上升的可能。

图 6：2007~2009 年公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

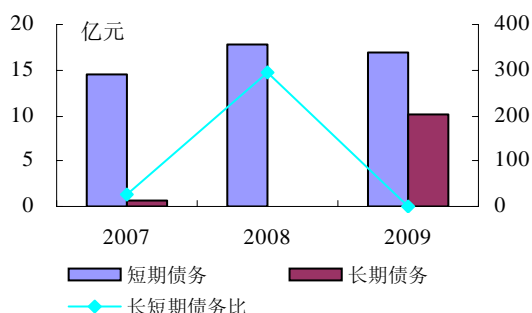
表11: 2009年制药行业主要上市公司资本结构比较

名称	总资产 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比 率(%)
东北制药	60.79	66.22	56.93
复星医药	115.27	39.69	29.43
华北制药	73.01	87.80	82.62
健康元	61.46	28.38	16.84
华润三九	56.31	29.83	5.63
海正药业	51.99	53.25	45.01
浙江医药	38.80	26.25	8.52

资料来源: Wind 资讯, 中诚信评估整理

从债务期限结构来看, 2009 年公司的债务结构获得极大改善。2009 年长期借款和公司债券发行使长期债务增至 10.11 亿元, 2009 年短期债务 17.03 亿元, 较上年微降 3.99%, 由此公司的长短期债务比(短期债务/长期债务)降至 1.68, 债务期限结构的改善有利于保持运营资金稳定和工厂搬迁规划的顺利进行。

图7: 2007~2009年公司债务结构



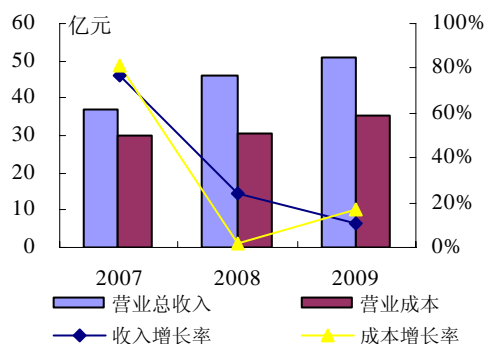
资料来源: 公司定期报告, 中诚信评估整理

总体来看, 2009 年, 由于工厂搬迁工程导致公司的负债水平有所上升, 但当期公司债务期限结构有所改善。此外, 鉴于公司原料厂搬迁项目投入较大, 增发能否实现将对公司资本结构的变化起到关键作用。

盈利能力

2009 年公司实现营业收入 50.94 亿元, 较上年同期增长 10.50%, 增速下降 13.89 个百分点, 主要由于化学原料药板块受全球金融危机影响收入下降。

图8: 2007~2009 公司收入成本分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信评估整理

2009 年, 受全球金融危机、制剂厂搬迁和行业竞争影响, 公司的主营业务毛利率较上年同期下降了 4.02 个百分点至 31.96%。三个业务板块毛利率均有所下降, 其中, 制剂类产品的毛利率下降 12.92 个百分点, 降幅最大。未来新厂区折旧较多将影响制剂毛利率回升的速度, 公司的毛利率水平取决于 VC 价格走向和制剂新厂区的投产、达产情况。

表12: 2007~2009 公司分板块毛利率情况

业务板块	2007	2008	2009
医药制造	34.76%	51.60%	48.11%
其中:原料药	18.07%	47.14%	46.74%
制剂药	57.69%	63.75%	50.83%
医药商业	8.26%	7.88%	6.14%
其他	8.88%	7.73%	13.38%
主营毛利率	21.90%	35.98%	31.96%
公司毛利率	19.49%	34.24%	30.58%

资料来源: 公司定期报告, 中诚信评估整理

期间费用方面, 2009 年公司期间费用继续上升, 其中销售费用较上年增长 33.99%, 主要是随着市场竞争加剧, 公司市场开发和广告费用投入增多; 管理费用较上年上涨 17.51%, 主要是公司 VC 停工费用直接列入管理费用、工资上涨及新购置细河土地摊销等。2009 年较低的基准利率降低了公司的财务费用。总体看, 2009 年公司期间费用占比虽然上涨, 但在同行业中仍属于较低水平, 且费用比例增长主要缘于新产品推广和员工薪资待遇改善, 长期看有助于公司盈利水平的提升。

另外, 由于公司 VC 出口占销量的 80% 以上, 2010 年 VC 长单占比 90% 左右, 且全部以美元结算, 公司对客户的信用周期一般为 60~90 天。在人民币升值预期日趋强烈的背景下, 我们将持续关注汇率变动对公司盈利的影响, 同时, 公司也考虑适时进

行远期结售汇业务来规避汇率波动风险。

表 13: 2007~2009 公司期间费用分析

项目	2007	2008	2009
营业费用(亿元)	2.45	3.42	4.58
管理费用(亿元)	1.93	3.48	4.09
财务费用(亿元)	0.87	1.33	0.95
三费合计(亿元)	5.25	8.23	9.62
三费收入占比(%)	14.16	17.86	18.89

资料来源: 公司定期报告, 中诚信评估整理

资产减值损失方面, 公司对坏账的剥离和应收账款管理成效明显, 2009 年公司计提资产减值损失 0.26 亿元 (其中坏账损失 0.27 亿元), 较上年同期大幅下降 88.57%, 大大降低了其对公司利润水平的影响。

2009 年公司实现利润总额 5.84 亿元, 较上年同期增长 16.95%; 实现净利润 4.76 亿元, 较上年同期增长 33.01%, 增幅扩大原因在于 2008 年公司净利润受 2.26 亿元资产减值损失影响。

从医药行业整体来看, 2009 年公司的盈利能力处于行业中游水平。

表 14: 2009 年制药行业主要上市公司盈利能力比较

名称	所有者权益 收益率(%)	总资产 报酬率(%)	营业 毛利率(%)
东北制药	26.24%	9.35	30.58
复星医药	45.00%	26.90	32.58
华北制药	-30.92%	-5.52	30.61
健康元	18.99%	13.11	55.62
华润三九	20.68%	14.26	50.62
海正药业	14.01%	5.98	27.76
浙江医药	51.93%	33.98	45.22

资料来源: Wind 资讯, 中诚信评估整理

未来, 在 VC 价格回升具有较大不确定的背景下, 公司盈利水平的增长和盈利能力的提升主要取决于 VC 深加工和制剂、原料药新厂的建设投产情况。

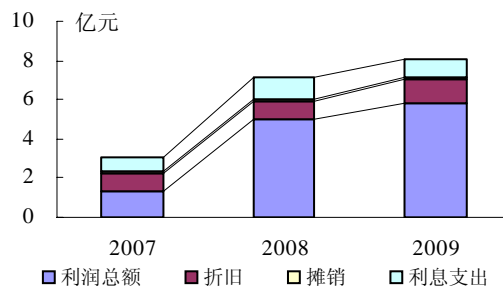
偿债能力

从债务规模来看, 制剂厂搬迁和 VC 深加工项目对资金需求较大, 使得公司 2009 年总债务规模较年初增长了 52.52% 至 27.14 亿元。截至 2009 年末, 公司长期借款 4.2 亿元, 规模较小, 到期日分布在 2011~2012 年, 到期偿还压力很小。

从现金获取能力来看, 2009 年公司实现 EBITDA 8.10 亿元, 较年初增长 13.40%, 增速低于

债务规模增速。未来, 新厂折旧较多将一定程度增大 EBITDA。2009 年, EBITDA 对债务的覆盖能力降低, 总债务/EBITDA 升至 3.35; 由于 2009 年基准利率的降低, 利息支出下降, EBITDA 对利息的覆盖能力增强, EBITDA 利息倍数升至 8.32。

图 9: 2007~2009 公司 EBITDA 构成及其变化



资料来源: 公司定期报告, 中诚信评估整理

表 15: 2007~2009 公司偿债能力指标

	2007	2008	2009
总债务(亿元)	14.97	17.79	27.14
资产负债率(%)	70.86	61.63	66.22
总资本化率(%)	62.73	53.05	56.93
EBITDA 利息倍数(X)	4.35	6.43	8.32
经营净现金流/利息支出(X)	2.83	6.38	6.33
总债务/EBITDA(X)	4.91	2.49	3.35
经营净现金流/总债务(X)	0.13	0.40	0.23

资料来源: 公司定期报告, 中诚信评估整理

未来, 随着新制剂厂和 VC 深加工项目产生效益, 公司的获现能力将提升, 同时原料厂搬迁可能进一步增加公司的债务规模, 在此背景下, 未来几年, 公司的偿债能力将基本稳定, 若 30 亿元公开增发成功, 则公司的偿债能力将不断提升。

银行授信方面, 截至 2010 年 2 月末, 公司银行授信约 37 亿元, 尚未使用约 14 亿元, 具有一定的备用流动性。

或有负债方面, 截至 2009 年末, 公司担保余额合计 1.83 亿元, 其中对外担保 0.13 亿元, 对子公司担保 1.7 亿元。担保余额占归属母公司净资产的比例为 9.05%, 其中除对辽宁电子管厂的 184 万元担保延期存在代偿风险外, 其他的担保或有风险很小。

我们注意到公司 2008 年披露的来自沈阳市环境保护投资公司 1,267 万元和沈阳国际信托投资公司 658.11 万元两笔延期借款在 2009 年均再次延期, 其主要缘于历史原因, 与公司信用并不相关, 且均

有望在 2010 年得到解决。

总体看，2009 年公司业务运营较为稳健，药厂搬迁和 VC 深加工项目稳步推进，盈利水平有所提升。未来几年，新制剂厂和 VC 深加工项目运作逐渐成熟，盈利水平将进一步提升。同时我们注意到，药厂搬迁增大了负债规模，公司杠杆比率有所提升，EBITDA 对债务的覆盖能力有所下降。未来，公司原料药厂搬迁工程仍需大量资金投入，公司仍面临较大融资压力，2010 年 30 亿元公开增发能否实现对缓解公司资金压力影响重大，我们将持续关注。

担保实力

东北制药集团有限责任公司成立于 1990 年 8 月 28 日，注册资本为 7.32 亿元。东药集团是中国医药行业综合性大型企业集团，国家首批 55 家试点企业集团，中国 500 强企业之一。

截至 2009 年末，沈阳市国有资产监督管理委员会（以下简称“沈阳市国资委”）持有东药集团 56.08% 的股权，东药集团持有东北制药 51.67% 的股权。2009 年 12 月东北制药公告了股权置换事项，通过置换沈阳市国资委持有东药集团股权增至 97.84%，东药集团持有东北制药股权比例降至 32.40%，中国华融持有东北制药股权比例增至 19.20%。股权置换没有改变实际控制关系，东药集团和东北制药仍具有很强的国有股东背景。该股权置换事项仍需省国资委和国务院国资委批准。

2009 年集团对旗下控股子公司进行整合。截至 2009 年末，东药集团除东北制药外的其他三家控股子公司中，沈阳东港制药有限公司生产性资产均转入东北制药，北海北拓医药发展公司进入清算程序，丹东前进制药有限公司已依法破产。东药集团几乎所有的生产经营性资产均集中于东北制药，其经营业绩和财务贡献主要来源于东北制药。另外，集团拥有的资产主要是位于沈阳市铁西区的四块土地，面积共计 56,650 平方米。根据集团规划，未来 2 年将择机将这四块土地进行处置。

截至 2009 年末，集团资产总额 63.09 亿元，负债总额 43.42 亿元，所有者权益 19.68 亿元（含少数股东权益 10.73 亿元）。2009 年，集团实现营业

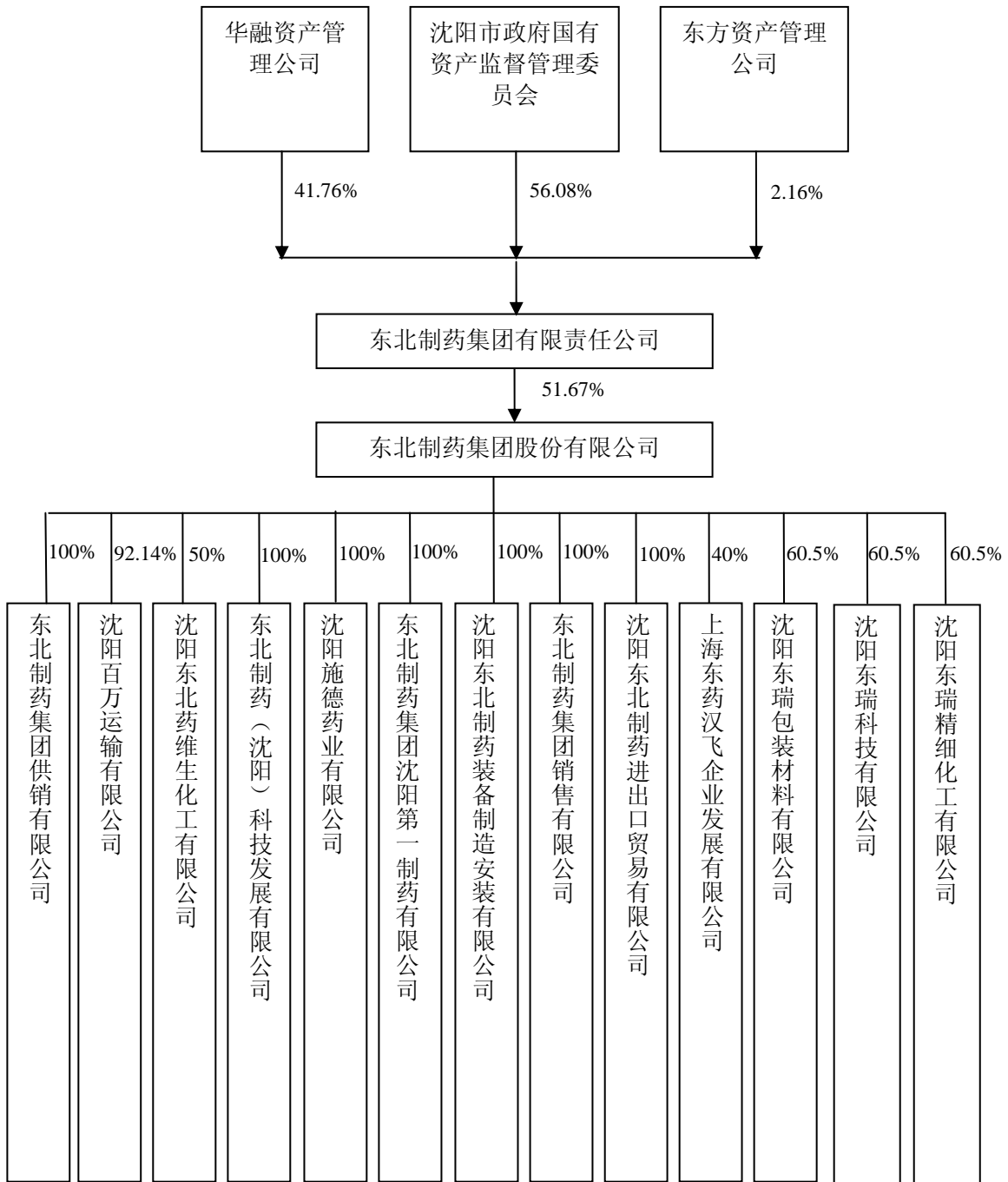
收入 50.95 亿元，净利润 4.50 亿元（含少数股东损益 2.30 亿元）。我们注意到，或有负债方面，截至 2009 年 12 月 31 日，集团担保全部为对下属子公司提供的担保，余额合计 19.25 亿元，占集团净资产（含少数股东权益）97.81%，担保余额过大，我们将持续关注其或有风险。

中诚信评估认为，东药集团对本期债券本息偿还提供了一定程度的保障，但无法起到增级作用。

结论

综上所述，中诚信评估维持发行主体东北制药主体级别 **AA**，本期债券级别 **AA**，评级展望稳定。

附一：东北制药集团股份有限公司股权结构图（截至 2009 年 12 月 31 日）



附二：东北制药集团股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2007	2008	2009
货币资金	31,938.44	76,800.27	176,402.86
应收账款净额	64,617.57	50,867.80	70,042.89
存货净额	58,708.94	67,314.19	65,968.67
流动资产	199,191.51	255,392.46	354,497.50
长期投资	813.00	821.47	638.10
固定资产合计	74,819.61	114,389.47	165,770.62
总资产	305,127.84	410,398.91	607,892.80
短期债务	144,187.45	177,337.42	170,262.01
长期债务	5,500.00	600.00	101,130.00
总债务（短期债务+长期债务）	149,687.45	177,937.42	271,392.01
总负债	216,205.66	252,944.94	402,534.83
所有者权益	88,922.18	157,453.97	205,357.97
营业总收入	370,607.45	460,977.32	509,358.83
三费前利润	70,787.05	154,454.49	151,988.07
投资收益	3.76	0.26	38.77
净利润	4,699.32	35,793.72	47,608.38
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	30,476.07	71,394.11	80,964.42
经营活动产生现金净流量	19,856.10	70,902.50	61,590.56
投资活动产生现金净流量	-6,546.52	-31,531.19	-51,983.53
筹资活动产生现金净流量	-3,301.86	-14,270.79	89,199.98
现金及现金等价物净增加额	10,007.57	25,100.38	98,807.26
财务指标	2007	2008	2009
营业毛利率（%）	19.49	34.24	30.58
所有者权益收益率（%）	5.08	29.06	26.24
EBITDA/营业总收入（%）	8.22	15.49	15.90
速动比率（X）	0.68	0.77	1.09
经营活动净现金/总债务（X）	0.13	0.40	0.23
经营活动净现金/短期债务（X）	0.14	0.40	0.36
经营活动净现金/利息支出（X）	2.83	6.38	6.33
EBITDA 利息倍数（X）	4.35	6.43	8.32
总债务/EBITDA（X）	4.91	2.49	3.35
资产负债率（%）	70.86	61.63	66.22
总债务/总资本（%）	62.73	53.05	56.93
长期资本化比率（%）	5.82	0.38	33.00

附三：东北制药集团有限责任公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2007	2008	2009
货币资金	33,191.86	77,816.58	177,699.49
应收账款净额	64,725.91	50,868.59	70,043.67
存货净额	59,381.92	67,314.19	65,968.67
流动资产	217,990.25	264,038.30	363,433.78
长期投资	14,700.55	13,072.23	12,669.08
固定资产合计	87,315.91	119,823.23	169,534.53
总资产	359,288.36	432,558.13	630,947.50
短期债务	144,207.45	177,357.42	170,282.01
长期债务	8,763.56	2,423.31	102,953.31
总债务（短期债务+长期债务）	152,971.01	179,780.73	273,235.32
总负债	231,458.87	284,347.10	434,162.98
所有者权益（含少数股东权益）	127,829.49	148,211.03	196,784.52
营业总收入	342,659.74	455,281.95	509,496.63
三费前利润	77,832.33	154,179.86	152,092.21
投资收益	2,022.89	3,159.11	905.17
净利润	2,969.01	23,433.56	44,969.24
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	29,425.95	59,131.95	77,406.73
经营活动产生现金净流量	7,961.16	58,180.11	56,465.85
投资活动产生现金净流量	5,223.04	-17,313.94	-46,585.16
筹资活动产生现金净流量	-2,521.92	-15,992.92	89,206.64
现金及现金等价物净增加额	10,662.13	24,873.11	99,087.58
财务指标	2007	2008	2009
营业毛利率（%）	23.28	34.61	30.60
所有者权益收益率（%）	2.35	16.98	26.07
EBITDA/营业总收入（%）	8.59	12.99	15.19
速动比率（X）	0.73	0.78	1.11
经营活动净现金/总债务（X）	0.05	0.32	0.21
经营活动净现金/短期债务（X）	0.06	0.33	0.33
经营活动净现金/利息支出（X）	1.14	5.24	5.80
EBITDA 利息倍数（X）	4.20	5.32	7.96
总债务/EBITDA（X）	5.20	3.04	3.53
资产负债率（%）	64.42	65.74	68.81
总债务/总资本（%）	54.48	54.81	58.13
长期资本化比率（%）	6.42	1.61	34.35

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润*2/（期初所有者权益+期末所有者权益）

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

总资产报酬率=净利润*2/（期初总资产+期末总资产）

附五：信用等级的符号及定义
债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信评估会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动