

恩华药业（002262） 西药

中枢神经药物领域的内资品牌

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	15.50	元
------	----	------	---	-----	-------	---

投资要点

- 1、精神、麻醉药品的生产、采购与流通具有很强的计划性，属于国家严格管制的行业，一种药品往往只有 4-5 家生产，竞争程度远不如一般药品。公司在精麻药品行业内领先，据 2006 统计，公司拥有的精麻药品批文 29 个，数量名列第一，销售规模仅次于阿斯利康与西安杨森；
- 2、公司定位于国际化的中枢神经药物领先企业，现有三大类药品麻醉类、精神类和神经类药品，贡献了 38% 的收入，毛利贡献达 82%，子公司业务包括商业和一般药品经营对利润影响不大；
- 3、麻醉药品大类中，主要包括静脉麻醉药和吸入性麻醉药，前者通常用于麻醉深度要求不高的体表手术，临床上常用于吸入性麻醉诱导或者复合全身麻醉，静脉麻醉行业增速约 20%，目前市场以异丙酚为主，按照销售额统计，异丙酚约占 90%，咪达唑仑占 10%。公司静脉麻醉药力月西和福尔利在静脉麻醉细分市场占有领导地位，未来增长动力主要是适应症的扩大；精神类药物渐入佳境，思利舒 05 年上市后高速增长，已成为第二大盈利产品，09 年齐拉西酮注射剂的上市增添了新的动力；神经类药物主攻癫痫和镇痛领域，加巴喷丁与后续在研的普瑞巴林值得期待；
- 4、公司是研发、产品驱动型，每年研发费用支出超过 5%，能够从事从分子筛选、化合物合成工艺研究，到临床前研究的全程自主研发，具有完整的研发产业链，公司研发聚焦在中枢神经药物领域，非阿片类镇痛新药、精神分裂症先导化合物研究具有国际先进水平，公司 07 年申报了三个新药专利，10 年将有一个非阿片类镇痛药的创新药进入临床，公司国内研发水平位居前 20 名；
- 5、08、09、10 年 EPS 分别为 0.34、0.52、0.75，我们认为基于公司研发产品驱动型的盈利模式，长期可以给予 25-30 倍 PE，基于目前价格 09、10 年的 PE 分别为 29.8 倍和 20.6 倍，公司长期具有竞争优势，给予推荐评级。

2009 年 3 月 17 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	18.37/8.97
上证指数/深圳成指	2153.29/8022.69
50 日均成交额(百万元)	37.69
市净率(倍)	12.79
股息率	

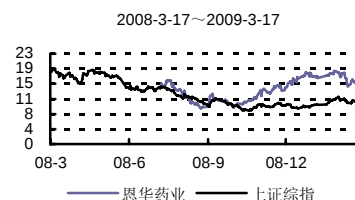
基础数据

流通股(百万股)	30.00
总股本(百万股)	120.00
流通市值(百万元)	465.00
总市值(百万元)	1860.00
每股净资产(元)	1.21
净资产负债率	305.49%

股东信息

大股东名称	徐州恩华投资有限公司
持股比例	54.97%

52 周行情图



相关研究报告

联系方式

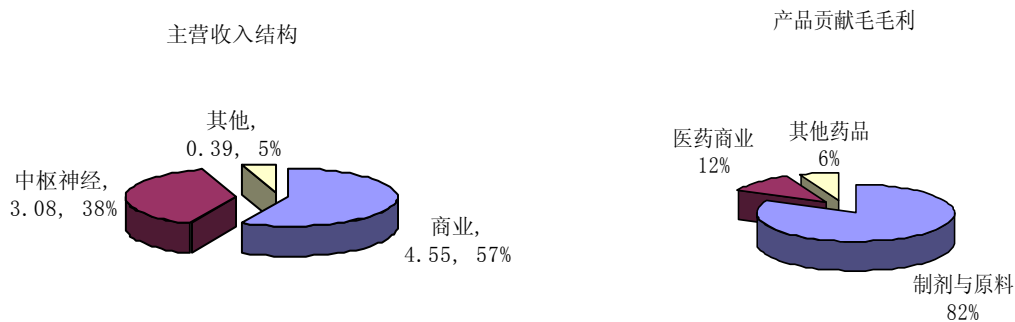
研究员:	刘斌
电 话:	021-51097188-1859
电 邮:	
联系人:	朱厚中
电 话:	(86-21) 51097188-1853
电 邮:	zhuhouzhong@gyzq.com.cn
地 址:	中国上海市浦东新区南路 379 号金穗大厦 15F (200120)

中枢神经药物领域的内资品牌

1、中枢神经药物为盈利主体，其他业务影响不大.....	3
2、中枢神经药物领域具竞争优势	4
2.1 中枢神经药物行业的垄断特征	4
2.2 中枢神经系统领域的内资品牌	4
2.3 麻醉类产品在细分领域确立优势.....	5
2.4 精神类药物渐入佳境.....	6
2.5 神经类药聚焦癫痫与镇痛领域	7
2.6 心血管期待新药上市.....	8
3、研发实力确立行业领先	8
3.1 真正的自主研发——完整的研发链.....	8
3.2 研发聚焦前沿领域	10
4、盈利预测与投资建议.....	11
4.1 产品与盈利预测.....	11
4.2 投资建议：	12
4.3 投资风险：	12

1、中枢神经药物为盈利主体，其他业务影响不大

公司前身为徐州第三制药厂，历经两次改制，全体职工以国有企业身份买断方式获得对价，形成职工持股会，徐州第三制药厂变更为恩华医药集团有限，后为改制，恩华医药集团有限向恩华投资转让股权，徐彭生等五位自然人向恩华投资增资。公司实际控制人孙彭生，通过恩华投资实际控制的公司 37.87%股权。



资料来源：公司招股书

公司定位于中枢神经系统用药的国际化领先企业，截止 08 年前三季度，中枢神经系统药物贡献了 38%的收入，但毛利贡献占比达 82%。其他非主营业务包括：原料药主要是原徐州三厂保留下来普药原料，如非诺背特，酮康唑等；医药商业包括批发和零售，06、05 略有亏损，07 年略有盈利；子公司颐海和永恒属于因经营困难而被政府“拉配郎”，对公司整体影响不大。

表 1 子公司基本情况

控股子公司	历史由来	业务范围	股权	07 总资产 (万)	07 净利润 (万)
恩华和润	由恩华、胡吉瑞共同投资	医药商业批发物流，列徐州第二	100%	16,930	31
恩华统一	恩华公司与徐州医药工业供销公司投资	主营医药零售，拥有 45 家门店	70%	2,857	304
恩华赛得药业	与赛得维康投资	心血管药物开发，一类新药埃他卡林 09 年下半年有望获批文	51%	1,591	-56
徐州颐华医药科技	与香港中印生化投资	医药开发,技术咨询与转让	75%	85	6.7
陕西恩华脑生物	与自然人合资	医药产品技术开发与咨询	51%	148	-16
江苏颐海药业	政府协调下,与徐州淮海药厂组建	中药、保健品生产与销售	92.3%	2,022	-278
江苏永恒药业	政府协调下,与徐州第四制药厂	妇科、皮肤科等，大容量注射液，滴眼液等	65%	1,450	-126

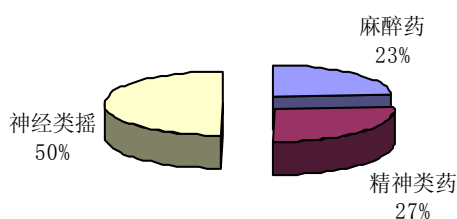
2、中枢神经药物领域具竞争优势

2.1 中枢神经药物行业的垄断特征

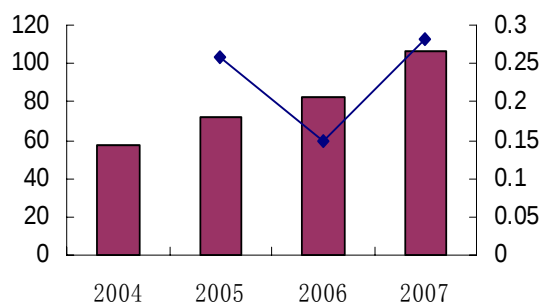
我国中枢神经系统药品市场主要由外资企业占据，各大外资企业在细分市场占相对优势。包括阿斯利康的麻醉药品、礼来的抗焦虑抗、抑郁药、西安杨森的抗精神病药、浙江杭州赛诺菲圣德拉堡的抗癫痫药。国内中资企业达到规模生产的比较少，除了公司力月西、思利舒外，另外西安利邦的异丙酚、重庆大西南的阿立哌唑，文拉法辛。

我国中枢神经系统用药是受国家严格管制的一类药物，国家对该类药物采取定点生产、定点采购，生产的计划性非常强。正是因为是一个控制型的市场，一般一个药物只有 4-5 家企业生产，竞争程度远不如其他药物激烈，产品毛利率高，企业一般可以获得高于行业的利润回报。

我国中枢神经用药结构



中枢神经药物销售与增长

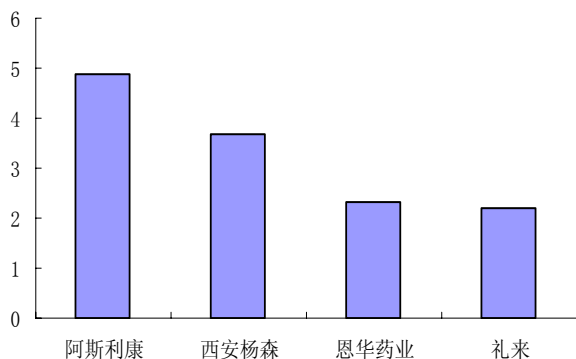


资料来源：定期报告

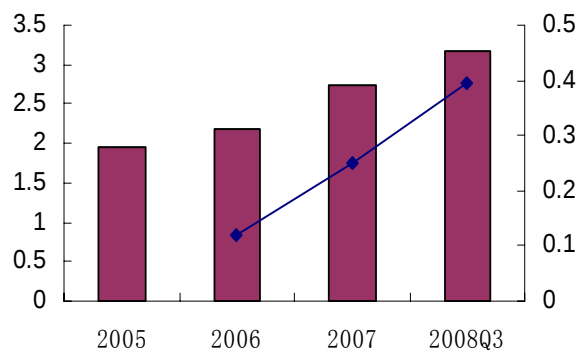
2.2 中枢神经系统领域的内资品牌

恩华前身原徐州第三制药厂以生产柠檬酸，驱虫药左旋咪唑为主，改制后引进了三唑仑、氯硝西泮等几个精神药批文，开始了由一般普药向中枢神经药物领域的转型。公司在国内同行中，中枢神经药物品种最丰富，06 年就拥有批文 29 个，远多于品种第二的 10-20 个，从销售额上看，06 年仅次于阿斯利康与西安杨森，名列第三。。

2006年国内中枢神经用药排名



恩华中枢神经药物收入与增长



资料来源：招股书

2.3 麻醉类产品在细分领域确立优势

麻醉药品大类中，主要包括静脉麻醉药和吸入性麻醉药，前者通常用于麻醉深度要求不高的体表手术，临床上常用于吸入性麻醉诱导或者复合全身麻醉，06年静脉麻醉药市场容量约10个亿。

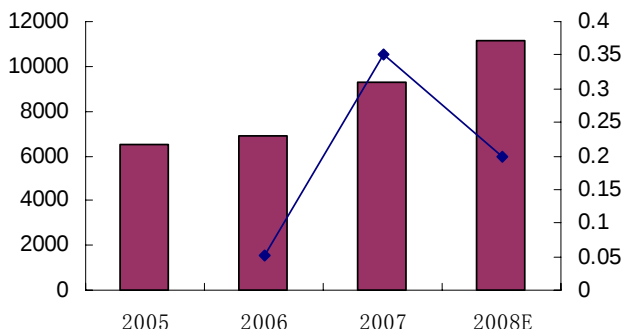
静脉麻醉手术中通常联合三种药物：1.镇静催眠药，使病人意识消失，包括抗焦虑成分。2.麻醉镇痛药，减轻手术疼痛；3.肌松药，促使肌肉松弛以利于手术。常用的静脉麻醉药包括：1.巴比妥类-硫喷妥钠等；2.非巴比妥类，如苯二氮类的安定，咪达唑仑等，其他的包括氯胺酮、异丙酚等，后者多用于静脉麻醉的诱导和维持。目前，静脉麻醉药市场以咪达唑仑和异丙酚为主，两者按照销售额统计，咪达唑仑约占10%，异丙酚约占80-90%，根据来自临床研究表明，咪达唑仑的起效和恢复时间都大于异丙酚，可控性不如异丙酚，但咪达唑仑亦具有半衰期短，不增加代谢率，且在同等麻醉深度条件下，费用更低，只有异丙酚的四分之一。

力月西：公司的力月西属于咪达唑仑类，最早98年获得注射液批文，04年获得片剂批文，2003年起，力月西就开始取代罗氏的原研咪达唑仑（商品名：多美康），占该细分市场市场份额的88%，一举成为领导者，05年开始扩大适应症，用于ICU镇静领域，推动了力月西又一轮增长；

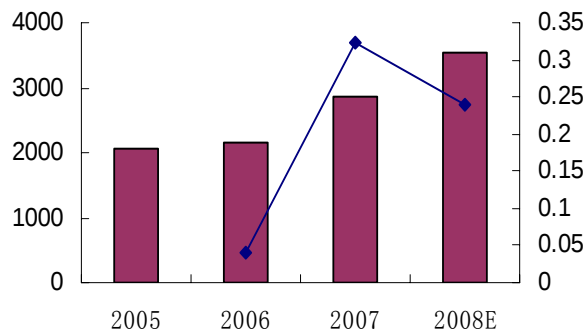
福尔利：即依托咪酯，属于一种较新型的非巴比妥类的静脉麻醉药，70年代开始应用于临床，具有作用时间短，麻醉效能强，对心血管功能干扰轻，对血管几乎无刺激，所以用于心血管病人麻醉诱导是一种较理想的麻醉药，特别适合老年人，体弱，心血管病人的麻醉。公司的福尔利04年获得批文，其先进的脂肪乳注射剂型为全国独家，成功解决了麻醉过程中静脉炎的发生，易于患者接受。2006年，在7家依托咪酯企业中，公司市场份额达到80%，位列第一。

力月西与福尔利都作为静脉麻醉药，公司在细分市场占有领导地位，但二者仍存在一定的替代关系，福尔利对老年、心血管疾病患者的静脉麻醉具有优势，在静脉麻醉药主流市场仍以异丙酚为主情况下，两产品销售未来以20%左右的平稳增长为基调。

力月西收入与增速



福尔利收入与增速



资料来源：招股书

公司其他麻醉、镇静药：用于外科手术麻醉的甲磺酸罗哌卡因注射液，用于麻醉苏醒的欣晴，麻醉后呼吸兴奋佳苏仑等，但销售都比较小。另外，尚处在开发阶段异丙酚，右美托咪啶，后者是又一个 ICU 静脉麻醉的重磅药物。

2.4 精神类药物渐入佳境

精神病是一类比较常见的疾病，发病率平均为 1.3%，据全国精神病流行病学调查统计，全国精神病患者有 1600 万。与美国等发达国家的市场相比，国内的抗精神病市场目前的发育并不充分，精神病药物在美国等发达国家的市场被作为与抗肿瘤等三大主流药物，但在国内的整个医药市场中却仅仅排到第七大类。从该类药物的结构看，抗抑郁药物占市场份额的 45%，抗精神分裂症药物市场占有率约为 30%，国内抗精神病药物市场超过 90% 的份额却依然为外企所占据。

思利舒：即抗精神分裂症药利培酮，是西安杨森维思通同质化产品，维思通上市后获得了巨大成功，已成为治疗精神分裂症的一线用药。公司的思利舒 05 年上市，价格监测显示，思利舒在贵阳零售终端 20 片规格的零售价格比维思通低 25%，该产品经过前期市场培育后，06、07 年获得高速增长，成为公司销售额第二大产品；

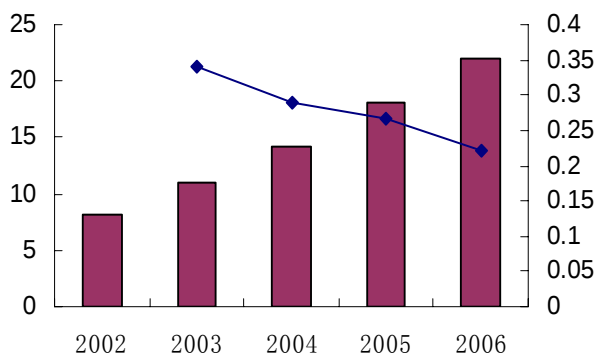
一舒：为抗焦虑药盐酸丁螺环酮，在抗抑郁与抗焦虑市场，礼来的氟西汀具有绝对竞争优势，一舒的独特优势是可以作为抗抑郁的增效药物，与氟西汀联用可增强其药效，据医药经济报报道 2006 年 16 家样本医院，公司一舒占同类产品采购量的 25%。

齐拉西酮：齐拉西酮是继氯氮平、利培酮、奥氮平和喹硫平之后，全球上市的第 5 个非典型抗精神病药物，也是目前唯一对 NE、5-HT 再摄取都有抑制作用的非典型抗精神病药。对急性或慢性、初发或复发精神分裂症均有很好疗效，对精神分裂症相关症状（包括视听幻觉、妄想、动机缺乏和逃避社会）有效，与传统抗精神病药相比，该药除可改善阳性症状外，还可改善阴性症状，提高认知功能，不良反应特别是锥体外系症状和催乳素升高不良事件大大减轻，耐受性明显提高。更重要的是，它除了有效控制症状外，还对患者的体重及糖脂代谢不良影响极小，有效避免了药物引起的糖尿病和心血管疾病风险，实现了抗精神病药物疗效、安全性和耐受性的完美统一。

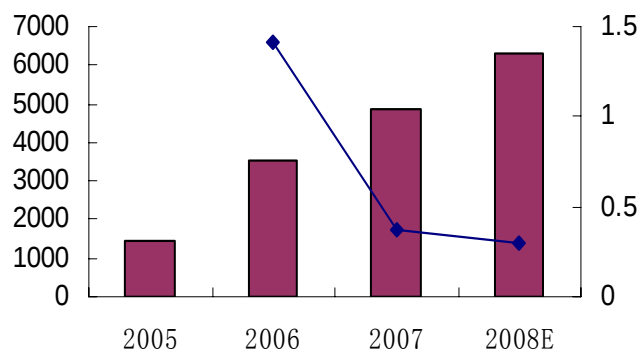
公司已有胶囊剂——思贝格，2月6日，公司公告获得齐拉西酮原料与注射水针剂型批文，目前市场上仅有重庆圣华曦和公司拥有注射剂批文，该药的水针剂型稳定性难度控制较高，重庆圣华曦的齐拉西酮因工艺不稳定，事实上没有投入生产，辉瑞正在研制粉针剂型，尚未获得批文，因此市场上实际只有公司一家注射剂型。该注射剂型主要用于控制精神病的急性症状，市场上急性期控制药物不多，预计在批文拿到后2-3个月开始正式生产，未来具有比较大的潜力。

其他抗精神病药物：包括治疗狂躁和双相精神病的碳酸锂缓释片，尚处在开发阶段的治疗抑郁的氟西汀，精神分裂治疗的阿立哌唑等。

精神用药市场容量与增长



思利舒收入与增长

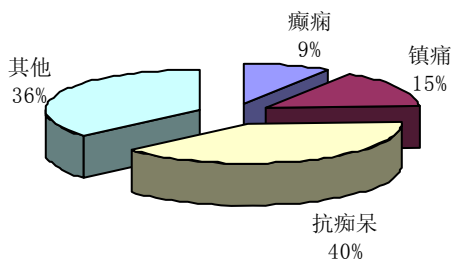


资料来源：招股书

2.5 神经类药聚焦癫痫与镇痛领域

神经类疾病用药包括癫痫、镇痛、抗痴呆以及其他类（如帕金森氏病及脑血管疾病），整个神经类疾病2006年市场容量约41亿，其中，抗癫痫、镇痛类、抗痴呆以及其他类分别占9%、15%、36%、40%。

神经类药品分类与份额



资料来源：健康网

抗癫痫用药近来的趋势是：一线抗癫痫药如卡马西平、丙戊酸钠，更便宜，临床经验更多。一般情况下，用其他药物病人不能耐受时才换用昂贵的新药，新的抗癫痫药可作为添加治疗和单一治疗，但由于目前临床应用有限且价格昂贵，新药一般作为添加药物治疗顽固性癫痫，其作为单一治疗的临床应用尚有待进一步总结经验，因此，在国内抗癫痫药物市场上，老产品地位还难以撼动。

迭力：即加巴喷丁。加巴喷丁是美国辉瑞首先开发的抗癫痫药，于 1993 年首次在英国上市，是一种新颖的抗癫痫药，近来国外又扩大了其适应症，在美国、欧洲等地也被用来治疗神经病理性疼痛。目前抗癫痫用药基本为外资企业占据，该药国内有四家获得批文，制剂价格高于传统抗癫痫药，竞争对手包括恒瑞的派汀，估计销售也不大，我们更看好加巴喷丁作为治疗神经性疼痛（如带状疱疹后神经痛）的一线标准治疗药物的潜力，但打开市场，需要患者解决对抗癫痫药用于一般疾病认识上的误区。

其他抗癫痫药：包括氯硝西洋和卡马西平片，氯硝西洋是国内首家开发，一直是国内该产品的市场领导者，新一代的抗癫痫药普瑞巴林尚在三期临床研究，该药在国外是又一个抗癫痫的重磅产品。

2.6 心血管期待新药上市

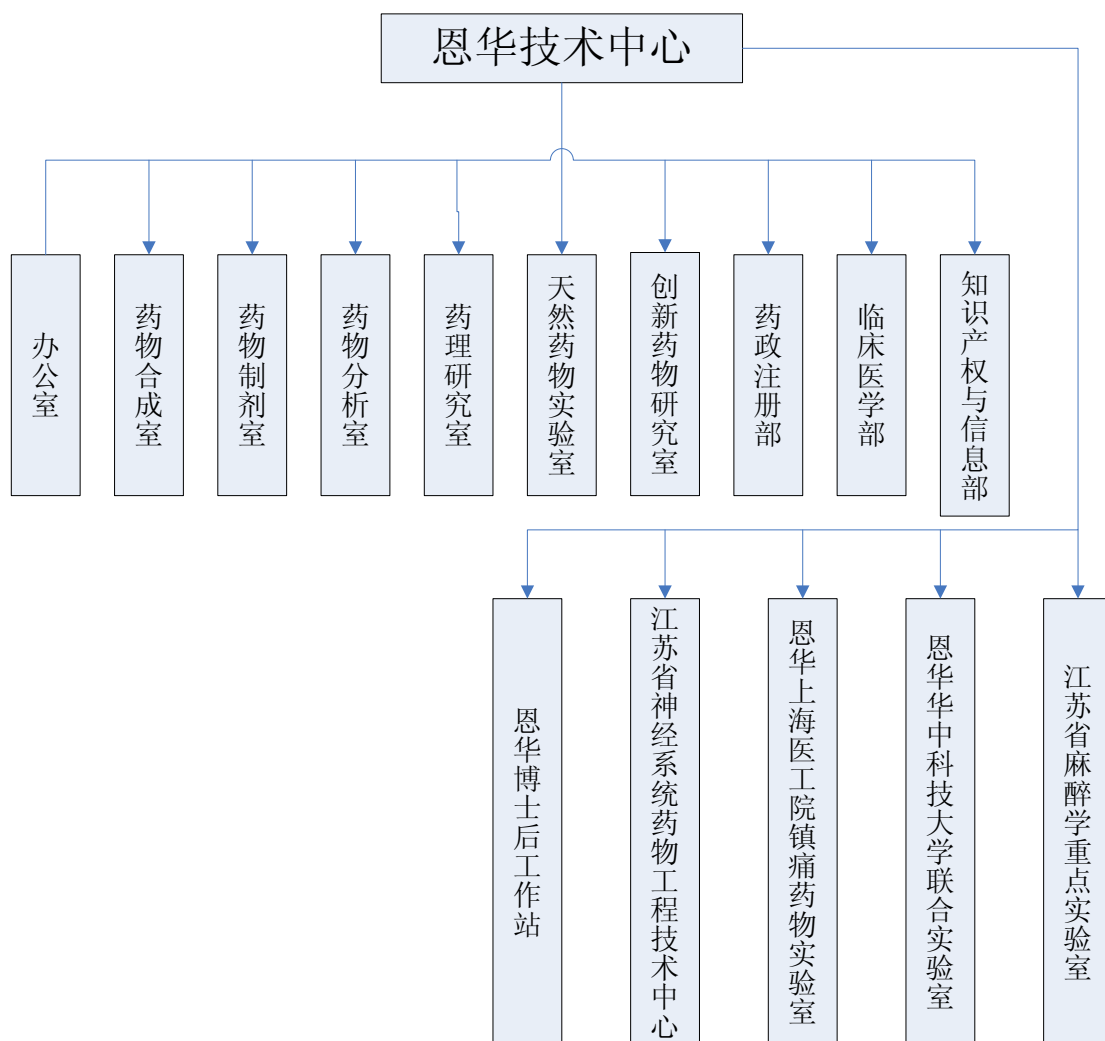
埃他卡林：是国家一类新药，系子公司恩华赛得受让赛得维康知识产权，公司享有 51% 的收益权属。与目前市场主流的钙离子拮抗剂、 β 受体阻滞剂，血管紧张素抑制剂型等六种高血压药不同，其作用机制是一种新型钾通道开放剂，临床研究结果表明其降压效果持久，对心脑肾等靶器官具有保护作用是其突出的优势。

心血管药物集中度很高，处方药形成了钙离子、普利类与沙坦类三足鼎立的局面，三大类药物占市场 75% 份额，前十大药物用药金额占 70% 的。埃他卡林有望在今年获得批文，公司此前没有心血管药物的市场开发经验，成为新的利润增长点还有赖市场对它的认可与公司推广力度。

3、研发实力确立行业领先

3.1 真正的自主研发——完整的研发链

恩华药业技术中心为省级技术中心，拥有博士、硕士及硕士研究生导师等各类研究人员五十余人。建有合成研究部、制剂研究部、药物分析部、临床注册部、知识产权与信息部、项目管理部、试验动物房及中试车间等部门，能够从事从分子筛选、化合物合工艺研究，到临床前研究的全程自主研发，与恒瑞、扬子江研发比较，公司研发聚焦在中枢神经药物领域，亦有 20 多年的开发历史，基础设施并不在其下，公司研发负责人表示，公司在国内研发水平位居前 20 名。

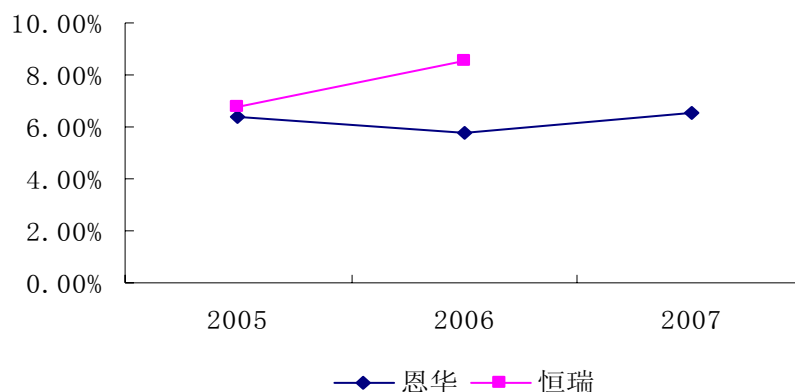


资料来源：国元研究中心

此次募集资金项目之一——国际中枢神经药物研发中心将按照国际标准打造，按照 GLP, (临床前试验规范), GMP 标准对中心进行改造，建成后将集研究开发与小批量中试为一体，提升公司临床前研发的国际化水平与研发产业化的转化效率。

目前公司研发思路仍以抢仿与自主研发相结合，抢仿方面关注国外进入二期、三期临床新药，亦将部分注意力投放在国外刚发现的先导化合物，确定开发前景后迅速跟进，这样做能最大限度的规避风险。在公司已经上市和即将获得批文的新药中，40%来自受让，60%来自自主创新，如谜达唑仑，依托咪脂，齐拉西酮等，未来，自主研发的新药占比将逐渐提高，公司每年的研发费用投入占收入高于 5%，在业内属于较高水平。

恒瑞与恩华研发费用占收入比



资料来源：国元研发中心

3.2 研发聚焦前沿领域

公司在研课题覆盖神经镇痛、老年痴呆以及与精神病领域，给药途径创新方面亦具有竞争优势，公司缓控释技术被授予专利，已被用于甾体抗炎药适洛特的生产。2007 年，在神经镇痛领域公司已经申报了 3 个全新化学物专利，其中一个全新母核的非阿片类镇痛新药有望在 09 或者 10 年进入临床。

正在进行的科研课题

课题	项目合作	开发前景或目标
NH-5066 系列非阿片类中枢镇痛新药	自主	开发具有自主知识产权的新型非阿片类中枢神经镇痛药,2007 年申报了三个全新化合物专利，其中一个 09 或 10 年有望进入临床
老年痴呆领域新化合物合成筛选	澳大利亚维多利亚神经科学院	痴呆是神经类疾病容量最大的一类药物，前瞻发现治疗痴呆新药物分子
精神分裂症活性先导化合物创新研究	自主	创新药物开发
合作建立江苏省麻醉学重点实验室		开展镇痛创新药物 EHP-3D 的药理毒理实验
药物给药途径创新	自主	对现有产品给药途径进行开拓性研究

未来 1-2 年部分拟上市新药

新药	适应症	来源	开发进度
盐酸埃他卡林	抗高血压新药	原研创新药	申请批文，09 年上市
普瑞巴林	癫痫,神经痛	原研药国内未申报专利	申报生产批文
右美托咪啶	ICU 病人镇静	抢仿	申报二期临床材料
齐拉西酮	急性精神分裂症	专利已到期，国内新药	已获批文，预计上半年上市
阿立哌唑	精神分裂	09 年 10 月到期，抢仿	
盐酸美丽曲辛	轻中度抑郁	09 年 7 月到期，抢仿	

资料来源：国元证券研发中心

4、盈利预测与投资建议

4.1 产品与盈利预测

		2005	2006	2007	2008	2009	2010
麻醉药类	麻醉药销售	9657	10593	14347	17864.8	21886.24	26437.05
	增速		9.69%	35.44%	25%	23%	21%
	毛利率	86.17%	84.64%	88.34%	88.50%	88.50%	88.50%
	力月西	6528	6872	9291	11149	13156	15524
	增速		5.27%	35.20%	20%	18%	18%
	福尔利	2075	2160	2860	3861	5019	6274
	增速		4.10%	32.41%	30%	30%	25%
	其他	1054	1561	2196	2854.8	3711.24	4639.05
	增速		48.05%	40.69%	30%	30%	25%
精神类	精神药销售	7540	9043	11148	14058	18796	24773
	增速		19.93%	23.28%	26.10%	33.70%	31.80%
	毛利率	72.55%	78.86%	79.57%	80%	80%	80%
	思利舒	1457	3511	4839	6533	8819	11288
	增速		140.90%	37.80%	35%	35%	28%
	一舒	1483	1560	1386	1525	1677	1845
	增速		5.19%	-11.15%	10%	10%	10%
	齐拉西酮					500	1500
	增速						200%
	其他	4600	3972	4923	6000	7800	10140
	增速		-13.65%	23.94%	21.88%	30.00%	30.00%
神经类	神经药销售	2313	2178	1801	2071	2382	2977
	增速		-5.84%	-17.27%	15%	15%	25%
	毛利率	78.25%	70.17%	84.78%	85%	85%	85%
	迭力			800	900	1000	1200
	增速				12.50%	11.11%	20.00%
心血管类	埃他卡林					500	1500
	增速						200%
	毛利率					80%	80%
原料药	销售	2400	2996	3581	4000	4000	5000
	毛利率	30.51%	25.16%	31.83%	32%	32%	32%
医药商业	销售	36657	40503	45542	52000	60000	69600
	增速		10.49%	12.44%	14.18%	15.38%	16.00%
	毛利率	8.50%	7.74%	7.54%	7%	7%	7%
其他	销售	5279	4221	3905	4000	4000	4000

	毛利率				38%	38%	38%
合计	合并销售	63,846	69,534	80,324	93,994	111,564	134,287
	毛利率	33.56%	32.50%	36.78%	37.51%	39.29%	40.91%

单位（百万）

	2007	2008	2009	2010
一.营业收入	805	940	1,116	1,343
YOY(%)	15.70%	16.79%	18.69%	20.37%
减:营业成本	509	587	677	793
毛利率	36.78%	37.51%	39.29%	40.91%
营业税金	6	7	8	10
销售费用	170	213	259	317
管理费用	73	71	89	107
财务费用	10	11	8	8
资产减值损失	3	2	2	2
加:公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
二.营业利润	34	48	72	105
营业外收支	5	0	0	0
三.利润总额	34	48	72	105
减:所得税	13	7	10	15
四.净利润	26	41	62	90
减:少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司净利润	27	41	62	90
五.每股收益	0.22	0.34	0.52	0.75

4.2 投资建议:

公司是研发、产品驱动型公司，长期可以给予 25-30 倍的 PE，预计 09、10 年 EPS 分别为 0.52、0.75，对应 09、10 年动态 PE 分别为 29.8 和 20.6 倍，公司长期竞争优势明显，每年都有 2-3 个新药上市场，3-5 年以后自主研发的新药有望上市，我们给予推荐评级。

4.3 投资风险:

1、从 08 年三季报看，子公司亏损 270 万，同比亏损有所扩大，特别是两个普药公司颐海、永恒药业可能成为拖累；

2、新药上市进度或者销售低于预期；

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 15%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 10-15%” 以上	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅与上证指数持平在正负 10%” 以内	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 10%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn