

化学药制剂

周锐

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

恩华药业

002262

推荐

业绩符合预期，未来增长明确

恩华药业公布 2008 年年报，实现 EPS0.40 元，按最新股本全面摊薄后为 0.34 元，公司拟每 10 股转增 5 股派 1 元。

投资要点：

6-12 个月目标价： 21.00 元

当前股价： 19.99 元

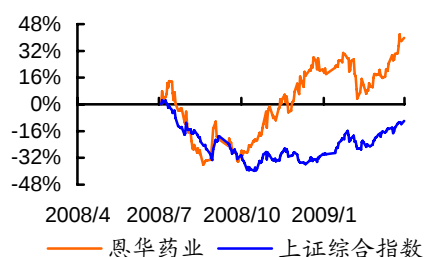
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2535.83
总股本(百万)	120
流通股本(百万)	30
流通市值(亿)	6
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	1.27
资产负债率	74.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
恩华药业	21.08	19.34	96.95
上证综合指数	11.17	27.75	29.48



相关报告

《齐拉西酮注射剂型获批，调高 09-10 年盈利预测》2009-2-5

- **业绩符合预期。**恩华药业收入同比增长 18.3%，其中工业业务的增长超过了 30%，营业利润同比增长 40.5%，归属于母公司的净利润同比增长 52.7%，符合市场预期。
- **麻醉剂业务稳定增长。**麻醉剂是目前公司规模最大的业务，08 年该项业务同比增长 24.6%，延续了前期的快速增长态势，09 年公司静脉麻醉剂异丙酚如果获批，麻醉剂业务的增长速度还将加快。
- **精神类药物加速增长。**在思利舒和思贝格的拉动下，08 年恩华的精神类药物同比增长达到 40%，09 年 2 月公司齐拉西酮（思贝格）的注射剂型获批将大大推动公司精神类药物的销售，预计精神类药物将很快成为公司销售额最大的一类药物。
- **神经类药物恢复快速增长。**恩华的神经类药物受到酣乐欣（三唑仑）列入一类精神类药物的背景下，06-07 年出现了副增长，但 08 年已经恢复了快速增长，随着加巴喷丁治疗神经痛新适应症的获批，该类药物的增长还有望继续加快。
- **后续产品十分丰富。**
在仿制药方面，09 年可以期待的产品有异丙酚和氟西汀；10 年有阿立派唑和右美托咪啶；11 年有普瑞巴林和草酸依地普仑。
创新药物方面，09 年恩华的埃他卡林就有可能上市；公司在镇痛领域的 YX0611-1 具有良好的镇痛效果，作为非阿片类抗神经痛药物被列入科技部重大新药创制专项，有望进入临床。
- **维持推荐的评级。**我们认为恩华药业目前的产品梯队十分完善，未来保持高速增长的可能性很大，我们对公司 09-11 年的盈利预测为 0.50、0.72 和 1.07 元，维持推荐的投资评级。

主要财务指标

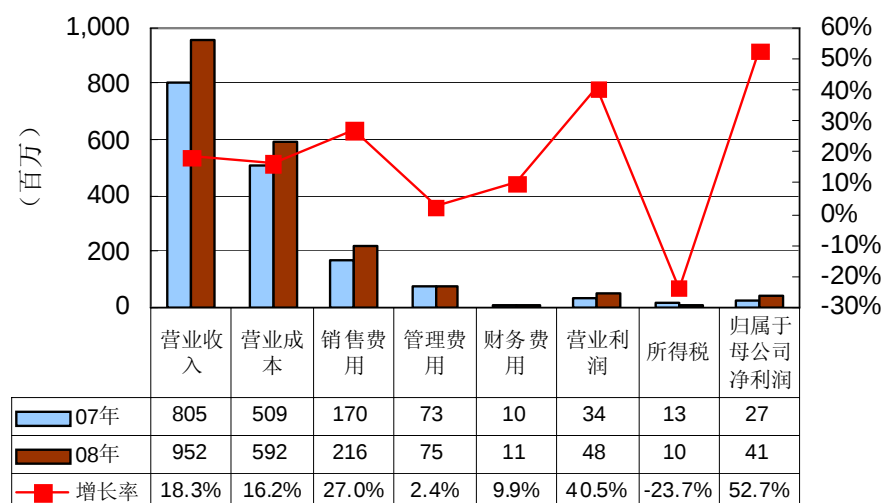
单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	952	1125	1349	1630
同比(%)	18%	18%	20%	21%
归属母公司净利润(百万元)	41	60	86	129
同比(%)	53%	47%	45%	49%
毛利率(%)	37.9%	40.1%	42.6%	45.6%
ROE(%)	12.1%	15.0%	18.1%	21.6%
每股收益(元)	0.34	0.50	0.72	1.07
P/E	58.94	40.18	27.79	18.64
P/B	7.12	6.05	5.03	4.02
EV/EBITDA	29	24	16	12

资料来源：中投证券研究所

1、经营业绩回顾

恩华药业 08 年营业收入同比增长 18.3%，营业利润同比增长 40.5%，归属于母公司的净利润同比增长 52.7%，实现 EPS0.40 元，按最新股本全面摊薄后为 0.34 元，符合市场预期。

图 1：恩华药业 08 年主要盈利性指标同比变化



资料来源：恩华药业 08 年年报、中投证券研究所

恩华药业的营业收入增长 18.3%，但其中工业收入增长幅度远远高于商业收入，因而总体毛利率有所提升；

公司营业利润同比增长 40.5%，远超收入增长，主要源于总体毛利率提升，而所得税率从 33% 下降到 15%，使得总体净利润同比增长达到 52.7%。

2、公司主要业务情况分析

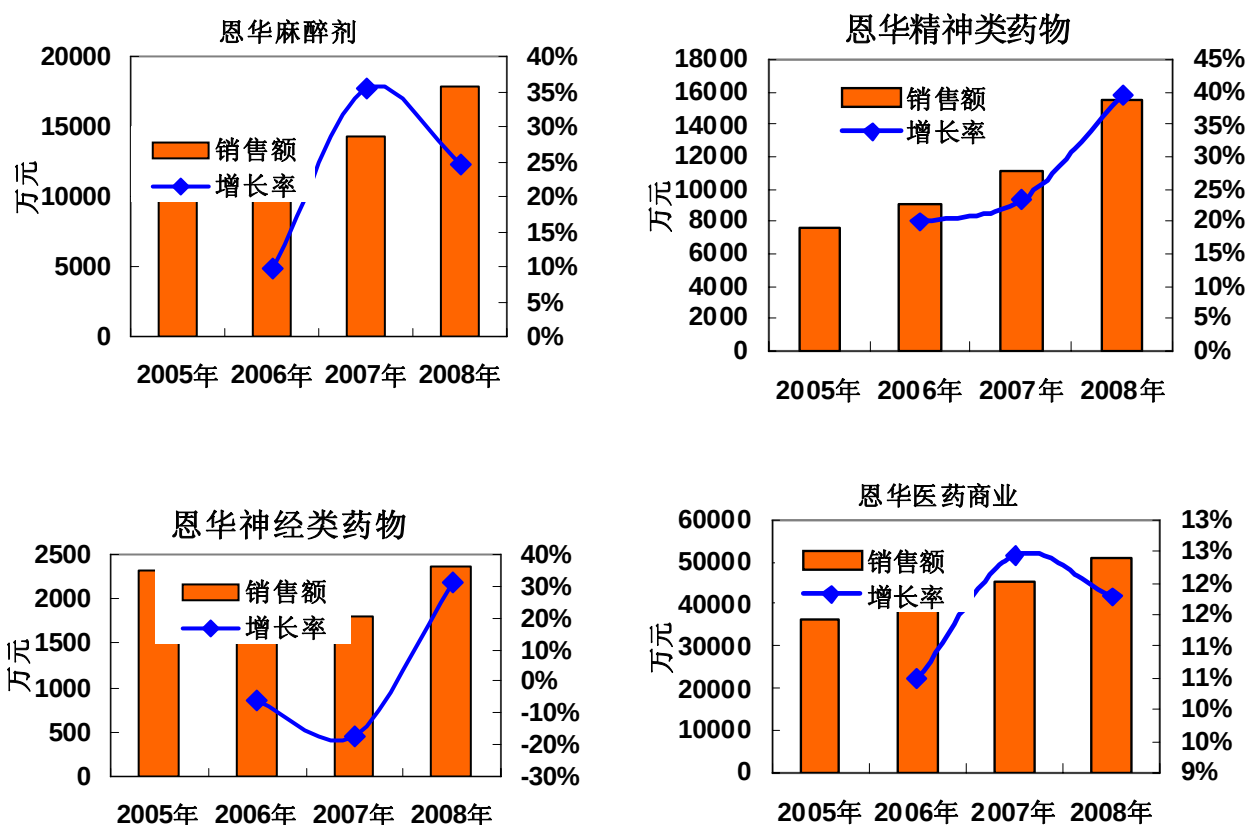
麻醉剂业务维持快速增长。麻醉剂是目前公司规模最大的业务，公司主导产品力月西通过开拓 ICU 镇静市场，福尔利通过开拓维持麻醉领域的应用，延续了前期的快速增长态势，09 年公司静脉麻醉剂异丙酚如果获批，麻醉剂业务的增长速度还将加快。

精神类药品加速增长。公司精神类药物在思利舒和思贝格的拉动下，08 年同比增长达到 40%，09 年 2 月公司齐拉西酮（思贝格）的注射剂型获批，对 09 年公司精神类药品的销售将有明显的拉动，预计精神类药物将很快成为公司销售额最大的一类药物。

神经类药物恢复快速增长。恩华的神经类药物受到酣乐欣（三唑仑）列入一类精神类药物的背景下，06-07 年出现了副增长，但 08 年已经恢复了快速增长，随着加巴喷丁治疗神经痛新适应症的获批，该类药物的增长还有望继续加快。

医药商业业务增长缓慢。恩华有一部分医药商业，其收入的增长明显慢于公司的其他业务，毛利率也出现了下降，未来可以忽略不计这部分的影响。

图 2：恩华药业各项业务的年度增长情况



资料来源：恩华药业历年报表、中投证券研究所

3、未来展望和盈利预测

恩华药业是精麻药物领域恒瑞式的仿创型企业。

在仿制药方面，09 年可以期待的产品有异丙酚和氟西汀；10 年有阿立派唑和右美托咪啶；11 年有普瑞巴林和草酸依地普仑。

创新药物方面，09 年恩华的埃他卡林就有可能上市；公司在镇痛领域设计合成了 1000 多个化合物，其中 YX0611-1 具有良好的镇痛效果，作为非阿片

类抗神经痛药物被列入科技部重大新药创制专项，有望进入临床；精神分裂症方面也合成了 500 多个化合物，麻醉及辅助用药已经确定候选药物。

公司 09 年计划实现收入同比增长 15%，利润总额同比增长 20%，净利润同比增长 25%。

我们认为恩华药业目前的产品梯队十分完善，未来保持高速增长的可能性很大，我们对公司 09-11 年的盈利预测为 0.50、0.72 和 1.07 元，维持推荐的投资评级。

表 5：恩华药业分业务预测

产品分类	2008	2009E	2010E	2011E
1、制剂和原料药	40299	51640	67082	88641
毛利率	75.6%	75.7%	75.2%	75.3%
其中：1)麻醉剂	17878	22080	27320	34008
毛利率	83.7%	83.0%	82.1%	81.0%
2)精神类药物	15558	20891	27122	36628
毛利率	78.9%	78.9%	78.0%	78.0%
3)神经类药物	2361	3157	5373	7610
毛利率	76.6%	76.6%	73.5%	73.5%
2、医药商业	50906	56221	61843	68027
毛利率	7.2%	7.0%	6.9%	6.8%
3、其它药品（颐海、远恒产品）	3788	4653	5925	6307
合计	95250	112514	134851	160975
毛利率	37.8%	40.1%	42.6%	45.2%

数据来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	514	573	709	888	营业收入	952	1125	1349	1630
现金	226	237	314	420	营业成本	592	674	774	887
应收账款	153	181	217	262	营业税金及附加	8	10	12	14
其它应收款	16	19	22	27	营业费用	216	268	330	407
预付账款	22	25	28	33	管理费用	75	96	121	163
存货	95	108	124	142	财务费用	11	3	4	2
其他	3	3	4	4	资产减值损失	4	4	4	4
非流动资产	215	285	280	269	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	135	198	253	248	营业利润	48	72	103	154
无形资产	38	33	27	21	营业外收入	4	3	3	3
其他	42	54	0	0	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	729	857	989	1157	利润总额	50	73	104	154
流动负债	385	454	504	549	所得税	10	13	17	23
短期借款	139	200	220	230	净利润	40	60	87	131
应付账款	102	116	133	153	少数股东损益	-1	0	1	2
其他	145	138	151	167	归属母公司净利润	41	60	86	129
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	78	97	139	193
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.34	0.50	0.72	1.07
其他	0	0	0	0					
负债合计	386	454	505	550	主要财务比率				
少数股东权益	7	7	8	10	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	120	120	120	120	成长能力				
资本公积	160	160	160	160	营业收入	18.3%	18.1%	19.9%	20.9%
留存收益	57	116	197	317	营业利润	40.5%	51.3%	43.2%	48.9%
归属母公司股东权益	337	397	477	597	归属于母公司净利润	52.7%	46.7%	44.6%	49.1%
负债和股东权益	729	857	989	1157	获利能力				
					毛利率	37.9%	40.1%	42.6%	45.6%
					净利率	4.3%	5.3%	6.4%	7.9%
					ROE	12.1%	15.0%	18.1%	21.6%
					ROIC	25.8%	20.5%	27.5%	37.1%
					偿债能力				
					资产负债率	52.9%	52.9%	51.0%	47.5%
					净负债比率				
					流动比率	1.33	1.26	1.41	1.62
					速动比率	1.09	1.02	1.16	1.36
					营运能力				
					总资产周转率	1.44	1.42	1.46	1.52
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	5.79	6.19	6.21	6.20
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.34	0.50	0.72	1.07
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.39	0.40	0.78	1.11
					每股净资产(最新摊薄)	2.81	3.31	3.98	4.98
					估值比率				
					P/E	58.94	40.18	27.79	18.64
					P/B	7.12	6.05	5.03	4.02
					EV/EBITDA	29	24	16	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

主要研究覆盖化学药&医药商业&现代中药: 海正药业、华海药业、新和成、浙江医药、恒瑞医药、华东医药、恩华药业、一致药业、康缘药业、天士力等

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434