

聚焦中枢神经系统药物，一类新药上市在即

恩华药业 (002262)

评级: 增持 (首次)

股价: 15.26 元

目标价: 16.80 元

调研报告

2009 年 10 月 28 日 星期三

医药化工研究小组

张飞、袁舰波

021-50586660-8629

zhf@longone.com.cn

医药/生物制品行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 16.80 元

升值潜力(%) 10.1

目标价确定日期: 2009-10-27

重要数据

总股本(亿股) 1.80

流通股本(亿股) 0.67

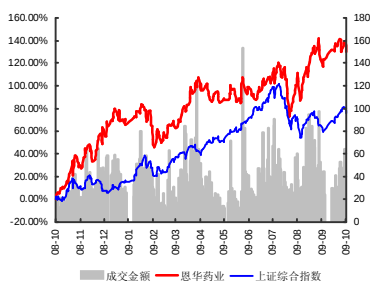
总市值(亿元) 27.47

流通市值(亿元) 10.22

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	2.76	-3.67
3 个月	9.71	21.75
6 个月	17.36	-8.25

个股相对上证综指走势图



投资要点

- q 公司为我国中低端聚焦中枢神经系统药品制造商，包括麻醉药领域、精神病用药、神经类用药等。主要产品包括静脉麻醉药力月西、福尔利，以及精神分裂症用药思利舒等。恩华的产品一般占领中低端市场，其产品主要集中在二级医院以及县级精神病专科医院。
- q 静脉麻醉药包括：异丙酚类、咪达唑仑类、依托咪酯类，三者 07 年的市场份额分别为：87.8%、9.6%、2.6%，其中恩华的力月西占有咪达唑仑市场份额的八成以上，福尔利占据依托咪酯市场份额的九成以上。随着分级医疗的推进，预计三级医院将有相当的门诊量往县医院以及基层医院转移，作为定位于中低端麻醉药领域的恩华药业将显著受益。
- q 市场 08 年便预期拿到批文的抗高血压一类新药预计将于 09 年底拿到批文，此药为恩华药业投资 6000 多万与军事医院科学院联合研发的新分子实体药物，恩华拥有国内的专利（若将来在国外注册，其所有权依然归恩华），埃塔卡林具有开放钾通道、无成瘾性以及器官修复三大作用，与传统的降压药物相比，同样的降压效果仅需要三分之一的剂量，未来面临着广阔的市场空间。
- q 我们预测恩华药业 09 年、10 年、11 年的 EPS 分别为 0.37 元、0.49 元、0.68 元，作为国内中枢神经系统产品线最为全面的公司，以及精麻品严格的市场准入制度，公司在中枢神经系统领域具有一定的垄断性。同时医改的推进以及期待中的分级医疗使得公司受益明显，公司的主力产品如力月西、福尔利等面临着较好的市场机遇。我们看好公司未来的发展，给予 6 个月 16.80 元的目标价位，相对于 09 年、10 年、11 年市盈率分别为 45.4 倍、34.3 倍、24.7 倍，给予“增持”投资评级。

q 公司基本情况

公司的主业包括中枢神经系统用药、医药商业以及其他医药制造业。其中中枢神经系统用药是公司利润的主要来源，医药商业包括徐州地区医药物流龙头企业恩华和润以及医药零售企业恩华统一。

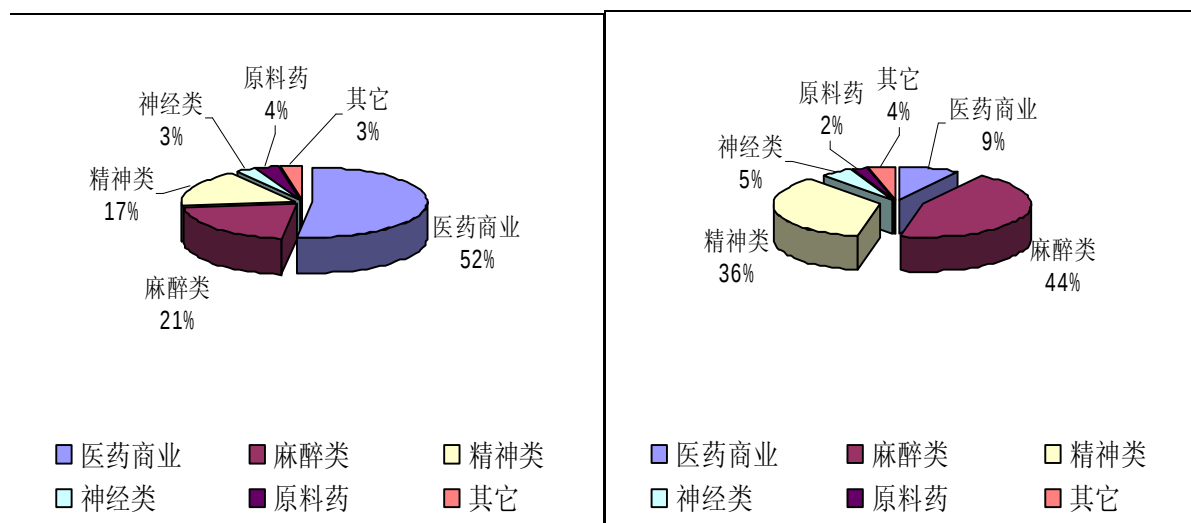
公司为我国中低端聚焦中枢神经系统药品制造商，包括麻醉药领域、精神病用药、神经类用药等。主要产品包括静脉麻醉药力月西、福尔利，以及精神分裂症用药思利舒。精麻品领域国外公司（如罗氏等）占据高端市场，恩华等国内公司的产品一般占领中低端市场，其产品主要集中在二级医院以及县级精神病专科医院。

由下表可以看到，医药商业虽然占据了公司一半以上的销售收入，但是利润贡献有限，公司 85%以上的盈利由中枢神经药物贡献。

表 1: 恩华药业主营业务表

业务类别	业务单元	主营业务及产品
中枢神经药物	麻醉类	力月西、福尔利等
	精神类	抗焦虑药一舒（盐酸丁螺环酮）、精神分裂症一线用药思利舒（利培酮）、精神分裂症药思贝格（齐拉西酮）
	神经类	治疗急性癫痫、神经痛药物迭力（加巴喷丁）
	原料药	咪哒唑仑（力月西原料药）、依托咪酯（福尔利原料药）
抗高血压药物	恩华赛德	抗高血压药物埃塔卡林（预计 09 年底拿到批文）
其它医药工业	远恒药业等	中成药等
药品物流	恩华统一	徐州地区最大的三家医药物流企业之一
医药零售	恩华和润	定位在徐州及江苏省内，规模上维持现有结构

图 1: 公司收入及盈利结构图



资料来源：公司 09 年半年报 东海证券研究所

q 麻醉药将实现稳定增长，并积极申请进入异丙酚市场

麻醉品分为静脉麻醉药、吸入式麻醉药以及其他麻醉药。其中静脉麻醉药占有的份额最大，静脉麻醉药包括：异丙酚类、咪达唑仑类、依托咪酯类，三者 07 年的市场份额分别为：87.8%、9.6%、2.6%，其中恩华的力月西占有咪达唑仑市场份额的八成以上，福尔利占据依托咪酯市场份额的九成以上。力月西和福尔利在各自市场很高占有率的基础上仍然实现了较快的增长，其中福尔利上半年实现销售收入 3000 万左右，随着分级医疗的推进，预计三级医院将有相当的门诊量往县医院以及基层医院转移，作为定位于中低端麻醉药领域的恩华药业将显著受益。

对于市场份额更大的异丙酚市场，公司正在积极申报，当前异丙酚市场拥有三家原料药生产企业，四家制剂生产企业，由于精麻品严格的市场准入制度，预计将需要做较多的工作，拿到批文也需要时间。

q 精神类药物面临巨大的增长潜力

随着我国社会生活节奏的加快，各种压力的增强，精神疾病的患病率呈逐年上升趋势，中华医师网资料显示，我国 70% 的人处于亚健康状态，与心理应激相关的疾病患者约占人群的 5% - 10%，身心疾病、心理障碍已成为多发病、常见病。

恩华的精神类药物主要包括抗精神分裂用药思利舒（利培酮）、抗焦虑用药一舒（盐酸丁螺环酮）以及精神分裂药物思贝格（齐拉西酮），其中利培酮国内主要竞争为西安杨森，作为精神分裂一线用药，强生（利培酮原研厂家）历史上曾经创造过 40 亿美元的销售记录，随着人们对精神领域的重视，预计将成为恩华第二个上亿元的品种。

q 抗高血压一类新药埃塔卡林将于 09 年底拿到新药证书

市场 08 年便预期拿到批文的抗高血压一类新药预计将于年底拿到批文，此药为恩华药业投资 6000 多万与军事医院科学院联合研发的新分子实体药物，恩华拥有国内的专利（若将来在国外注册所有权依然归属恩华），埃塔卡林具有开放钾通道、无成瘾性以及器官修复等三大作用，与传统的降压药物相比，同样的降压效果仅需要三分之一的剂量。

拿到批文后恩华将采用现有的销售队伍推广，条件成熟后将建立专门的心脑血管营销队伍，产品潜力巨大。

q 恩华统一将加大投入，力争在基层医疗机构招标采购中占得先机

公司的医药商业包括主营医药物流的恩华和润以及主营零售店的恩华统一，其中恩华和润为徐州地区三大医药物流企业之一。尽管其盈利能力较弱，但随着新农合的推进公司将对其加大投入力度，力争在基层医疗机构药品招标采购中占得先机，预计 09 年赢利将有一定幅度的增长。

q 其他医药工业将逐渐剥离

恩华的其他医药工业包括主营中成药的颐海药业、主营妇科药的远恒药业以及医药研发类公司恩华医药、恩华脑生物公司，这些医药资产均为公司非核心资产，盈利能力不佳。其中颐海药业目前已经剥离出上市公司，预计远恒药业等亦在剥离之列，未来公司的医药工业将仅保留中枢神经类药物及心脑血管类药物。

q 盈利预测

表 2: 恩华药业收入预测表 单位: 万元

	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
营业收入	69584.03	80482.52	95249.96	112607.90	137137.34	167980.39
增长率	—	15.66%	18.35%	18.22%	21.78%	22.49%
医药商业(万元)	40503.03	45541.64	50906.17	57014.91	65567.15	75402.22
增长率	—	12.44%	11.78%	12.00%	15.00%	15.00%
制剂及原料药(万元)	24811.18	30878.33	40298.50	51804.51	67781.71	88789.69
增长率	—	24.45%	30.51%	28.55%	30.84%	30.99%
其他药品(万元)	4220.72	3905.10	3788.48	3788.48	3788.48	3788.48
增长率	—	-7.48%	-2.99%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	32.50	36.78	37.17	40.19	42.51	44.88
医药商业(%)	7.74	7.54	7.23	7.00	7.00	7.00
制剂及原料药(%)	74.08	78.41	75.57	76.01	76.44	76.83
其他药品(%)	25.48	47.36	46.06	50.00	50.00	50.00

表 3: 恩华药业主要财务指标 单位: 万元

利润表(万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	69584	80483	95250	110812	133763	162189
增长率	8.9%	15.7%	18.3%	16.3%	20.7%	21.3%
营业成本	46966	50884	59150	66564	77714	90950
营业成本/营业收入	67.5%	63.2%	62.1%	60.1%	58.1%	56.1%
营业税金及附加	457	580	814	942	1137	1379
销售费用	13275	16981	21559	26238	33032	41763
销售费用/营业收入	19.1%	21.1%	22.6%	23.7%	24.7%	25.7%
管理费用	6416	7331	7505	8311	10032	12164
管理费用/营业收入	9.2%	9.1%	7.9%	7.5%	7.5%	7.5%
财务费用	940	1009	1110	1199	1768	1858
投资收益	(61)	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(145)	308	352	352	352	352
其他收入	290	(616)	(703)	(0)	(0)	0
营业利润	1614	3390	4762	7908	10431	14428
增长率	14.87%	110.1%	40.5%	66.1%	31.9%	38.3%
营业外净收支	172	523	198	0	0	0
利润总额	1786	3913	4960	7908	10431	14428

	增长率	7.2%	119.1%	26.8%	59.4%	31.9%	38.3%
所得税费用		293	1281	978	1344	1773	2453
少数股东损益		(205)	(34)	(88)	(140)	(185)	(255)
归属于母公司净利润		1698	2666	4070	6704	8842	12230
增长率		1.0%	57.0%	52.7%	64.7%	31.9%	38.3%
基本 EPS		0.09	0.15	0.23	0.37	0.49	0.68

重要假设:

1、麻醉品收入增长 30%，精神类增长 35%，神经类增长 20%，原料药增长 5%，其他药品维持 08 年水平，商业增长 12%；

2、所得税实际税负同 09 年半年报基本一致；

在上述假设基础上，我们预测恩华药业 09 年、10 年、11 年的 EPS 分别为 0.37 元、0.49 元、0.68 元，当前股价相对于 09 年、10 年、11 年市盈率分别为 41.2 倍、31.4 倍、22.4 倍，作为国内中枢神经系统产品线最为全面的公司，及精麻品严格的准入制度，公司在中枢神经系统领域具有一定的垄断性。同时医改的推进以及期待中的分级医疗仍然使得公司受益明显，公司的主力产品如力月西、福尔利等面临着较好的市场机遇。我们看好公司未来的发展，给予 6 个月 16.80 元的目标价位，相对于 09 年、10 年、11 年市盈率分别为 45.4 倍、34.3 倍、24.7 倍，给予“增持”投资评级。

q 风险因素

- 1、年底拿到埃塔卡林的批文有一定不确定性；
- 2、尽管精麻品具有市场垄断性，但仍然面临着降价的风险；
- 3、其他工业情况盈利不佳的风险。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

张飞: 东海证券医药行业分析师, 西安交通大学药学学士, 北京大学金融信息工程硕士, 主要研究中药、化学制剂及生物制药板块。

重点跟踪公司: 上海莱士、兰生股份、上实医药、三九医药、同仁堂、中恒集团、广州药业等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、诚志股份等。

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 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122