

化学药制剂

周锐

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

恩华药业

002262

强烈推荐

新产品上市速度加快，估值有望提前提升

11 月 16 日我们组织部分机构投资者调研了恩华药业，跟公司高管进行了深入交流。

投资要点：

6-12 个月目标价：25.00 元

当前股价：17.38 元

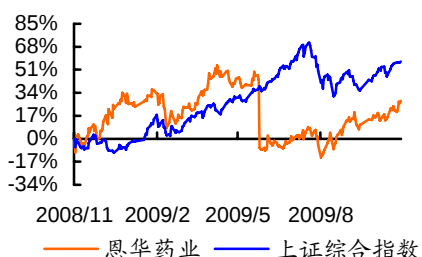
评级调整：调高

基本资料

上证综合指数	3187.65
总股本(百万)	180
流通股本(百万)	67
流通市值(亿)	11
EPS (TTM)	0.30
每股净资产(元)	1.91
资产负债率	52.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
恩华药业	11.67	26.23	37.28
上证综合指数	8.56	1.50	19.67



相关报告

《恩华药业-中期业绩超过预期，未来持续快速增长可期》2009-8-12

《恩华药业-产品梯队丰富，分线销售有望弥补公司短板》2009-6-8

《恩华药业-业绩符合预期，未来增长明确》2009-4-22

■ 公司未来新产品开发仍将聚焦麻醉、精神和神经类药物。专注于中枢神经药物，在麻醉、精神和神经类药物领域做深做透是公司的新产品开发战略。目前在研新产品有 12-13 个，新剂型有 30 多个。更远期针对国际上已经出现的在临床阶段有潜力的品种进行跟踪研究，其中在精神分裂症和麻醉镇痛方面有可能取得突破。

■ 未来 1-2 年将有大量重磅产品上市。

2010 年上半年：右美托咪啶将可能上市，成为公司新的一线产品，该品种与目前主流麻醉用药相辅相成，没有直接竞争对手，潜在空间巨大；专利药物埃他卡林也将在 10 年上半年上市，将有效提升公司估值。

2010 年下半年到 2011 年：首仿药普瑞巴林将有望上市成为新的增长点；麻醉镇痛药芬太尼和瑞芬太尼也将同期上市，使恩华将产品线延伸到镇痛领域；麻醉领域重磅产品异丙酚乳剂也将在这时期上市。

■ 目前产品梯队仍能维持快速增长。公司目前一线产品中，力月西维持 20% 的快速增长，依托咪酯和利培酮维持 30% 以上的增长；齐拉西酮经过 1 年多的市场培育后，2010 年将成为新的一线品种，届时公司将拥有 4 个过亿品种。

■ 海外市场拓展稳步进行。加巴喷丁原料药获得欧盟认证后（国内首家），非诺贝特也将获得欧盟认证，未来将为公司国际化起到有益的铺垫。

■ 新产品上市速度加快，估值有望提前提升。恩华作为产品梯队完善，增长迅速的中小市值公司，在大量新产品在 2010 年集中上市后，增长速度有可能加快，在不考虑新产品 2010 年形成销售的情况下，我们预测公司 09-11 年的 EPS 为 0.34、0.47 和 0.67 元，由于公司新产品上市的速度将可能超过我们预期，其估值有望提前提升，我们提高公司投资评级到强烈推荐。

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	952	1119	1336	1620
同比(%)	18%	17%	19%	21%
归属母公司净利润(百万元)	41	61	85	121
同比(%)	53%	49%	40%	43%
毛利率(%)	37.9%	40.0%	42.3%	45.4%
ROE(%)	12.1%	13.3%	15.8%	18.6%
每股收益(元)	0.23	0.34	0.47	0.67
P/E	76.20	51.13	36.62	25.70
P/B	9.20	6.78	5.78	4.78
EV/EBITDA	38	31	22	17

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	514	633	767	938
现金	226	299	375	473
应收账款	153	180	215	260
其它应收款	16	18	22	27
预付账款	22	25	28	32
存货	95	108	124	142
其他	3	3	4	4
非流动资产	215	285	280	269
长期投资	0	0	0	0
固定资产	135	198	253	248
无形资产	38	33	27	21
其他	42	54	0	0
资产总计	729	918	1048	1207
流动负债	385	453	503	548
短期借款	139	200	220	230
应付账款	102	116	133	152
其他	145	137	151	166
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
负债合计	386	453	504	549
少数股东权益	7	7	8	10
股本	120	180	180	180
资本公积	160	160	160	160
留存收益	57	117	196	308
归属母公司股东权益	337	458	536	649
负债和股东权益	729	918	1048	1207

现金流量表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	47	48	91	122
净利润	40	61	86	123
折旧摊销	20	22	32	38
财务费用	11	2	2	-1
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-33	-46	-36	-48
其它	9	9	8	10
投资活动现金流	-37	-95	-27	-27
资本支出	37	123	30	30
长期投资	0	-25	0	0
其他	1	3	3	3
筹资活动现金流	80	120	12	2
短期借款	-32	62	20	10
长期借款	-4	0	0	0
普通股增加	30	60	0	0
资本公积增加	121	0	0	0
其他	-36	-2	-8	-8
现金净增加额	89	73	76	97

利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	952	1119	1336	1620
营业成本	592	672	771	884
营业税金及附加	8	10	11	14
营业费用	216	264	327	413
管理费用	75	95	120	162
财务费用	11	2	2	-1
资产减值损失	4	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	48	73	101	144
营业外收入	4	3	3	3
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	50	74	102	145
所得税	10	13	16	22
净利润	40	61	86	123
少数股东损益	-1	0	1	2
归属母公司净利润	41	61	85	121
EBITDA	78	97	135	181
EPS（元）	0.23	0.34	0.47	0.67

主要财务比率				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
成长能力				
营业收入	18.3%	17.5%	19.4%	21.2%
营业利润	40.5%	53.8%	38.2%	42.4%
归属于母公司净利润	52.7%	49.0%	39.6%	42.5%
获利能力				
毛利率	37.9%	40.0%	42.3%	45.4%
净利率	4.3%	5.4%	6.3%	7.5%
ROE	12.1%	13.3%	15.8%	18.6%
ROIC	25.8%	20.5%	26.5%	34.4%
偿债能力				
资产负债率	52.9%	49.4%	48.1%	45.4%
净负债比率				
流动比率	1.33	1.40	1.52	1.71
速动比率	1.09	1.16	1.28	1.45
营运能力				
总资产周转率	1.44	1.36	1.36	1.44
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	5.79	6.18	6.21	6.21
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.34	0.47	0.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.27	0.50	0.68
每股净资产(最新摊薄)	1.87	2.54	2.98	3.60
估值比率				
P/E	76.20	51.13	36.62	25.70
P/B	9.20	6.78	5.78	4.78
EV/EBITDA	38	31	22	17

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、国药股份、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: 518048 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