

化学原料药

周锐 S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

恩华药业

002262

强烈推荐

后续产品丰富，业绩增长将加速

恩华药业 09 年归属于母公司的净利润同比增长 34.3%，按最新股本摊薄实现每股收益 0.30 元，分配预案为 10 转 3 派 0.5 元。

投资要点：

- **利润和经营性现金流同比增长。**恩华药业 09 年营业收入 16.6%，归属于母公司的净利润同比增长 34.3%，经营性现金流同比增长 32.2%，整体增长态势良好；
- **麻醉类药物高速增长。**恩华 09 年麻醉剂销售额达到 2.3 亿，其中咪达唑仑销售额接近 1.3 亿，依托咪酯大幅增长 70% 以上，氟马西尼等小品种也呈现高速增长态势，如果公司芬太尼系列和异丙酚等能够如期上市，后续增速还将加快；
- **齐拉西酮将拉动精神类药物提速：**利培酮受竞争加速影响，09 年下半年增长速度低于预期，毛利率也有所下降，但齐拉西酮和西酞普兰增速较快，2010 年齐拉西酮注射剂将拉动精神类药物加速增长；
- **神经类药物小基数增长：**力月西片和加巴喷丁胶囊保持了高速增长，占神经类药物比例已经达到 50%，但目前对公司利润贡献较低；
- **中枢神经药物产品梯队完善，持续快速增长可以期待。**公司新产品开发专注于中枢神经药物，把这个领域做深做透。目前在研新产品有 12-13 个，新剂型有 30 多个品种。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向有可能有突破，公司的持续增长动力充足。
- **公司具备十年十倍的增长潜力，维持强烈推荐评级。**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。我们预测公司 10-12 年的 EPS 为 0.42、0.62 和 0.93 元，随着公司新产品的上市，公司业绩有望加速增长，维持强烈推荐评级。

6-12 个月目标价： 30.00 元

当前股价： 20.57 元

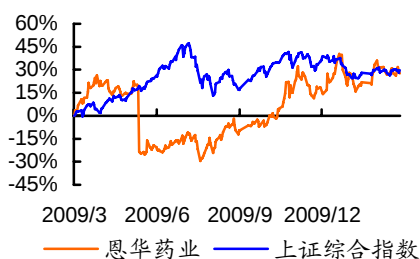
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	3123.80
总股本(百万)	180
流通股本(百万)	67
流通市值(亿)	14
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	-5.90	7.25	38.61
上证综合指数	2.35	-2.74	13.41



相关报告

《恩华药业-新产品上市速度加快，估值有望提前提升》2009-11-17

《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

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1111	1300	1598	1984
同比(%)	17%	17%	23%	24%
归属母公司净利润(百万元)	55	76	111	167
同比(%)	34%	39%	46%	50%
毛利率(%)	39.0%	40.0%	42.6%	45.2%
ROE(%)	14.1%	16.4%	20.1%	24.3%
每股收益(元)	0.30	0.42	0.62	0.93
P/E	67.72	48.62	33.27	22.22
P/B	9.52	7.96	6.69	5.39
EV/EBITDA	40	31	21	15

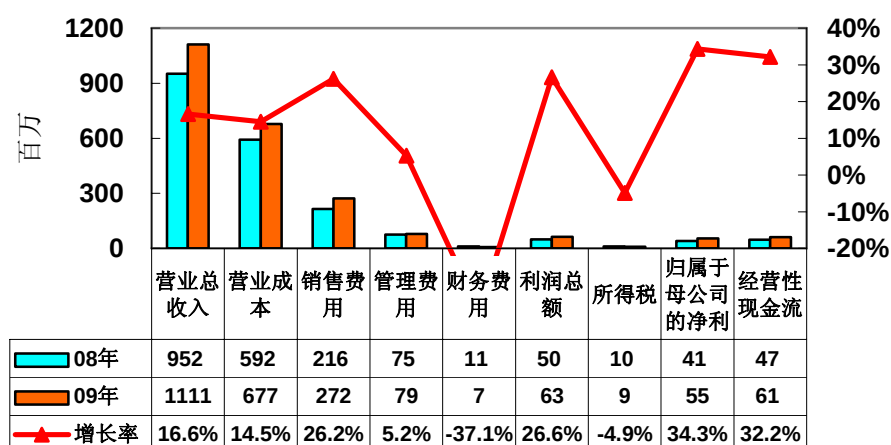
资料来源：中投证券研究所

一、利润和经营性现金流同步增长

09 年恩华药业营业收入同比增长 16.6%，归属于母公司的净利润同比增长 34.3%，经营性现金流同比增长 32.2%。

公司高毛利的工业业务的增长幅度高于商业业务，同时财务费用有所下降，剥离了亏损的子公司颐海药业对利润亦有贡献，因而导致归属于母公司的净利润增长幅度高于收入增速。

图 1 恩华药业主要盈利性指标变化情况



数据来源：公司年报，中投证券研究所

表 1：恩华药业的季度盈利性数据

财务指标	08 年 1Q	08 年 2Q	08 年 3Q	08 年 4Q	09 年 1Q	09 年 2Q	09 年 3Q	09 年 4Q	4Q 同比	4Q 环比
营业收入	23464	25716	23418	22651	26868	28174	28826	27226	20.2%	-5.55%
营业成本	15098	16291	13419	14342	16916	16554	17434	16809	17.2%	-3.58%
营业费用	5259	5234	5913	5152	6620	6366	7243	6978	35.4%	-3.66%
管理费用	1572	1824	2124	1985	1628	2291	1936	2041	2.8%	5.43%
财务费用	296	290	336	188	195	206	167	130	-30.9%	-22.29%
营业利润	995	1693	1350	723	1302	2162	1711	1079	49.2%	-36.93%
利润总额	1042	1643	1340	935	1290	2114	1706	1169	25.0%	-31.48%
所得税	297	453	252	-24	222	322	260	127	-	-51.22%
归属于母公司										
净利润	745	1190	1088	959	1068	1897	1485	1016	6.0%	-31.57%
EPS	0.04	0.07	0.06	0.05	0.06	0.11	0.08	0.06	0.32%	-2.61%
毛利率	35.7%	36.7%	42.7%	36.7%	37.0%	41.2%	39.5%	38.3%	1.58%	-1.26%
营业费用率	22.41%	20.35%	25.25%	22.75%	24.64%	22.60%	25.13%	25.63%	2.88%	0.50%
管理费用率	6.70%	7.09%	9.07%	8.76%	6.06%	8.13%	6.72%	7.50%	-1.27%	0.78%
实际所得税率	28.48%	27.57%	18.80%	-2.54%	17.18%	15.21%	15.24%	10.85%	13.39%	-4.39%

资料来源：恩华药业历年报表、中投证券研究所 除了比例以外都是万元

从季度数据来看，恩华业绩最好的是 2 季度，3、4 季度稍差，1 季度情况最差，4 季度单季公司收入同比增长 20.2%，但归属于母公司的净利润仅同比增长 6%。

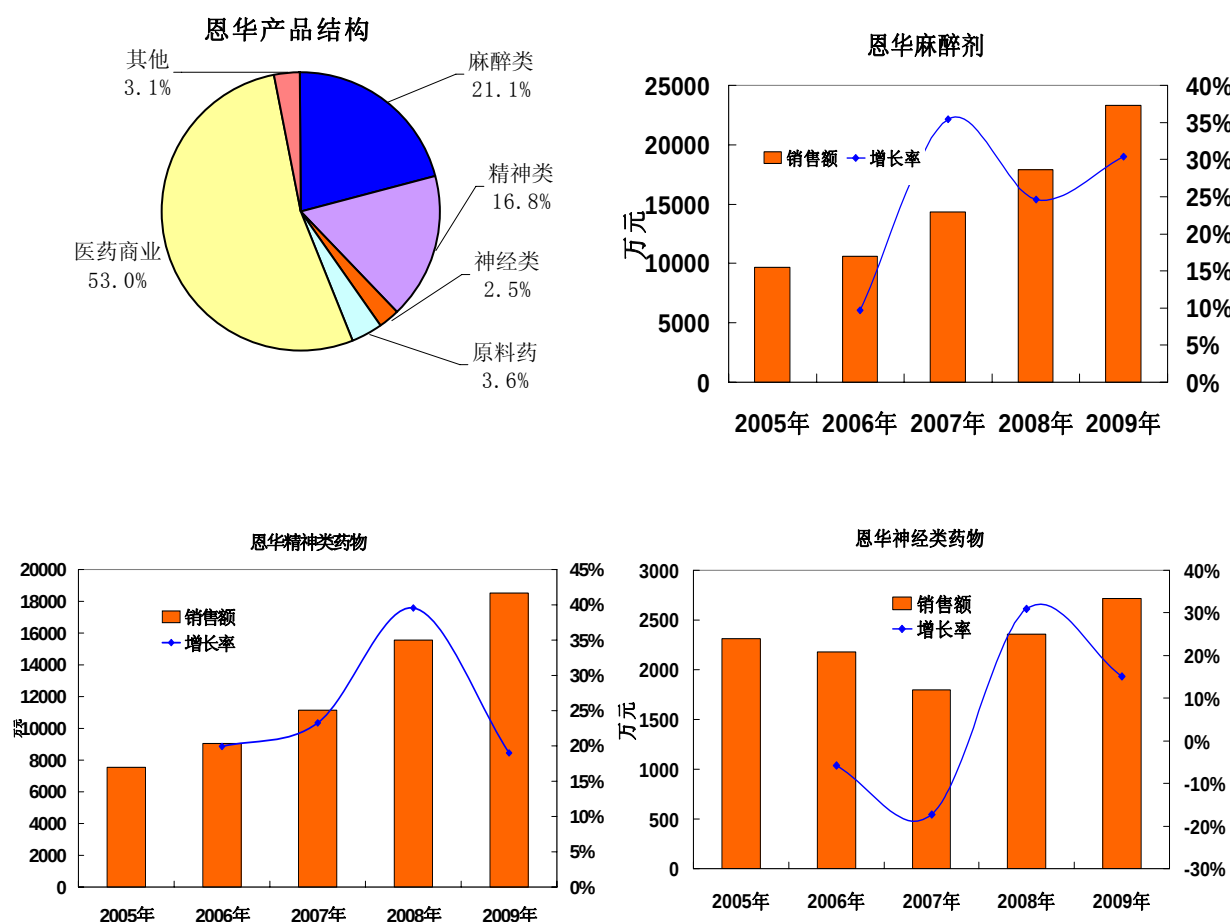
二、麻醉类高速增长，精神类药物增长将恢复

恩华的主要业务类别中医药商业占了收入比例过半，但几乎不贡献利润，公司的利润基本都来自于中枢神经药物；

麻醉类药物：恩华的麻醉剂 09 年销售额达到 2.3 亿，其中咪达唑仑销售额接近 1.3 亿，依托咪酯大幅增长 70%以上达到 5900 万，氟马西尼等药物也呈现高速增长态势，2010 年如果公司的芬太尼系列及异丙酚等产品能够上市，麻醉类药物的增速还将加快；

精神类药物：利培酮由于生产厂家较多，竞争加剧，09 年下半年该产品的增长低于预期，毛利率也有所下降，但齐拉西酮和氢溴酸西酞普兰增速很快，2010 年预计齐拉西酮注射剂型将拉动公司精神类药物大幅增长。

图 2：恩华药业主要产品增长情况



资料来源：恩华药业历年报表、中投证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

3/7

神经类药物：其中力月西片剂和加巴喷丁胶囊保持了高速增长，占神经类药物比例已经达到 50%，未来的增长有望加快。

三、新产品梯队丰富，前景仍然乐观

恩华是一个具有良好新产品梯队的企业，公司新产品开发专注于中枢神经药物，把这个领域做深做透。目前在研新产品有 12-13 个，新剂型有 30 多个品种。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向有可能有突破。

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，该品种与目前麻醉科用药相辅相成，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将在 2010 年下半年到 2011 年上市，成为国内第一家能够生产芬太尼系列产品的企业；重磅产品异丙酚乳剂也很可能在 2010 年年底前后上市。

海外市场拓展稳步进行。继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。

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。我们预测公司 10-12 年的 EPS 为 0.42、0.62 和 0.93 元，随着公司新产品的上市，公司业绩有望加速增长，维持强烈推荐评级。

表 3: 恩华药业的主要产品预测 (万元)

产品分类	2009	2010E	2011E	2012E
1、制剂和原料药	48568	59911	79266	105768
毛利率	77.0%	77.3%	77.7%	77.9%
其中: 1) 麻醉剂	23317	29761	40818	58172
毛利率	82.9%	82.5%	82.1%	81.5%
力月西(咪唑唑仑)	12800	14464	16200	17982
福尔利(依托咪酯)	5900	8850	12390	16107
氟马西尼注射剂	2600	3250	4063	5078
蒙安达(甲磺酸罗哌卡因)	500	800	1200	1800
右美托咪定	0	0	1000	3000
芬太尼系列	0	500	2000	5000
异丙酚	0	0	1500	6000
其他麻醉药	1517	1897	2466	3205
2) 精神类药物	18515	23080	29001	35007
毛利率	80.7%	81.0%	81.0%	81.0%
思利舒(利培酮)	8400	9912	11399	12539
一舒(盐酸丁螺环酮)	1678	1845	2030	2233
思贝格(齐格西酮)	2400	4560	7296	10214
普瑞巴林	0	0	500	1000
其他精神类	6038	6762	7776	9021
3) 神经类药物	2716	2128	2851	3986
毛利率	73.4%	73.5%	73.5%	73.5%
力月西片	1100	1650	2475	3713
迭力(加巴喷丁胶囊)	500	900	1500	2500
其他神经类	1116	1228	1351	1486
2、医药商业	58538	66148	76071	87481
毛利率	6.4%	6.4%	6.3%	6.2%
3、其它药品(远恒产品)	3398	3908	4494	5168
毛利率	38.8%	38.0%	38.0%	38.0%
合计	111094	129967	159830	198417
毛利率	39.0%	40.0%	42.6%	45.2%

资料来源: 中投证券研究所 除了比率外, 均为万元

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	548	667	815	1013	营业收入	1111	1300	1598	1984
现金	231	298	370	471	营业成本	677	779	918	1087
应收账款	148	174	213	265	营业税金及附加	10	11	14	17
其它应收款	29	34	41	51	营业费用	272	318	408	526
预付账款	20	23	28	33	管理费用	79	91	115	145
存货	114	132	155	184	财务费用	7	8	9	8
其他	5	6	7	9	资产减值损失	4	4	4	4
非流动资产	233	258	259	255	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	130	185	232	232	营业利润	63	89	132	198
无形资产	36	32	28	23	营业外收入	1	1	1	1
其他	67	41	0	0	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	781	925	1074	1268	利润总额	63	89	132	198
流动负债	375	452	513	572	所得税	9	13	20	30
短期借款	143	200	220	230	净利润	53	76	112	168
应付账款	107	123	145	172	少数股东损益	-1	0	1	2
其他	126	129	147	170	归属母公司净利润	55	76	111	167
非流动负债	9	0	0	0	EBITDA	90	115	167	238
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.30	0.42	0.62	0.93
其他	9	0	0	0					
负债合计	385	453	513	572	主要财务比率				
少数股东权益	7	7	8	10	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	180	180	180	180	成长能力				
资本公积	101	101	101	101	营业收入	16.6%	17.0%	23.0%	24.1%
留存收益	108	184	273	406	营业利润	31.4%	42.0%	48.4%	50.0%
归属母公司股东权益	389	465	553	687	归属于母公司净利润	34.3%	39.3%	46.1%	49.7%
负债和股东权益	781	925	1074	1268	获利能力				
					毛利率	39.0%	40.0%	42.6%	45.2%
					净利率	4.9%	5.9%	7.0%	8.4%
					ROE	14.1%	16.4%	20.1%	24.3%
					ROIC	24.5%	25.8%	34.2%	45.2%
					偿债能力				
					资产负债率	49.3%	48.9%	47.7%	45.1%
					净负债比率				
					流动比率	1.46	1.47	1.59	1.77
					速动比率	1.15	1.18	1.28	1.45
					营运能力				
					总资产周转率	1.47	1.52	1.60	1.69
					应收账款周转率	6	7	7	7
					应付账款周转率	6.48	6.77	6.84	6.86
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.30	0.42	0.62	0.93
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.37	0.62	0.89
					每股净资产(最新摊薄)	2.16	2.58	3.07	3.81
					估值比率				
					P/E	67.72	48.62	33.27	22.22
					P/B	9.52	7.96	6.69	5.39
					EV/EBITDA	40	31	21	15

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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: 恩华药业、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