

李珊珊 0755-83734347

lishsh@cmschina.com.cn

徐列海 0755-83271609

xuliehai@cmschina.com.cn

吴斌 0755-83271617

wubin@cmschina.com.cn

2010年4月8日

恩华药业(002262.SZ)/22.81元

时势造英雄

日用消费·医药

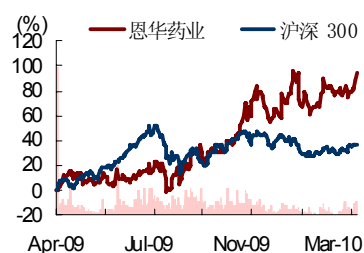
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3148
总股本(万股)	18000
已上市流通股(万股)	6674
总市值(亿元)	41
流通市值(亿元)	15
每股净资产(MRQ)	2.2
ROE(TTM)	14.0
资产负债率	49.3%
主要股东	徐州恩华投资
主要股东持股比例	41.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	54	96
相对表现	2	41	65



相关报告

1、恩华药业(002262)——小公司面临行业机遇 2010/3/24

“进口替代”，仿制药行业的宿命，恩华所处的麻醉、精神、神经3个领域都正在经历，这是最黄金的时期。恩华08年上市融资后，砸重金“厚积”产品申报，“薄发”将从2010年开始。随着“重磅品种”陆续获批，恩华的收入和利润都将出现台阶式的跨越发展，因此，恩华在低利润基数上的高溢价将是常态。

- 恩华药业所处的麻醉、精神、神经3个细分领域，由于相对封闭，发展相对滞后，国内药企的黄金时期滞后于肿瘤等其他细分领域，美好的时代——“进口替代”，刚刚开始。
- 抗肿瘤等细分领域经历过的“进口替代”正在麻醉、精神、神经3个细分领域“重演”，恩华目前在3个领域都有品种，且都有“重磅品种”申报中，2010年开始，随着“重磅品种”的陆续获批，公司将出现台阶式的跳跃式发展。
- 我们的结论：1、看恩华3年：假设1：品种不增加，每年30%的净利润增速不成问题，现有的品种和队伍已经足够。假设2：新产品获批，如果是大品种，公司将出现爆发式增长。（假设2是大概率事件）。2、看恩华10年：恩华是一个能长大的公司，在细分领域“进口替代”历史机遇出现时，恩华“厚积”产品申报，“薄发”将从2010年开始。
- 恩华目前收入、利润基数都很小，“重磅品种”获批后是一个再造恩华的过程，从审批进程分析，我们认为“重磅品种”获批时间预计为：盐酸埃他卡林预计在2010年中期前后；盐酸右美托咪定、丙泊酚、芬太尼预计在2010年底或2011年；阿立哌唑、普瑞巴林预计在2011年底或2012年。公司的主要风险在新药获批时间上存在不确定性。
- 预计2010-2012年收入同比增长20%、22%和23%，净利润同比增长45%、45%和49%，实现EPS 0.44元、0.64元和0.95元。我们的2011-2012年的业绩偏保守，公司业绩存在超预期的可能。公司当前收入利润基数较低，虽然2010年PE为52倍，估值不低，但对应市值仅41亿，随着“重磅品种”从2010年开始的陆续获批，恩华的收入和利润都将出现台阶式的跨越发展，因此，恩华在低利润基数上的高溢价将是常态，但考虑到从2010年开始公司将会有“重磅品种”陆续获批，作为一个面临行业历史性机遇，并且能长大的公司，建议长线投资者积极介入，维持“强烈推荐-A”评级。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	953	1111	1333	1626	2000
同比增长	18%	17%	20%	22%	23%
营业利润(百万元)	48	63	92	133	199
同比增长	40%	31%	47%	45%	49%
净利润(百万元)	41	55	79	115	171
同比增长	53%	34%	45%	45%	49%
每股收益(元)	0.23	0.30	0.44	0.64	0.95
PE	100.9	75.1	51.9	35.8	24.0
PB	12.2	10.6	8.8	7.3	5.9

资料来源：招商证券研究（EPS为摊薄后）

正文目录

第一部分：“进口替代”案例分析——时势造英雄	4
美好的时代：进口替代	4
进口替代经典案例——抗肿瘤领域	4
1、市场份额的进口替代：	4
2、厂家的进口替代：	6
产生“进口替代”的核心分析	6
“进口替代”中应该选择什么样的投资标的：	6
第二部分：恩华药业 3 大子行业具体分析	7
一、麻醉类：	7
1、麻醉药行业——正在加速兴起的“朝阳”子行业	7
2、恩华在麻醉药 2 个品种成功实现了“进口替代”	7
3、麻醉药行业将来会有更多“进口替代”的机会	8
附：恩华药业麻醉类重磅储备产品分析：	9
1、盐酸右美托咪定	9
2、丙泊酚注射液	10
3、芬太尼系列	11
二、精神类	13
1、精神类用药行业——正在加速兴起的“朝阳”子行业	13
2、分裂症用药的“进口替代”刚刚开始	14
3、抑郁症用药，国内还没起量，“进口替代”就更需要等待了	14
4、恩华药业战略清晰，正在分享精神类“进口替代”的蛋糕	15
附：恩华药业神经类重磅储备产品分析	16
阿立哌唑	16
三、神经类	17
1、神经类用药市场增速尚可	17
2、神经类药物“进口替代”机会在“抗癫痫药”	17
附：恩华药业神经类重磅储备产品分析	17
四、其他	18
附：盐酸埃他卡林分析	18
第三部分：恩华未来分析	20
一、看恩华 3 年：	20
二、看恩华 10 年：	20
第四部分：恩华药业盈利预测及投资建议	22

图表目录

图 1: 多西他赛的“进口替代”.....	5
图 2: 奥沙利铂的“进口替代”.....	5
图 3: 国内肿瘤市场增速和恒瑞肿瘤系列产品增速对比	6
图 4: 麻醉药行业增长速度	7
图 5: 样本医院咪达唑仑 05-09 年销售收入复合增长 14%	7
图 6: 恩华药业咪达唑仑样本医院占有率高达 93%	7
图 7: 样本医院依托咪酯 06-09 年销售收入复合增长 38%	8
图 8: 恩华药业依托咪酯样本医院占有率高达 68%	8
图 9: 静脉麻醉市场份额大, 但增速不如吸入麻醉	8
图 10: 样本医院丙泊酚 06-09 年销售收入复合增长 23%	11
图 11: 国内丙泊酚市场基本为原研厂家阿斯利康占据	11
图 12: 样本医院芬太尼 05-09 年销售收入复合增长 10%	12
图 13: 国内芬太尼市场基本为杨森和人福占据	12
图 14: 样本医院舒芬太尼 05-09 年销售收入复合增长 69%	12
图 15: 宜昌人福在舒芬太尼市场已占据领先地位	12
图 16: 宜昌人福独家产品瑞芬太尼 06-09 年复合增长高达 49%	12
图 17: 精神类药物收入增速超过 20%	13
图 18: 精神类用药大品种的市场份额	14
图 19: 抑郁症用药“进口替代”路径分析——还需要漫长的等待	15
图 20: 神经类用药市场增速尚可	17
图 21: 恩华药业上市后产品报批速度明显加快	20
表 1: 国内多西他赛生产厂家情况	5
表 2: 国内奥沙利铂生产厂家情况	5
表 3: 国内咪达唑仑生产厂家情况	8
表 4: 国内依托咪酯生产厂家情况	8
表 5: 麻醉药细分领域将有更多的“进口替代”机会	9
表 6: 国内麻醉镇痛类上市公司代表品种	9
表 7: 恩华药业报批 3 个麻醉镇痛类产品将很快获批	9
表 8: 恩华药业右美托咪定报批进展	10
表 9: 恩华药业丙泊酚报批进展	11
表 10: 恩华药业芬太尼申报进展	13
表 11: 精神病主要分类情况	13
表 12: 分裂症用药的“进口替代”刚刚开始	14
表 13: 恩华药业精神类药物产品线丰富	15
表 14: 恩华药业阿立哌唑申报进展	16
表 15: 神经类药物主要分类	17
表 16: 恩华药业普瑞巴林申报进展	18
表 17: 恩华药业盐酸埃他卡林申报进展	19
表 18: 恩华药业目前报批主要品种汇总	21
表 19: 恩华药业分产品收入预测	23

恩华药业，资本市场的分歧在于恩华是否能长大，本篇报告，除简要介绍恩华之外，只回答这么一个问题——恩华能否长大？

第一部分：“进口替代”案例分析——时势造英雄

从来都是时势造英雄，齐鲁、恒瑞、先声、正大天晴等都是赶上了一个美好的时代，做得比别人更好，从而长大的。

齐鲁、恒瑞：赶上了肿瘤药的进口替代时期。

正大天晴：赶上了肝病用药的进口替代时期。

华东医药：赶上了免疫抑制剂的进口替代时期。

美好的时代：进口替代

中国的化学制剂药，大部分都有这么一个规律，原来都是由外企一统天下，之后，随着外企品种专利的到期，国内企业仿制药上市，依靠仿制药的低价和国内竞争手段的灵活，逐步开始了进口替代的过程，国内企业开始分割外企的市场。

进口替代经典案例——抗肿瘤领域

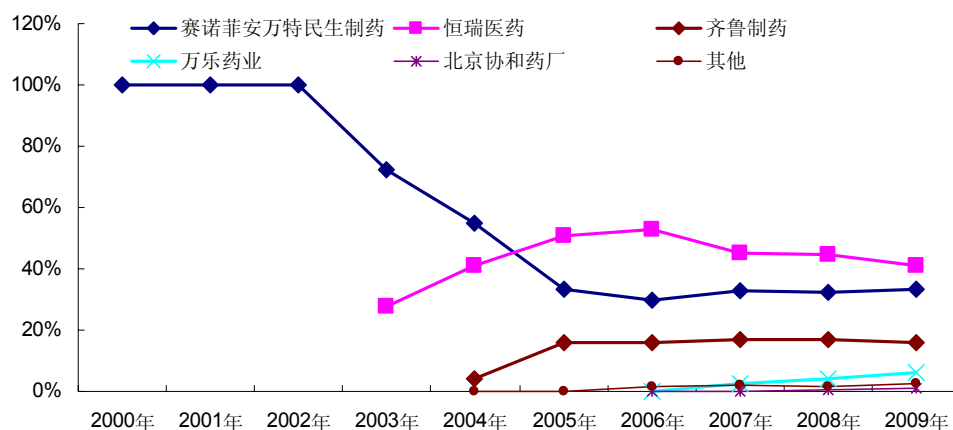
国内的肿瘤药市场整体增速一直不慢，平均在 20% 上下，但这是对整体市场而言，具体到各个主流品种，肿瘤药市场，经历了明显的“进口替代”的过程。

以多西他赛、奥沙利铂为例，最开始，原研外企赛诺菲安万特进入国内市场，将医生教育做好，把市场初步培育起来。之后，国内的仿制药企业，恒瑞、齐鲁开始进入市场，凭借价格优势和民企灵活的竞争力，与外企一起把品种培育起来，随着该品种对其他品种的替代，恒瑞、齐鲁等企业，在市场份额上实现了进口替代，在厂家上也实现了进口替代。

1、市场份额的进口替代：

多西他赛：原来是原研外企赛诺菲安万特一家独大，之后，随着恒瑞和齐鲁的进入，一起把市场做大，恒瑞和齐鲁凭借价格优势和民企灵活的竞争力，开始逐步替代外企的市场份额，08 年，恒瑞和齐鲁在多西他赛品种上的市场份额合计超过 60%，将近是赛诺菲的 2 倍，实现了多西他赛市场份额的进口替代。

图 1: 多西他赛的“进口替代”



资料来源: 招商证券研究

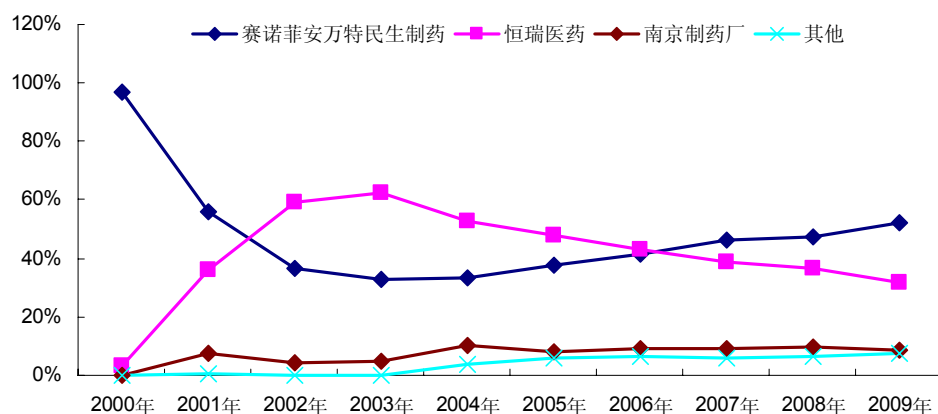
表 1: 国内多西他赛生产厂家情况

生产厂家	拿批文时间	起量时间	小结
恒瑞医药	2002-09-30	2002年	多西他赛的“进口替代”历程起始于仿制药批文发放之时, 首仿药最占优。
齐鲁制药	2003-12-12	2004年	
深圳万乐	2005-10-19	2007年	

资料来源: 招商证券研究

奥沙利铂: 原来是原研外企赛诺菲安万特一家独大, 08 年, 恒瑞的市场份额已经接近第一名的赛诺菲了, 南京制药厂也有一定的市场份额, 进口替代也实现了。

图 2: 奥沙利铂的“进口替代”



资料来源: 招商证券研究

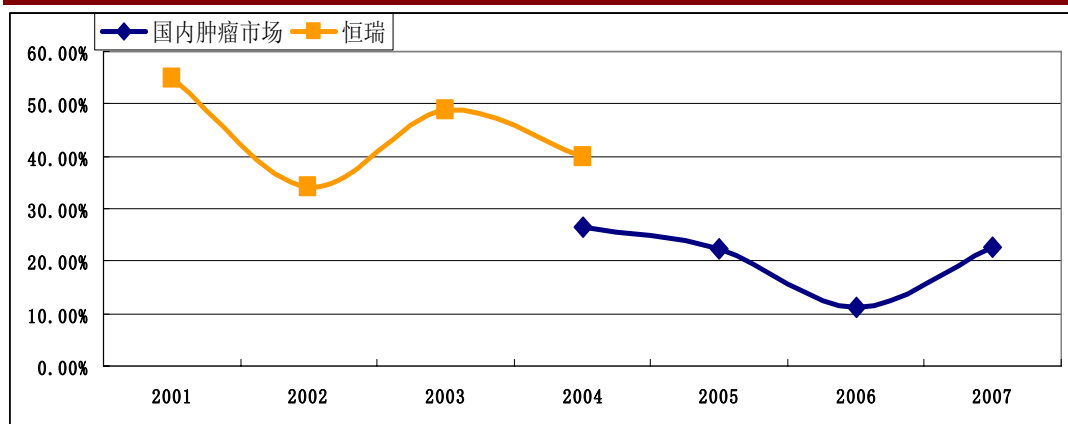
表 2: 国内奥沙利铂生产厂家情况

生产厂家	拿批文时间	起量时间	小结
恒瑞医药	2002-05-24		恒瑞起量时间在2001年,可能与当时的政策有关
南京制药厂	2002-10-16		

资料来源: 招商证券研究

2、厂家的进口替代：

图 3：国内肿瘤市场增速和恒瑞肿瘤系列产品增速对比



资料来源：公司公告、招商证券研究

从上图可以看出，恒瑞肿瘤系列产品的收入增速是高于整个肿瘤药行业的，主要源于恒瑞重点品种多西他赛、奥沙利铂在抗肿瘤用药领域的高速发展，通过品种的替代，恒瑞、齐鲁等国内药企也部分实现了抗肿瘤用药厂家进口替代。

产生“进口替代”的核心分析

1、国产仿制药价格便宜

国产仿制药价格便宜，医生和病人在选择上更有优势，对一些经济不甚发达的地区和人群有比较强的吸引力。

2、手段灵活

国内药厂的竞争，手段都较外企灵活，还有很多是通过医药中间人进行销售的，更容易打进科室。

3、“一品两规”促进进口替代

国家“一品两规”出台之后，大部分医院选择的都是一个通用名药 2 个生产企业，一家外企，一家国内企业，这也无形中促进了国内仿制药品种对外企垄断的打破，促进了“进口替代”。

“进口替代”中应该选择什么样的投资标的：

在进口替代的过程中，部分国内药厂实现了超高速发展，这就是我们要寻找的投资标的。这种投资标的，有什么特征？根据我们的判断，我们觉得同时具备以下两种潜质的药企具有更大的机会。

行业：存在“进口替代”的机会

企业：研发好，能尽快获批；品种好，能切进大品种；队伍好，能迅速抢占市场

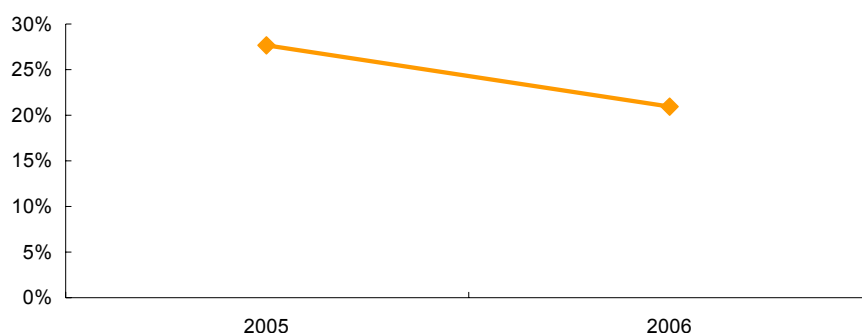
第二部分：恩华药业 3 大子行业具体分析

恩华所处的是神经中枢领域，主要为麻醉类、精神类、神经类，恩华在 3 个领域都有涉及。3 个领域都存在“进口替代”的机会，恩华在面临行业“历史性”机会的时候，申报了 6 个“重磅品种”，品种一旦获批，将对恩华的业绩带来“跳跃式”增长。

一、麻醉类：

1、麻醉药行业——正在加速兴起的“朝阳”子行业

图 4：麻醉药行业增长速度



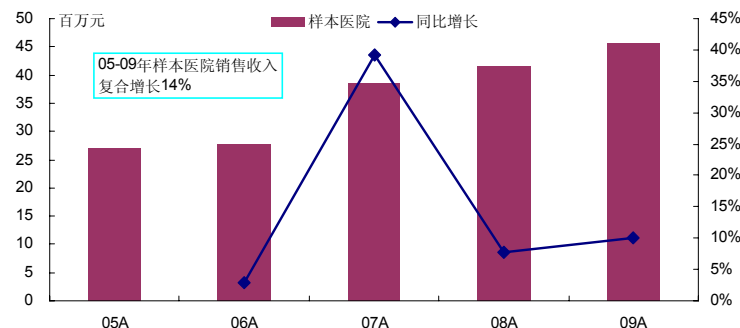
资料来源：公司公告、招商证券研究

麻醉药行业，近几年，保持 20% 以上的行业增速。由于中国麻醉药用量基数小，因此，麻醉药行业未来的增长速度可以保证，这是一个正在加速兴起的“朝阳”子行业。

2、恩华在麻醉药 2 个品种成功实现了“进口替代”

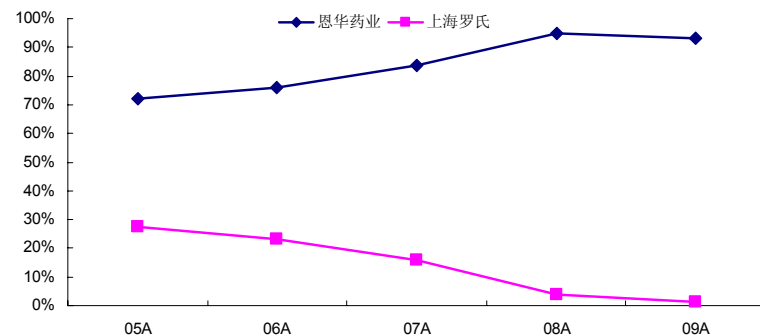
咪达唑仑：原研厂家罗氏 02 年获批进入中国市场，恩华药业 04 年国内首家获得批文，随后逐步抢占罗氏市场份额，09 年样本医院市场份额高达 93%。

图 5：样本医院咪达唑仑 05-09 年销售收入复合增长 14%



资料来源：招商证券研究

图 6：恩华药业咪达唑仑样本医院占有率高达 93%



资料来源：招商证券研究

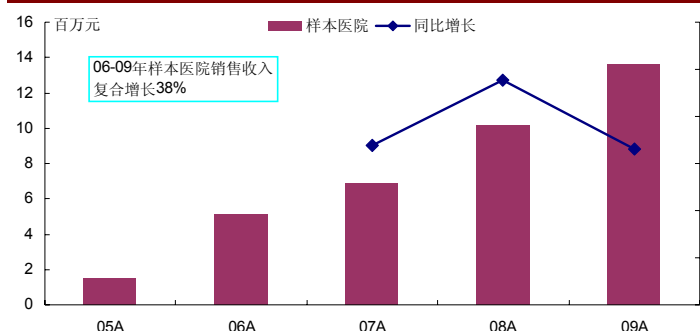
表 3: 国内咪达唑仑生产厂家情况

生产厂家	拿批文时间	起量时间	小结
上海罗氏	2002-05-08		恩华在咪达唑仑上成功地实现了“进口替代”
恩华药业	2004-12-07	2004年	
宜昌人福	2006-07-10		

资料来源: 招商证券研究

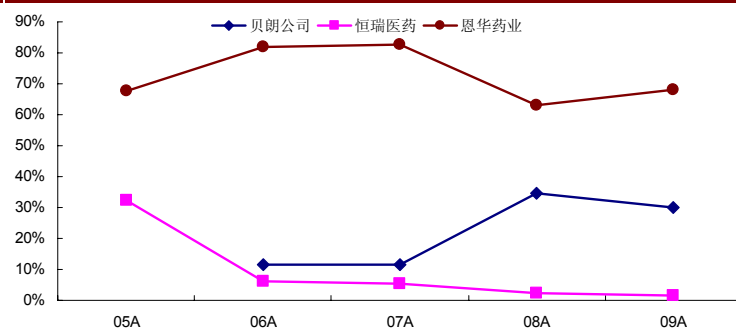
依托咪酯: 德国贝朗公司 2000 年进入中国市场, 恩华药业、恒瑞医药 02 年先后获得生产批文, 09 年恩华药业样本医院市场占有率达 68%。

图 7: 样本医院依托咪酯 06-09 年销售收入复合增长 38%



资料来源: 招商证券研究

图 8: 恩华药业依托咪酯样本医院占有率高达 68%



资料来源: 招商证券研究

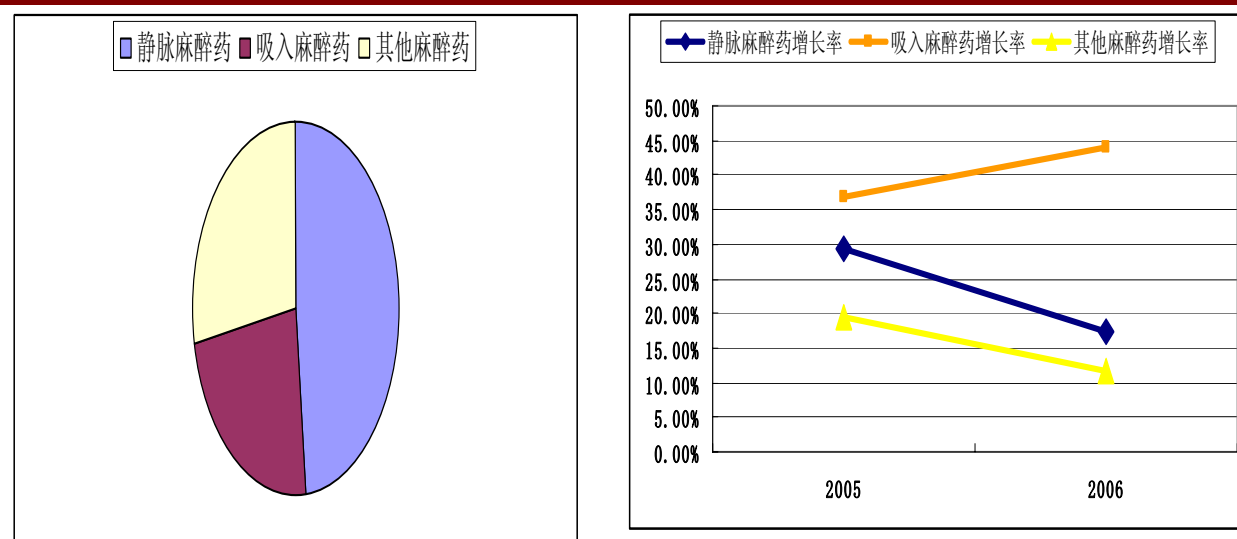
表 4: 国内依托咪酯生产厂家情况

生产厂家	拿批文时间	起量时间	小结
恩华药业	2002-06-21	2002年	恩华在依托咪酯上成功地实现了“进口替代”
恒瑞医药	2002-06-21		
浙江九旭	2008-02-22		

资料来源: 招商证券研究

3、麻醉药行业将来会有更多“进口替代”的机会

图 9: 静脉麻醉市场份额大, 但增速不如吸入麻醉



资料来源: 公司公告、招商证券研究

静脉麻醉的市场份额大，增速保持在 20% 左右，但吸入式麻醉的增速更快。

表 5：麻醉药细分领域将有更多的“进口替代”机会

麻醉药细分领域	2006 年销售额（亿）	大品种	大品种主要厂家	是否已经开始进口替代	崛起的国内厂家
静脉麻醉	9.33	异丙酚	阿斯利康	否	
吸入麻醉药	4.55	七氟烷	百特	是	恒瑞
其他麻醉药	5.38	瑞芬太尼	宜昌人福		
		舒芬太尼	IDT	是	宜昌人福

资料来源：公司公告、招商证券研究

恩华在依托咪酯、咪达唑仑上已经完成了“进口替代”，但这 2 个品种只是静脉麻醉领域里的小品种，恩华在整个麻醉药领域的市场占有率大概在 6% 左右。

麻醉药市场，由于之前国家的严格管控，“进口替代”开始的时间慢于抗肿瘤药、免疫抑制剂等其他专科用药，麻醉药的“进口替代”黄金时期刚刚开始。

麻醉药的“进口替代”，目前占据比较好位置的是宜昌人福、恩华、恒瑞，因为都有自己的拳头品种。

表 6：国内麻醉镇痛类上市公司代表品种

公司	拳头产品
人福	芬太尼、瑞芬太尼、舒芬太尼
恩华	依托咪酯、咪达唑仑
恒瑞	七氟烷、右美托咪定

资料来源：招商证券研究

我们认为：在麻醉药“进口替代”的黄金时期，我们觉得，宜昌人福、恩华、恒瑞，应该都是其中的获益者，但获益的多少，则取决于各自后续的“重磅品种”。恩华目前在报的“重磅品种”为盐酸右美托咪定、丙泊酚、芬太尼，丙泊酚、芬太尼都是各自领域的主流用药，3 者市场规模超过 20 亿，且还在高速发展之中；恩华目前麻醉线销售不足 3 亿，“重磅品种”一旦获批，收入及利润将呈爆发式增长。从恩华目前这 3 个品种的报批进程来看，惊喜可能在 2010 年底及 2011 年。

表 7：恩华药业报批 3 个麻醉镇痛类产品将很快获批

品种	目前进程	预计拿批文时间
盐酸右美托咪定	申请上市过程中	2010 年底或 2011 年
丙泊酚	补充材料过程中	2010 年底或 2011 年
芬太尼	上市批文审评过程中	2010 年底或 2011 年

资料来源：招商证券研究

附：恩华药业麻醉类重磅储备产品分析：

1、盐酸右美托咪定

盐酸右美托咪定注射液是由 Orion Pharma（芬兰）公司和 Abott（美国）公司合作研制开发的 α_2 -肾上腺素受体激动剂，于 2000 年 3 月在美国首次上市，2004 年 1 月在日本

上市。为 $\alpha 2$ -肾上腺素受体激动剂美托咪定的右旋异构体，与美托咪定相比，本品对中 枢 $\alpha 2$ -肾上腺素受体激动的选择性更强，且半衰期短，用量很小，临床上适用于重症监 护治疗期间开始插管和使用呼吸机病人的镇静。国内每年此类药物有 15 个亿的市场份 额。

恩华报批进展：

申请上市过程中，我们预计在 2010 年底或 2011 年拿批文

表 8：恩华药业右美托咪定报批进展

药品名 称	申请类型	注册分类	企业名称	办理状态	状态开始时间
盐酸右美托咪定	新药	3.1	江苏恩华药业股份有限公司	在审评	2010-2-9
盐酸右美托咪定注射液	新药	3.1	江苏恩华药业股份有限公司	在审评	2010-2-9

资料来源：招商证券研究

2、丙泊酚注射液

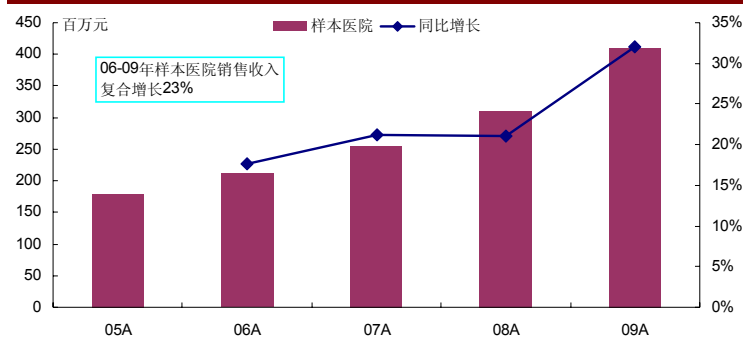
丙泊酚又称异丙酚、普鲁泊福等，原研厂家为阿斯利康，是近几年广泛应用于临床的短效静脉麻醉药，静脉注射后迅速分布于全身，具有良好的镇静催眠作用，可降低颅内压和眼内压。丙泊酚作为全身麻醉的诱导和维持，常与脊髓麻醉和硬脊膜外麻醉同时应用，并和通常的麻醉前给药，如神经肌肉阻滞药、吸入麻醉药以及镇痛药同用而且未见配伍禁忌，适用于颅脑、眼科、无痛人流等手术。

丙泊酚在临床上适用于不同年龄和部位的各种大小手术，因具有起效快、苏醒迅速、副作用小而轻等特点而受到临床普遍欢迎。前不久，美国 FDA 又批准丙泊酚可用于一般儿童的麻醉用药。

丙泊酚是静脉注射的主流用药：09 年样本医院销售收入高达 4.1 亿元，保守估计 09 年全国销售收入在 10 亿元以上，06-09 年样本医院销售收入复合增长仍达 23%。国内目前有力邦、国瑞及嘉博 3 家企业获得产品批文，但市场基本被外企占据，09 年阿斯利康、费森尤斯样本医院市场份额分别为 71%、15%。

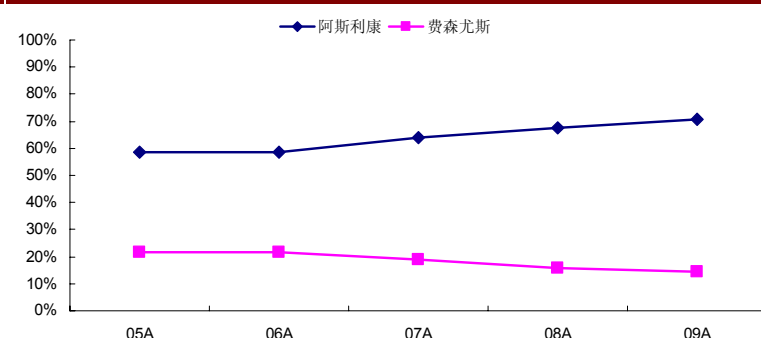
预计恩华药业丙泊酚获批后将迅速上量：1、恩华药业具有与外资企业竞争、抢占外资企业市场份额的经验；2、丙泊酚销售渠道与恩华现有麻醉药销售渠道重叠，恩华药业有望凭借其在旧产品的良好市场口碑赢得医院专家信赖。

图 10: 样本医院丙泊酚 06-09 年销售收入复合增长 23%



资料来源：招商证券研究

图 11: 国内丙泊酚市场基本为原研厂家阿斯利康占据



资料来源：招商证券研究

恩华报批进展:

补充材料过程中，我们预计在 2010 年底或 2011 年拿批文。

表 9: 恩华药业丙泊酚报批进展

药品名称	申请类型	注册分类	企业名称	办理状态	状态开始时间
丙泊酚	复审	0	江苏恩华药业集团有限公司	制证完毕 - 已发 批件江苏省 EA227126291CS	2009-10-30
丙泊酚注射液	复审	0	江苏恩华药业集团有限公司	制证完毕 - 已发 批件江苏省 EA227126291CS	2009-10-30

资料来源：招商证券研究

3、芬太尼系列

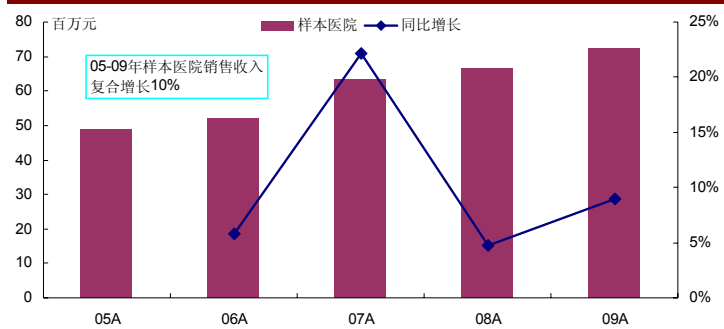
芬太尼系列是麻醉镇痛的主流用药：目前主要品种包括芬太尼、舒芬太尼和瑞芬太尼，国内芬太尼有宜昌人福、西安杨森和常州四药 3 家企业具有生产批文，舒芬太尼和瑞芬太尼仅有宜昌人福 1 家企业具有生产批文。

其中：芬太尼适用于各种疼痛及外科、妇科等手术后和手术过程中的镇痛；也用于防止或减轻手术后出现的谵妄；还可与麻醉药合用，作为麻醉辅助用药；与氟哌啶配伍制成“安定镇痛剂”，用于大面积换药及进行小手术。还可用于外科麻醉的诱导，而且可在经过选择的病人作为单一麻醉药同氧气、肌肉松弛药合用，以进行心血管、神经外科或骨科的手术。

09 年样本医院方面：芬太尼、舒芬太尼和瑞芬太尼 3 个品种销售收入分别约 7000 万元、5000 万元和 8000 万元，保守预计整个系列销售额约 10 亿元。西安杨森、宜昌人福和常州四药芬太尼市场份额分别为 54%、41%、3%；宜昌人福占据舒芬太尼 59% 市场份额，外企 Impfstoffwerk Dessau-Tornau 占据 41% 份额；宜昌人福独占国内瑞芬太尼市场。

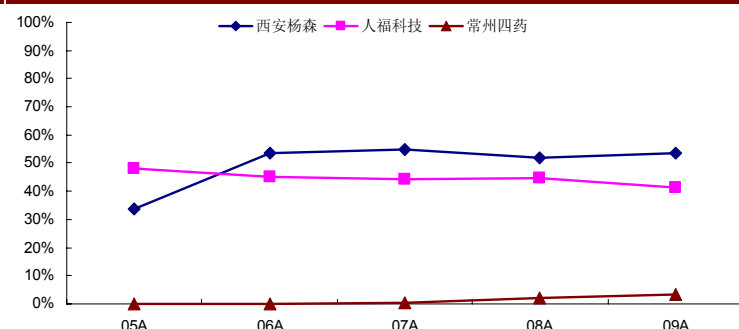
我们认为：由于麻醉镇痛药物的特殊性，国家出于战略安全考虑，最后将会有 2-3 家企业拥有生产资格，恩华药业凭借其在麻醉领域的多年沉淀，率先获批是大概率事件。

图 12: 样本医院芬太尼 05-09 年销售收入复合增长 10%



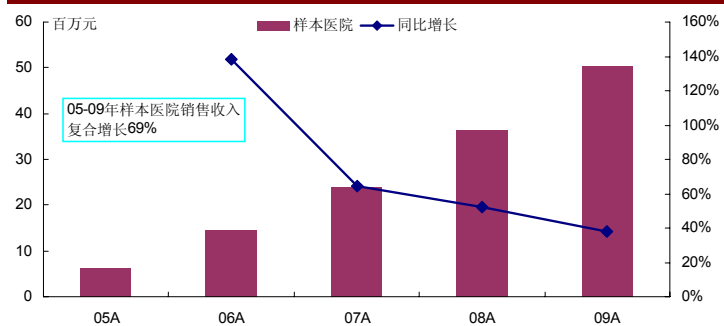
资料来源: 招商证券研究

图 13: 国内芬太尼市场基本为杨森和人福占据



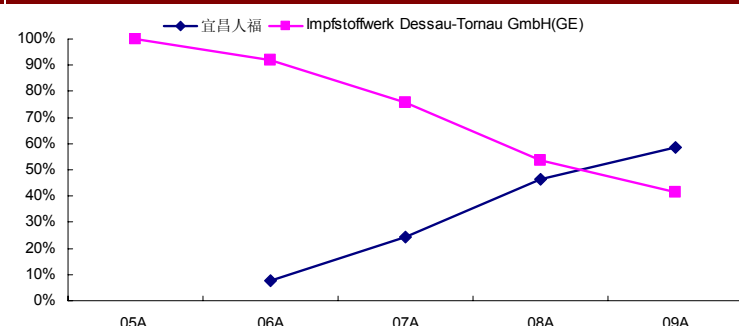
资料来源: 招商证券研究

图 14: 样本医院舒芬太尼 05-09 年销售收入复合增长 69%



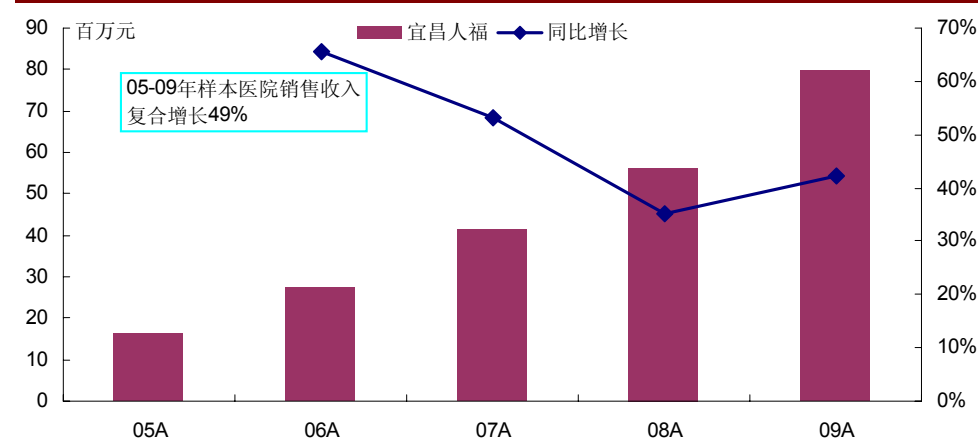
资料来源: 招商证券研究

图 15: 宜昌人福在舒芬太尼市场已占据领先地位



资料来源: 招商证券研究

图 16: 宜昌人福独家产品瑞芬太尼 06-09 年复合增长高达 49%



资料来源: 招商证券研究

恩华报批进展:

目前恩华药业芬太尼上市批文正在审评过程中, 我们预计在 2010 年底或 2011 年拿批文。而瑞芬太尼正在做临床试验, 预计年底申报, 我们预计有望于 2011 年获批。

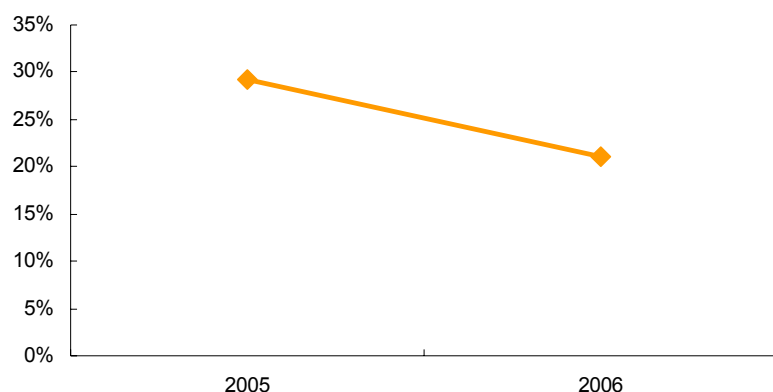
表 10: 恩华药业芬太尼申报进展

药品名称	申请类型	注册分类	企业名称	办理状态	状态开始时间
枸橼酸芬太尼	仿制	6	江苏恩华药业股份有限公司	在审评	2009-12-28
枸橼酸芬太尼注射液	仿制	6	江苏恩华药业股份有限公司	在审评	2009-12-28
枸橼酸芬太尼注射液	仿制	6	江苏恩华药业股份有限公司	在审评	2009-12-28

资料来源: 招商证券研究

二、精神类

1、精神类用药行业——正在加速兴起的“朝阳”子行业

图 17: 精神类药物收入增速超过20%


资料来源: 公司公告、招商证券研究

精神类用药, 和麻醉药很相似, 国家管控较为严格, 初始基数都很低。目前, 都面临一个行业持续高速增长的过程, 因此, 都是正在加速兴起的“朝阳”子行业。

精神类: 主要分为分裂症用药和抑郁症用药。

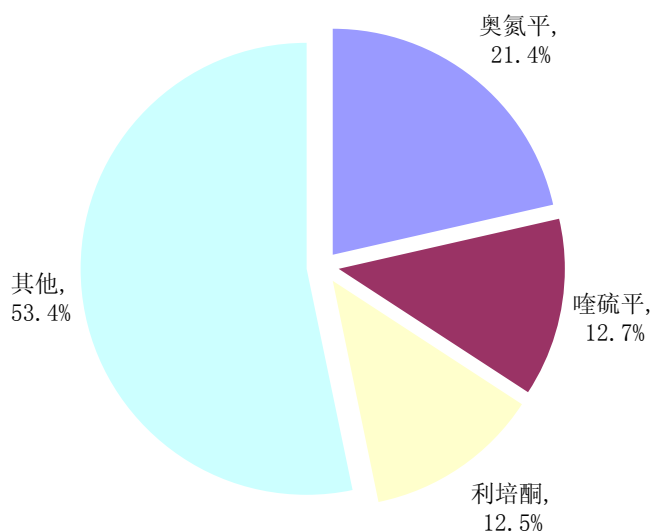
表 11: 精神病主要分类情况

病症	分裂症	抑郁症
主要销售区域	精神病院	基础在精神病院, 起量在综合医院神经内科
产品更新速度	慢	快
市场竞争程度	低	较高
市场容量	不大	潜力大
想象空间	较稳定	很大
代表品种	奥氮平、喹硫平、利培酮等	五朵金花: 氟西汀、帕罗西汀、舍曲林、氟伏沙明、西酞普兰

资料来源: 招商证券研究

2、分裂症用药的“进口替代”刚刚开始

图 18：精神类用药大品种的市场份额



资料来源：公司公告、招商证券研究

表 12：分裂症用药的“进口替代”刚刚开始

	主要厂家	是否已经开始“进口替代”	崛起的国内厂家
奥氮平	苏州礼来	是	江苏豪森
喹硫平	阿斯利康	是	湖南洞庭
利培酮	西安杨森	是	齐鲁、恩华

资料来源：公司公告、招商证券研究

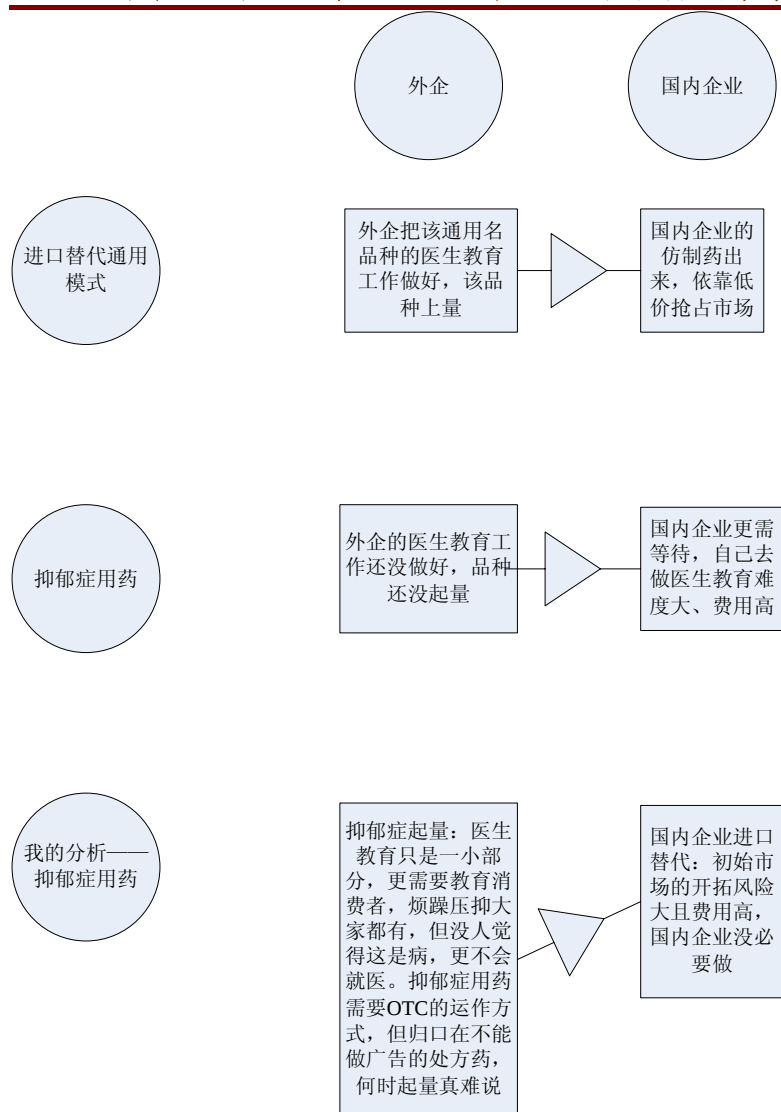
分裂症用药，垄断性较高，市场小但增速稳定，净利润率高，很类似于麻醉药市场。目前，分裂症用药的“进口替代”刚刚开始，恩华精神类的重兵主要布在这里，正在“收获中”的品种是利培酮。

3、抑郁症用药，国内还没起量，“进口替代”就更需要等待了

抑郁症，目前国内的销量并不大，跟人民的消费理念有关，觉得压抑、烦躁时，大部分人并不会去就医。国外，抑郁症用药市场巨大，是跟消费观念相关的，抑郁症用药，何时能起量，暂时不好判断。

“进口替代”的核心是，外企把该品种的医生教育做好了，国内企业的仿制药依靠低价优势直接抢占市场。目前，抑郁症用药的情况是，该品种还没起量，外企的医生教育还没做好，因此，“进口替代”就更需要等待了，

图 19: 抑郁症用药“进口替代”路径分析——还需要漫长的等待



资料来源：招商证券研究

4、恩华药业战略清晰，正在分享精神类“进口替代”的蛋糕

恩华药业精神类布兵：

表 13: 恩华药业精神类药物产品线丰富

病症	分裂症	抑郁症
品种	思利舒、思贝格、氯氮平片、舒必利片、五氟利多片、泰必利片等	一泰纳、盐酸氯丙咪嗪片等
储备品种	阿立哌唑等	
销售队伍	正在分线，其中一条就是建在精神科	需要神经内科和神经外科的队伍，目前恩华这块并不强，恩华调整能力很强，他的队伍是随着品种而建立的

资料来源：公司公告、招商证券研究

恩华很清楚，分裂症市场，进口替代的机会已经出现了，所以目前恩华的重兵是布在分裂症，而不是抑郁症。

我们认为：恩华将在分裂症的“进口替代”中分享到蛋糕，利培酮的迅速增长已经证明。除了利培酮之外，公司目前在报的“重磅品种”是阿立哌唑，我们预计在 2011 年底或 2012 年拿批文，到时将利用现有精神类的营销渠道，直接上量。

附：恩华药业神经类重磅储备产品分析

阿立哌唑

阿立哌唑 (aripiprazole) 用于治疗精神分裂症，是日本大冢公司开发的第二代非典型抗精神病药，商品名为 Abilify, 2002 年、2004 年美国 FDA 和欧盟分别批准 Abilify 用于精神分裂症的治疗。我国 SFDA 也于 2004 年 10 月批准了成都大西南药业生产的阿立哌唑（商品名博思清）的上市。

恩华报批进展：

临床过程中，我们预计在 2011 年底或 2012 年拿批文。

表 14：恩华药业阿立哌唑申报进展

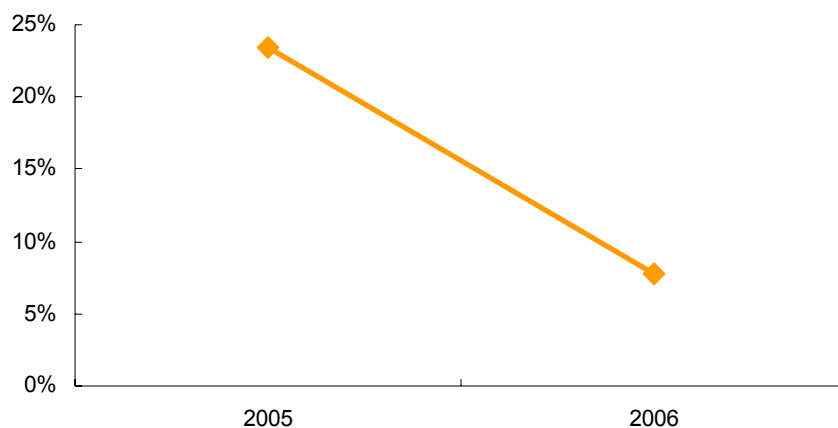
药品名称	申请类型	注册分类	企业名称	办理状态	状态开始时间
阿立哌唑	新药	3.1	徐州恩华药业集团有限责任公司	已发通知件江苏省	2004-7-29
阿立哌唑片	新药	3.1	徐州恩华药业集团有限责任公司	已发批件江苏省	2004-7-29

资料来源：招商证券研究

三、神经类

1、神经类用药市场增速尚可

图 20：神经类用药市场增速尚可



资料来源：公司公告、招商证券研究

2、神经类药物“进口替代”机会在“抗癫痫药”

神经类药物主要分为神经营养剂、抗癫痫药、镇静催眠等。

表 15：神经类药物主要分类

	主要品种	主要销售科室	是否存在“进口替代”机会	恩华布局
神经营养剂	神经节苷脂、奥拉西坦、小牛血去蛋白等	神经内科、神经外科	不存在，因为大部分是国内厂家的品种	没有
抗癫痫药	丙戊酸钠、托吡酯、拉莫三嗪、奥卡西平	神经内科	存在，原有品种外企多，市场培育已经做完	氯硝西泮、加巴喷丁
镇静催眠		神经内科		品种较老

资料来源：公司公告、招商证券研究

神经类药物的进口替代机会主要出在“抗癫痫药”子行业，恩华的主要布局也是在这个地方，主力品种是加巴喷丁，但加巴喷丁目前基数较小，未来有成为大品种的潜力。

我们认为：恩华在神经类药物的市场分享取决于品种，目前公司并没有在这里投入重兵，目前申报的“重磅品种”是普瑞巴林，我们预计在 2011 年底或 2012 年拿批文，上市后，对现有的比较弱的产品线是一个良好的补充。

附：恩华药业神经类重磅储备产品分析

普瑞巴林（pregabalin, PGB, 商品名 Lyrica）是由 Warner - ambert 公司开发的新型 γ -氨基丁酸（GABA）受体激动剂，是神经递质 GABA 的一种类似物，可抑制中枢神经系统电压依赖性钙通道的 $\alpha 2-\delta$ 亚基，减少钙离子内流，随之减少谷氨酸盐、去甲肾上腺素、P 物质等兴奋性神经递质的释放，从而有效控制神经性疼痛。PGB 作为第二代的

抗癫痫药物，除了将其用于治疗部分性癫痫发作外，近年来关于将其用于神经性疼痛治疗的研究越来越多。

在我国癫痫药物市场规模不大，但糖尿病患者群巨大，该药仅用于治疗糖尿病性外周神经病相关神经病性疼痛就有望获得不错的销售，在加上其他的适应症，该药预期市场规模可观。

恩华报批进展：

临床过程中，我们预计在 2011 年底或 2012 年拿批文。

表 16：恩华药业普瑞巴林申报进展

药品名称	申请类型	注册分类	企业名称	办理状态	状态开始时间
普瑞巴林	新药	3.1	徐州恩华药业集团有限责任公司	制证完毕 - 已发批件江苏省	2006-8-17
普瑞巴林胶囊	新药	3.1	徐州恩华药业集团有限责任公司	制证完毕 - 已发批件江苏省	2006-8-17

资料来源：招商证券研究

四、其他

公司另一个申报中的“重磅品种”是盐酸埃他卡林，是抗高血压药物，为国家 1.1 类新药，目前，申报已经到了最后阶段，我们预计，2010 年中期前后有望获得新药证书。该产品上市后，公司将自行运作该品种，而不会全国招商，这体现了公司的长远打算，也符合公司一贯的稳健作风。

我们认为，该产品在上市初期不会马上产生很大效益，但 3 年后，若运作得当，该产品有达到 3 亿销售规模的潜力。

附：盐酸埃他卡林分析

盐酸埃他卡林是一类钾通道（KATP）开放剂，通过激活血管平滑肌 KATP 通道及选择性作用于 KATP 的 Kir 亚单位，增强外向钾电流，抑制钙内流，从而起到抗肺动脉平滑肌收缩的作用。前期研究结果表明，埃他卡林可有效治疗肺动脉高压。

盐酸埃他卡林为全新的化学结构及全新的作用机制，不同于一般对国外同类产品在化学结构上进行改造的 me-too 类 1.1 类新药，它完全具备和国外产品竞争的实力，与目前市场上销售的抗高血压药物相比，具有以下特点与优势：

新化学结构类型：为小分子仲胺类新化合物；制备方法及在生物医药领域内的应用达到当代国际水平。

新作用机制：不同于国外已上市和处于不同研究阶段的钾通道开放剂和内皮素受体拮抗剂。

降压作用强：该药的剂量为 5 毫克，每次只服用一片。

降压作用时间长：每天只需服用剂量为 5mg/片。

毒副作用低：有非常大的安全系数，毒副作用非常低。

逆转高血压病理性损伤：该药能逆转高血压心脏和血管结构和功能重构，并对脑和肾脏有保护作用，能弥补目前市场上降压药物在这方面的不足。

选择性抗高血压作用：在高血压状态下降压作用强，比正常状态下的降压作用强数十倍。

具有良好的药代动力学过程：口服生物利用度高，血浆蛋白结合率低，不经肝脏代谢，主要以原形从尿中排出。

化学性质稳定：盐酸埃他卡林原料及片剂稳定性好，质量可控，原料易得，适合大规模生产。

恩华报批进展：

申请上市过程中，我们预计在 2010 年中期前后拿批文。

表 17：恩华药业盐酸埃他卡林申报进展

药品名称	申请类型	注册分类	企业名称	办理状态	状态开始时间
盐酸埃他卡林	新药	1.1	江苏恩华赛德药业有限责任公司	在审评	2009-5-14
盐酸埃他卡林片	新药	1.1	江苏恩华赛德药业有限责任公司	在审评	2009-5-15

资料来源：招商证券研究

第三部分：恩华未来分析

一、看恩华 3 年：

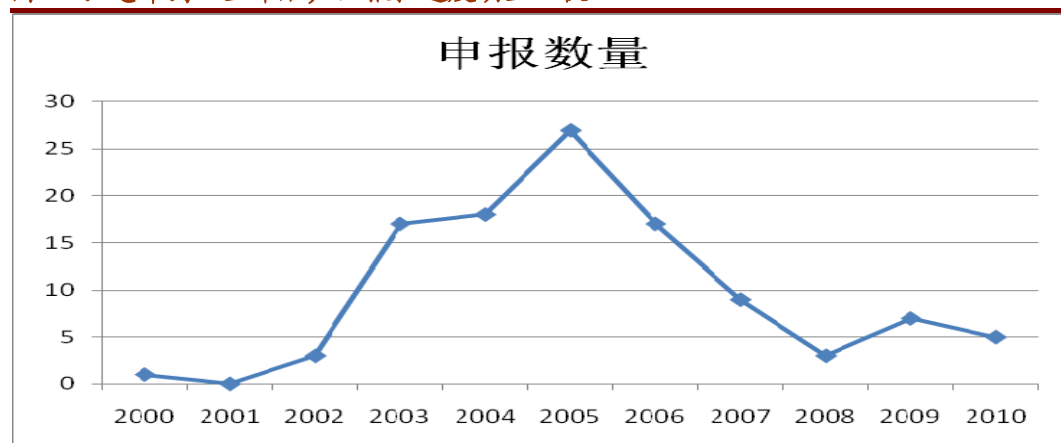
假设 1：品种不增加，每年 30% 的净利润增速不成问题，现有的品种和队伍已经足够。

恩华现有的产品线，基本能支持公司每年 30% 的净利润增速，因为：1、恩华所处的麻醉类、精神类、神经类市场增速很快；2、恩华的渠道优势越来越明显。

假设 2：新产品获批，如果是大品种，公司将出现爆发式增长。

恩华 08 年上市后，融得的资金有很大一部分用于研发产品和产品报批，因此，恩华在 2009 年、2010 年产品报批的速度明显提速（2003-2006 年报批数量巨多是当时特殊的时代环境造就的，不可作为常态）。

图 21：恩华药业上市后产品报批速度明显加快



资料来源：招商证券研究

恩华目前的收入和利润都并不大，工业收入仅 5 亿，利润 5467 万。但目前在审的品种中，有几个是大品种，一旦有一个获批，对恩华而言都是爆发式地增长。综合表 18 的恩华申报“重磅品种”分析，我们认为，假设 2 是大概率事件。

二、看恩华 10 年：

看恩华十年，其实就是回答一个问题，恩华到底能不能长大？

我们的回答是：能！

理由如下：

1、恩华所处的麻醉类、精神类、神经类 3 大子行业都处于“进口替代”的黄金期，恩华面临“历史性”的行业机遇。

2、对于“进口替代”黄金期的企业而言，核心在于有好品种来分割市场。

3、现在的产品报批比以前严格多了，对资金的要求也更高了，恩华 08 年上市解决资金瓶颈之后，产品报批比以前提速不少，09、10 年报批的品种，将在 11、12 年陆续收获。

4、恩华目前的工业收入仅有 5 亿，净利润为 5467 万，基数不大，一旦一个大品种报批，收入、利润都将会有爆发性的增长。

5、恩华目前有 6 个大品种已报批，后续仍有大品种储备，恩华研发的技术力量及稳健作风将保证公司产品获批是大概率事件。

恩华申报中的“重磅品种”：

表 18：恩华药业目前报批主要品种汇总

品种	目前进程	预计拿批文时间
1、麻醉类：		
盐酸右美托咪定	申请上市过程中	2010年底或2011年
丙泊酚	补充材料过程中	2010年底或2011年
芬太尼	上市批文审评过程中	2010年底或2011年
2、精神类：		
阿立哌唑	临床过程中	2011年底或2012年
3、神经类：		
普瑞巴林	临床过程中	2011年底或2012年
4、其他：		
盐酸埃他卡林	申请上市过程中	2010年

资料来源：招商证券研究

第四部分：恩华药业盈利预测及投资建议

基层市场扩容支撑现有产品保持较快增长。09 年起新医改投入大量资金完善基层医疗设施，提高基层医疗供给。二三线城市的销售是公司的优势领域，公司麻醉类药物将受益于基层医疗设施完善后的手术量的增加。根据我们对终端销售数据的跟踪，公司 2010 年 1-2 月力月西和氟马西林销量同比增长超过 50%，福尔利超过 30%，总体制剂类产品同比增长超过 30%。我们认为即使没有新产品补充，基层市场的扩容仍将支撑公司 2010 年保持较快增长。

新产品上市锦上添花，产品线丰富推动公司保持快速增长。公司力争在研产品覆盖各子行业主要产品 70%：一类降压药埃他卡林即将获批，麻醉镇痛类药物芬太尼、右美托咪定有望 2010 年获批，麻醉类药物异丙酚、精神类药物阿立哌唑、神经类药物普瑞巴林有望 2011 年获批，长期构建的良好专家关系及专业的销售队伍将保证新产品加入后迅速上量。

预计 2010-2012 年收入分别增长 20%、22%和 23%，净利润同比增长 45%、45%和 49%，实现 EPS 0.44 元、0.64 元和 0.95 元。公司当前收入、利润基数较低，随着“重磅品种”从 2010 年开始的陆续获批，恩华的收入和利润都将出现台阶式的跨越发展。当前股价对应 2010 年预测 PE 52 倍，估值不低，但考虑到公司未来几年随着重磅产品加入后的高成长性，我们维持“强烈推荐-A”评级，建议长线投资者积极介入。

表 19: 恩华药业分产品收入预测

(百万元)		07A	08A	09A	2010E	2011E	2012E
1、原料药与制剂	收入	308.8	403.0	485.7	628.7	821.2	1074.3
	同比增长		30.5%	20.5%	29.5%	30.6%	30.8%
	毛利率	79.2%	75.6%	77.0%	78.0%	77.8%	77.5%
	收入	143.5	178.8	233.2	318.8	429.9	571.0
	同比增长		24.6%	30.4%	36.7%	34.8%	32.8%
麻醉类	毛利率	89.0%	83.7%	82.9%	83.0%	82.0%	81.0%
	咪达唑仑 (力月西) 收入	92.9	114.0	130.0	162.5	199.9	245.8
	同比增长		22.7%	14.0%	25.0%	23%	23%
	依托咪酯 (福尔利) 收入	28.6	38.0	59.0	82.6	111.5	145.0
	同比增长		32.9%	55.3%	40.0%	35%	30%
	氟马西尼 收入		16.0	26.0	39.0	54.6	73.7
	同比增长			62.5%	50.0%	40%	35%
	右美托咪啶 收入				2.0	8.0	16.0
	同比增长					300%	100%
	芬太尼 收入				5.0	15.0	30.0
	同比增长					200%	100%
	瑞芬太尼 收入					4.0	12.0
	同比增长						200%
	丙泊酚 收入				5.0	12.5	25.0
	同比增长					150%	100%
	其他 收入	22.0	10.8	18.2	22.7	28.4	35.5
	同比增长		-50.9%	68.2%	25%	25%	25%
精神类	收入	111.5	155.6	185.2	229.3	285.9	356.4
	同比增长		39.6%	19.0%	23.9%	24.7%	24.7%
	毛利率	79.7%	78.9%	80.7%	81.0%	80.0%	79.0%
	利培酮 (司利舒) 收入	48.4	70.0	84.0	105.0	131.3	164.1
	同比增长		44.6%	20.0%	25.0%	25%	25%
	齐拉西酮 (思贝舒) 收入	9.0	16.0	24.2	33.9	45.7	59.5
	同比增长		77.8%	51.3%	40.0%	35%	30%
	盐酸丁螺环酮 (一舒) 收入	13.9	16.0	20.0	25.0	30.0	36.0
	同比增长		15.4%	25.0%	25.0%	20%	20%
	氢溴酸西酞普兰 (一泰纳) 收入		9.3	14.1	20.5	27.7	37.4
	同比增长			51.4%	45.0%	35%	35%
	阿立哌唑 收入					4.0	10.0
	同比增长						150%
	其他 收入	40.2	44.2	42.8	45.0	47.2	49.6
	同比增长		10.0%	-3.2%	5%	5%	5%
神经类	收入	18.0	23.6	27.2	33.4	41.2	50.4
	同比增长		31.0%	15.1%	22.9%	23.4%	22.2%
	毛利率	86.3%	76.6%	73.4%	73.0%	72.0%	71.0%
	加巴喷丁 (迷力) 收入	2.0	4.0	7.0	11.2	16.8	23.5
	同比增长		100.0%	75.0%	60.0%	50%	40%
	普瑞巴林 收入					3	9.0
	同比增长						200%
	其他 收入	16.0	19.6	20.2	22.2	24.4	26.8
	同比增长		22.4%	2.9%	10%	10%	10%
	盐酸埃他卡林 收入				5.0	20.0	50.0
	同比增长					300.0%	150.0%
	毛利率				80.0%	80.0%	80.0%
原料药	收入	34.3	45.0	40.2	42.2	44.3	46.5
	同比增长		31.2%	-10.7%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	33.3%	31.2%	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
2、医药商业	收入	455.4	509.1	585.4	673.2	774.2	890.3
	同比增长		11.8%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	11.3%	7.2%	6.4%	6.3%	6.2%	6.1%
3、其他药品	收入	39.1	37.9	34.0	34.0	34.0	34.0
	同比增长		-3.0%	-10.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	48.8%	46.1%	38.8%	38.0%	38.0%	38.0%
合计	收入	803.3	949.93	1105.0	1335.9	1629.4	1998.6
	同比增长		18.3%	16.3%	20.9%	22.0%	22.7%
	毛利率	34.9%	37.8%	38.8%	40.9%	43.0%	45.0%

资料来源: 招商证券研究

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	514	548	1013	1147	1339
现金	226	231	637	696	792
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	3	5	6	8	9
应收款项	153	148	178	217	267
其它应收款	16	29	35	42	52
存货	95	114	134	157	186
其他	22	20	24	28	33
非流动资产	215	233	231	230	228
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	135	130	132	134	135
无形资产	38	36	32	29	26
其他	42	67	67	67	67
资产总计	729	781	1245	1377	1567
流动负债	385	375	761	799	848
短期借款	139	143	500	500	500
应付账款	102	107	125	147	174
预收账款	10	9	7	8	9
其他	135	116	129	145	164
长期负债	0	9	9	9	9
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	9	9	9	9
负债合计	386	385	770	808	857
股本	120	180	180	180	180
资本公积金	160	101	101	101	101
留存收益	57	108	187	282	426
少数股东权益	7	7	6	5	3
母公司所有者权益	337	389	468	563	707
负债及权益合计	729	781	1245	1377	1567

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	47	61	99	128	173
净利润			79	115	171
折旧摊销			22	21	21
财务费用			30	30	30
投资收益			0	0	0
营运资金变动			(31)	(37)	(47)
其它			(1)	(1)	(2)
投资活动现金流	(37)	(52)	(20)	(20)	(20)
资本支出			(20)	(20)	(20)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	80	23	327	(54)	(64)
借款变动			358	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			0	(24)	(34)
其他			(30)	(30)	(30)
现金净增加额	89	33	406	54	89

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	953	1111	1333	1626	2000
营业成本	592	677	791	927	1100
营业税金及附加	8	10	11	14	17
营业费用	216	272	320	413	520
管理费用	75	79	89	109	134
财务费用	11	7	30	30	30
资产减值损失	4	4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	48	63	92	133	199
营业外收入	4	1	1	1	0
营业外支出	2	1	1	1	0
利润总额	50	63	92	134	199
所得税	10	9	14	20	30
净利润	40	53	78	114	169
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	(2)
母公司所有者净利润	41	55	79	115	171
EPS (元)	0.23	0.30	0.44	0.64	0.95

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	18%	17%	20%	22%	23%
营业利润	40%	31%	47%	45%	49%
净利润	53%	34%	45%	45%	49%
获利能力					
毛利率	37.9%	39.0%	40.7%	43.0%	45.0%
净利率	4.3%	4.9%	5.9%	7.1%	8.5%
ROE	12.1%	14.1%	16.9%	20.5%	24.6%
ROIC	9.8%	11.0%	10.6%	13.0%	16.2%
偿债能力					
资产负债率	52.9%	49.3%	61.9%	58.9%	55.1%
净负债比率	19.0%	18.3%	40.2%	36.4%	32.2%
流动比率	1.3	1.5	1.3	1.4	1.6
速动比率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3
营运能力					
资产周转率	1.3	1.4	1.1	1.2	1.3
存货周转率	6.6	6.5	6.4	6.4	6.4
应收帐款周转率	6.5	7.4	8.2	8.2	8.3
应付帐款周转率	5.8	6.5	6.8	6.8	6.9
每股资料(元)					
每股收益	0.23	0.30	0.44	0.64	0.95
每股经营现金	0.26	0.34	0.55	0.71	0.96
每股净资产	1.87	2.16	2.60	3.11	3.86
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.13	0.19
估值比率					
PE	100.9	75.1	51.9	35.8	24.0
PB	12.2	10.6	8.8	7.3	5.9
EV/EBITDA	71.0	61.1	37.3	29.0	21.4

分析师简介

李珊珊，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5 年证券从业经验，2010 年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009 年加入招商证券，任医药行业分析师。

吴斌，中国科学院研究生院企业管理硕士，武汉大学生物技术学士，2009 年加入招商证券，任医药行业分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。