

分析师： 严鹏 (8621) 68751065 yanpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209040220

联系人： 刘舒畅 (8621) 68751070 liusc@cjsc.com.cn

中枢神经药企龙头，后续增长动力充足

事件描述

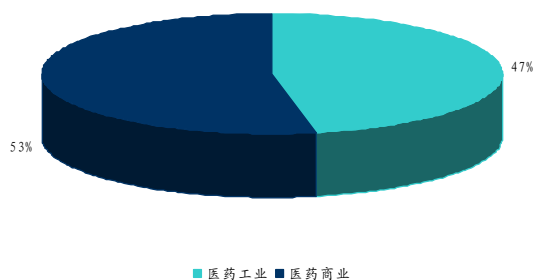
近期，我们调研了中枢神经领域龙头企业江苏恩华药业，同高管就公司经营和未来发展进行了深入交流，主要内容和观点如下。

事件评论

第一，公司是中枢神经领域龙头企业，储备产品丰富

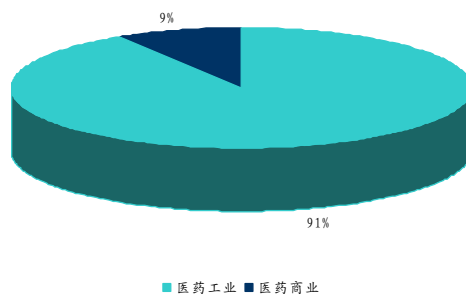
公司主要从事中枢神经类药品的生产及销售，还拥有医药流通业务。医药工业销售收入占合并报表收入的 40%左右，但利润贡献达到 87%，其中麻醉和精神类药品的毛利贡献占工业板块的 92%。虽然药品物流及零售销售收入占合并报表的 50%以上，但毛利贡献不足 10%，属于区域性经营。

图 1：公司 2009 年收入构成情况



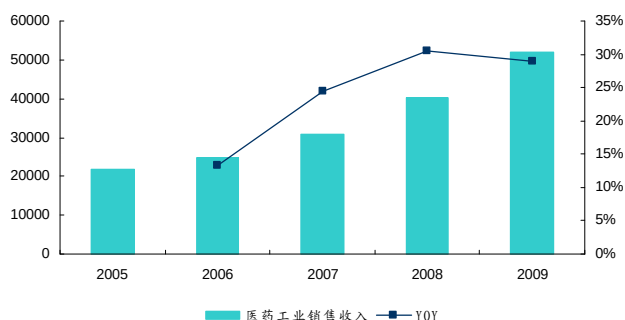
资料来源：Wind，长江证券研究部

图 2：公司 2009 年毛利构成情况

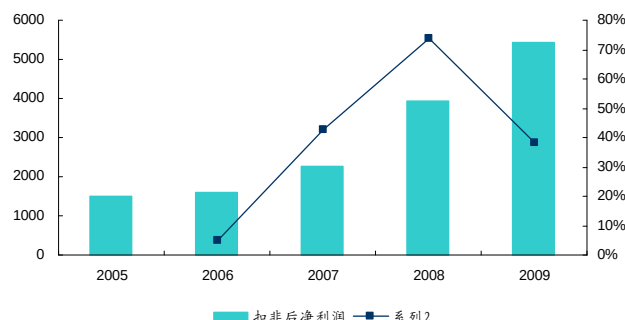


资料来源：Wind，长江证券研究部

2005-2009 年，公司医药工业销售收入保持了较快增长，年复合增长率达到 24%；扣除非经常性损益后的净利润增长更为迅速，年复合增长率达到 37.7%。

图 3：公司 2005-2009 年医药工业收入


资料来源：Wind，长江证券研究部

图 4：公司 2005-2009 年净利润


资料来源：Wind，长江证券研究部，注：扣除非经常性损益

上半年，公司主要品种仍然能够保持较快的增长，公司预计销售收入同比增长 30% 左右。

公司储备产品比较丰富，主要集中于精神类、麻醉类、神经类和降压类等领域。预计 2010-2011 年，公司陆续将有新品种获批。这将大大丰富公司的精神麻醉类产品线，是未来保持高成长的主要驱动力，是公司最大的看点。

公司十分重视研发，目前研发中心已拥有 6 名博士，25 名硕士，在研品种较多。公司继续和上海医工院、徐州医学院等科研院所开展合作，目前研发投入比例 5% 左右，未来研发将提高到 10%。公司专门成立了营销中心，由经验丰富的副总孙家权负责。销售队伍逐渐壮大，目前销售人员约 680 人，计划扩充到 1000 人左右，为后续品种上市做准备。

降压药埃他卡林为国家 1.1 类新药，历经近十年研发。埃他卡林具有自主知识产权、全新的化学结构，是一种 ATP 敏感性钾通道开放剂，治疗高血压作用平稳、持久。预计 2010 年底至 2011 年初，公司能够拿到原料药、片剂批文，正式上市销售。届时，公司将采用自建队伍、分线销售的策略推广埃他卡林。

表 1：公司在审评的后续产品

药品名称	类别	承办日期	办理状态
加巴喷丁	神经类	2009-03-12	在审评
盐酸埃他卡林片	降压类	2009-05-31	在审评
盐酸埃他卡林	降压类	2009-05-31	在审评
赖诺普利片	降压类	2009-11-06	在审评
利培酮分散片	精神类	2009-11-13	在审评
氯氮平口腔崩解片	精神类	2009-12-22	在审评
枸橼酸芬太尼注射液	麻醉类	2010-01-15	在审评
枸橼酸芬太尼	麻醉类	2010-01-15	在审评
盐酸右美托咪定	麻醉类	2010-02-25	在审评
盐酸右美托咪定注射液	麻醉类	2010-02-23	在审评
氟曲马唑	抗真菌	2010-04-21	在审评

资料来源：SFDA，长江证券研究部

第二，精神麻醉类一直属于政府管控，预计药价新规对公司影响有限

7 月 2 日国家发展改革委发出通知，要求对新进入国家医保目录的药品，以及部分已规定最高零售限价的药品开展出厂价格专项调查，涉及 900 多家生产企业，近 900 个品种。这是继药价管理办法、医药行业反商业贿赂之后，针对药价虚高现象采取的又一重大举措。此次调查涉及到公司的 6 个品规，三种剂型。

表 2: 国家发改委药品出厂价格调查涉及的公司产品

药品名称	类别	剂型
齐拉西酮	精神类	注射剂
柴黄胶囊	清热解毒	胶囊
加巴喷丁	神经类	胶囊
齐拉西酮	精神类	胶囊
西酞普兰	抗抑郁	片剂
依托咪酯	麻醉类	注射剂

资料来源：国家发改委，长江证券研究部

精神麻醉类药物一直属于政府管控，行业进入壁垒较高，竞争强度不大。精神麻醉领域政府管控严格，药品价格保持相对稳定。2007-2009 年，公司主要产品平均售价几乎保持平稳，并未大幅涨价，部分品种还呈下降趋势。因而，我们预计药价新规及此次药价调查对公司的实际影响有限。

表 3: 公司主要产品价格（单位：元）

药品名称	2009 年平均售价 (不含税)	2008 年平均售价 (不含税)	2007 年平均售价 (不含税)
力月西（咪达唑仑）	15.40	15.29	15.23
福尔利（依托咪酯）	32.73	32.79	33.01
思利舒 20S（利培酮）	24.95	25.75	27.46
一舒 24 粒（丁螺环酮）	19.13	19.35	19.85
思贝格（齐拉西酮）	46.11	46.00	46.74

资料来源：公司公告，长江证券研究部

自 6 月份行业政策利空风波以来，公司股价已有明显下跌，前期高估值风险有所释放。在市场逐步消化政策利空后，公司长期投资价值开始显现。7 月以后，公司股价也有回升的迹象。

第三，预计 2010-2011 年 EPS 分别为 0.34 元、0.49 元，给予公司“谨慎推荐”评级

我们预计公司 2010-2011 年 EPS 分别为 0.34 元、0.49 元，目前估值偏高，但考虑到中枢神经领域的独特性，高壁垒高成长，公司是该细分领域质地比较优良的投资标的，给予公司“谨慎推荐”的评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1111	1326	1562	1903	货币资金	231	133	156	190
营业成本	677	790	903	1041	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	434	536	659	861	应收账款	177	214	251	306
% 营业收入	39.0%	40.4%	42.2%	45.3%	存货	114	134	154	177
营业税金及附加	10	11	13	16	预付账款	20	23	27	31
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	272	325	383	466	流动资产合计	548	511	596	714
% 营业收入	24.5%	24.5%	24.5%	24.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	79	94	111	135	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	7	8	11	8	投资性房地产	30	30	30	30
% 营业收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.4%	固定资产合计	163	388	496	417
资产减值损失	4	4	6	9	无形资产	36	34	33	31
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	4	1	1	1
营业利润	63	94	135	227	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	5.6%	7.1%	8.6%	11.9%	资产总计	781	963	1155	1193
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	143	227	282	103
利润总额	63	94	135	227	应付款项	184	213	244	281
% 营业收入	5.7%	7.1%	8.6%	11.9%	预收账款	9	12	14	17
所得税费用	9	14	20	34	应付职工薪酬	2	2	3	3
净利润	53	80	115	193	应交税费	8	11	14	21
归属于母公司所有者					其他流动负债	30	24	28	33
的净利润	54.7	80.0	114.9	193.3	流动负债合计	375	489	584	458
少数股东损益	-1	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.23	0.34	0.49	0.83	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	9	9	9	9
经营活动现金流净额	61	108	183	269	负债合计	385	499	593	467
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	389	457	555	719
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	7	7	7	7
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	396	464	562	726
固定资产投资	-42	-272	-186	-19	负债及股东权益	781	963	1155	1193
其他	-10	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-52	-272	-186	-19		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.234	0.342	0.491	0.826
股权融资	2	0	0	0	BVPS	2.16	2.54	3.08	3.99
银行贷款增加 (减少)	43	85	54	-178	PE	83.03	56.71	39.50	23.49
筹资成本	22	-20	-28	-37	PEG	1.59	1.08	0.75	0.45
其他	-44	0	0	0	PB	8.98	7.64	6.30	4.86
筹资活动现金流净额	23	65	26	-215	EV/EBITDA	49.56	30.76	20.71	13.32
现金净流量	33	-98	24	34	ROE	14.1%	17.5%	20.7%	26.9%

分析师介绍

严鹏，华中科技大学财务管理硕士/生物技术学士，研究领域为生物制药、化学制剂和原料药

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。