

恩华药业 (002262.SZ) 化学制药行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

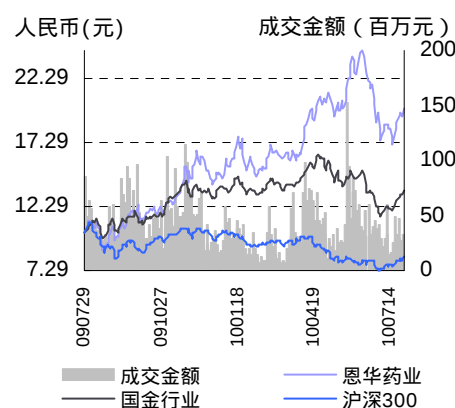
市价（人民币）：20.02 元

中报继续实现稳健的增长；

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	86.76
总市值(百万元)	4,684.68
年内股价最高最低(元)	24.48/8.92
沪深 300 指数	2863.72
中小板指数	5902.62



相关报告

1. 《一季度开局良好,业绩稳定增长》, 2010.4.22
2. 《年报平稳增长,关注长期价值》, 2010.3.31
3. 《新产品大阅兵,把握成长空间》, 2010.2.3

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130210050004
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号：S1130208070242
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李龙俊 联系人
(8621)61038315
lilj@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.339	0.304	0.322	0.455	0.627
每股净资产(元)	2.81	2.16	2.58	3.17	3.99
每股经营性现金流(元)	0.39	0.34	0.49	0.68	0.92
市盈率(倍)	48.53	61.70	62.19	44.01	31.91
行业优化市盈率(倍)	36.07	64.09	64.09	64.09	64.09
净利润增长率(%)	52.69%	34.33%	37.78%	41.31%	37.94%
净资产收益率(%)	12.08%	14.06%	16.23%	18.65%	20.47%
总股本(百万股)	120.00	180.00	234.00	234.00	234.00

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 恩华药业 2010 年上半年实现归属于股东的净利润 4277 万元，同比增长 44.20%；实现每股收益 0.183 元，与我们预测的 0.185 基本符合。

经营分析

- 2010 年上半年，公司实现营业总收入 6.63 亿元，同比增长 15.61%；实现利润总额 4792 万元，同比增长 40.76%。其中：（1）母公司的制剂和原料实现销售收入 2.89 亿元，同比增长 15.58%；实现营业利润 4857 万元，同比增长 30.60%；实现净利润 4133 万元，同比增长 30.69%；每股贡献利润 0.177 元。（2）商业子公司及其他实现销售收入 3.74 亿元，贡献净利润 144 万元；每股贡献利润 0.006 元。
- 公司主业收入实现较好的增长，麻醉药、精神药、神经药分别实现销售收入 13765 万元、10808 万元、1473 万元。其中福尔利、氟马西尼增速预计 40%以上，力月西、思利舒、思贝格、一舒增速平稳，预计在 15%左右。公司的一些小品种如抗抑郁的一泰纳开始放量增长，预计全年能够实现上千万的销售收入。
- 公司其他业务医药商业、各家子公司继今年一季度后，再次实现正的净利润。公司制造业毛利率同比略有提升，销售规模效益开始显现。同时费用率的保持稳定，使得公司利润增速超过收入增速。公司其他基本面没有发生大的变化。

盈利调整

- 在不考虑潜在新的大品种（芬太尼、异丙酚等）的贡献情况下，我们预测公司全面摊薄后 2010 年、2011 年、2012 年的 EPS 为 0.322 元、0.455 元、0.627 元，复合增速在 40%左右。

投资建议

- 我们认为公司是中小板企业中成长潜质最大的之一，虽然目前还没到高速增长期，但公司所处的中枢神经领域是我国未来最有发展潜力的一个行业，而公司有望成为其中的龙头之一，建议长期买入。

图表1：公司销量过5千万产品线（蓝色：老的过5千万产品；黄色：新增过5千万产品；绿色：新上潜力产品）

产品类别	2007		2008		2009		2010E		2011以后	
	产品	备注	产品	备注	产品	备注	产品	备注	产品	备注
麻醉用药	力月西	9000万	力月西	1个亿	力月西	1.2个亿	力月西	1.4个亿	力月西	1.4个亿
	福尔利	2000万	福尔利	4000万	福尔利	6000万	福尔利	8000万	福尔利	8000万
	氟马西尼	新品上市	氟马西尼	1000万	氟马西尼	2000万	氟马西尼	3000万	氟马西尼	5000万
			佳苏仑	待培育	佳苏仑	待培育	佳苏仑	待培育	佳苏仑	待培育
			欣晴	待培育	欣晴	待培育	欣晴	待培育	欣晴	待培育
					右美托嘧啶	准备	右美托嘧啶	申报生产	右美托嘧啶	待培育
					异丙酚	准备	异丙酚	申报生产	异丙酚	过亿品种
					芬太尼	准备	异丙酚	申报生产	芬太尼	过亿品种
									其他	在研
精神用药	思利舒	5000万	思利舒	7000万	思利舒	8000万	思利舒	过亿	思利舒	过亿
			思贝格	2000万	思贝格	3000万	思贝格	5000万	思贝格	过亿
			一泰纳	待培育	一泰纳	待培育	一泰纳	待培育	一泰纳	过亿品种
			氟西汀	申报证书	氟西汀	申报生产	氟西汀	待培育	氟西汀	过亿品种
							阿立哌唑	申报生产	阿立哌唑	过亿品种
									其他	在研
神经用药					力月西片	1000万	力月西片	2000万	力月西片	3000万
					甲巴喷丁	新品上市	甲巴喷丁	1000万	甲巴喷丁	2000万
							氯硝西洋	申报生产	氯硝西洋	新品上市
							普瑞巴林	申报生产	普瑞巴林	新品上市
									其他	在研
原料药	非诺贝特粉									
	萘普生粉									
	咪康唑粉									
创新药					埃他卡林	三期临床	埃他卡林	申报生产	埃他卡林	新品上市

来源：国金证券研究所

图表2：公司三张表预测

损益表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	805	952	1,111	1,303	1,472	1,664
增长率		18.3%	16.6%	17.2%	13.0%	13.0%
主营业务成本	-509	-592	-677	-779	-843	-908
% 销售收入	63.2%	62.1%	61.0%	59.8%	57.3%	54.6%
毛利	296	361	434	524	629	756
% 销售收入	36.8%	37.9%	39.0%	40.2%	42.7%	45.4%
营业税金及附加	-6	-8	-10	-11	-13	-14
% 销售收入	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-170	-216	-272	-331	-390	-457
% 销售收入	21.1%	22.6%	24.5%	25.4%	26.5%	27.5%
管理费用	-73	-75	-79	-85	-94	-105
% 销售收入	9.1%	7.9%	7.1%	6.5%	6.4%	6.3%
息税前利润（EBIT）	47	62	73	97	132	179
% 销售收入	5.8%	6.5%	6.6%	7.5%	9.0%	10.8%
财务费用	-10	-11	-7	-7	-7	-6
% 销售收入	1.3%	1.2%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-3	-4	-4	-2	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	34	48	63	89	125	173
营业利润率	4.2%	5.0%	5.6%	6.8%	8.5%	10.4%
营业外收支	5	2	0	0	0	0
税前利润	39	50	63	89	125	173
利润率	4.9%	5.2%	5.7%	6.8%	8.5%	10.4%
所得税	-13	-10	-9	-13	-19	-26
所得税率	32.7%	19.7%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	26	40	53	75	106	147
少数股东损益	0	-1	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	27	41	55	75	106	147
净利率	3.3%	4.3%	4.9%	5.8%	7.2%	8.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	26	40	53	75	106	147
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	20	23	24	19	22	26
非经营收益	12	17	10	15	12	13
营运资金变动	-10	-33	-26	-21	-17	-20
经营活动现金净流	49	47	61	88	123	165
资本开支	-42	-37	-42	-113	-109	-110
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	-10	0	0	0
投资活动现金净流	-42	-37	-52	-114	-109	-110
股权募资	3	152	2	0	0	0
债权募资	11	-58	43	67	28	-12
其他	-11	-15	-22	-12	-12	-13
筹资活动现金净流	2	79	23	55	16	-25
现金净流量	9	89	32	29	30	30

资产负债表（人民币百万元）

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	126	226	231	260	290	320
应收款项	171	171	182	219	247	280
存货	83	95	114	119	129	139
其他流动资产	11	22	20	25	27	29
流动资产	391	514	548	624	694	768
% 总资产	65.5%	70.5%	70.2%	65.7%	62.7%	60.7%
长期投资	0	25	30	31	30	30
固定资产	159	149	163	253	339	421
% 总资产	26.7%	20.4%	20.9%	26.7%	30.6%	33.3%
无形资产	41	38	36	39	42	45
非流动资产	206	215	233	325	413	497
% 总资产	34.5%	29.5%	29.8%	34.3%	37.3%	39.3%
资产总计	597	729	781	949	1,107	1,265
短期借款	170	139	143	219	247	233
应付款项	237	228	223	242	263	285
其他流动负债	33	19	10	17	19	21
流动负债	440	385	375	477	529	540
长期贷款	4	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	9	0	0	0
负债	444	386	385	478	529	541
普通股股东权益	145	337	389	464	571	717
少数股东权益	7	7	7	7	7	7
负债股东权益合计	597	729	781	949	1,107	1,265

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.296	0.339	0.304	0.322	0.455	0.627
每股净资产	1.616	2.808	2.160	2.579	3.170	3.986
每股经营现金净流	0.539	0.388	0.341	0.489	0.685	0.916
每股股利	0.000	0.100	0.050	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	18.32%	12.08%	14.06%	16.23%	18.65%	20.47%
总资产收益率	4.47%	5.58%	7.00%	7.94%	9.62%	11.60%
投入资本收益率	9.69%	10.36%	11.59%	11.97%	13.61%	15.89%
增长率						
主营业务收入增长率	15.66%	18.35%	16.63%	17.25%	12.99%	13.03%
EBIT增长率	90.61%	32.21%	17.73%	32.67%	35.81%	35.87%
净利润增长率	56.95%	52.69%	34.33%	37.78%	41.31%	37.94%
总资产增长率	18.34%	22.22%	7.03%	21.57%	16.62%	14.34%
资产管理能力						
应收账款周转天数	56.0	56.1	49.5	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	57.5	54.9	56.4	56.0	56.0	56.0
应付账款周转天数	75.4	63.0	56.3	56.0	56.0	56.0
固定资产周转天数	55.8	51.6	42.7	47.4	50.8	52.0
偿债能力						
净负债/股东权益	31.53%	-25.48%	-22.26%	-8.74%	-7.48%	-11.79%
EBIT利息保障倍数	4.7	5.6	10.5	14.3	20.2	28.3
资产负债率	74.47%	52.87%	49.27%	50.34%	47.80%	42.74%

来源：公司年报，国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	1	1	1	2	6
买入	1	2	2	2	11
持有	0	1	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.83	1.90	1.87	1.79

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-04-22	买入	10.44	N/A
2 2009-04-26	买入	10.58	N/A
3 2009-08-12	买入	10.50	N/A
4 2009-09-23	买入	12.37	N/A
5 2009-10-29	买入	11.84	N/A
6 2010-02-03	买入	15.22	N/A
7 2010-03-31	买入	16.27	N/A
8 2010-04-22	买入	20.63	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室