

恩华药业 (002262.SZ)

医药行业

[2011.1.5]

不痛何以痛快的劲量小子

——恩华药业调研报告

联系人

张磊

010-68784263

kinglz114@sina.com

评级:

买入

上次评级:

首次评级

目标价格:

¥23.5

首次预测:

当前价格:

¥23.3

2011.1.5



相关报告

双核驱动 我本英雄——康缘药业调研报告

铁树开花 中新之路——中新药业调研报告

内外双修 内功硬才是真功夫——誉衡药业研究报告

独领风骚的造影剂小霸王！——北陆药业调研报告

阴影之下 仍有彩虹——中药行业深度研究

寻找热少中的钻石——中药行业四季度策略

闫亚磊

SAC执业证书编号 S1150209100148

核心观点:

- 公司麻醉药和精神药销售稳步增长,与人福目前并不构成竞争。
- 未来公司芬太尼及其他产品可能与人福展开竞争,但近一年内影响不大。
- 未来将有多个新产品申报和上市,业绩值得期待。

投资要点:

- 麻醉品种(力月西、福尔利等)和精神药品种(思利舒、一舒等)销售良好,今年均实现 25% 的增长,同时新药埃他卡林已获批通过,具有重磅炸弹潜质,未来的业绩值得期待。
- 公司在精神药品种(30 余种)为国内最全,麻醉药品中的用途和销售地域上与人福医药的产品互补(详见报告),目前并无直接竞争。
- 未来公司与人福只有芬太尼系列及不确定性较大的异丙酚外存在竞争,但双方对未来的规划各有侧重(人福升级麻醉产品,恩华进军心血管药),我们认为 2011 年这种竞争不会对各自的业绩造成巨大影响。
- 公司专精于中枢神经药领域,11 年将有埃他卡林等新品种上市,另有多款新品待上市。10 和 11 年 EPS 预计分别为 0.38 和 0.47 元,50 倍 PE,目标价 23.5 元。考虑到公司所处的壁垒(行政、新药等),以及未来多个新药上市。存在价值低估的可能,给予买入评级。

(百万元,元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	952	1111	1295	1526	1803
EBITDA(百万元)	82	94	117	136	181
净利润	41	55	81	99	137
摊薄 EPS(元)	0.34	0.30	0.38	0.47	0.65
PE(X)	69.2	77.3	61.1	50.0	36.0
EV/EBITDA(X)	33.5	44.3	30.8	26.8	19.8
PB(X)	8.20	10.67	3.73	3.51	3.25
ROIC	10.36%	11.59%	5.98%	6.54%	8.45%
总资产周转率	1.44	1.47	0.96	0.77	0.85

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	226	231	1338	1297	1360	营业收入	952	1111	1295	1526	1803
应收票据	3	5	5	6	7	营业成本	592	677	793	934	1082
应收账款	153	148	173	204	241	营业税金及附加	8	10	11	13	15
预付款项	22	20	15	9	2	销售费用	216	272	310	368	435
其他应收款	16	29	34	40	47	管理费用	75	79	95	111	131
存货	95	114	131	154	178	财务费用	11	7	1	-5	-5
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	4	4	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0	0
固定资产	135	130	124	177	221	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	14	33	21	85	80	营业利润	48	63	86	105	145
工程物资	0	0	0	0	0	营业外收支净额	2	0	1	1	2
无形资产	38	36	39	42	44	税前利润	50	63	87	106	147
长期待摊费用	0	0	2	2	3	减：所得税	10	9	7	9	12
资产总计	729	781	1912	2045	2210	净利润	40	53	79	97	134
短期借款	139	143	0	0	0	归属母公司净利润	41	55	81	99	137
应付票据	66	77	90	106	123	少数股东损益	-1	-1	-2	-2	-3
应付账款	102	107	139	163	183	基本每股收益	0.34	0.30	0.38	0.47	0.65
预收款项	10	9	11	12	14	稀释每股收益	0.34	0.30	0.38	0.47	0.65
应付职工薪酬	3	2	2	2	2	财务指标					
应交税费	11	8	300	300	300	成长性					
其他应付款	51	30	30	30	30	营收增长率	18.3%	16.6%	16.6%	17.8%	18.2%
其他流动负债	4	0	-2	-5	-8	EBIT 增长率	32.2%	17.7%	18.0%	16.1%	39.8%
长期借款	0	0	0	0	0	净利润增长率	52.7%	34.3%	47.7%	22.1%	39.0%
负债合计	386	385	589	641	692	盈利性					
股东权益合计	344	396	1323	1403	1518	销售毛利率	37.9%	39.0%	38.8%	38.8%	40.0%
现金流量表						销售净利率	4.3%	4.9%	6.2%	6.5%	7.6%
净利润	40	53	79	97	134	ROE	11.8%	13.8%	6.1%	7.0%	9.0%
折旧与摊销	20	20	30	36	41	ROIC	10.36%	11.59%	5.98%	6.54%	8.45%
经营活动现金流	47	61	421	126	158	估值倍数					
投资活动现金流	-37	-52	-19	-155	-81	PE	69.2	77.3	61.1	50.0	36.0
融资活动现金流	80	23	705	-11	-15	P/S	3.0	3.8	3.8	3.2	2.7
现金净变动	89	33	1107	-40	62	P/B	8.20	10.67	3.73	3.51	3.25
期初现金余额	126	226	231	1338	1297	股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%
期末现金余额	216	259	1338	1297	1360	EV/EBITDA	33.5	44.3	30.8	26.8	19.8

目 录

1. 公司简介.....	5
2. 公司业务分析 麻精产品快速增长.....	5
3. 竞争优势分析 壁垒下的劲量小子.....	7
3.1 受益于我国麻醉药政策及特殊的生产布局.....	7
3.2 麻醉药的故事.....	8
3.3 恩华与人福：既是战友又是敌人.....	10
3.4 公司的新产品：构建新的三驾马车.....	14
4. 公司的管理.....	15
5. 风险提示.....	16
6. 盈利预测假设及投资建议.....	17

图 目 录

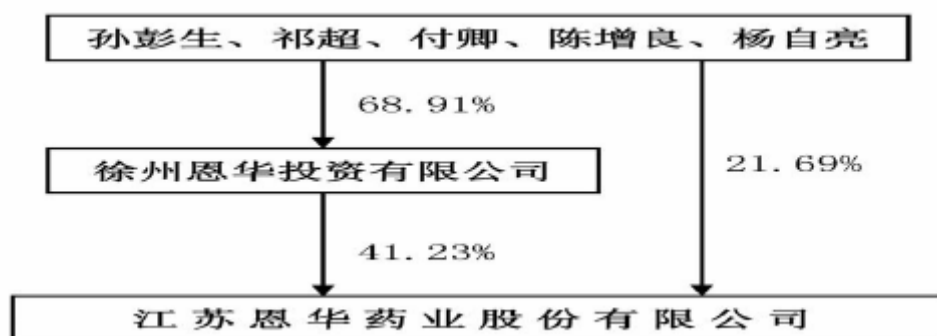
图 1: 公司与实际控制人的股权关系 (2009)	5
图 2: 历年医药工业和商业销售收入占比 (百万)	6
图 3: 历年工业和商业贡献毛利占比 (百万)	6
图 4: 历年恩华医药工业收入构成 (百万)	6
图 5: 历年各产品毛利率情况 (%)	6
图 6: 2007-2009 我国麻醉药市场增长 (亿)	9
图 7: 2007-2009 我国麻醉药市场细分情况 (%)	9
图 8: 2008 年前十位麻醉药品种及市场占比 (%)	10
图 9: 2010 上半年恩华制药业务收入构成 (%)	11
图 10: 目前宜昌人福收入构成 (%)	11
图 11: 恩华 2009 年工业收入地区占比 (%)	12
图 12: 恩华 2010 上半年工业收入地区占比 (%)	12
图 13: 人福 2009 年工业收入地区占比 (%)	13
图 14: 人福 2010 上半年工业收入地区占比 (%)	13
图 15: 人福历年销售收入地区占比 (%)	13
图 16: 恩华历年收入地区占比 (%)	13
图 17: 咪达唑仑历年市场份额变化 (%)	14
图 18: 历年恩华期间各项费用率变化 (%)	15
图 19: 历年公司整体毛利率与制药业务毛利率对比	16
图 20: 历年公司三大主要制剂的毛利率情况	16
附图 21: 恩华药业的历史沿革简图	17

近日，我们调研了恩华药业，重点向公司了解一些市场关注的问题：公司主力桂力月西和福尔利的销售情况，以及公司的埃他卡林等新产品开发的情况。

1. 公司简介

公司主营麻醉和精神类药物制剂，前身为成立于 1978 年的徐州第三制药厂，99 年和 2000 年改制并在 2007 年整体变更为江苏恩华药业股份有限公司，08 年在 A 股深交所上市，目前公司实际控制人为孙彭生先生等五位一致行动人。

图 1：公司与实际控制人的股权关系（2009）



数据来源：公司年报 渤海证券研究所

公司的主要产品有力月西（咪达唑仑注射液）、福尔利（依托咪酯脂肪乳注射液）、一舒（丁螺环酮片）、思利舒（利培酮片），其中力月西注射液（甲类）、思贝格（乙类）等被列入国家医保目录。今年 1-9 月公司营业收入 9.58 亿，同比增长 14.27%，净利润 6262 万元，增长 45.61%，盈利增长主要来自公司麻精药品的生产和销售。同时公司逐步扩张产品线，芬太尼系列及 1.1.类新药埃他卡林（主治高血压）也将于明年审批上市。

公司未来的战略目标是成为国内主要的中枢神经药物制造商和供应商；成为国内重要的心脑血管用药创新研究基地和供应商；成为国际市场上中枢神经药物的生产基地。

2. 公司业务分析 麻精产品快速增长

公司目前主要市场在国内，其中业务主要分两块，医药商业虽然在公司收入中占大头，但利润较低，通过调研了解到，公司未来重心放在药品工业上，对商业板块将制定严格考核，保证其盈利不亏损，公司旗下的恩华和润和统一零售等商业满足于做本地龙头即可。

图 2：历年医药工业和商业销售收入占比（百万）

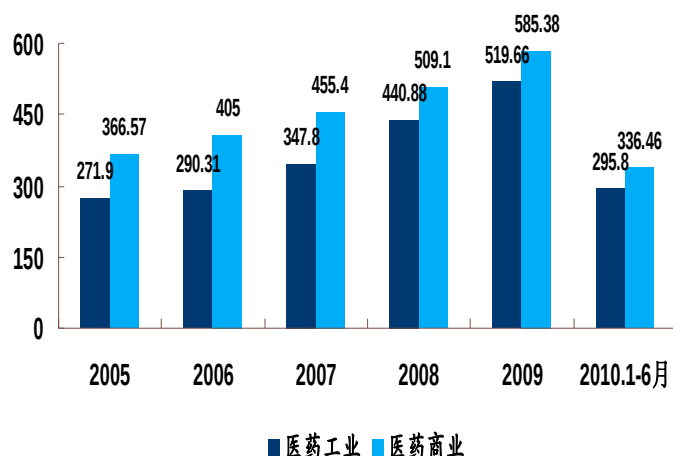
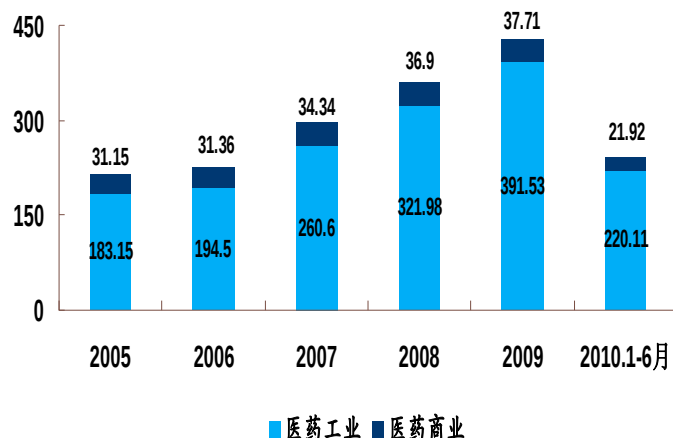


图 3：历年工业和商业贡献毛利占比（百万）



数据来源：公司年报 渤海证券研究所

从历史上的收入上和毛利率来看，公司的产品线中以麻醉类和精神类药品最为重要，是公司的业务核心。公司 2009 年，公司麻醉药品和精神药品销售收入分别为 2.33 亿和 1.85 亿，分别占当年药品工业总收入的 48%和 38%，毛利率也一直维持在较高水平（均在 80%以上）。

图 4：历年恩华医药工业收入构成（百万）

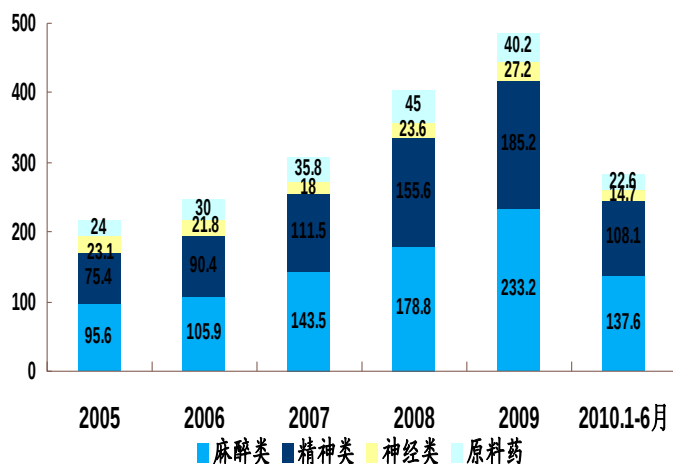
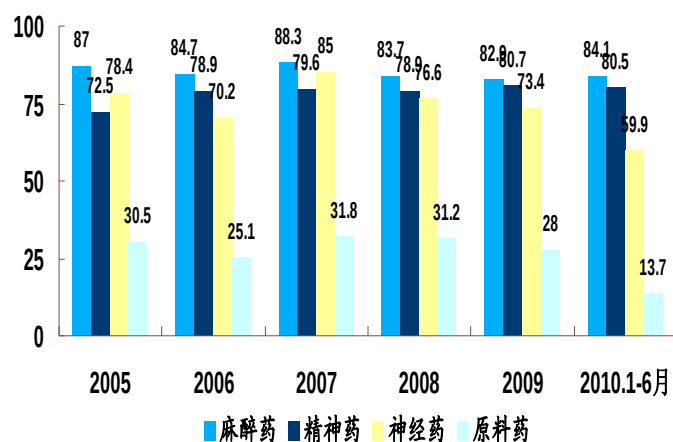


图 5：历年各产品毛利率情况（%）



数据来源：公司年报 渤海证券研究所

公司在麻醉品方面的主要产品是力月西（咪达唑仑注射液）和福尔利（依托咪酯脂肪乳注射液），分别应用于临床手术的深度静脉麻醉和全身麻醉诱导，今年1-9月，力月西注射液收入1.2亿，全年预计1.5亿，增长25%，福尔利收入5400万，预计全年7400万，增长22%，氟马西尼1-9销售2400万，预计全年超过3000万，增长50%。公司的精神类药品中，思利舒（利培酮）1-9月收入近7400万，预计全年收入1亿元，增长20%，思贝格（齐拉西酮片）收入2200万，预计全年维持在去年的3000万水平，一舒（丁螺环酮片）1-9月收入1700万预计全年2400万。其它品种中力月西片收入800万元，预计全年1200万元。新上市的加巴喷丁处于培育期，1-9月收入700余万，预计全年收入1000万元。

表1：今年恩华品种销售收入及预测

产品类别	2007 产品 销售	2008 销售	2009 销售	2010E 销售	2011E 销售
麻醉用药	力月西	9000 万	1 亿	1.2 亿	1.5 亿
	福尔利	2800 万	4000 万	6000 万	7400 万
	氟马西尼	新品上市	1000 万	2000 万	3000 万
	其它	2550 万	2878 万元	3317 万元	3800 万
精神用药	思利舒	5000 万	7000 万	8000 万	1 亿
	思贝格		2000 万	3000 万	3000 万
	其它	4148 万	6557.8 万	7515 万	8500 万
	氟西汀	在研	在研	在研	在研
	阿立哌唑	在研	在研	在研	在研
神经用药	力月西片			1000 万	1200 万
	加巴喷丁				1000 万
	其它	1800 万	2361 万	1716 万	1000 万
原料药及其它	其它	7486 万	8290 万	7417 万	7500 万
医药商业		45542 万	50906 万	58538 万	67000 万
合计		80482 万	95250 万	111093 万	128400 万

数据来源：公司调研 渤海证券研究所

3. 竞争优势分析 壁垒下的劲量小子

3.1 受益于我国麻醉药政策及特殊的生产布局

目前国内上市的麻醉药和精神药品的生产商的格局为：

国药集团：主要是国药顺义药厂，负责一类麻醉药品（主要是哌替啶、吗啡注射

液等强成瘾性药品)和部分二类精神药品的生产和销售,以及为其他符合相关规定的麻精药品生产企业提供原料。

恩华药业:国内二类麻醉药品、静脉麻醉药咪达唑仑和麻醉诱导剂依托咪酯的主要生产商,同时拥有国内最全的一类 and 二类精神药品产品线(30余个品种),从销售额近亿的利培酮到只有几百万的米氮平,无所不包。

人福医药:主要负责二类镇痛药品芬太尼和瑞芬太尼(也有部分咪达唑仑)的生产和销售。将来希望将产品线升级到舒芬太尼及异丙酚(静脉麻醉药)等高端领域。目前未涉及精神类药品领域。

恒瑞医药:国内化学药上市企业中的龙头,长于各类肿瘤用药,麻醉药主要依靠子公司新晨药业销售,有咪达唑仑等多个麻醉品种,但除七氟烷外用量都不大。目前主推的是吸入式静脉麻醉药七氟烷,是国产七氟烷的主要生产商。

西南药业:是西部地区唯一的麻醉药品定点生产基地。主要生产和销售二类麻醉药品美菲康(吗啡控释片)及芬尼康(鸦片酊)、洛芬待因等,但其重心放在当地占据天时地利人和的“纯普药”业务(西部最大的化学普药生产企业,麻醉药只占其业务中很小的一块),受主客观环境所限,未来在麻醉药业务上难以做强做大,其麻醉药业务更多的是一种政府的行政任务。

通过调研了解到,国家对麻醉药的生产和流通一直严加管控,未来对咪达唑仑、依托咪酯、芬太尼系列再批准新的生产企业可能性不高(SFDA规定麻醉药品同品种原料药定点生产商1-2家,同品种单方制剂1-3家,含主要品种的复方制剂1-7家,目前麻醉品国内定点生产商13家)。在麻醉和镇痛用药方面国内厂商将主要以国药、恒瑞、恩华和人福为主。受国内医疗设备水平及临床使用习惯所限,目前静脉麻醉主要是静脉注射式为主,吸入式麻醉的应用面还不小。(只有20%左右的份额,具体见下文)

恩华目前制药业务年收入约6亿元,利润数千万元,规模在这行中并不算大,但公司有利之处在于麻精药品行政壁垒高,且公司一直重视研发投入,不断有新的仿制产品上市,成为该类市场中的劲量小子。我们预计未来国内静脉麻醉市场将由外企(阿斯利康和费森尤斯,外资异丙酚的主要厂商)与这几家企业(恩华与人福均在申请异丙酚的仿制)竞争瓜分。而公司将继续享受特殊的政策壁垒带来的增长红利。

3.2 麻醉药的故事

目前市场上最关心的就是恩华与人福孰优孰劣的问题了，在回答这个问题前我们先来弄清楚麻醉药的概念与市场的分类，因为这对回答上面那个问题至关重要。

麻醉是一种配合手术进行医疗的行为，任何可能引起疼痛的手术和检查均有必要进行麻醉，且需要有专业的麻醉人员共同合作来完成。2009 年我国麻醉药市场约为 32 亿元，年均增长率 17%，未来随着城市化及医疗水平的提高，有望逐步将加快增长速度。

图 6: 2007-2009 我国麻醉药市场增长 (亿)

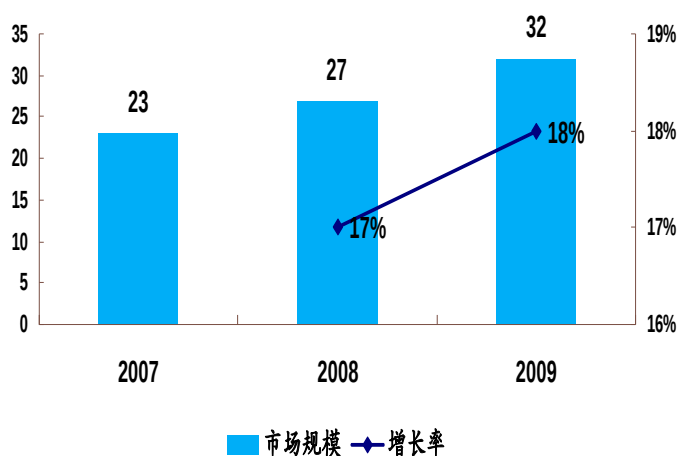
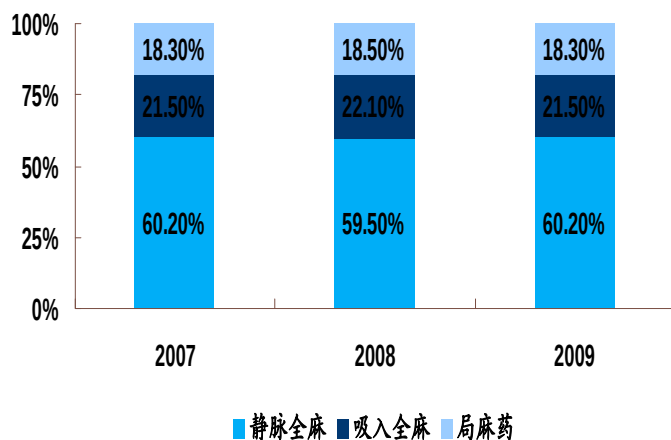


图 7: 2007-2009 我国麻醉药市场细分情况 (%)



数据来源: 广州标点信息 渤海证券研究所

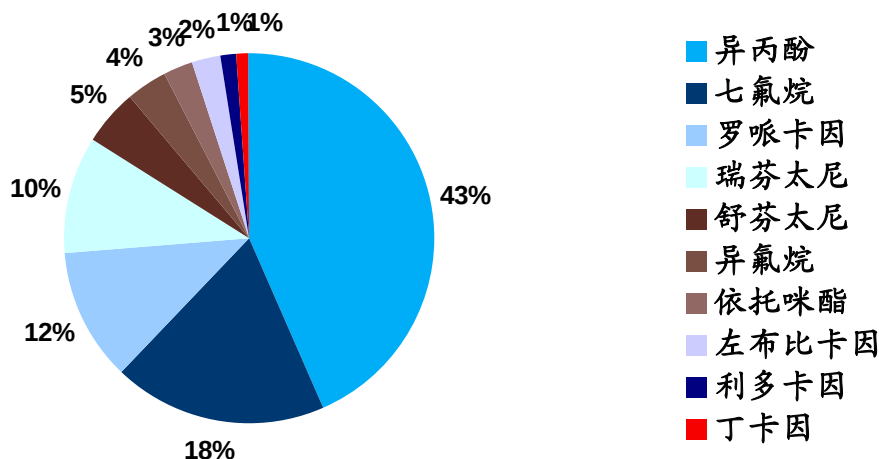
麻醉的方式大致分为全身麻醉、半身麻醉和局部麻醉三种，不同的麻醉方式应用在不同的手术上。全身麻醉的手术量虽然远远不及局部麻醉手术量多，但其全麻药价格较贵，因而全身麻醉药（吸入式+静脉式）占了 80% 以上的全国麻醉药市场份额，局部麻醉药所占份额不到 20%。在我国全身麻醉药当中，受仪器设备和临床习惯等因素的影响，吸入麻醉药所占比例低于静脉麻醉药的比例，静脉麻醉药占了整个麻醉药市场约 60% 的份额。

具体到使用的药品上，2008 年市场份额前十名的麻醉药品种中，有 4 种是静脉全身麻醉药，分别是异丙酚（丙泊酚）、瑞芬太尼、舒芬太尼和依托咪酯；有 2 种吸入全身麻醉药，分别是七氟烷和异氟烷；余下 4 种是局部麻醉药，分别是罗哌卡因、左布比卡因、利多卡因和丁卡因。

从图中可以看出在静麻用药最主要也最高端的品种是异丙酚（占了近一半的份额），其次是吸入麻醉的七氟烷（另一种吸入麻醉的异氟烷已进入衰退期，销量逐减）。由于吸入式麻醉不直接进血管，临床使用时因个体差异较大，无法稳定

维持麻醉深度，有局限性且对医院设备要求较高，使其在应用上受到限制。未来一段时期内我国仍将以静脉式为手术麻醉主流。

图 8：2008 年前十位麻醉药品种及市场占比（%）



数据来源：广州标点信息 渤海证券研究所

异丙酚由阿斯利康原研，96 年进入我国，在医院麻醉用药普及率超过 90%，是目前静脉麻醉药的最大品种。目前主要城市医院（北京、上海、天津、南京、武汉等）异丙酚品牌以外资的得普利麻（阿斯利康）和静安（北京费森尤斯）为主，国内异丙酚的原料和制剂生产厂家主要是西安力邦制药（商品名力蒙欣），市场主要在石家庄、重庆等城市，另有四川蜀乐药业的异丙酚注射液在局部地区亦有一席之地。（数据来源：中国医药报 2009 年 12 月 23 日刊）。

可以看出，与其它药品一样，在高端的静脉麻醉主药异丙酚（又名丙泊酚）上，目前人福与恩华均无话语权。虽然双方都在申报异丙酚的仿制制剂，但新药仿制的批准需要一个过程，我们认为，双方的异丙酚在明年批准的可能性均不高，即使未来一切顺利最快的产品也要 2012 年开始上市。

3.3 恩华与人福：既是战友又是敌人

具体到双方的产品：人福的芬太尼系列虽是麻醉药品种但临床主要用于镇痛，在整个手术间期均需要芬太尼来缓解其它麻醉药带来的肌阵挛和阻断痛觉（但单用时病人仍会有意识和触觉）。恩华的主要产品静脉麻醉药咪达唑仑（药理学划分上是镇静催眠药，最大特点是顺行性遗忘，配合镇痛药使用病人在术中会毫无触觉和意识，广泛应用于手术麻醉导入期镇静和 ICU 重症监护的镇静）、依托咪酯脂

肪乳注射液（麻醉诱导剂，也可用作静脉麻醉药，具有减少麻醉插管时病人的呼吸抑制和血压波动，该剂型为恩华独家，普通水针有肌痛副反应）。

据我们调研（信息提供：北京肿瘤医院麻醉科、武汉同济大学附属医院麻醉科等）了解到，临床上依托咪酯和咪达唑仑、以及芬太尼和异丙酚是搭配使用，相互之间除异丙酚和依托咪酯在部分类型手术中具有相互替代作用外，其他的均是联合使用。它们加上肌松药（罗库溴铵、维库溴铵等）和异丙酚搭配在临床使用上的组合（咪达唑仑+依托咪酯+芬太尼+肌松药；以及咪达唑仑+异丙酚+芬太尼+肌松药）是目前手术的主流全身静脉麻醉方法。

在整个手术间期均要使用镇痛药（人福的芬太尼系列），恩华的咪达唑仑为稳定病人情绪，在麻醉初期使其顺利入睡，这是它最主要的用途，兼有麻醉功能。依托咪酯与异丙酚一起构成静脉麻醉主药的高低搭配（价格约为异丙酚的 1/4，与咪达唑仑搭配麻醉效果相近），而且依托咪酯（恩华）因有平缓其它镇静药和麻醉药使用时带来的血压波动的特殊功能，除在麻醉诱导时使用外，可以在整个手术间期维持病人血压稳定和麻醉深度，应用范围较广，同时依托咪酯脂肪乳为恩华的独家优势品种。从现有产品用途上看，双方目前的产品有较好的互补和搭配作用。

从用途上看，根据国外经验，恩华的依托咪酯在各类手术中用途广泛，咪达唑仑除用于成人长时手术麻醉、婴幼儿手术外（异丙酚禁用于 3 岁以下儿童，咪达唑仑无此限制），在 ICU（重症监护室）亦用量较大，恩华已将此作为方向推广，效果良好。而人福的芬太尼系列则可用于各类手术和会带来痛苦的检查，双方的产品在用途上并不单一和重合，各自未来空间较大。

图 9：2010 上半年恩华制药业务收入构成（%）

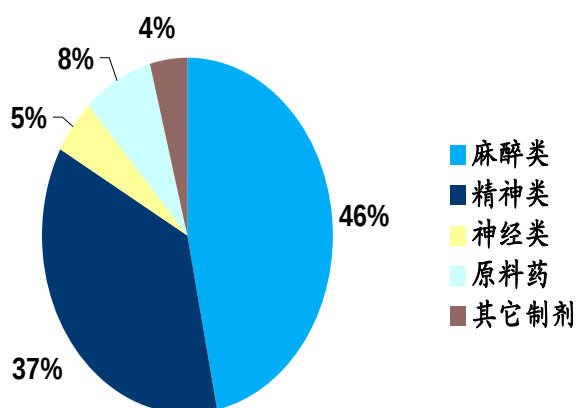
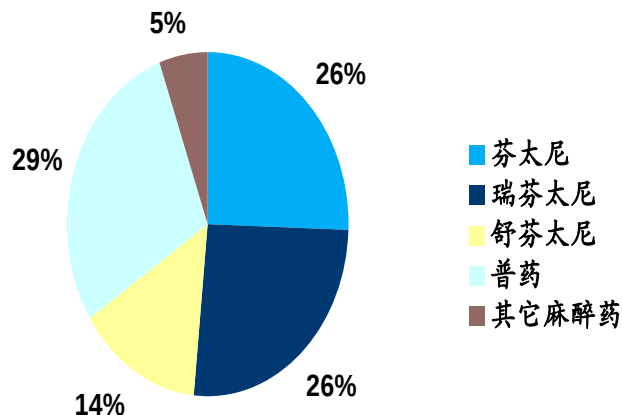


图 10：目前宜昌人福收入构成（%）



数据来源：公司调研 渤海证券研究所

所以我们认为恩华与人福目前并不构成竞争关系，恩华主攻麻醉和精神用药，（神经药量还不大），而人福的子公司宜昌人福主攻镇痛药。双方在镇痛和麻醉上各有侧重，虽然人福也有咪达唑仑（07 年上市，今年收入约 1000 余万），但金额较小。且调研了解到人福表示未来主要精力在芬太尼的做大和升级（瑞芬、舒芬）上，以及为新产品（二氢吗啡酮和纳布啡）做准备。人福的咪达唑仑只是和恩华谈判的筹码并不是未来主攻。而恩华的芬太尼系列明年也会投产上市（芬太尼的制剂生产，原料由国药供应；瑞芬芬太尼制剂和原料全由恩华负责生产销售，舒芬芬太尼正在攻关，明年不会上市），这将在未来对人福构成一定冲击。但恩华表示未来除继续做好麻精药业务外，精力将主要花在 1.1 类新药埃他卡林的销售推广上。

恩华已拥有国内最全的精神药品产品线（一、二类 30 余个品种），但因为主营的麻醉和部分精神类药品受国家严格调控，虽然壁垒高受保护但也不能自主提价，毛利的空间有限（因已很低，也不会降价）。所以公司在心血管药方面寻求突破（埃他卡林）。而宜昌人福未来精力除了舒芬和瑞芬的升级外，新药（曲马多、纳布啡等）仍将集中于麻醉镇痛药方面。至于新药异丙酚，我们调研了解到双方均在申报，恩华的进度稍快，顺利的话后年 2012 可上市，而人福的磷酸丙泊酚（异丙酚前体）项目进展较慢未来尚不明朗。

全面来看，除了未来恩华上市的芬太尼系列以及不确定因素很大的异丙酚外，双方的产品线及战略方向均鲜有重叠，所以我们认为人福与恩华未来在麻醉药方面是否竞争取决于以下两点：

第一：恩华的芬太尼系列 2011 年获批通过后会对人福有多大影响？

第二：未来谁的异丙酚能获批通过，以及谁能最快将异丙酚做到放量？

图 11：恩华 2009 年工业收入地区占比（%）

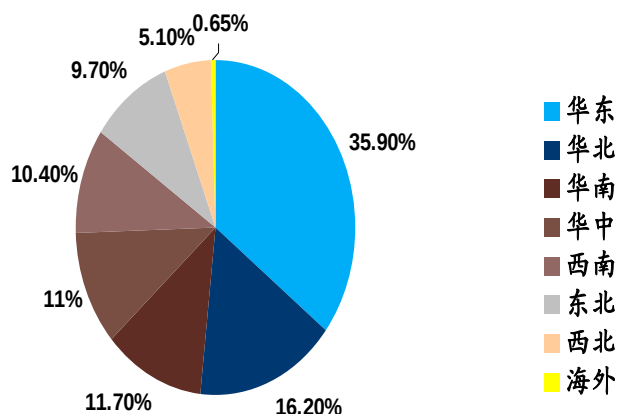


图 12：恩华 2010 上半年工业收入地区占比（%）

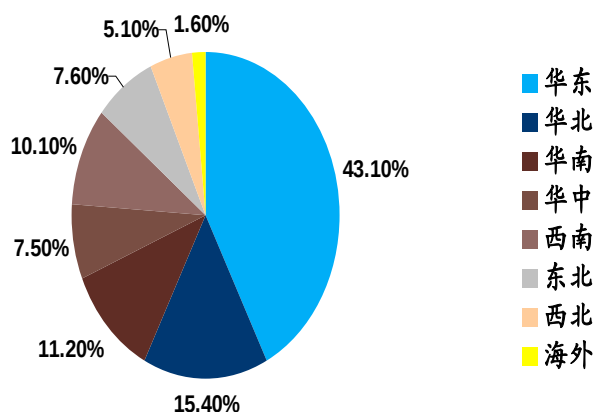


图 13: 人福 2009 年工业收入地区占比 (%)

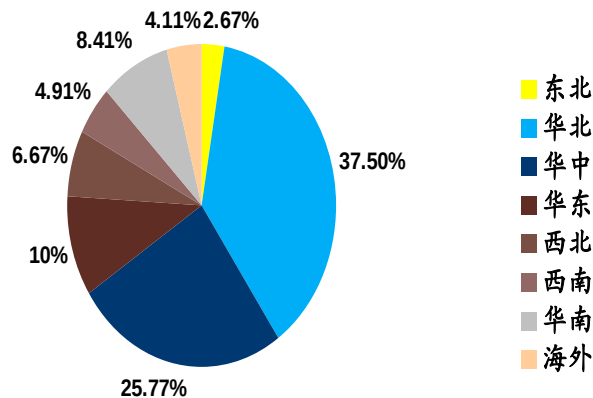


图 14: 人福 2010 上半年工业收入地区占比 (%)

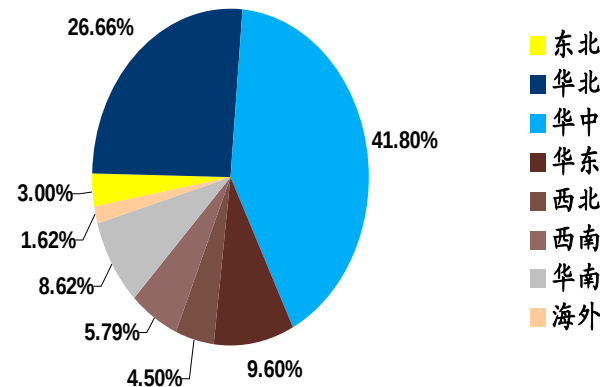


图 15: 人福历年销售收入地区占比 (%)

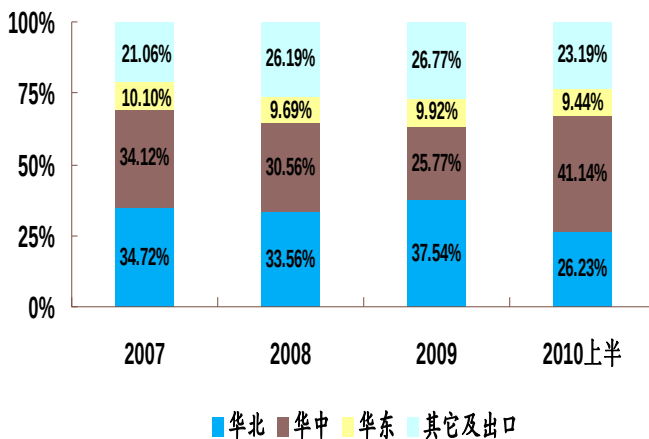
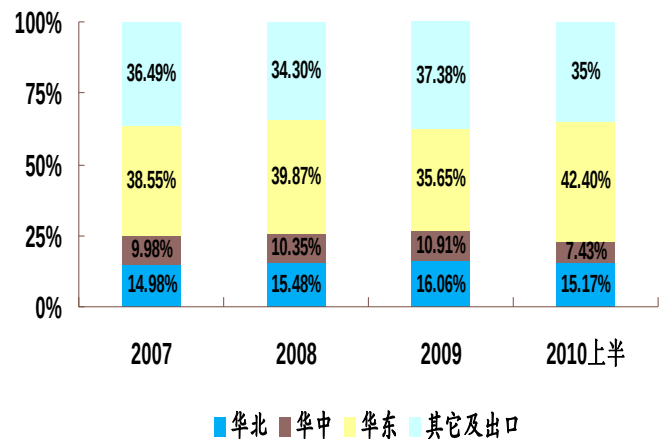


图 16: 恩华历年收入地区占比 (%)



数据来源: 公司年报 渤海证券研究所

关于第一个问题, 恩华表示 2011 年第二季度芬太尼系列就可通过审批, 下半年上市。我们认为未来双方芬太尼会有一定竞争但并不严重, 仍维持增长态势。因为两家公司历年的年报表明: 恩华主要市场一直在华东, 其他地区则分布较平均。而人福主要市场在华北和华中地区 (其中 2007-09 年华北比重逐渐加大, 而华中则缩小), 华东和其它地区份额较小。具体考察发现华东地区 (经济较发达, 多使用外资的芬太尼) 而且恩华的麻醉产品在医院中知名度很高。所以我们认为明年恩华的芬太尼如开始上市, 仍将在华东地区占据主导地位, 对人福产品已占据优势的华北华中地区影响有限 (都是国内产品, 先到占坑), 双方产品依据原有势力范围推广, 一起完成麻醉和镇痛药的进口替代。

至于第二个问题, 考虑到两家均有完善的销售体系, 恩华有 700 多人的专业麻醉药品销售队伍, 覆盖全国 6000 余家二级以上医院和 1000 余家精神类专科医院;

请务必阅读正文之后的免责条款部分

而宜昌人福也自建有 500 余人的销售体系，同样表示可以覆盖全国。

从现在掌握的情况看，恩华的异丙酚申报进度较快，未来一旦获批通过将进一步确立其在无痛和精神用药领域国产药企龙头的地位，而且恩华在控制地域和服务梯队上占优。但由于新药上市前审批所需时间较长，不确定因素较多，前景尚不明朗，且受国家政策影响较大，还不好下结论，我们将对此将继续关注。

3.4 公司的新产品：构建新的三驾马车

恩华未来的新产品按时间顺序包括右美托咪定（用于 ICU 镇静）、芬太尼系列（芬太尼、瑞芬太尼，麻醉镇痛）、埃他卡林（高血压）以及异丙酚（静脉麻醉）、氟西汀（国产百忧解，抗抑郁）、阿立哌唑（精神分裂）等多个品种，由于在研发上一贯重视投入（常年研发经费占其制药工业收入的 5% 以上），公司未来在中枢神经新药方面可谓源源不绝。

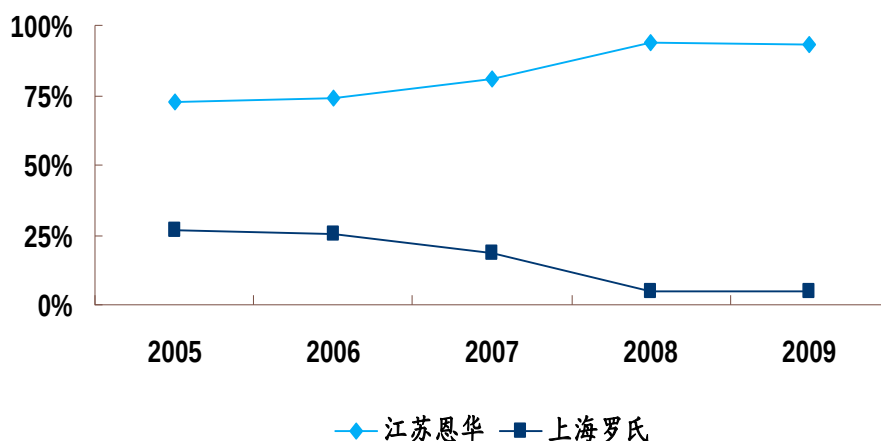
从产品线分布来看，公司未来仍旧立足于麻醉和精神类等中枢神经用药，同时在心血管方面寻求突破。通过我们调研了解到，公司由于国家在精神和麻醉用药方面受管控较严（流通、售价等），自主提价难度较大（但也不会再降价），同时因为在临床试验中表现出极好的临床疗效，所以未来打算将埃他卡林作为心血管方面的高端品种来打造，上市后定价较高，成为公司驱动业绩的三驾马车（麻醉、精神、高血压）中的新引擎。

明年最重要的就是埃他卡林的上市了，这是具有创新化学结构的 1.1 类新药（小分子仲胺类），主治高血压，尤其是对中老年高血压和预防脑卒中疗效显著，市场容量（我国高血压人群中 70% 以上为 50 岁以上中老年人）和利润空间都巨大，2009 年末该药物产业化项目基本完成，目前已通过审批，预计明年上市。目前公司正在生产和销售建设方面为其做准备。

我们预计该药上市后并不会立刻带来业绩的快速增长（毕竟在高血压药方面是新手干新活）。但是作为一类创新药物，有助于提升公司的品牌价值，同时高血压市场巨大，虽有外资及国内众多对手的竞争，但公司胜在自主研发且疗效显著，可享受新药的各种保护，只要公司销售得力，未来的业绩颇可观。所以市场对其的销售情况留下了较大的想象空间。

3.5 未来的遐想

图 17：咪达唑仑历年市场份额变化（%）



数据来源：公司调研 渤海证券研究所

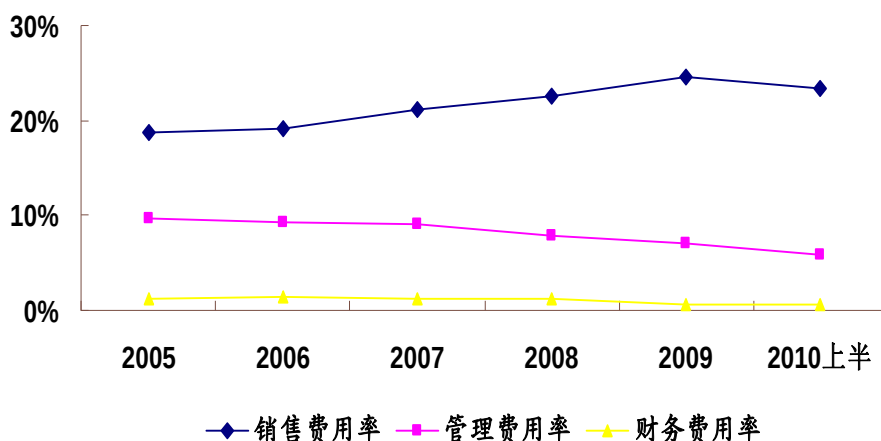
恩华目前制药工业年收入约 6 亿左右，年利润数千万元，其实在这行中规模并不算大。但公司所处的是神经中枢领域，主要为麻醉类、精神类、神经类，恩华在 3 个领域都有涉及且实力较强。3 个领域都存在“进口替代”的机会（咪达唑仑已成功实现进口替代）。

恩华现在面临行业“历史性”机会的时候，未来各项品种一旦获批上市，或将对恩华的业绩带来“跳跃式”增长。就像当年齐鲁药业、恒瑞制药：赶上了肿瘤药（多西他赛、奥沙利铂）的进口替代时期；正大天晴：赶上了肝病用药（阿德福韦）的进口替代时期那样，迎来一个称霸细分市场，迎来高速增长的新时期。

4. 公司的管理

从公司历年的期间费用率来看，公司的管理水平较成熟稳定，未出现大的波动，且随着公司业绩的提升，公司的盈利水平逐渐得到改善。公司的销售费用率逐年增加是公司在上市后大力开拓市场（销售队伍从 498 人增加至 700 余人），推广麻醉和精神药业务所带来的后果，同时今年上半年销售费用率下降是因为部分地区公司的销售政策尚未全部展开所致。我们认为公司的销售费用率增加幅度并不大，未来随着埃他卡林等新产品上市仍会继续增加，但我们认为这是公司未来成长必须的代价，并不用为此担心。

图 18：历年恩华期间各项费用率变化（%）

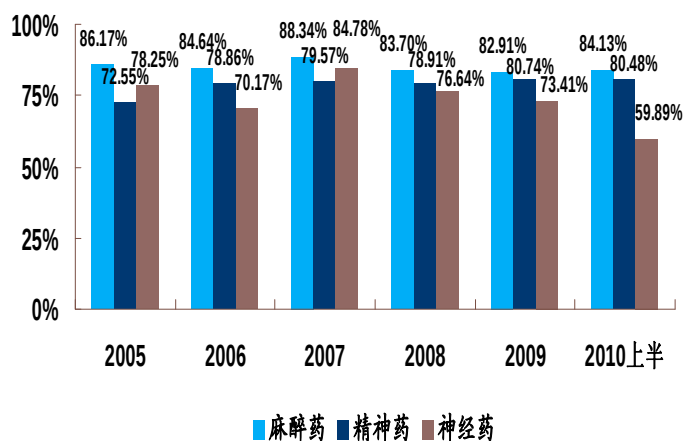
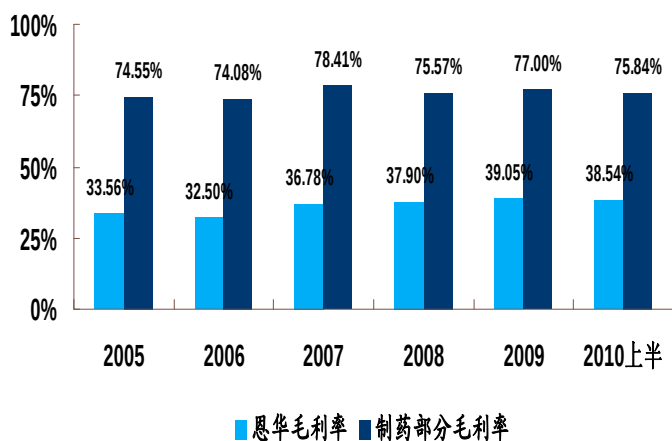


数据来源: WIND 渤海证券研究所

公司的财务费用一直维持在一个较低的水平, 2006 最高时只有 1.35%, 近年来一直维持在 1% 左右, 公司财务管理成熟稳健, 在可预见的未来公司不会有财务负担压力。公司整体的毛利率一直偏低 (只有 38% 左右) 是因为公司收入的一半以上来自毛利率极低的医药商业业务, 拉低了公司整体的毛利。单看公司药物制剂部分的毛利一直在 75% 左右, 其中主打品种麻醉药和精神药的毛利近年来一直稳定在 80% 以上, 加上明年新上市的埃他卡林原料和制剂均掌握在公司手中, 且享受新药待遇, 如果销售顺利, 我们认为未来公司的毛利将继续维持在该水平。

图 19: 历年公司整体毛利率与制药业务毛利率对比

图 20: 历年公司三大主要制剂的毛利率情况



数据来源: 历年公司年报 渤海证券研究所

5. 风险提示

请务必阅读正文之后的免责条款部分

公司的芬太尼系列审批受阻，力月西等产品出现不良反应，埃他卡林上市初期销售不理想，公司的业绩未达预期。

6. 盈利假设及投资建议

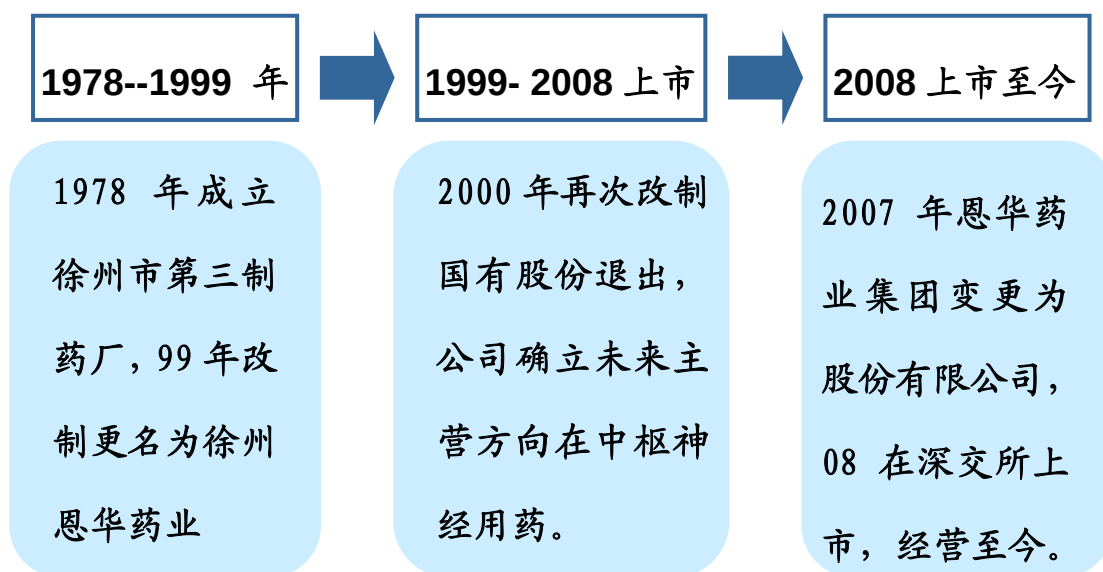
盈利假设

预计公司 2010 年制药工业增长 23%%，达到 6.4 亿，2011 年增长 18%，为 7.54 亿。新产品埃他卡林新上市还处于培育期，今年今年不会贡献太多业绩，预计收入 0.2 亿（已计入），如顺利 2012 年开始放量。医药商业的贡献为 2010 年 6.56 亿，明年增长 12%，为 7.34 亿左右，今年净利润约为 7920 万，明年增长 24%，突破 1 个亿。

投资建议

我们预计今年公司 2010 年的 EPS 为 0.38 元，2011 年 EPS 预估为 0.47 元，2011 年给予公司 50 倍 PE，合理价格为 23.5 元。考虑公司专精中枢神经用药市场，行业行政壁垒高，且公司各产品（力月西、福尔利等）在麻醉和精神用药市场的知名度加上新产品芬太尼、埃他卡林的上市放量，存在价值低估的可能，给予买入评级。建议投资者关注。

附图 21：恩华药业的历史沿革简图



数据来源：渤海证券研究所

渤海证券股票投资评级说明

- 1、买 入：未来 12 个月内股价超越大盘 15%以上；
- 2、中 性：未来 12 个月内股价相对大盘波动在-15%~15%之间；
- 3、卖 出：未来 12 个月内股价落后大盘 15%以上。

渤海证券行业投资评级说明

- 1、 买入：行业股票指数超越大盘；
- 2、 中性：行业股票指数基本与大盘持平；
- 3、 卖出：行业股票指数明显弱于大盘。

重要声明 1: 本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

重要声明 2: 本报告 PDF 版由郭靖唯一制作。

渤海证券研究所机构销售团队

黄锋	022-28451131	谢晓冬	022-28451849
	13512060965		13820872805
	loyalbright@yahoo.com.cn		actionfish@live.cn
	huangfeng@bhzq.com		xiexd@bhzq.com

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn