

证券研究报告

化学制剂



分析师 王晞
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn
SAC:S0190200010075

推荐 (维持)

恩华药业 (002262)

携手外企, 剑指癫痫药

联系人: 季文华

2011年5月31日

投资要点

事件:

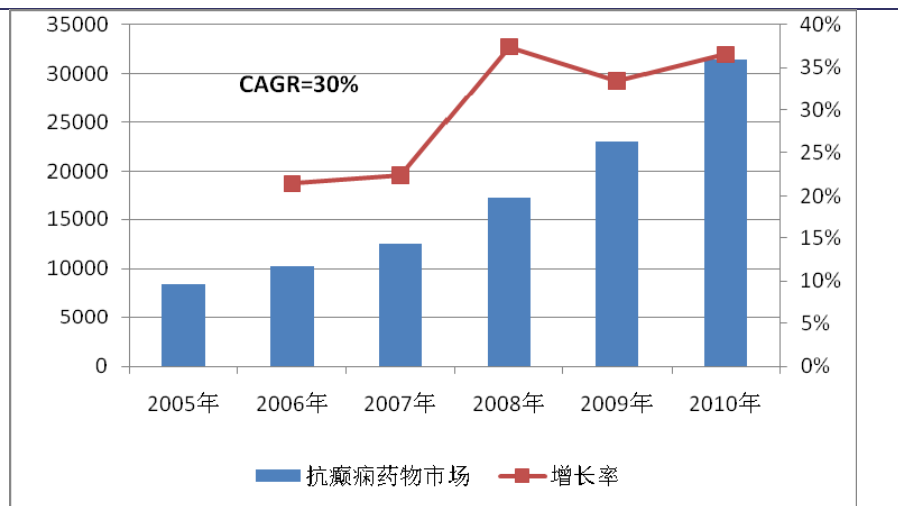
恩华药业发布公告, 公司5月30日与以色列制药企业 D-Pharm 公司签署了《许可与共同开发协议》, 内容涉及 DP-VPA 治疗癫痫药物在中国的独家许可与合作开发事宜。

点评:

公司携手以色列 D-Pharm 进入癫痫药市场, 丰富中枢神经系统领域的产品线, 增强了公司核心竞争力。恩华作为国内神经系统药物的领跑者, 研发能力首屈一指, 产品储备丰富。麻醉药领域芬太尼, 异丙芬, 盐酸右美托米啶等新产品的陆续上市有望加快公司发展的步伐, 维持推荐评级。

- **DP-VPA, 临床研究中的新药。**DP-VPA是由D-Pharm公司开发的新药, 用于治疗癫痫、偏头痛和双向情感障碍患者, 目前正在癫痫患者身上完成了首个II期临床。DP-VPA作为丙戊酸的前药, 具有较好的靶向性, 能够在病灶部位准确释放药物活性成分。临床前和临床研究中表明, DP-VPA与丙戊酸相比, 表现出了更好的安全性和药代动力学特性。丙戊酸制剂是中国癫痫治疗的一线药物。虽然具有良好的药效, 但是一系列不良反应限制了丙戊酸的最大剂量和广泛使用。相对于丙戊酸, DP-VPA有望成为更安全、更高效的替代品。
- **抗癫痫药物市场快速增长。**2010年, 样本医院抗癫痫药物市场约为3.15亿元, 同比增长了36.53%。2005-2010年, CAGR为30%, 高于医药行业的平均增速。我们估算, 全国抗癫痫药物市场有望超过20亿元。

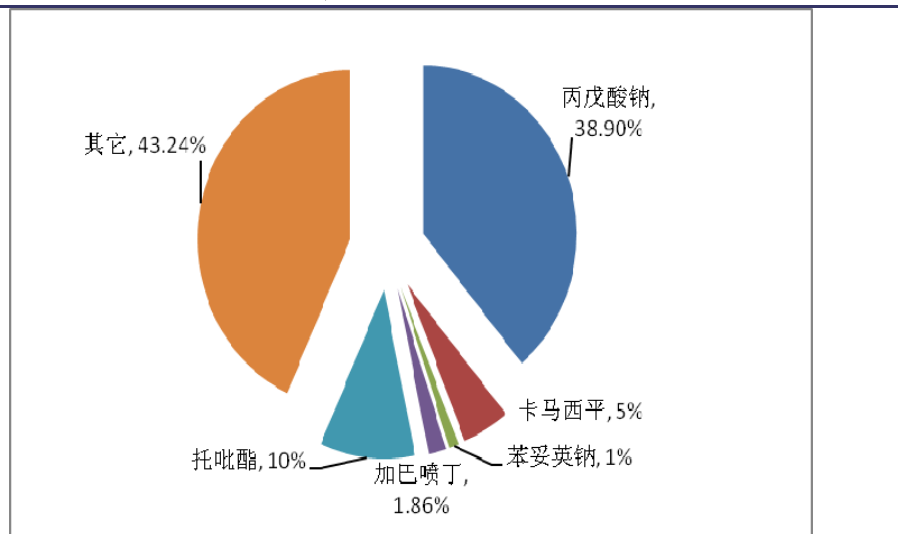
图 1、样本医院抗癫痫药物市场与增长率 (单位: 万元)



数据来源：PDB，兴业证券研究所

- **丙戊酸钠为抗癫痫一线用药。**丙戊酸钠（抗癫灵，二丙基乙酸钠）是一种广谱抗癫痫药，用于部分发作、全身强直-痉挛发作、失神发作、肌阵挛型发作、Lennox-Gastaut 综合征及少年肌阵挛性癫痫，是目前抗癫痫的一线用药。以 2010 年样本医院数据为例，丙戊酸钠市场份额约为 38.9%，远高于其它类别的抗癫痫药。

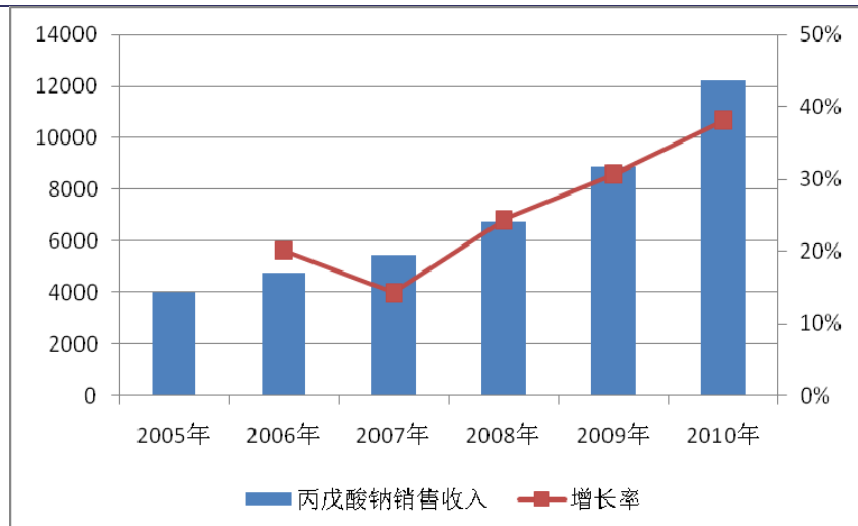
图 2、抗癫痫药物市场分布



数据来源：PDB，兴业证券研究所

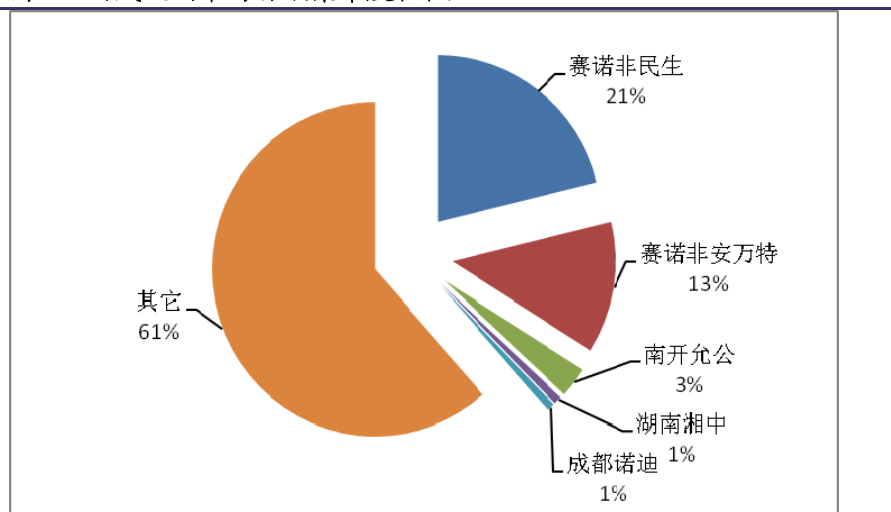
- **赛诺非安万特有优势。**2010 年，丙戊酸钠样本医院销售收入为 1.2 亿，同比增长了 38%。国内丙戊酸钠市场较为分散，主要由合资企业杭州赛诺菲圣德拉堡民生制药有限公司及法国赛诺菲安万特公司占据，上述两家企业在 2010 共同占有 34% 的市场份额，而国内企业湖南湘中、南开允公也占有一定市场份额。

图 3、样本医院丙戊酸钠销售收入与增长率（单位：万元）



数据来源：PDB，兴业证券研究所

图 4、丙戊酸钠市场份额集中度较低



数据来源：PDB，兴业证券研究所

- **DP-VPA 有望替代丙戊酸钠。** DP-VPA 是丙戊酸钠的前药，相对于丙戊酸钠安全性高，疗效好，同时又具有靶向性，如果临床进展顺利，未来有望替代丙戊酸钠成为一线用药。此外，公司还与 D-Pharm 达成共同开发的协议，未来有望进军规范市场。
- **麻醉药领域有望丰收。** 2011 年，公司在麻醉药领域有望摘取胜利的果实：盐酸右美托咪啶、芬太尼、异丙芬有望年内获批；瑞芬太尼有望明年获批。随着麻醉药领域新产品的加盟，公司有望加快增长的步伐。

表 1：2011-2012 恩华有望获批产品一览表

序号	领域	药品名称	类别	适应症
1	麻醉用药	丙泊芬注射液	化药六类	静脉麻醉药
2		盐酸右美托咪啶注射液	化药三类	麻醉镇静

3		枸橼酸芬太尼注射液	化药六类	麻醉镇痛（一类管制）
4		瑞芬太尼	化药六类	麻醉镇痛（一类管制）
5		维库溴铵	化药六类	全麻辅助用药
6	精神用药	草酸依地普仑片剂	化药三类	抗抑郁
7		盐酸度洛西汀肠溶片	化药三类	抗 郁
8		阿立哌唑片剂	化药三类	精神分裂症
9	神经用药	普瑞巴林胶囊	化药三类	抗癫痫、治疗神经痛
10	心血管用药	盐酸埃他卡林及片剂	化药一类	高血压

资料来源：公司年报

- **盈利预测：**不考虑在研新产品的贡献，我们预测今年公司麻醉药增长率 18%；精神药增长率 20%；神经类药物增长率 10%，2011-2013 年 EPS 分别为：0.46，0.65 和 0.9 元。公司目前利润基数较小，新产品的上市有望大幅提升公司的盈利水平。我们看好中枢神经系统领域广阔的成长空间，看好恩华超群的研发能力，维持推荐评级。
- **短期催化剂：**新药临床进展顺利；新产品获批上市。
- **风险因素：**药品降价

附表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	653	751	915	1171
货币资金	223	257	337	503
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	246	284	332	386
其他应收款	16	19	22	26
存货	134	153	178	204
非流动资产	301	362	365	376
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	28	28	28	28
固定资产	165	237	261	275
在建工程	71	44	31	25
油气资产	0	0	0	0
无形资产	35	31	27	24
资产总计	954	1113	1280	1546
流动负债	482	547	563	620
短期借款	166	153	142	142
应付票据	88	101	118	135
应付账款	173	198	231	264
其他	55	95	72	79
非流动负债	10	9	9	9
长期借款	0	0	0	0
其他	10	9	9	9
负债合计	492	556	572	629
股本	234	234	234	234
资本公积	47	47	47	47
未分配利润	157	242	379	568
少数股东权益	4	2	1	-0
股东权益合计	463	557	708	917
负债及权益合计	954	1113	1280	1546

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	76	108	152	210
折旧和摊销	22	24	29	32
资产减值准备	-11	3	4	5
无形资产摊销	1	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	6	7	6	5
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	-1	-2	-1	-1
营运资金的变动	20	-11	61	37
经营活动产生现金流量	75	137	139	212
投资活动产生现金流量	-71	-71	-41	-41
融资活动产生现金流量	9	-32	-18	-5
现金净变动	13	34	80	165
现金的期初余额	231	223	257	337
现金的期末余额	244	257	337	503

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1301	1498	1755	2040
营业成本	805	920	1073	1229
营业税金及附加	10	11	12	13
销售费用	309	348	393	445
管理费用	81	87	93	102
财务费用	6	7	6	5
资产减值损失	3	2	2	2
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	87	123	176	244
营业外收入	4	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	90	125	178	246
所得税	15	19	27	37
净利润	75	106	151	209
少数股东损益	-1	-2	-1	-1
归属母公司净利润	76	108	152	210
EPS（元）	0.33	0.46	0.65	0.90

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	17.1%	15.2%	17.1%	16.2%
营业利润增长率	39.1%	41.4%	42.6%	38.7%
净利润增长率	38.3%	41.1%	41.3%	37.8%
盈利能力(%)				
毛利率	38.1%	38.6%	38.9%	39.8%
净利率	5.9%	7.2%	8.7%	10.3%
ROE	16.7%	19.4%	21.6%	22.9%
偿债能力(%)				
资产负债率	51.5%	49.9%	44.7%	40.7%
流动比率	1.36	1.37	1.63	1.89
速动比率	1.07	1.09	1.31	1.55
营运能力(次)				
资产周转率	1.50	1.45	1.47	1.44
应收帐款周转率	6.01	5.34	5.38	5.36
每股资料（元）				
每股收益	0.33	0.46	0.65	0.90
每股经营现金	0.26	0.59	0.59	0.91
每股净资产	1.96	2.37	3.02	3.92
估值比率（倍）				
PE	61.23	43.39	30.71	22.29
PB	10.21	8.44	6.62	5.10

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。