

分析师：涂羚波
执业证书编号：S0050208010103
Tel：010-59355910
Email：tulb@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街 5 号新
盛大厦 7 层(100140)



恩华药业 (002262. SZ)

储备品种丰富

投资要点

●收入增长和费用压缩推动公司业绩成长。2010 年实现营业总收入 13 亿元、7643 万元，同比分别增长 17.07%、38.25%，其中来源于母公司的工业增长超过 20%；从分产品看，麻醉类、精神类、神经类分别实现收入 28528 万元、21007 万元、2914 万元，同比分别增长 22.35%、13.46%、7.3%，麻醉类药品呈现了良好的增速。同时，公司的期间费用率同比下降了 1.78 个百分点。2011 年一季度，公司继续保持稳健的增长态势，收入和净利润同比分别增长 21.04%、32%。

●新型制剂产品推出将提升公司业绩。公司去年 8 月份获得氯氮平口腔崩解片及利培酮分散片两药品的注册批件，利培酮是公司精神类产品中的主导品种，销售规模大约在 1 亿元左右，但产品价格低廉，约 1 元/粒，分散片具有服用方便、崩解速度快、吸收快、生物利用度高等优点，在价格方面会有较大优势。而氯氮平是基药品种，为亏损品种。新剂型的推出将提升同类品种的毛利率。

医药生物

投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	未评级
目标价格：	20.25

市场数据

市价(元)	18.55
上市的流通 A 股(亿股)	0.87
总股本(亿股)	2.34
52 周股价最高最低(元)	16.68-28.55
上证指数/深证成指	2728.02/11642.40
2010 年股息率	0.56%

52 周相对市场表现

2010-6-7~2011-6-7

— 上证指数 — 恩华药业
— 医药生物

相关研究

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1301	1538	1806	2093
增长率(%)	17.07	18.26	17.39	15.93
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	76.44	106.25	144.59	198.98
增长率(%)	40	39	36	38
毛利率(%)	38	38	38	39
净资产收益率(%)	17	19	20	22
EPS(元)	0.33	0.45	0.62	0.85
P/E(倍)	56.79	40.85	30.02	21.81
P/B(倍)	9.47	7.69	6.12	4.78

来源：公司年报、民族证券

- 1.
2. **●储备品种丰富。**公司非常重视对研发的投入，每年研发经费的投入占医药工业的比重不低于 5%，研发人员 200 人左右。目前有近 10 个新药或仿制药可能在 2011-2012 年上市，其中，麻醉镇静药盐酸右美托咪啶有望最快拿到批文，该产品用于重病监护治疗期间开始插管和使用呼吸机病人的镇静，已被广泛应用于心外科、整型外科、血管外科和其它 ICU 的镇静管理中，是比较理想的 ICU 镇静药物。一类新药盐酸埃他卡林也有希望于今年获批，该品种为全新结构的高血压药物，作用机理新颖，选择性扩张高血压状态下的阻力血管，选择性作用于阻力血管 ATP-敏感性钾通道的 SUR2 亚型，不同于国内外的同类品种。不仅降压疗效好，而且还可以有效治疗高血压导致的脑、肾脏、心脏和血管的损伤，优于国际上的一线治疗药物。
- 3.
4. **●与 D-Pharm 公司签署国际合作协议。**为不断丰富公司在中枢神经药物领域的产品线，公司于 2011 年 5 月 30 日与以色列 D-Pharm 公司就 DP-VPA 治疗癫痫药物签署了《许可与共同开发协议》。D-Pharm 公司是以色列知名度最高的医药研发公司之一，主要从事用于治疗中枢神经系统疾病及癌症的创新型专利药物的研究与开发，该公司利用其创新平台技术开发了一系列新产品。DP-VPA 就是 D-pharm 公司开发的一个新型药物，目前正在癫痫患者身上完成了首个 II 期临床，在临床前和临床研究中，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。DP-VPA 将提供丙戊酸更安全、更高效的替代品。因而，DP-VPA 的上市将面临着良好的市场前景。
- 5.
6. **●2011 年继续探索分线营销。**公司一直一类采用混线营销的方式，一个销售代表同时销售公司的所有产品，最终导致竞争小、容易销售且单价高的麻醉药品销量较大，而竞争性强但市场潜力巨大的精神类和神经类药物销售积极性不足。公司 2010 年在 5 个省市实行分线营销改革试点，并成立了政府事务部。分线营销即销售代表只销售某一类药品，从试点情况来看，在北京、四川、华东地区都起到了良好的效果。目前分销线占全部销售不到 20%，公司预计用 3 年时间试点，5 年后在全国推广。
- 7.
8. **●医药商业将继续做大。**2010 年医药商业销售收入近 7 亿元，占比达到 53.56%。公司为抓住国内基本药物的巨大市场，未来对于商业的定位仍会加大投入，做强做大商业，但基本药物配送会是公司开发的重点，不排除公司通过收购区域内医药商业来做大的可能。
- 9.
10. **●给予“增持”评级。**预计公司 2011、2012、2013 年实现销售收入 15.38 亿元、18.06 亿元、20.93 亿元，同比增长 18.26%、17.39%、15.93%，实现净利润 1.06 亿元、1.45 亿元、1.99 亿元，同比增长 39%、36%、38%，每股收益 0.45 元、0.62 元、0.85 元，对应动态市盈率 41 倍、30 倍、22 倍，在医药行业中处于较高水平，考虑到公司所处领域具有较高壁垒，我们给予公司 2011 年 45 倍 PE 估值，对应目标价 20.25 元。
- 11.
- 12.

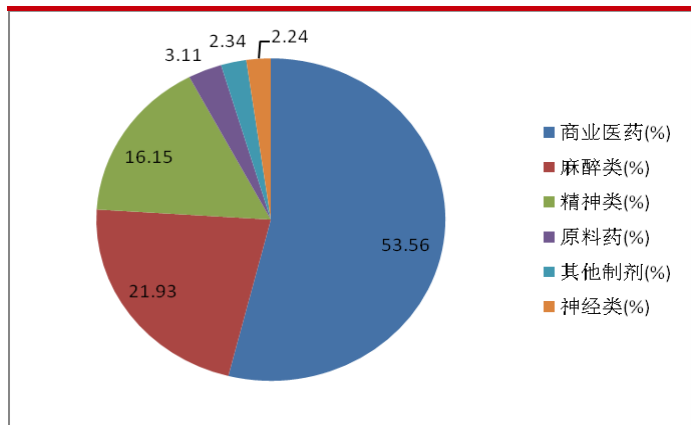
表 1：公司收入和毛利预测

单位：万元	2010	2011E	2012E	2013E
麻醉类	28528	34804	42461	51803

增长率 (%)	22.35%	22.00%	22.00%	22.00%
毛利率 (%)	83.42%	83.42%	83.42%	83.42%
精神类	21007	24158	27782	31949
增长率 (%)	13.46%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率 (%)	80.83%	80.83%	80.83%	80.83%
神经类	2914	3147	3399	3671
增长率 (%)	7.30%	8.00%	8.00%	8.00%
毛利率 (%)	72.41%	72.41%	72.41%	72.41%
其他类	3050	3050	3050	3050
增长率 (%)	-10.23%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	44.20%	44.20%	44.20%	44.20%
制剂	55500	65160	76692	90473
增长率 (%)	15.75%	17.41%	17.70%	17.97%
毛利率 (%)	79.71%	80.09%	80.43%	80.74%
原料药	4048	4048	4048	4048
增长率 (%)	0.71%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	13.80%	13.80%	13.80%	13.80%
医药商业	69672	83607	98656	113454
增长率 (%)	19.02%	20.00%	18.00%	15.00%
毛利率 (%)	5.87%	5.87%	5.87%	5.87%
总收入	129220	152814	179396	207975
增长率 (%)	16.94%	18.26%	17.39%	15.93%
营业成本率	61.89%	62.27%	62.07%	61.41%
毛利率 (%)	38.11%	37.73%	37.93%	38.59%

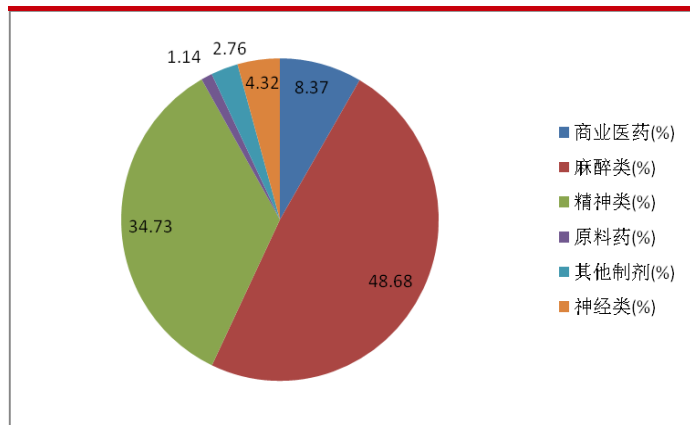
资料来源：民族证券

图 1：公司 2010 年收入占比



资料来源：公司资料，民族证券

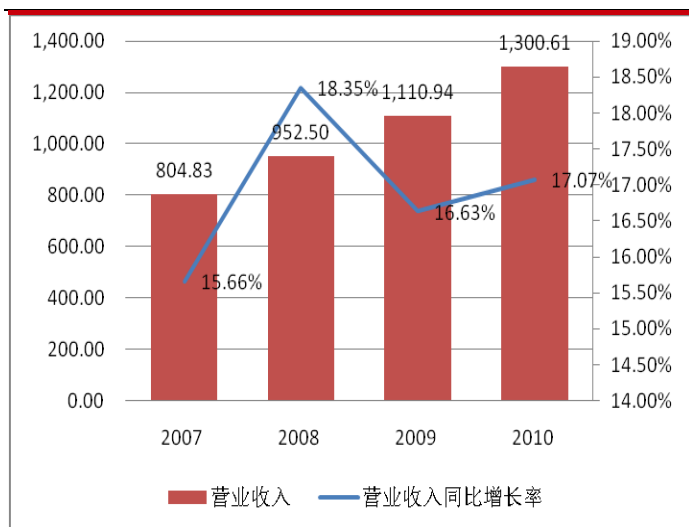
图 2：公司 2010 年利润占比



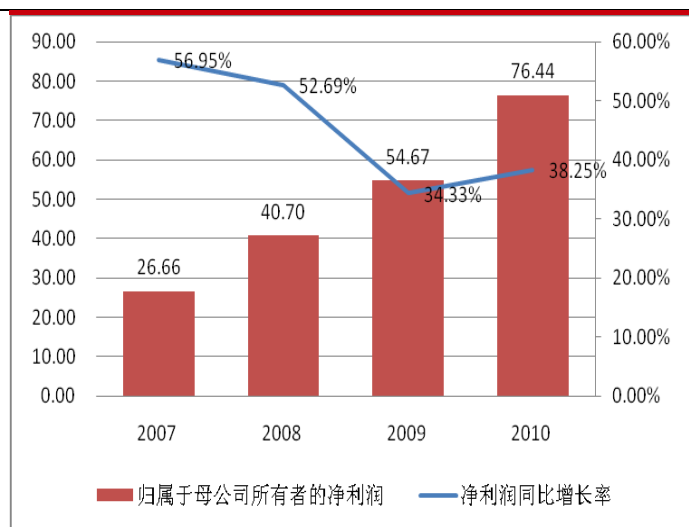
资料来源：公司资料，民族证券

图 3：公司近年营业收入

图 4：公司近年净利润

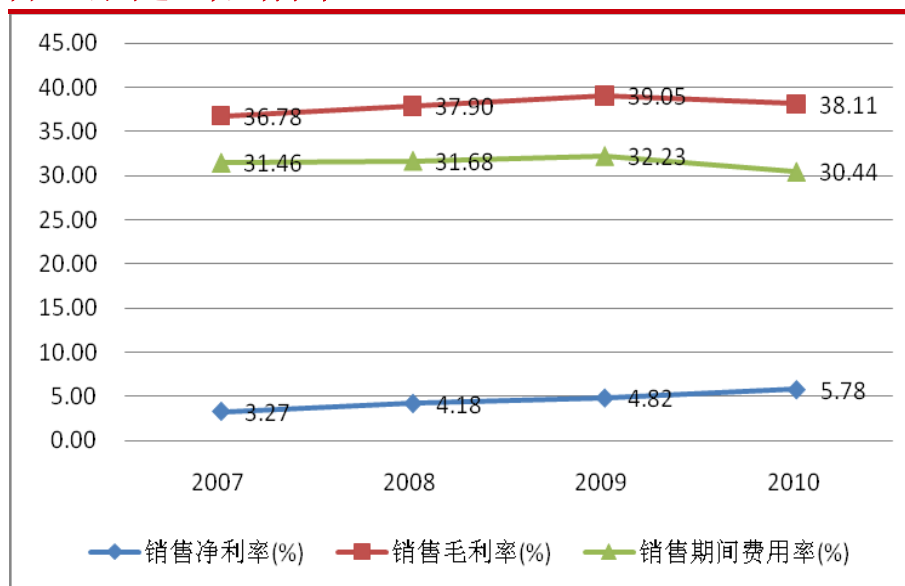


资料来源：公司资料，民族证券



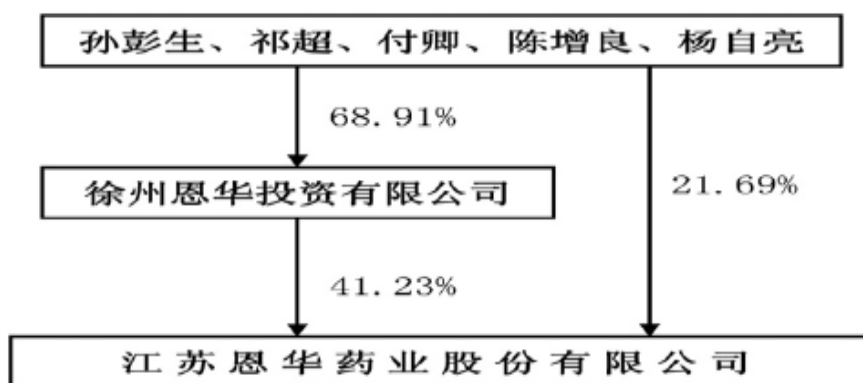
资料来源：公司资料，民族证券

图 5：公司近三年盈利水平



数据来源：公司资料 民族证券

图 6：公司股权结构图



数据来源：公司资料 民族证券

图 7：未来一、二年内可能获批新药

序 号	项目名称	类 别	适应症
1	盐酸右美托咪啶及注射液	化药三类	镇静
2	丙泊酚及注射液	化药六类	静脉麻醉药
3	维库溴铵	化药六类	全麻辅助用药
4	草酸依地普仑及片剂	化药三类	抗抑郁
5	盐酸埃他卡林及片剂	化药一类	抗高血压新药
6	枸橼酸芬太尼及注射液	化药六类	麻醉用药
7	阿立哌唑及片剂	化药三类	精神分裂症
8	盐酸度洛西汀及肠溶片	化药三类	治疗抑郁症
9	普瑞巴林及胶囊	化药三类	抗癫痫、治疗神经痛

数据来源：公司资料 民族证券

附录：财务预测表

资产负债表

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	653	803	978	1209	营业收入	1301	1538	1806	2093
现金及等价物	223	294	380	518	营业成本	805	958	1121	1285
应收帐款	252	298	350	405	营业税金及附加	10	12	14	16
存货	134	159	186	214	销售费用	309	354	406	461
其它流动资产	44	52	62	71	管理费用	81	85	90	94
非流动资产	301	315	347	376	财务费用	6	5	4	2
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	3	0	0	0
固定资产及其他	236	246	271	293	公允价值变动净	0	0	0	0
投资性房地产	28	28	28	28	投资净收益	0	0	0	0
无形资产	35	38	45	52	营业利润	87	125	171	235
其它非流动资产	2	2	2	2	营业外收入	4	0	0	0
资产总计	954	1119	1325	1585	营业外支出	1	0	0	0
流动负债	482	541	605	670	利润总额	90	125	171	235
短期借款	166	166	166	166	所得税	15	21	28	39
应付帐款	261	310	363	416	净利润	75	104	142	196
其它流动负债	55	65	76	87	少数股东损益	-1	-2	-3	-3
非流动负债	10	10	10	10	归属于母公司所	76	106	145	199
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	96	130	174	237
其它非流动负债	10	10	10	10	EPS（元）	0.33	0.45	0.62	0.85
负债合计	492	552	615	680	主要财务比率				
少数股东权益	4	2	0	-4		2010	2011E	2012E	2013E
归属于母公司所有者权益	459	565	709	908	成长能力				
负债和股东权益	954	1119	1325	1585	营业收入	17.1%	18.3%	17.4%	15.9%
					营业利润	39.1%	44.0%	36.1%	37.6%
					归属母公司净利	39.8%	39.0%	36.1%	37.6%

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	73	112	147	197
净利润	75	104	142	196
资产减值准备	3	0	0	0
折旧和摊销	22	23	25	28
公允价值变动损失	0	0	0	0
财费用	6	5	4	2
营运资本变动	-33	-20	-24	-28
投资收益	0	0	0	0
投资活动现金流	-91	-37	-57	-57
资本支出	-94	-37	-57	-57
其它	3	0	0	0
融资活动现金流	10	-5	-4	-2
权益性融资	-9	0	0	0
负债净变化	25	0	0	0
财务费用	-6	-5	-4	-2
现金净增加额	-8	71	86	138
期初现金余额	231	223	294	380
期末现金余额	223	294	380	518

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备 8 年医药行业的从业经验，以及 8 年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn